

中美贸易战引致全球经贸不确定性 预期下的人民币国际化 ——基于大宗商品推动路径的分析

巴曙松 王珂

摘要 逆全球化思潮背景下,中美贸易摩擦不断向贸易战升级带来的外部不确定性冲击使得全球政治经济格局以及国际货币体系面临着新一轮的深刻重构。在“去美元化”趋势加强的历史阶段,人民币国际化开始真正进入角色状态;而在路径分析中,大宗商品定价权的缺失严重影响了人民币国际化的进一步扩展。基于此,在人民币的国际货币功能拓展(结算货币—计价货币—储备货币)路径上,应借鉴美元模式,掌握大宗商品定价权,从以人民币计价打开突破口;在人民币的空间范围拓展(周边化—区域化—国际化)路径上,可参考欧元模式,把握“一带一路”建设的机遇,通过大宗商品贸易实现区域化;同时,从汇率稳定上看,要避免贸易战压力下币值波动引致的人民币过度投机,可吸取日元教训,将大宗商品挂钩为人民币汇率的锚。因此,大宗商品成为人民币国际化新阶段布局的关键一环。

关键词 人民币国际化;大宗商品定价权;中美贸易战;一带一路;汇率波动与传导

中图分类号 F753 **文献标识码** A **文章编号** 1672-7320(2019)06-0089-10

2019年初,被视为国际贸易晴雨表的波罗的海干散货指数在前期持续走低后出现崩跌,其背后逆全球化趋势愈演愈烈;而近期的中美贸易摩擦向贸易战升级无疑是最大的黑天鹅事件,加上美国对伊朗的金融遏制战略、美元全球供给收缩、全球经济贸易的不确定性预期和地缘政治冲突的压力,各主要经济体纷纷加速“去美元化”。国际政治经济的复杂性和全球货币竞争的高烈度为人民币国际化提出了挑战,也提供了巨大的机遇。尽管自2009年中国人民银行启动跨境贸易人民币结算试点以来,人民币国际化取得了显著的成果,但面对人民币国际计价功能拓展乏力、区域化刚刚开局、近期汇率波动过大的现状,人民币国际化仍任重道远。鉴于国际货币的网络效应和载体货币的惯性,人民币国际化具有高度的路径依赖性,在其稳步扩展中,影响国计民生的大宗商品贸易或可成为下阶段布局的突破点。中国是大宗商品贸易大国,但并未掌握定价权,由此破题,把握“一带一路”建设的战略机遇,以服务实体经济为出发点和落脚点,借助大宗商品贸易实现国际定价规则和货币体系的深海突围,可有力推进人民币国际化。就此,本文深入探讨了大国博弈给市场带来对宏观经济环境的不确定预期下通过大宗商品贸易推动人民币国际化以避免“修昔底德陷阱”的可行路径。

一、人民币国际化推进十周年的困境与突破点

当前世界主要经济体之间出现的频繁摩擦,特别是中美贸易关系的转向和货币政策的分化,以及随之而来的全球政治经济格局的重构,推动人民币提高国际地位的战略再次成为讨论的焦点。以2009年7月跨境贸易人民币结算试点启动为标志,人民币国际化十周年的进程为其下一阶段的稳步拓展奠

定了坚实的基础,但国际计价功能的相对缺位暴露了中国大宗商品定价权的缺失,如何形成两者的良性互动成为重要的现实议题。

(一) 中美贸易不确定性预期下的人民币国际化进程再加速

随着中国改革开放 40 年经济的高速发展和新旧动能转化不断推进的高质量转型,中美经贸关系从合作互补转向全球性的战略竞争,在以 WTO 为代表的现有国际规则体系的失灵状态下,这一趋势随着中国实际 GDP 相对美国达到 66% 而在 2018 年走向激烈化。自 2018 年 3 月美国发布“301 特别调查”并宣布对中国进出口商品大规模征收高额关税以来,中美贸易摩擦在数十轮磋商后仍不断升级,在演变为贸易战和科技战的同时,有向货币战和金融战延伸的风险。中美贸易战带来的不确定性通过市场预期传导使得近期的人民币汇率出现了极大的波动性,多次发出贬值预警(见图 1);2019 年 8 月初美元兑人民币汇率直接标价甚至跌破“1:7”这一重要心理关口,需要警惕汇率战的上升风险。

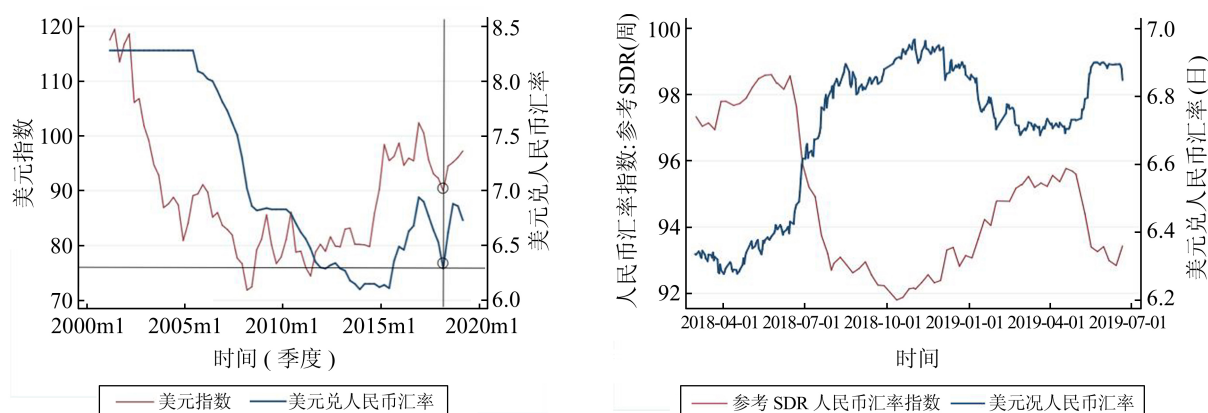


图 1 人民币汇率的长期趋势与短期波动

数据来源: Wind

但这一贸易摩擦驱动的汇率波动趋势,以理性预期渠道和市场情绪为主要传导路径,具有阶段性和短期性,在经济基本面依然相对稳定的支撑下,反而对人民币国际化出现了倒逼机制的推动作用。一方面,由于贸易摩擦的溢出效应、地缘政治的复杂多变,以及特朗普政府削减贸易赤字的政策目标引致的美元全球供给和流动性收缩,俄罗斯、越南、巴基斯坦、伊朗以及多个主要石油输出国纷纷选择加快去美元化的进程,降低对美元的依赖,寻求外汇储备币种的多元化,人民币等较为稳定的货币成为选择目标。另一方面,中国供给侧改革初见成效,经济总体稳中向好;“一带一路”倡议和对外援助战略与多层次试验区共同构筑起更全面的开放平台,企业海外布局加快;国际金融架构的改革有所突破,中国金融市场深化双向开放,沪港通、深港通有序开通,离岸金融市场进一步拓展,人民币从经常项目可兑换向资本项目可兑换稳步推进。在这样的内外压力和发展基础上,中国人民银行释放出“本币优先”原则的积极信号,发力推进人民币国际化进程。

(二) 人民币国际货币功能发展进度失调下的计价短板制约

研究人民币国际化的概念与路径,大多数学者都选择回归到国际货币职能上展开分析^[1](P125)。国际货币的职能是货币国内职能在国外的扩展^[2](P361-371),结合经典的国际货币的功能清单与分析框架^[3](P5)(见表 1 总结),人民币的货币国际化实质就在于其结算货币、计价货币以及储备货币功能的跨境拓展,因而,其衡量指标也通常从这三方面建立。从凯恩斯的货币需求理论出发,部分学者的研究表明,货币国际化的核心在于推动其成为国际贸易中的计价货币——经由对商品或服务的货币计价可以派生出关联的货币支付和货币结算,借助对金融资产的货币计价可以派生出货币的国际价值储藏。

表 1 国际化货币功能清单

货币功能	公共职能	私人职能
流通手段	外汇干预载体	贸易与金融交易结算
价值尺度	盯住的锚货币	贸易与金融交易计价
价值贮藏	国际储备货币	投资与货币替代

近几年,人民币在跨境贸易中的结算功能发展迅速,同时在 2015 年 11 月宣布人民币加入 SDR 货币篮子后,其价值储备功能也在稳步推进。根据《人民币国际化报告 2018》^①,近三年中国对外贸易中人民币结算占比平均超过 20%,人民币已经发展成为世界第三大贸易融资货币和第五大支付货币。根据国际货币基金组织(IMF)“官方外汇储备货币构成”(COFER)季度数据^②,截至 2018 年末,人民币储备资产已达 2017.9 亿美元,占官方标列币种构成外汇储备总额的 1.89%;另据不完全统计,已有 60 多个国家和地区将人民币纳入外汇储备。此外,至 2019 年 5 月,与中国人民银行达成双边本币互换协议的境外中央银行或货币当局共计已有 38 个,人民币清算安排范围也已拓展至 23 个国家和地区,奠定了人民币国际流动性的坚实基础。

相对而言,当前人民币作为计价投资货币的功能深拓受多种因素的制约而进展缓慢。从对外贸易的实践来看,人民币计价与结算出现偏离,跨境企业在国际贸易中仍遵循“美元计价、人民币结算”模式,在国际市场中缺乏话语权,与中国作为第二大经济体的市场地位不相称。在美联储长期加息、中国资本管理政策趋紧等各种因素的综合作用下,近期人民币国际金融计价交易综合占比甚至有下降的趋势。

(三) 大宗商品定价权与人民币国际计价职能的拓展

针对人民币计价货币功能推动缓慢的现状,考虑到大宗商品的特征和在国际贸易中的地位,大宗商品定价权或可成为突破口。参考中国现行的《大宗商品电子交易规范(2002)》中的定义,大宗商品

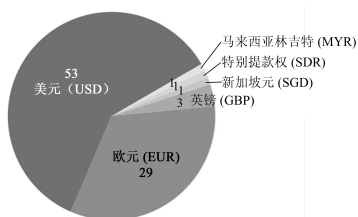


图 2 各定价货币的大宗商品品种数量
资料来源:联合国贸易和发展会议 (UNCTAD)

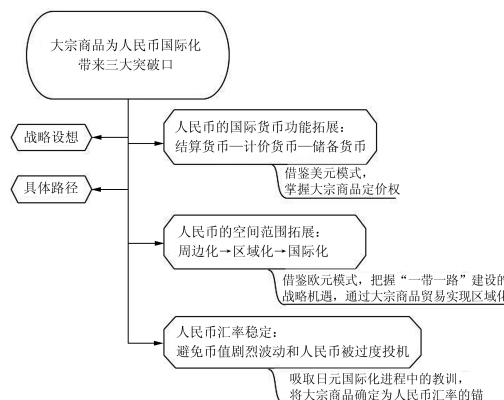


图 3 大宗商品助力人民币国际化的理论路径

指“可进入除零售环节的流通领域,主要供工农业生产和消费使用的大批量交易的、具有商品属性的物质商品”。就品类而言,大宗商品包括能源、饮料、油脂类、谷物、其他食品、工业原材料六大类,可设计为期货、期权作为金融工具来交易,以实现价格发现和规避价格风险;同时鉴于工农业类的基础商品在大宗商品中占据了极大的比例,而该类商品又在产业链中居于最上游的位置,所以相关期货和现货价格的

① 报告出自中国人民大学国际货币研究所 IMI,该报告自 2012 年起定期发布,2018 年受中美贸易关系和国际贸易保护主义抬头的影响,其主题为“结构变迁中的宏观政策国际协调”。
② “官方外汇储备货币构成”是 IMF 统计部管理的数据库,外汇储备数据包括货币当局对非居民的各类债权,包括纸币、银行存款、国库券、其他短期和长期政府债券以及其他可以用于满足国际收支需求的债权等。

波动在反映其供需关系的同时,也会对整个经济体系产生直接影响。

中国作为全球市场的重要参与者,已经成为大宗商品市场的主要交易商。中国大宗商品在全球消费量中的比重接近两成;大豆、铁矿石等多个品种的进口总量均居世界首位,其中对天然橡胶的外贸依存度已达到50%,而大豆、铁矿石和原油甚至远高于天然橡胶分别在60%、60%与80%以上。作为最大的消费国和出口国,中国在大宗商品市场已经具有相当大的影响力。

但受制于中国对大宗商品的刚性需求和掌控定价权的期货交易所的缺位,中国对大宗商品价格的影响力尚仅体现在议价权上。大宗商品人民币定价权的缺失,使得中国在国际市场上往往面临着“中国买什么什么就涨,中国卖什么什么就跌”的价格陷阱。大宗商品定价权的缺失影响了人民币国际货币职能特别是计价职能的进一步扩展。借鉴美元、欧元和日元等国际货币的经验,绑定大宗商品掌握计价权无疑是人民币国际化在新阶段战略布局的关键一环。

追溯世界金融史,从19世纪的“煤炭英镑”到20世纪的“石油美元”体系,一国货币想要崛起成为国际货币甚至关键货币,往往以绑定国际大宗商品(特别是能源)的计价与结算为起点。事实上,布雷顿森林体系解体后,美元国际化、欧元国际化和日元国际化的进程,都在不同程度上存在对大宗商品定价权的竞争与博弈^[4](P7-13)。当前,美元和欧元分别作为国际第一和第二大计价货币,也是大宗商品贸易的主要定价货币(见图2)。因此,短期内可借鉴欧元模式,通过进一步推动贸易项和双边货币互换实现国际计价货币目标;从长期看应学习美元模式,争取掌握大宗商品的人民币计价权^[5](P79-89)。同时,考虑到汇率及其预期与人民币国际化之间的长期均衡关系^[6],以及国内外通过波动冲击响应分析和相互预测等大量研究证明的大宗商品价格与汇率的互动关系^[7](P537-551)^[8](P48-59),面对近期中美贸易摩擦和谈判的反复性导致的人民币汇率快速上升的趋势,借鉴日元经验,探讨借助价格指数与汇率波动紧密相关的大宗商品实现汇率稳定的可行方案,可让市场因素在汇率决定中发挥更大的作用(见图3)。通过货币职能国际化拓展、货币区域范围扩大、汇率的波动与传导三大路径,大宗商品成为人民币国际化破局与提速的重要突破口。

二、美元模式:以大宗商品定价权推动人民币国际化

借鉴美元模式,在人民币国际化进程中,从成为世界货币的职能拓展路径“国际结算货币——国际计价货币——国际储备货币”来看,针对中国目前推进人民币计价发力不足的现状,绑定大宗商品增强人民币计价的定价权,可解开人民币计价职能发展停滞的困局,进而带动结算职能和储备职能。

(一) 美元模式的启示

美元模式是指通过绑定大宗商品掌握定价权,进而影响其他国家贸易中货币的选择,成为国际计价货币,这突出体现在国际原油美元定价机制上。现今美元在国际货币体系中依然占据霸主地位,这不仅基于美国自身发达的经济,更与美元在布雷顿森林体系解体后转而与石油挂钩相关。国际原油美元定价机制下,石油美元大量涌现并活跃于各大投资交易市场,作为长期的资本输出货币和价值尺度,美元的币值得以稳定,全球信心和接受度也不断提升。

在布雷顿森林体系走向解体的过渡期,石油美元定价机制在推动以“美元体制”为代表的后布雷顿森林体系形成的同时,维持并强化了美元在国际金融市场的核心地位。鉴于此,在人民币国际化的路径设计中,应该包括推进大宗商品以人民币定价的进程。正如图2数据所体现的,部分国际大宗商品的计价货币具有唯一性和垄断性,因此中国应当积极掌握大宗商品定价权,根据中国的进出口贸易情况,绑定中国具有优势地位的大宗商品,如稀土、铁矿石、大豆等,抢夺相应的市场份额,从而推动人民币国际计价职能的扩展。特别是在中国成为第一大石油进口国和第七大生产国的过程中,俄罗斯、沙特阿拉伯、委内瑞拉等9国先后在双边石油交易中采用了人民币结算,上海期货交易所的原油人民币期货也表现出强势的增长趋势,石油人民币已然从概念走向实践,在亚洲地区发挥了重要的区域示范效应。

(二) 中国大宗商品定价权的缺失困境

中国已成为国际大宗商品市场上的主要交易商,是最大的出口国和消费国,但大宗商品定价权一直缺失,在国际贸易中大宗商品的人民币结算和计价均未实现突破。当前国际大宗商品主要盯住几大国际交易所^①的价格,但这些价格均以美元计价,人民币还没有合适的金融工具和平台入场竞争。

随着金融属性的不断加强和科技革命的驱动,出于应对交易周期长、价格波动大的风险管理需求,大宗商品交易的期货市场定价逐渐超过现货市场定价占据了市场主导地位。国际大宗商品中,贵金属的定价中心主要集中于纽约商品交易所(COMEX);工业金属则主要参照伦敦金属交易所(LME)和纽约商业交易所(NYMEX)的商品期货价格;能源类大宗商品仍以纽约商业交易所(NYMEX)为基准;种类较多的农产品则分别盯住芝加哥期货交易所(CBOT)、伦敦洲际交易所(ICE)和伦敦国际金融期货及期权交易所(LIFFE)相关品种的期价。对照表2,在以各大主要期货交易所的同类商品期价为基准的国际大宗商品定价模式下,世界主要大宗商品定价中心都集中在欧美等发达国家,他们通过国际交易所牢牢掌握了世界大宗商品的定价权。事实上,美国正是通过“马歇尔计划”的对欧援助等方式施加的影响力,在欧美交易所建立起全面的美元计价的大宗商品期货定价体系,为其国际计价货币地位提供了有效的市场化保障机制。纵观近几年的国际大宗商品市场交易情况,中国企业在国际市场上多次

表2 大宗商品三大主要国际交易所对比

交易所	伦敦金属交易所(LME)	芝加哥商品交易所(CBOT)	纽约商业交易所(NYMEX)
定价权和影响力范围	基本金属商品期货 (全球最大铜期货交易市场)	农产品大宗商品 (CME和CBOT合并为全球最大衍生品交易市场)	能源产品 (已被CME收购)
主要品种	铜、铝、铅、锌、镍和铝合金	玉米、小麦、大豆、燕麦	电力期货、原油、天然气、煤炭
定价货币	美元	美元	美元
结算货币	美元、日元、英镑、欧元	美元、英镑	美元
价格限制	无涨跌停限制	农产品大多有涨跌停限制	贵金属有最小价格波动值

陷入定价权缺失的困境,其超级买家角色非但没有提升中国的定价权,反而通过供求博弈面临进口需求商品价格上升的“价格陷阱”。近几年进口铁矿石谈判的失利就是最直接的反映——入市至今,中国铁矿石平均每吨到岸进口价格由2001年的27.11美元暴涨至2018年的258.57美元,综合涨幅高达854%。同时在中国主要的大宗商品出口品类中,缺失定价权的问题也非常严重,其中稀土问题尤为突出。

中国大宗商品定价权的缺失,除了国际期货交易所的价格垄断,还有多方面的原因。宏观上,粗放的进出口经济下,中国大宗商品储备体系不全,严重依赖国际市场;同时,期货市场发展层次尚低,开放性相对不足;微观上,金融市场的不完善带来了大量的投机者。内外多因素的综合作用下,中国作为贸易大国,不论是在买方还是卖方市场,均未能享有与其贸易地位相称的定价权,这与传统经济理论相悖,更在长期成为限制中国经济进一步发展转型的瓶颈。

(三) 大宗商品定价权的竞争

尽管中国定价权依旧缺失,且从国际市场的交易惯性和垄断资本的阻碍来看后发之路困难重重,但建立以人民币计价的大宗商品定价权已具备必要性和可行性。

首先,随着改革开放的不断深入,中国作为全球第二大经济体,以及多种大宗商品的最大消费国,虽然对国际大宗商品价格的影响力不断提高,但整体上仍是价格的被动接受者。考虑到大宗商品的定价结算主要与美元相绑定,中国在国际贸易中需要防控价格波动风险的同时,还要承担汇率风险,这使得以

^① 主要有CBOT(芝加哥期货交易所)农产品,NYMEX(纽交所)能源,LME(伦敦金属交易所)有色金属等。

人民币定价大宗商品具有必要性。其次,中国已经成为大部分全球大宗商品的最主要进口国,同时随着人民币国际地位的初步形成,其国际认可度与接受度不断提升,人民币已具备了成为大宗商品定价货币的基础条件。

立足于中国在大宗商品贸易中的大国地位和人民币初步国际化的优势,中国应针对大宗商品定价权缺失的原因,找到提升大宗商品定价能力的合理对策。第一,要增加大宗商品战略储备,减少对国际市场的依赖。政府部门可以支持和引导进口企业分时段、分批次、有计划地进行小额提前采购,以逆转卖方市场下的劣势。第二,要改变中国现有的大宗商品消费体系,通过“开源”“节流”,减少对原材料和传统资源的依赖程度。第三,要着力建设期货市场,增加中国期货市场交易的大宗商品种类,并逐步扩大开放,增加期货交易所在国际市场的活跃度和话语权。考虑到期货市场定价的主导地位,发展大宗商品期货市场应是工作重心。

三、欧元模式:以“一带一路”为平台推动人民币国际化

“一带一路”倡议在经过几年的积累后已稳步进入正轨,在推进经济贸易合作的同时,也成为支撑人民币国际化的重要平台。从货币国际化的空间拓展路径看,“一带一路”所打造的庞大的贸易投资圈,为人民币借力大宗商品的巨额交易实现区域范围的深化提供了联系供需两端的实体支撑,有助于打造以人民币为主要计价结算货币的“人民币贸易投资圈”,进而推动人民币由周边化向区域化拓展,乃至成为亚洲的“锚货币”,最终实现人民币的国际化。

(一) 欧元模式的启示

结合人民币国际化内涵背后的货币职能和范围两个方向上的要求,渐进式的双轨制模式^[9](P1-16)和分别映射在货币职能与地域空间上的“三步走”战略^[10](P16-22)指导了人民币国际化早期的路径选择。在这种高度路径依赖的特征下^[11](P38-45),人民币国际化应遵循有序稳健的推进模式^[12](P31),因而周边化→区域化→国际化的“三步走”战略得到了广泛的认可。而结合当前的全球经济格局和国际政治体系以及人民币国际化的发展基础,区域化已然成为现阶段最关键的一环。作为迄今为止最成功的区域一体化的货币载体,欧元国际化的成功很大程度上正是受益于其高度区域化的基础。实质上,欧元模式正是通过区域货币一体化实现了国际化。

欧元是欧洲政治经济一体化的产物,其特殊性在于其信用既不需要单一国家主权的背书,又不需要直接与黄金挂钩,在全球货币史中独树一帜。但考虑到欧元是各参与国在以让渡货币主权、接受趋同的财政政策并相对放弃独立自主的货币政策的条件下形成区域共同体的道路,对人民币并不具有直接的实践参考价值。但是,其发展道路中体现的货币国际化的共性,包括通过周边贸易项与双边货币互换实现区域化、进而实现国际化的路径,对人民币国际化有着重要的借鉴意义。

(二) 人民币区域化发展现状

目前,人民币周边化的推进已取得阶段性的成绩,正处于向区域化拓展的初步阶段。在与周边国家的边境贸易中,人民币的接受度和流通范围得到了极大的扩展,被多个国家用作支付结算的硬通货。在蒙古高度依赖对外贸易的经济体系中,人民币兑换量超过卢布和欧元,被称为“第二美元”;越南国家银行2018年宣布其边境7省的相关贸易或服务可使用人民币结算,其边境往来的人民币事实结算量早已超过90%;白俄罗斯、韩国、菲律宾、新加坡等国的中央银行已将人民币纳入官方储备货币中;印度储备银行^①更是早在2005年就在汇率指数的调整中,宣布将人民币纳入一篮子货币。同时,中国与日本、韩国、新加坡、印度尼西亚、哈萨克斯坦等多国签署了双边本币互换协议;俄罗斯、缅甸、马来西亚等国与中国也已签订了自主选择双边货币的结算协议。

^① 印度储备银行(Reserve Bank of India,简称RBI),是印度的中央银行,负责对银行、非银行金融机构的监管,其中也包括对银行兼营的保险业务的监管。

但是,相对于欧元的区域货币一体化而言,人民币的区域化发展程度较低。在周边国家中,尽管双方贸易往来更为频繁,但人民币的使用份额仍远低于美元;在中日韩经济圈中,日元与人民币的关系仍然是一个待解决的问题,如何实现日元与人民币的配合、共同主导亚洲货币体系,目前尚无良好的实施方案。因此,深入拓展人民币的区域化,是人民币国际化范围拓展路径下一步的必然要求。

(三)“一带一路”建设对人民币区域化的提振

“一带一路”是中国经济结构转型时期提出的一项重要国际倡议,通过东连亚太经济圈、西接欧洲经济圈,具备桥梁和纽带的重要功能,也为人民币“走出去”、扩大其在边境周边国家或地区的需求和使用提供了实体经济的支撑。结合2013年之前各沿线国家的货币国际化发展历史和趋势,包括俄罗斯、印度、新加坡等国在内,人民币是其中国际化发展最快、水平较高的货币,这为人民币在与沿线国家贸易往来中的使用提供了合作的潜力。

实践中,利用“一带一路”的平台优势,人民币在国际市场上可开拓出更大的发展空间,特别是规模分别高达1000亿美元的亚洲基础设施投资银行和400亿美元的丝路基金,为人民币在大宗商品贸易结算、基础设施投融资、跨境电子商务三大领域提供了做强人民币区域化的突破口。其中,第一大突破口便是推动人民币成为大宗商品的计价货币。

“一带一路”沿线多个国家,如沙特阿拉伯、俄罗斯、委内瑞拉等,都是国际大宗商品的主要出口国,而中国已成为全球最大的大宗商品消费国,推进大宗商品贸易以人民币计价结算、打破美元的垄断,可规避使用第三方货币计价的汇率风险,同时沿线国家还可以回应中国市场的巨大进口需求、实现出口增收。这就在双边贸易的增长和经济合作的良性互动中,产生了对大宗商品以人民币计价的有效现实需求。

同时,在中国经济增长放缓、产能严重过剩的背景下,大宗商品市场为疏解过剩产能、平衡供求两端提供了畅通的渠道。通过固定资产对外投资,输出过剩产能,中国可与“一带一路”沿线国家建立新的雁阵模式,以主导地位整合沿线国家的大宗商品供给和需求。特别是考虑到“一带一路”倡议所涵盖的60多个国家有丰富的大宗商品资源,且与中国市场需求联系密切,如能源、金属等,在相关预计的未来十年多达2.5万亿美元的贸易规模中,大宗商品交易占据了相当大的份额。同时,针对到2020年前的十年,亚洲开发银行曾预测亚洲各经济体的基础设施建设累计有8万亿美元的投资,这些基础设施的直接投资和引致的间接投资必然会提振区域范围内对大宗商品的大量需求^[13]。这样,通过“一带一路”倡议,中国与沿线国家间的大宗商品交易为人民币实现大宗商品计价提供了坚实的实体经济支撑。

四、日元经验:借助大宗商品维持人民币汇率稳定

20世纪美日贸易战的历史经验,对今天中美贸易战视阈下市场存在高度不确定性预期的人民币国际化无疑有着重要的参考价值。吸取日元国际化进程中的教训,维持汇率稳定、将人民币币值稳定在灵活可控的合理区间具有重要意义。对此,将大宗商品价格确定为人民币的汇率锚是一个可行方案。

(一)日元的教训:稳定汇率避免人民币沦为投机货币的历史启示

人民币国际化进程中,考虑到日本与中国的地缘因素及经济发展的诸多相似点,特别是美国坚持“美国利益至上原则”、向全世界推行霸权稳定论,在日本发展为当时的世界第二大国后掀起贸易战和金融汇率战的背景,应当重视吸取日元国际化先行一步的经验,特别是日元汇率剧烈波动引致的惨痛教训。

20世纪80年代,随着经济的发展和国际贸易地位的提升,日本政府开始积极推动日元国际化。与此同时,美国因与日本的巨额贸易逆差,在从钢铁到半导体等六大行业掀起贸易战的同时,还通过金融汇率战和经济战强迫日元升值以降低日本出口产品的竞争力。日元快速升值,一跃成为国际外汇市场上

交易量仅次于美元的货币,是在广场协议^①签订后;但这并没有改善日元在交易媒介和储备货币方面的地位,相反使之被视为主要的投机对象,这样又进一步推高了日元的汇率。短期内的持续升值增加了日元融资方的成本,使得日元使用率降低,进而又关联影响了其国际支付结算和融资中的市场份额。日元短期过快升值以及被过度投机,国内泡沫急剧扩大,最终由房地产泡沫的破灭引导至整个经济系统,造成了日本经济的长期停滞(“失去的20年”^②)^[14](P73)。

当前在中美博弈和贸易摩擦升级为贸易战的背景下,受十余轮贸易谈判中的反复性和不可预测性影响,人民币出现了短期内的多次剧烈贬值波动,并在较长期上承受美国迫使人民币升值的压力和风险。对此,基于蒙代尔三元悖论的货币政策“不可能三角”理论,中国经过多次汇率改革现行“有管理的浮动汇率制度”,使得中美贸易战对人民币汇率的影响方向和程度呈现高度不确定性。一国货币成为国际货币的最佳动因或直接因素就在于结算的便利性和币制的相对稳定性,进而增强境外机构和居民对货币购买力稳定性的信心。因此,要警惕在贸易战压力下人民币成为投机的对象,避免重蹈日元的覆辙,出现过度升值或贬值。

(二) 汇率波动与大宗商品价格波动的传导机制

在影响汇率波动的诸多因素中,大宗商品价格波动是一个广受关注的变量。根据国内外学者大量的实证研究,大宗商品的价格波动与人民币的汇率稳定性具有较高的相关性。

一方面,人民币的国际化会通过汇率的波动与传导影响大宗商品的价格波动,也会影响单一的美元结算带来的汇率风险。当前国际货币体系走向多元化趋势,随着人民币国际化再次破冰提速,特别是在加入SDR货币篮子后,关于使用SDR替换美元为主的现行大宗商品定价货币的讨论在国内外都有所升温。以SDR这样的一篮子货币的加权平均指数作为基准价格,使得包括人民币在内的新国际储备货币体系成为国内外商品交易所主要的大宗商品计价工具,这有利于优化世界货币体系和大宗商品的价格发现机制,降低美元币值波动对其价格的单边影响。

另一方面,大宗商品的价格波动也会深刻影响人民币汇率的稳定性,这种影响路径主要包括通货膨胀、国际收支和经济增长(进出口)^[15](P20-22)。第一,大宗商品的价格上涨会直接提高下游产品的成本,结合预期、工资等关联因素将传导至整体价格水平上,带来的通货膨胀提高了出口商品和服务的价格,削弱了国际竞争力,并降低了实际利率,引发资本流出,最终对货币施加了贬值的影响。第二,对进口国,大宗商品的价格上涨使得其国际外汇市场上对本币需求减少、对美元需求增加,本币相对贬值。对此,进一步细化到出口导向的大宗商品,价格上涨会直接降低净出口额。

(三) 以大宗商品为锚的人民币汇率制度的选择

以上传导机制为从调节大宗商品价格的角度来将汇率水平维持在合理范围内的稳定提供了政策思考。由此,提高大宗商品的控制力与定价权,稳定大宗商品的价格,实现人民币汇率与大宗商品的良性互动,在保护中国大宗商品贸易利益、避免风险和损失的同时,亦有利于保持人民币汇率稳定在合理的水平上,从而助力人民币国际化进程。针对于此,可以考虑将大宗商品确定为人民币汇率的锚:面对美元的大幅波动,单靠外汇储备维持人民币汇率的基本稳定已经不够,考虑到大宗商品对国民经济的重要性和供应的稳定性,可以将大宗商品设计为人民币汇率的锚以维持其稳定。

根据货币政策理论,发行国要维持货币环境的稳定,势必要设置有效的参照基准即“货币锚”。现今信用货币选择“货币锚”时,普遍用“Political Power”取代标的物,这能保证货币流通性,却无法稳定货币

^① 1985年9月22日,美国、日本、联邦德国、法国以及英国的财政部长和中央银行行长(简称G5)在纽约广场饭店举行会议,达成五国政府联合干预外汇市场,诱导美元对主要货币的汇率有秩序地贬值,以解决美国巨额贸易赤字问题的协议。因协议在广场饭店签署,故被称为“广场协议”。

^② 日本在1991年资产价格泡沫破灭后陷入了连续20年的经济停滞状态,年均增长率下滑到1%左右,这种持续性的经济发展形势走低,常被学界和媒体概括为“失去的20年”。

价值,容易导致投机盛行。在汇率改革前,美元作为人民币的“名义锚”存在,中国人民银行一直以维持兑美元汇率的稳定为基准调整国内货币。在当前的政治经济环境下,面对人民币对美元的短期较大波动趋势,这一“货币锚”开始丧失作用。在此背景下,除了通胀目标值和货币供给量 M2,也可以考虑以大宗商品价格作为新的人民币“货币锚”,为中国货币政策提供方向指导。

五、大宗商品视角下的新阶段人民币国际化战略

在全球化的退潮、中美贸易战的升级、地缘政治的不稳定性以及传统国际经贸规则的失灵状态下,通过再次加速人民币国际化以应对“修昔底德陷阱”和“金德尔伯格陷阱”,积极参与新的国际规则体系的制定和建立,无疑具有战略意义。而综合当前货币格局和货币国际化理论,保持深化改革开放的定力^[16](P164),选择相对务实的人民币国际化策略,避免陷入安全困境,就成了应有之义。对此,绑定国际大宗商品稳步增强人民币作为国际计价货币的地位,进而提高人民币计价的期货价格在大宗商品贸易中的定价话语权,带动人民币在国际支付结算和储备权重上升的路径,是最具市场化的竞争手段。这一方式既不需要直接改变现有的国际经贸政策和规则,又具有渠道畅通、执行成本低、效应反馈及时的多种优势,是新阶段稳步推进人民币国际化的最优路径之一。

以大宗商品破题人民币国际化,需要有战略层面的优化设计。综合上文的理论和路径分析,可从以下三点谋求突破:第一,扩大人民币作为贸易结算货币的市场份额,以中国大宗商品的巨额交易量为基础鼓励跨境企业在其全球贸易包中使用人民币结算,同时挖掘“一带一路”倡议、对外援助战略等实施过程中大宗商品庞大的潜在市场,提振周边国家人民币结算的接受度;第二,要积极推进人民币成为国际大宗商品的定价货币,借助稀土、石油等中国占有优势市场地位的进出口商品加入人民币计价的全球定价权竞争;第三,为与中国建立合作互惠关系的国家或地区的外汇储备提供便利的人民币资产投资渠道和产品,抓住美国频频点燃贸易战和金融战下各国外汇储备币种选择和投资方向转向多样化的契机,通过大宗商品稳定汇率,合理控制人民币币值波动范围,为各国将人民币纳入官方外汇储备提供信心。

以大宗商品深入推进人民币国际化,更需要多手段打通具体实施路径。一方面,要重点发展大宗商品的人民币期货市场,建设以人民币计价的国际大宗商品定价中心,面向中国需求量大但未能掌握定价权的大宗商品,形成以市场需求为导向的期货产品上市机制。对此,可落脚于“一带一路”倡议实现局部突破,利用沿线基础设施建设带来的巨额大宗商品贸易量和交易需求,发展具有价格发现功能和避险功能的期货交易所,推介大宗商品的“中国价格”。另一方面,要做好顶层设计,综合各种机制和手段形成推进合力,以香港人民币离岸中心和上海自贸区等切入点加快大宗商品国际交易平台建设,搭建境内、境外相呼应,现货、期货、场外等多层级市场紧密结合,远期、掉期交易等功能完善的大宗商品市场体系。同时,扩大人民币计价商品的国际化应用,增加金融计价工具;以商业银行为代表的金融机构亦应加强金融创新,完善大宗商品领域的配套金融服务。

参考文献

- [1] 彭红枫,谭小玉. 人民币国际化研究: 程度测算与影响因素分析. 经济研究, 2017, 52(2).
- [2] Cohen B. J. The Yuan Tomorrow? Evaluating China's Currency Internationalization Strategy. *New Political Economy*, 2012, 17(3).
- [3] Chinn, Menzies and Jeffrey Frankel. "Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?" *NBER Working Paper*, 2005, (11510).
- [4] 余永定. 再论人民币国际化. 国际经济评论, 2011, (5).
- [5] 楚国乐,吴文生. 人民币作为国际计价货币的模式借鉴: 美元模式与欧元模式的比较分析. 财经研究, 2015, (8).
- [6] 范雪慧. 汇率、汇率预期与人民币国际化: 国际经验及实证研究. 杭州: 浙江大学硕士学位论文, 2017. [2019-07-27]<http://cdmd.cnki.com.cn/Article/CDMD-10335-1017183184.htm>.

- [7] Ehsan U. Choudhri, Lawrence L. Schembri. Productivity, Commodity Prices and the Real Exchange Rate: The Long-run Behavior of the Canada-US Exchange Rate. *International Review of Economics and Finance*, 2014, 29.
- [8] 丁剑平, 向坚. 从进口国汇率视角看国际大宗商品价格波动. *国际金融研究*, 2016, (8).
- [9] 李稻葵, 刘森林. 人民币国际化: 计量研究及政策分析. *金融研究*, 2008, (11).
- [10] 王元龙. 关于人民币国际化的若干问题研究. *财贸经济*, 2009, (7).
- [11] 张宇燕. 人民币国际化: 赞同还是反对? *国际经济评论*, 2010, (1).
- [12] 甄峰. 人民币国际化: 路径、前景与方向. *经济理论与经济管理*, 2014, (5).
- [13] 巴曙松. “一带一路”倡议对人民币国际化具有重要意义. *期货日报*, 2016-03-22.
- [14] 陈继勇. 中美贸易战的背景、原因、本质及中国对策. *武汉大学学报(哲学社会科学版)*, 2018, (5).
- [15] 罗贤东. 汇率与大宗商品、黄金和石油价格的关系研究. *财政研究*, 2011, (1).
- [16] 林毅夫. 中国的新时代与中美贸易争端. *武汉大学学报(哲学社会科学版)*, 2019, (2).

RMB Internalization under the Expectation of Uncertainty Arising from Sino-US Trade War

An Analysis Based on the Promotion Path of Staple Commodity

Ba Shusong, Wang Ke (University of Science and Technology of China)

Abstract In the context of anti-globalization trend, the high uncertainty caused by the escalation of Sino-US trade frictions into a trade war has led to a new round of deep reconstruction on global political and economic landscape as well as the international monetary system. In the historical stage of increasing trend of “de-dollarization”, the internalization of RMB has really started exerting its role. However, in the analysis of the path, the loss of the pricing power of staple commodity has serious influence on the further development of RMB internalization. Therefore, with respect to the expansion path of functions of the international monetary of RMB (currency of settlement- currency of price-reserve currency), it is important to borrow insights from the mode of dollar, master the pricing power of staple commodity, and find a sally port on the pricing power of RMB. With regard to the expansion path of the space and scale of RMB (surrounding-regionalizing-internalization), it is feasible to refer to the mode of Euro, catch up with strategic opportunities of the Belt and Road construction, and realize regionalization by means of trade of staple commodity. In the meanwhile, viewed from the stability of exchange rate, it should avoid the excess speculation of RMB under the pressure of fluctuation of trade war, while it should learn a lesson from the yen, and confirm stable commodity as the anchor of the exchange rate of RMB. Thus, stable commodity has become a crucial point for the overall arrangement of RMB internalization in the new stage.

Key words RMB internalization; pricing power of staple commodity; Sino-US economic and trade war; the Belt and Road; exchange rate fluctuation and conduction

■ 收稿日期 2019-06-28

■ 作者简介 巴曙松, 经济学博士, 中国科学技术大学管理学院教授、博士生导师, 中国科学技术大学国际金融研究院新金融研究中心主任, 香港交易所集团董事总经理兼首席中国经济学家, 中国银行业协会首席经济学家; 安徽 合肥 230026。

王 珂, 中国科学技术大学管理学院硕士研究生。

■ 责任编辑 杨 敏 何坤翁