

中国建设金融强国的双支柱架构： 人民币国际化与资本市场开放*

吴晓求 郭 彪 芦 东 陈柏何

内容提要:中国正致力于建设金融强国,而“双支柱架构”——人民币国际化与资本市场开放,在实现这一战略目标中发挥着关键作用。人民币国际化不仅能提升中国在全球经济中的影响力,还能够增强国内金融体系的稳定性;而资本市场的开放则为人民币提供多样化的计价资产,拓展金融市场的深度和广度。两者的协同作用为中国在国际金融体系中的崛起奠定了坚实基础。然而,推动这一进程也面临诸多挑战,如国际金融中心建设的复杂性、金融监管的制度性难题、资本市场透明度的不足以及法治体系的建设滞后等。为了确保“双支柱架构”有效落地,中国必须深化金融市场改革,提高市场透明度,完善法律框架,同步推进人民币国际化与资本市场的开放。通过持续的改革、政策支持以及国际合作,人民币国际化与资本市场开放将成为推动中国金融强国建设的重要引擎。

关键词:金融强国 双支柱架构 人民币国际化 资本市场开放

作者简介:吴晓求,中国人民大学国家金融研究院院长、中国资本市场研究院院长,100872;

郭 彪(通讯作者),中国人民大学财政金融学院教授、中国人民大学长江经济带研究院研究员,100872;

芦 东,中国人民大学财政金融学院副教授,100872;

陈柏何,中国人民大学财政金融学院博士研究生,100872。

中图分类号:F830,F832 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2025)06-0005-20

金融强国战略对实现中国式现代化具有重要意义。这一目标不仅关乎国家经济的高质量发展,更是提升国际金融竞争力、实现经济与金融深度融合的重要路径。习近平总书记在2023年10月中央金融工作会议上强调,建设金融强国的核心在于深化金融改革、提升金融服务效率和增强国际竞争力;在2024年1月的省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班上,习近平总书记

* 基金项目:国家自然科学基金项目“公司基本面和期权定价与交易:理论机制与实证分析”(72171225);“新型交易机制和人工智能参与者对人民币汇率市场的影响:理论、实证和实验”(72473143)。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见,同时特别感谢上海财经大学金融学院讲师方明浩提出的建设性建议。郭彪电子邮箱:biao.guo@ruc.edu.cn。

进一步系统阐释了金融强国的内涵,提出了“六个强大”这一系列关键核心金融要素,^①这些重要论述集中体现在《习近平经济文选》第一卷^②《走好中国特色金融发展之路》篇目中,科学回答了新时代新征程上金融工作“怎么看、怎么干”的重大问题,为推进中国金融体系的现代化和国际化提供了理论支撑与实践指引。

本文首先从理论逻辑上分析金融强国建设的核心标志,提出“人民币国际化”和“资本市场开放”构成金融强国建设的双支柱架构,并探讨这一架构与“六个强大”的内在逻辑关系。在此基础上,进一步梳理人民币国际化与资本市场开放的发展现状与实施难点,重点分析形成闭环路径的现实难点。最后,结合实践需求,提出推动实施双支柱架构战略的发展路径,为推动中国式现代化和实现金融强国目标提供有力支撑。

一、金融强国双支柱架构的理论基础与内在逻辑

金融强国的理论基础和逻辑源于对其核心标志的明确界定,即强大的本国货币与开放繁荣的国际金融中心(吴晓求等,2025)。从英镑到美元的历史经验表明,金融强国的建设不仅依赖于本币的国际化地位,还需要高度成熟、开放的金融市场作为支撑。英镑通过其全球贸易的计价功能和伦敦金融中心的枢纽地位奠定了英国的金融霸主地位,而美元则凭借布雷顿森林体系和纽约资本市场巩固了其全球主导地位。这一双标志的协同作用构成了金融强国的内在逻辑,为货币的国际化与金融市场的开放提供了相互支撑的闭环机制。基于这一历史经验与理论框架,本文提出以人民币国际化和资本市场开放为核心的“双支柱架构”,并将其视为推动中国金融强国建设的重要路径和实现“六个强大”的关键战略支撑。

(一)双支柱架构与“六个强大”的逻辑联系

“六个强大”作为金融强国建设的核心要素,包括“拥有强大的货币、强大的中央银行、强大的金融机构、强大的国际金融中心、强大的金融监管和强大的金融人才队伍”,明确了从金融大国迈向金融强国的目标方向和实践路径。这一框架不仅为国家经济现代化和国际竞争力的提升提供了理论指引,也确立了人民币国际化和资本市场开放作为双支柱的关键地位。人民币国际化旨在扩大人民币的国际使用范围和规模,提升其在支付、结算和储备中的使用比例,从而增强人民币的国际地位和影响力;资本市场开放的目标则是推动人民币及其计价资产在全球范围内的长期持有,使中国资本市场成为全球资源配置中心和金融资产交易中心。双支柱架构通过协同效应,不仅为“六个强大”提供了坚实支撑,也加速了中国金融体系的现代化进程,进一步巩固了中国作为全球金融强国的核心地位。

在“六个强大”中,强大的货币是金融强国的重要标志,反映了一国货币在国内流通、国际认可和流动性方面的优势。这不仅依赖于稳定的经济基础作为支撑,还需要以健全的产业结构和持续的经济增长为货币赋予内在价值。此外,货币的国际地位离不开中央银行的政策支持。中央银行通过稳健的货币政策、汇率管理及跨境资本流动调控,不仅确保货币的币值稳定,还增强其在国际市场的信用与影响力。同时,高质量的金融资产(如高流动性、安全性的国债)也是人民币国际化的基础支撑。通过汇率市场化改革和跨境支付系统建设,中央银行将进一步推动货币在国际范围内的流通性和适用性,为金融强国建设提供了技术与制度保障。

^① 资料来源:《习近平总书记在省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班开班式发表的重要讲话》,新华社,2024年1月16日。

^② 资料来源:中共中央党史和文献研究院编《习近平经济文选》第一卷,中央文献出版社2025年版,第512—514页。

强大的国际金融中心是金融强国的重要标志,代表了一个国家在全球金融体系中的资源配置能力(吴晓求,2009)。国际金融中心的形成不仅依赖于经济基础,更需要强大的金融机构和高素质金融人才的支持。金融机构的规模、专业化程度与国际化能力决定了金融中心的功能与吸引力。通过提供多样化、高质量的金融服务,这些机构将国际资本市场与本地经济连接起来,吸引外资流入并增强自身竞争力。同时,金融人才作为金融中心长期发展的核心支柱,通过专业能力与国际视野推动金融创新和市场进步。完善的教育体系与国际化人才政策进一步巩固了这一优势,使金融机构与金融人才共同支撑起国际金融中心的竞争力(见图1)。

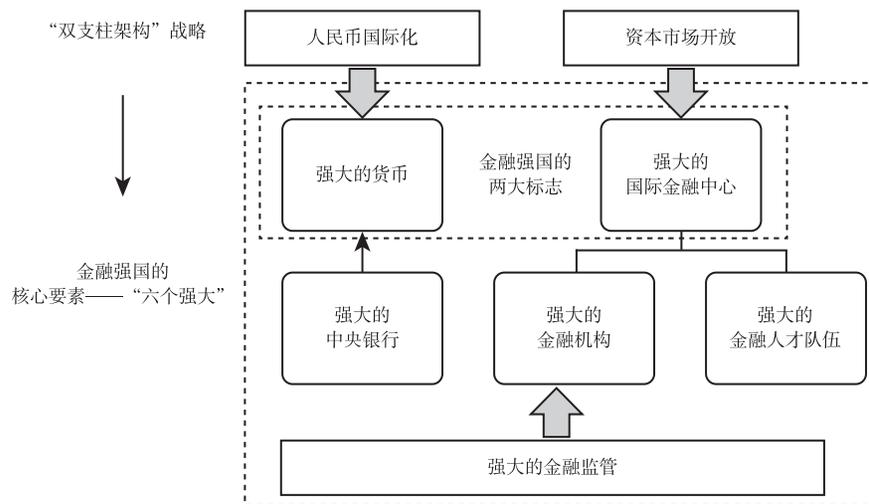


图1 “双支柱架构”与“六个强大”的逻辑关系

与此同时,强大的金融监管是金融强国建设的重要保障。金融监管通过增强市场透明度、规范市场行为、降低系统性风险,确保了金融体系的健康运行(习近平,2024)。特别是在金融市场国际化的背景下,监管规则的国际接轨和法治化建设尤为重要。通过完善法律框架,提升规则透明度,可以有效防范金融乱象,为强大的货币、中央银行及其他金融要素的协同运行提供稳定环境。

可见,“六个强大”与双支柱架构并非相互独立,而是相辅相成、相互支撑的关系。“六个强大”是金融强国的核心要素,明确了金融强国的目标内涵;而双支柱架构则既是“六个强大”的最终实现形式,也是推动其落地的重要战略手段。这一架构明确了实现金融强国的核心路径:人民币国际化是实现强大的货币这一目标的关键途径,人民币国际地位的提升依赖于中央银行通过保持币值稳定、完善政策框架和促进人民币在国际上的使用所提供的支持;资本市场开放则是建设强大的国际金融中心的基础,通过提升财富管理功能、增强资源配置能力和丰富人民币计价金融产品,构建起全球化的金融服务网络。此外,无论人民币国际化还是资本市场开放,都离不开强有力的金融监管提供稳定和保障。双支柱架构通过人民币国际化和资本市场开放的协同作用,为“六个强大”的全面实现提供了战略支撑,构成了金融强国建设的核心理论基础与实践路径。

(二)人民币国际化:金融强国建设的基石

1. 国际货币的职能及其演进路径

国际货币在全球经济中的重要性可与国内货币功能相类比,其作为交易媒介、价值尺度和贮藏手段,在跨国贸易和金融交易中发挥核心作用。国际货币广泛用于贸易结算、计价、支付及资产

配置,同时是各国央行干预外汇市场、汇率锚定和管理外汇储备的重要工具。因此,国际货币贯穿于贸易、金融和储备等多个领域,为全球经济提供流动性和稳定性。然而,尽管全球货币众多,真正能够广泛使用的国际货币却仅限少数,这背后涉及复杂的经济、金融及制度因素。

国际货币的崛起与全球经济和贸易格局的演变密切相关。货币国际化通常沿贸易、金融和储备三个维度递进。一国经济崛起推动本币在贸易结算中的使用,降低交易成本并提高接受度;随后,本币在债券、股票等金融工具的计价和投资中得到广泛应用,并通过网络外部性形成自我强化效应(Lai和Yu,2015)。最终,本币在各国央行储备中占据重要地位,进一步巩固其国际地位。从荷兰盾、英镑到美元,国际货币的更替反映了主导经济体的兴衰及其经济、金融实力的变迁。17世纪,荷兰盾凭借国际贸易网络成为首个现代国际货币;19世纪,英镑依托工业革命和全球殖民体系占据主导地位;20世纪,美元通过布雷顿森林体系的建立成为外汇储备和贸易结算的核心货币。然而,国际货币的地位并非一成不变,经济实力的削弱与币值波动往往是其衰退的主要原因。

传统理论认为,经济规模、开放程度和币值稳定性是货币能否成为国际货币的关键因素(潘英丽、吴君,2012)。经济规模不仅决定了本国货币的需求潜力,还反映了经济体在国际贸易和投资中的重要地位;开放程度则影响跨境资金流动的便利性和效率,是货币国际化的重要条件;而币值稳定性直接关系到国际市场对货币的信任程度,是确保货币在国际交易中接受度的基础(Giovannini,1988)。此外,金融市场的深度、流动性及制度环境也被认为是国际货币地位的重要决定因素(Eichengreen,2011)。发达的金融市场能够通过提供多样化的金融产品、稳定的市场机制以及较低的交易成本,吸引国际资本流入,同时提升货币的流通性和国际吸引力。由此可见,一国货币的强大不仅需要以稳定的币值为基础,还需要依托金融市场的繁荣与开放。对于中国而言,人民币国际化是实现强大的货币这一目标的重要战略支撑,通过提升人民币在国际市场中的使用范围和地位,增强其在全球支付、结算和储备中的功能,人民币国际化将为中国迈向金融强国奠定坚实的基础。

2. 人民币国际化与强大的中央银行的协同驱动:构建强大的货币

强大的货币是金融强国的重要标志,其实现需要人民币国际化与强大的中央银行的协同作用。根据货币功能理论,货币不仅是交换媒介、计价单位和价值储藏手段,还应具备支付手段、投资货币等多重功能。人民币作为投融资货币的功能逐渐凸显,而这一过程的基础在于币值稳定。币值稳定能够增强国际社会对人民币的信任,进一步扩大其全球使用范围,从而为人民币国际化奠定坚实的基础。同时,强大的货币不仅需要稳定的币值,还须具备全球流动性和国际认可度。这种全球吸引力不仅依赖于强大的国内经济基础和完善的金融市场,还取决于安全性强、流动性高的人民币计价资产的供给。

在这一过程中,中央银行发挥着至关重要的作用。通过稳健的货币政策、汇率调控和跨境资本流动管理,中央银行确保了人民币的国内和国际信用稳定性。此外,汇率市场化改革和跨境支付系统的建设,提升了人民币在国际市场的透明度和可预测性,为国际投资者提供了更大的信心。与此同时,中央银行通过与其他国家签署货币互换协议,以及推动人民币在国际贸易和投资中的应用,进一步强化了人民币的国际流通性和功能地位。强大的中央银行与人民币国际化的协同作用,共同构成了实现强大货币的重要动力,为金融强国建设提供了有力支撑。

(三) 资本市场开放:金融强国建设的助推器

1. 资本市场开放的重要性与战略意义

资本市场开放是指通过逐步放宽资本流动、跨境投资和外资准入的限制,允许外国投资者参与本国资本市场,包括股票、债券及金融衍生品等交易活动。这一过程涵盖了放宽外资持股比例、

扩大外资投资领域、增强市场透明度,以及优化市场机制的公平性和有效性。资本市场开放的核心目标是实现资本自由流动,提升金融市场的效率和竞争力,从而推动金融体系现代化,为经济增长注入活力。

资本市场开放不仅是提升金融市场国际竞争力的重要举措,也是加速经济全球化的重要环节。从内部来看,开放能够吸引外资流入,优化资本配置结构(Chari和Henry,2008),弥补国内资金不足,推动产业升级和经济转型;从外部来看,通过与国际资本市场接轨,可以提升金融市场的深度和广度,扩大人民币资产的全球认可度,助力人民币国际化进程。此外,开放引入了国际先进的市场经验、金融工具和管理模式,有助于提升国内金融机构的专业化水平和风险管理能力,为本国金融市场的高质量发展奠定基础。

同时,资本市场开放对改善市场生态和提升资源配置效率具有重要意义。通过吸引更多外资参与,本国资本市场的参与者结构更趋多元化,市场定价机制将更加合理,投资效率也得以提升。开放还可以促进金融工具和交易机制的创新,例如通过推动债券市场和衍生品市场的发展,进一步增强市场对国际投资者的吸引力。

2. 资本市场开放与国际金融中心的协同建设:强大的金融监管为保障

资本市场开放是金融强国建设的核心内容之一,其重要性不仅体现在为经济增长提供资金支持,还在于其对国际金融中心建设的核心作用。在金融强国建设的过程中,资本市场开放不仅为经济增长提供资金支持,也是推动人民币国际化的重要引擎。而国际金融中心建设则依托于资本市场开放的深度和广度,通过金融机构与人才生态的完善实现功能和地位的跃升。

资本市场开放是国际金融中心形成的基石。作为全球资金流动和资源配置的核心平台,资本市场的开放度决定了国际金融中心的吸引力和功能多样性。一个开放、透明且流动性良好的资本市场,不仅能吸引国际资金流入,还能为金融机构和金融人才提供广阔的发展空间。例如,纽约和伦敦作为全球顶尖的金融中心,其背后是高度成熟的资本市场支持,以及高质量的金融服务体系。对于中国而言,推动资本市场的开放,有助于加速资源整合、引入外资和跨国机构,进而提升国内资本市场的国际化水平。

国际金融中心的建设需注重区域差异化定位与竞争力提升。上海和深圳是中国国际金融中心建设的主要载体,两者在全球金融体系中的定位各有侧重。上海旨在成为全球顶尖的综合性国际金融中心,发挥其在跨境金融服务、国际结算和资本市场开放中的枢纽作用。而深圳则聚焦于金融科技与产业创新的结合,服务新兴产业和高科技企业,为全国提供金融创新的典范。然而,根据2024年发布的全球金融中心指数(GFCI 36)^①,上海和深圳的排名均受到欧美金融中心的竞争压力,全球排名分别下滑至第八和第九位。这表明,中国国际金融中心仍需在市场深度、制度建设和国际化程度上进一步提升,以应对激烈的全球竞争。

金融监管在人民币国际化与国际金融中心建设中具有双重保障作用,是实现两者协同发展的核心支撑。依据吴晓求等(2020)的研究,人民币信用基础、法治环境和契约精神构成了资本市场开放和人民币国际化的制度根基。信用基础提高了人民币资产的国际吸引力,法治建设确保了市场规则的稳定性与可预见性,契约精神则增强了国际投资者对人民币的信任,而这些都依赖于稳健的金融监管。在资本市场开放的过程中,金融监管不仅需提升市场透明度和规则的可预测性,增强投资者信心,还需与国际规则接轨,通过完善法律框架和强化市场行为的监督,防范和化解系

^① 数据来源:第36期《全球金融中心指数报告》,简称GFCI 36。

统性风险。同时,金融监管需在资本自由流动与风险控制之间实现动态平衡,通过政策创新和风险管理保障市场稳定,为人民币国际化与国际金融中心建设提供重要支持。

综上所述,本文提出的双支柱架构——人民币国际化与资本市场开放,不仅是对“六个强大”核心内涵的深刻诠释,也是金融强国建设的两大关键支柱。双支柱架构通过相辅相成的动态机制,能够有效推动中国金融体系的全面现代化,为提升中国在全球金融体系中的地位提供坚实支撑和重要保障。

二、双支柱架构的闭环机制和建设难点

(一)货币与市场的闭环机制

历史经验表明,货币国际化通常伴随着成熟资本市场的支撑。例如,美国依托其高度发达的资本市场,不仅实现了美元的全球流通,还通过金融产品创新和市场深度保障了美元的全球主导地位。对于中国而言,人民币国际化的进程同样依赖于资本市场的开放和完善,而资本市场的发展也因人民币国际地位的提升而获得推动。

首先,人民币国际化为资本市场的开放注入了强大动力。高海红和余永定(2010)的研究表明,一个国家的货币要实现国际化,必须具备在全球范围内流通的能力。人民币国际化通过资本市场的开放,逐步使人民币成为跨境投资和贸易中可交易的货币,从而实现其作为投融资货币的功能。资本市场的开放不仅为人民币提供了更多的投资渠道,还提升了人民币在全球金融交易中的地位,且这一切的前提条件是强大的货币政策和稳定的国内经济环境。随着人民币逐步成为国际储备货币和结算货币,其国际信誉和全球流通性显著提升,为外资流入中国资本市场创造了有利条件。跨境互联互通机制如沪港通、深港通和债券通的建立,进一步为国际投资者提供了便捷渠道,显著提升了中国资本市场的透明度和流动性。国际投资者对人民币资产的信任与需求,不仅增强了市场的多元化与国际化,也推动了中国资本市场的规则与国际标准接轨,进一步支撑了人民币国际化的进程。

其次,资本市场的开放为人民币国际化提供了坚实基础。一个开放、透明和高效的资本市场是吸引国际资本的核心平台。通过丰富人民币计价的金融产品,如国债、股票和衍生工具,资本市场为人民币在国际支付、储备和投资中的广泛应用创造了条件。完善的市场规则、创新的金融工具和安全稳定的投资环境极大地提升了人民币资产的吸引力,推动了人民币在国际贸易、金融交易和跨境投资中的广泛使用。此外,资本市场通过提供多样化的人民币计价金融产品,吸纳了国际贸易和投资流出的人民币,形成了稳定的回流机制。这种机制不仅增加了人民币的国际流动性,也增强了其信用基础,为人民币国际化的可持续发展提供了坚实保障。

人民币国际化与资本市场开放相辅相成,形成了一个动态发展的闭环机制,为中国金融体系的现代化和国际化提供了有力支撑。关键在于其内在的协同效应:人民币国际化提升了资本市场的国际吸引力,而资本市场的开放又进一步巩固了人民币的全球地位。通过这一闭环机制,中国能够在全球金融治理中发挥更加重要的作用,为金融强国建设提供持久动力。

(二)人民币国际化的推进现状及难点

1. 人民币自由化和国际化的演进:交易结算、服务实体经济与投融资^①

人民币自由化与国际化是中国金融改革的重要目标,其核心在于实现人民币的自由兑换、扩

^① 资料来源:中国人民银行《人民币国际化报告(2024)》及作者整理。

大资本项目开放和提升人民币在国际金融体系中的地位。从自由化内涵到国际化现状,再到离岸与在岸市场的协同作用,人民币的国际化进程正以多层次、多路径推进,为金融强国建设奠定基础。

人民币自由化是中国金融改革的核心目标,其核心内涵是实现人民币自由兑换,取消外汇管制,从而提升人民币的国际竞争力和全球影响力。^①这一目标不仅关乎人民币成为国际货币的关键路径,也与资本项目开放密切相关。历史经验表明,国际货币的崛起依赖于强大的经济基础、稳定的货币价值和开放的金融市场。例如,美国通过布雷顿森林体系建立了以美元为核心的全球金融体系,确立了美元在外汇储备、国际支付和贸易融资中的主导地位。借鉴这一经验,近年来人民币国际化指数(RII)和中国银行离岸人民币指数(ORI)^②持续上升。截至2023年第一季度末,人民币国际化指数为3.26,ORI为1.78%(见图2),同比上升10.2%。然而,同期美元、欧元、英镑、日元等主要国际货币的国际化指数分别为57.68、22.27、7.66和5.48。^③这表明,人民币国际化水平仍与主导货币存在显著差距。

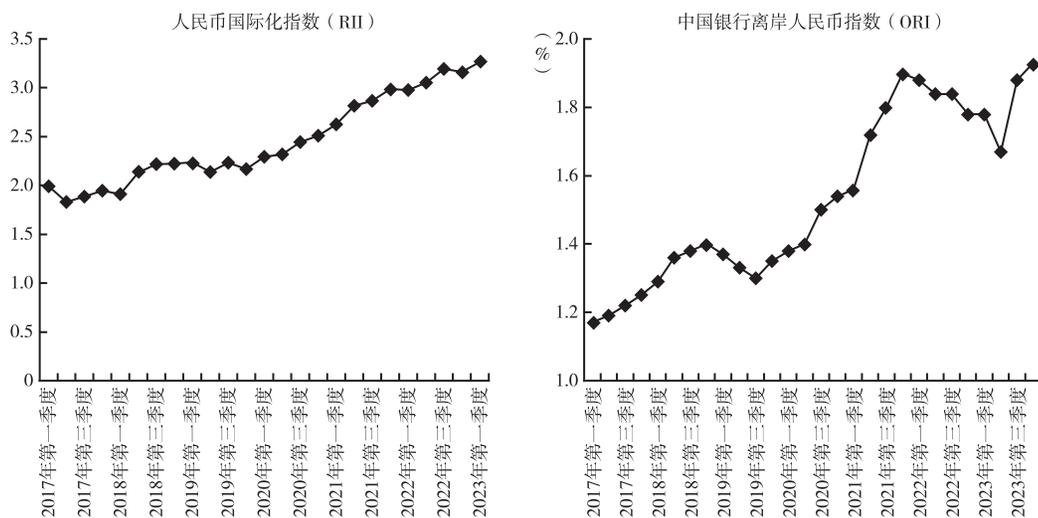


图2 人民币国际化指数(RII)和中国银行离岸人民币指数(ORI)

资料来源:中国人民银行、中国银行。

资本项目开放是人民币自由化的重要支柱,与经常项目开放相比,其复杂性体现在跨境资本流动、市场透明度和金融风险管理等多方面的挑战。资本项目开放不仅能够为境外投资者提供更多人民币计价资产的投资机会,如股票和债券,还能显著提升人民币的国际流动性。此外,

① 本文提出的“人民币自由化”,主要指人民币在国际金融市场中的自由兑换能力,即在跨境贸易、投资和金融交易中,人民币能够在没有资本管制或行政干预的情况下,与其他主要国际货币进行自由流通和兑换。这一概念与一般意义上的“人民币自由兑换”基本一致,强调消除外汇管制与资本流动限制,从而实现人民币在国际市场上的充分可得性与流动性(姜波克,1994),为人民币国际化奠定坚实的基础。

② 为衡量人民币国际化发展程度,在参考相关货币国际化指数和国际货币基金组织特别提款权(SDR)审查指标的基础上,中国人民银行构建了货币国际化综合指数。其中,人民币国际化综合指数(RII)是衡量人民币在国际贸易、金融交易及外汇储备中综合地位的量化指标,涵盖支付结算、外汇交易、国际债券等多维度数据;中国银行离岸人民币指数(ORI)则聚焦离岸市场的人民币存款、债券、外汇交易等活跃度。

③ 数据来源:中国人民大学《2023年人民币国际化报告》。

资本流动带来的外资参与,有助于提高中国资本市场的深度与广度,推动市场的成熟与稳定。人民币自由化的推进需要经常项目与资本项目的协同作用。经常项目开放通过跨境贸易和服务创造人民币的基础需求,而资本项目开放则通过金融交易和资产配置进一步推动人民币国际化。两者的良性互动不仅增强了人民币的国际吸引力,还推动了人民币在全球经济中的地位提升。

2024年7月,人民币在全球支付中的占比达到4.74%,在全球贸易融资中的占比为6%(见图3)。虽然与美元和欧元相比仍存在差距,但人民币在国际支付和结算中的地位已显著提高。此外,2023年人民币计价的跨境贸易结算总额达14.03万亿元,同比增长33.49%(见图4)。^①人民币在大宗商品交易领域也取得了显著进展,如中国海油与道达尔能源完成了以人民币结算的LNG采购交易,进一步表明人民币在大宗商品市场中的渗透在不断加深。目前,人民币在中国所有货物贸易跨境结算中的占比已接近30%,并且人民币已连续四个月位列全球第四大支付货币。^②这一系列数据显示,人民币在国际市场的使用范围和影响力正在不断提升。

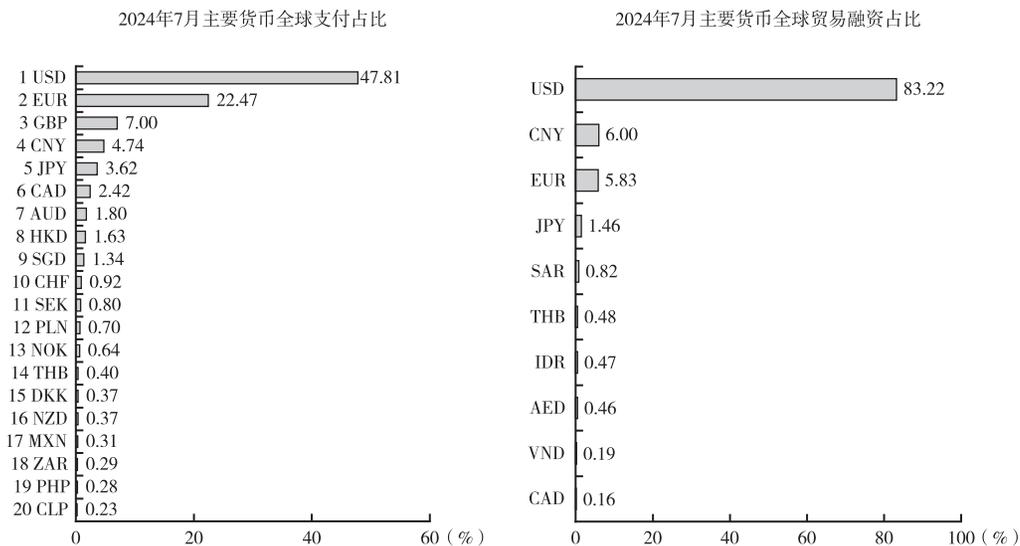


图3 2024年7月主要货币全球支付占比和全球贸易融资占比

资料来源:SWIFT人民币追踪报告。

政策支持和金融基础设施建设是人民币自由化的重要保障。商务部和中国人民银行等部门推出了多项政策文件,例如,2020年《关于进一步优化跨境人民币政策支持稳外贸稳外资的通知》,为人民币跨境使用提供了制度保障。同时,中国人民银行通过签署双边货币互换协议和推动人民币跨境支付系统(CIPS)的完善,提高了人民币在国际贸易和投资中的使用效率。截至2024年8月,中国已与42个国家和地区签署了总规模超过4.1万亿元人民币的货币互换协议,^③这些措施显著增强了人民币的国际使用能力。根据国际货币基金组织(IMF)数据,截至2024年第二季度末,全球央行持有的人民币储备规模为2452亿美元,占比为2.14%(见图5,与美元、欧元等主要国

① 数据来源:中国人民大学《人民币国际化报告(2024)》。

② 数据来源:国新网, http://www.scio.gov.cn/live/2024/33806/index_m.html。

③ 数据来源:中国人民大学《人民币国际化报告(2024)》。

际货币仍存在显著差距),较2023年末下降0.15个百分点(见图6,近年来人民币储备占比呈现波动下行趋势),较2016年人民币刚加入SDR时提升1.07个百分点,在主要储备货币中排名第七位。^①人民币作为储备货币的国际竞争力仍需进一步提升。

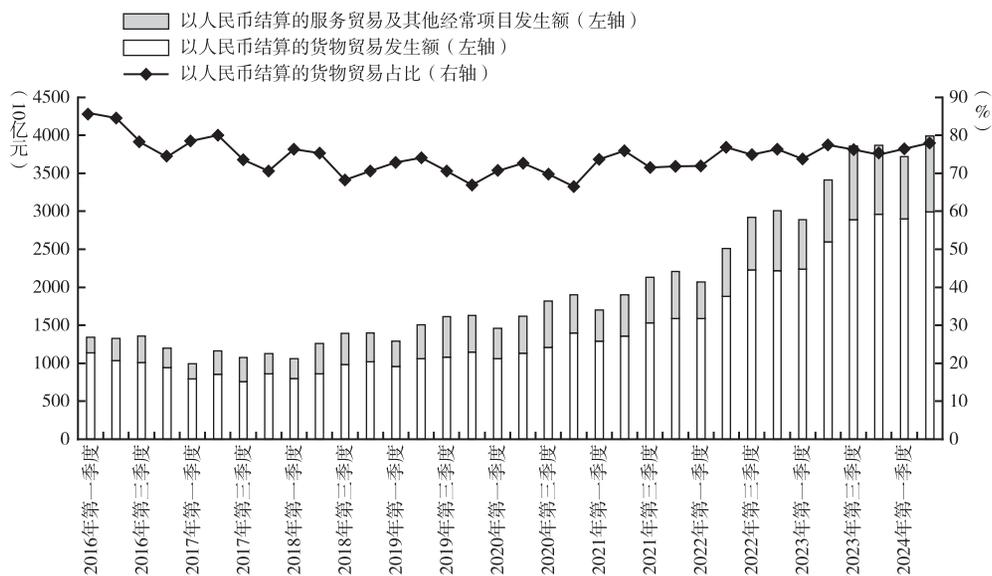


图4 以人民币结算的货物贸易和服务贸易及其他经常项目规模

资料来源:中国人民银行。

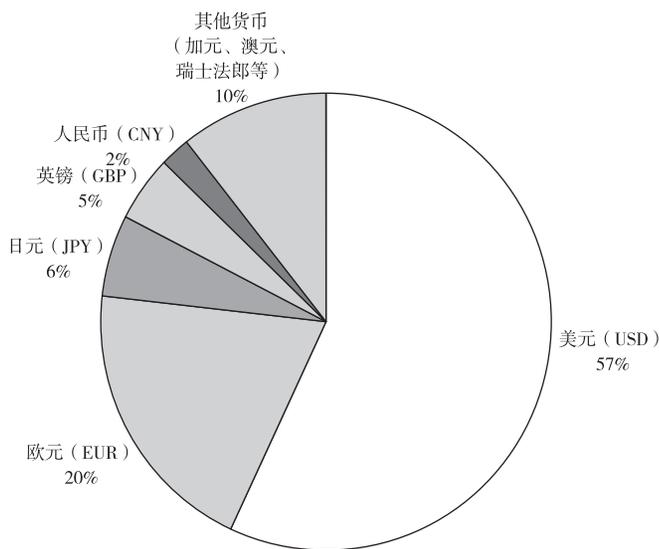


图5 全球外汇储备币种占比

资料来源:国际货币基金组织(IMF) COFER数据库(2024年第三季度)。

① 数据来源:中国人民大学《人民币国际化报告(2024)》。

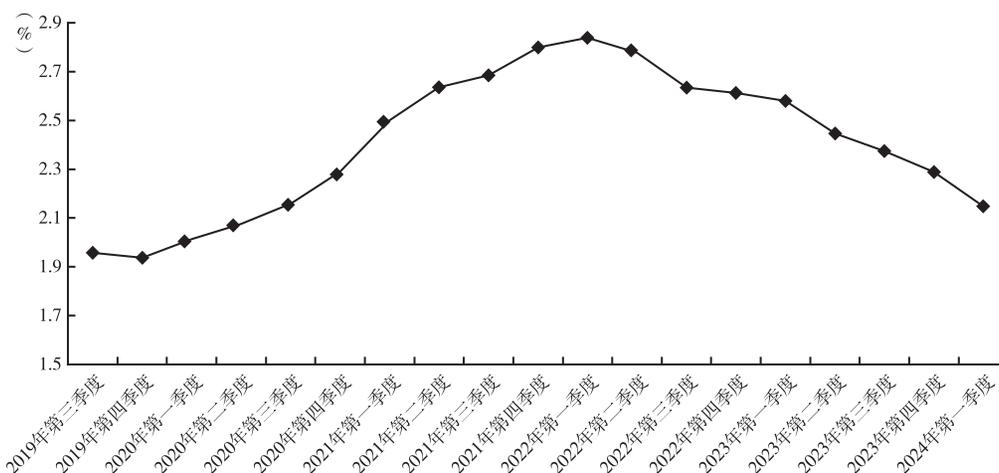


图6 人民币外汇储备占国际外汇储备比例

资料来源:国际货币基金组织(IMF)。

离岸市场建设是人民币国际化的重要推动力。在中国香港、新加坡、伦敦等国际金融中心,人民币离岸市场的快速发展为国际投资者提供了多样化的人民币资产投资工具。2025年2月14日,中国人民银行在香港成功发行600亿元人民币央行票据,吸引了大量国际投资者的积极参与;^①同时,人民币外汇交易量在日本、马来西亚等地显著增长,显示出人民币在全球范围内流动性和接受度的提升。离岸市场与在岸市场通过双向互动形成了推动人民币国际化的重要机制:离岸市场为国际投资者提供自由流动的人民币资金和多样化的投资选择,而在岸市场则通过稳健的经济基本面和丰富的金融产品为人民币资产提供信用支持。这种联动机制不仅提升了人民币的国际流动性和影响力,还通过“点心债”“熊猫债”等人民币计价债券的发行,进一步增强了人民币的全球金融地位。通过离岸与在岸市场的协同发展,人民币国际化得以实现路径多元化,并为中国在全球金融体系中的地位提升奠定了坚实基础。

综上所述,人民币自由化的推进需要通过资本项目开放与经常项目的协同作用,提升人民币资产的国际吸引力,并通过政策支持和金融基础设施建设解决当前面临的挑战。只有在增强人民币全球流通能力和市场信任基础后,中国才能在国际金融体系中占据更加重要的地位。

2. 人民币国际化面临的挑战:“锚”的建立及国际信任提升

人民币国际化虽然取得了一定进展,但在推动其全面国际化的过程中仍面临诸多挑战。首先,人民币的国际接受度和全球信任基础相对薄弱。与美元等传统国际货币相比,人民币在储备货币、支付货币和结算货币中的使用比例仍显不足,这一现象与中国经济的全球地位和国际金融体系中的角色存在显著差距。美元长期以来通过其深厚的国债市场、拥有高信用评级的金融资产以及石油等大宗商品的计价和结算,巩固了其作为全球主导货币的地位。尤其是在20世纪70—80年代,美元的“锚”作用逐渐形成,不仅通过布雷顿森林体系的金本位制度建立起了美元的全球支配地位,还通过石油定价机制等将美元与全球经济深度绑定,从而进一步加强了美元的国际化地位。

尽管近年来中国加快了资本账户的开放,推动人民币国际化的进程有所提速,人民币的隐性

^① 资料来源:香港金融管理局《2025年2月14日人民币央行票据投标结果》。

“货币锚”地位也在逐步提升(杨荣海、李亚波,2017),但与美元相比,人民币在全球经济体系中的“锚”作用仍未完全确立。人民币国际化进程中的一个主要难点在于,人民币尚未与高流动性资产或核心资源(如石油等大宗商品的定价与结算)紧密挂钩,这使得人民币在国际货币体系中的稳定性和广泛认同度仍然面临挑战。为了实现全面国际化,人民币亟须在全球金融市场中建立更加坚实的基础,并逐步缩小与其他全球主导货币间的差距。

当前,中国的国债市场已成为人民币国际化的重要载体。截至2024年12月,中国政府债券在世界国债指数中的规模已经超过日本,上升至第二位,^①但市场深度和参与主体的多样化仍需进一步提高。2024年,为应对地方政府债务压力,中国加大了国债市场的调控力度,通过10万亿元的债务化解措施,加强了国债的流动性与信用基础。然而,地方债务问题、房地产市场疲软以及整体经济增长放缓,依然对国债市场的稳定性构成威胁。此外,国债市场的开放程度仍需提升。目前,境外投资者投资境内的资本市场总体处于起步阶段,持有人民币资产的规模和比重不算高,外资在国内股市、债市的占比在3%左右,受多重有利因素支撑,还有进一步提升的空间。^②如何在维持市场稳定的同时扩大国际资本的参与,成为国债市场发展的一大关键。

在国际货币体系中,“锚”是货币信用与稳定的核心体现。美元从布雷顿森林体系的“黄金挂钩”到“石油美元”时代,一直依托其强大的经济和军事力量建立稳定的货币锚定机制。相比之下,人民币尽管近年来在共建“一带一路”国家和区域经济合作框架中加速推广,但其作为全球储备货币的能力仍受限于高流动性、低风险人民币计价资产的不足。尤其在金融市场深度和多样化方面,与美元主导的国际金融体系尚有明显差距。此外,国际市场对人民币信心的不足也制约了其国际化步伐。汇率波动加剧、外部资本流动风险,以及地缘政治冲突下的全球避险情绪,都对人民币国际化的进程构成了潜在压力。国际投资者普遍关注人民币的稳定性和透明度,而这些问题的改善需要中国在货币政策、市场机制和经济基本上进一步增强韧性。

与此同时,美元在国际金融体系中的主导地位依然稳固,形成了对人民币国际化的强大外部约束。以美元为核心的全球结算、支付和储备体系赋予了美国在国际金融秩序中的话语权,而中国在国际货币基金组织(IMF)和世界银行等机构中的投票权相对较低,人民币在特别提款权(SDR)货币篮子中的权重仍显著低于美元,实际应用范围也相对有限,这种结构性差距进一步制约了人民币在全球经济治理中的影响力提升。

总的来说,人民币国际化在当前全球经济格局下面临的难点主要集中在“锚”的建立、国际信任的提升以及美元体系的制约。要实现人民币全面国际化,需要克服这些深层次障碍,这不仅考验中国经济的长期增长潜力,也对金融市场的稳定性和开放性提出了更高要求。

(三)资本市场开放的现状及挑战

1. 资本市场开放的现状:外资准入、资本流动自由化、市场机制改革

资本市场开放是实现资源高效配置、吸引国际资本流入的重要手段,也是提升一国金融体系国际竞争力的核心举措。中国资本市场采用了渐进式开放路径,通过一系列政策措施稳步推进外资准入与资本流动自由化,并在市场机制改革方面取得了显著进展。从B股市场的开放起步,中国先后推出了合格境外机构投资者(QFII)、人民币合格境外机构投资者(RQFII)和合格境内机构投资者(QDII)等制度创新;随后,沪深港通和债券通等跨境互联互通机制相继落地。截至2025

^① 资料来源:《中国成为富时世界国债指数第二大市场》,证券时报网, <https://www.stcn.com/article/detail/1439987.html>。

^② 数据来源:《国新办新闻发布会 介绍2024年前三季度外汇收支数据情况》,新华社,2024年10月22日。

年1月23日,已有26家外资控股或外商投资的证券、基金公司获批,这标志着外资参与中国资本市场的便利性和稳定性显著提升。从参与情况来看,已有866家的QFII获得投资资格,外资持有A股的规模达到3万亿元人民币。外资已成为A股的重要资金来源,其中一部分为中长期资金,包括全球知名的养老金、公募基金和商业保险资金等。^①

尽管取得了一定成就,中国资本市场的开放程度与国际成熟市场相比仍有较大差距。中国证券业协会数据显示,截至2023年末,中国证券行业共有17家外资参控股证券公司,总资产超过6500亿元,实现营业收入275亿元,占行业总资产的4.7%。此外,截至2024年6月底,境外机构和個人持有中国境内股票和债券的规模分别为2.70万亿元和4.36万亿元。其中,外资持有A股总市值的比重为3.7%,外资持有债券市场存量余额的比重为2.6%(见图7)。相比之下,截至2024年,美国国债持有者中海外和国际投资者占比达33%,^②明显高于中国市场。

外资参与度的差异不仅反映了中国资本市场当前开放程度的不足,也凸显了进一步深化开放的必要性。从外资证券机构数量到境外机构和個人持有的人民币金融资产规模来看,中国资本市场在吸引国际投资者方面仍有较大的提升空间。特别是当前全球资本流动加速调整的背景下,如何通过政策创新、市场优化和金融工具的多元化来提升中国资本市场的吸引力,成为进一步开放的关键。

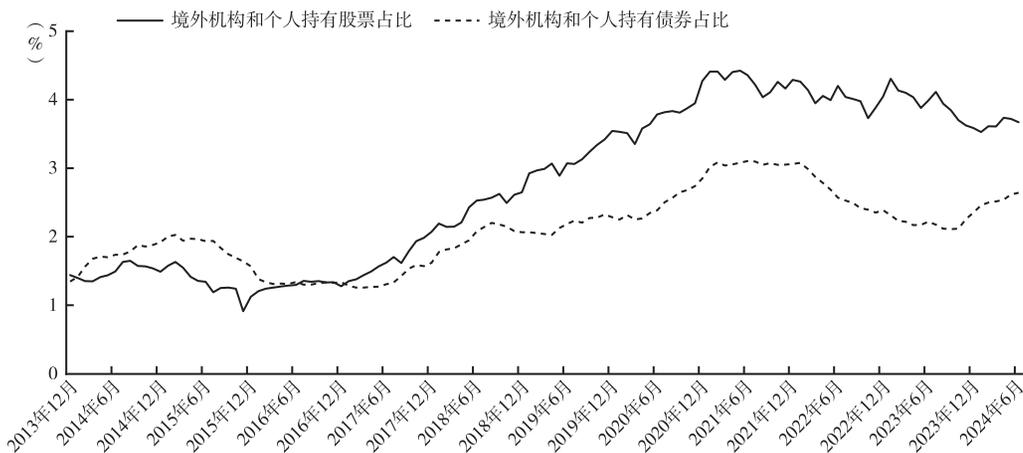


图7 2013年12月—2024年6月境外机构和個人持有中国金融资产占比

数据来源:国家外汇管理局统计数据。

在资本项目开放方面,中国遵循“先流入后流出,先长期后短期,先直接后间接,先机构后个人”的原则(孙天琦,2023)。目前,资本账户的开放主要集中在机构投资者领域,个人投资者的跨境资本流动仍受到一定限制。根据国际货币基金组织(IMF)的《国际收支和国际投资头寸手册》第六版(BPM6),资本账户包括外国直接投资、证券投资、银行存款、贷款、债券等多个子项目。在中国,直接投资和证券投资等领域的开放程度相对较高,而银行存款、贷款等短期资本流动领域的开放程度较低。这与IMF等国际组织对资本账户开放的标准存在差异,反映了中国在资本项目开放

^① 资料来源:《国务院新闻办就大力推动中长期资金入市、促进资本市场高质量发展有关情况举行发布会》,国务院新闻办网站,2025年1月23日。

^② 数据来源:Wind数据库。

过程中对短期资本流动的管控。

总体而言,中国资本市场在外资准入、资本流动自由化和市场机制改革方面取得了显著进展,但与国际成熟市场相比,仍有较大的提升空间。未来,需要进一步深化资本项目开放,特别是在个人投资者领域,逐步放宽对短期资本流动的限制,以促进资本市场的全面开放和国际化。

2. 资本市场开放面临的挑战:市场生态建设和监管法治化

中国资本市场的开放仍面临市场生态建设不足和监管法治化水平有限的双重挑战,这不仅影响了资本市场的吸引力,也制约了其在全球金融体系中的地位。

市场生态建设的不足是资本市场开放的首要障碍。健全的市场生态系统应具备完善的资源配置能力、丰富的金融工具、透明的市场规则以及多元化的参与主体。然而,与全球领先的国际金融中心相比,中国资本市场在多个方面尚存差距。首先,金融产品的创新能力有限,现有的金融工具在覆盖风险管理需求方面仍显不足。其次,市场的透明度和交易机制的公平性未完全与国际标准接轨,部分领域信息披露滞后,导致国际资本对市场的信任度和参与意愿较低。此外,市场参与者结构单一,以散户为主的资本市场缺乏足够的机构投资者,这不利于市场的稳定性和效率提升。

监管法治化的不足则是资本市场开放过程中面临的另一大难题。开放的资本市场需要高效的监管体系来平衡开放与风险之间的关系。现阶段,中国的金融监管体系在法律体系的完备性、执行力以及跨境监管协调方面仍有改进空间。例如,国际规则与本土法规的衔接尚不完全,特别是在外资准入、跨境资本流动监控和投资者保护方面,现有法律框架对复杂的国际金融活动的适应性不足。此外,监管政策的不确定性和透明度较低增加了外资的风险预期,可能进一步降低资本市场的吸引力。

从国际经验来看,资本市场的成功开放往往以法治化和市场化为基础,二者共同构成金融市场运行的基石。发达市场通过严格的法律法规和高效的执法机制确保了市场的稳定性与公平性,同时为国际资本的进入提供了可信的制度保障(Henry, 2000)。反观中国,尽管近年来在法治化建设和市场透明度提升方面取得一定成效,但国际资本对我国市场法律体系的稳定性和一致性仍存疑虑,尤其是在外资权益保护、市场规则一致性等方面,现有制度尚未完全达到国际标准。

资本市场开放的复杂性还体现在对外部环境变化的适应能力上。全球经济的不确定性和国际政治格局的复杂性,使得中国资本市场的开放面临额外压力。跨境资本流动的波动性可能加剧系统性风险(王金明、王心培, 2023),而监管体系的调整往往滞后于市场需求。此外,美元主导的国际货币体系以及全球资本流动的“避险效应”进一步限制了中国资本市场对国际资本的吸引力。

可见,市场生态建设和监管法治化水平的不足是当前中国资本市场开放面临的两大核心挑战。这种结构性问题不仅反映了中国金融市场发展的阶段性特征,也揭示了其在国际竞争中的制度性劣势。高度法治化和完善的市场生态是推动资本市场开放的基础性条件,这些问题的存在使得中国资本市场在全球竞争中难以充分发挥其潜在优势。

(四)双支柱闭环机制的形成难点

从理论层面看,双支柱闭环机制的运转需要一个稳定、高效的市场体系作为基础,而这一基础的构建既依赖于金融资源的合理配置,也依赖于法治与制度建设的不断完善。然而,在双支柱闭环机制的实际构建过程中,人民币国际化和资本市场开放之间的协同作用并未完全释放,制度性障碍与市场化生态的不足仍是这一机制有效运行的主要掣肘。目前的制度供给尚无法完全满足双支柱机制运行对透明度和稳定性的要求,进一步加剧了国际资本对市场风险的担忧。

首先,双支柱闭环机制的核心在于人民币国际化与资本市场开放的相互促进,但二者在实际

运行中表现出明显的不对称性。作为国际货币的人民币,其国际使用范围和地位与中国经济体量并不匹配。全球金融市场对人民币的接受度较低,这不仅反映在人民币作为储备货币的份额较小,还体现在其在跨境支付和国际贸易结算中的占比处于较低水平。这种不对称性在很大程度上是由于人民币缺乏稳定的信用基础和全球认可的核心资产支持。国际投资者对人民币计价资产的信任不足,加之资本市场的开放度有限,使得双支柱机制难以形成有效的良性循环。

其次,资本市场的开放不仅需要优化市场规则和信息披露机制,还需要在法律和政策框架中确保开放的连续性和可预见性。然而,资本市场开放在为人民币国际化提供支持时,面临市场结构和制度建设的双重困境。中国资本市场的生态系统尚不完善,金融产品种类单一、机构投资者占比偏低以及市场规则的国际化程度不足,直接影响了人民币计价资产的吸引力与竞争力。此外,市场透明度与法治化水平仍然是外资参与中国资本市场的主要顾虑。信息披露机制的不健全和交易规则的不一致性,不仅制约了外资的深度参与,也削弱了资本市场在支持人民币国际化中的核心作用。

双支柱闭环机制的另一大挑战在于外部环境对内部运行的干扰。国际货币体系中的结构性权力失衡以及美元的长期主导地位,使得人民币国际化进程受到显著限制。尽管“一带一路”倡议和区域经济合作为人民币在部分地区的使用提供了支持,但在全球范围内,人民币仍未形成足够的网络效应和信任基础。此外,地缘政治的不确定性和全球金融市场的避险情绪加剧了国际资本对美元资产的偏好,进一步压缩了人民币的国际化空间。

可见,双支柱闭环机制在实际建设过程中面临着市场生态不完善、制度建设不足以及外部环境复杂性等多重挑战。这些问题不仅制约了人民币国际化与资本市场开放的相互促进,还对中国金融体系在全球范围内的竞争力提出了更高要求。因此,深入分析这些关键节点与挑战,不仅能够为双支柱闭环机制的优化提供理论支持,还能为中国金融强国建设奠定更加坚实的基础。只要能够抓住技术升级与制度完善的关键环节,通过深化金融与产业的深度融合,推动经济的高质量发展,中国金融体系就有望实现全球核心地位,全面达成金融强国的战略目标。

三、推动双支柱架构的发展路径

双支柱架构是中国迈向金融强国的核心支柱,承载着提升国家金融竞争力和经济话语权的重要使命。在全球金融体系深刻变革与中国经济持续增长的背景下,这一架构不仅是中国金融体系走向国际化的战略路径,也是应对国际金融竞争、提升国家地位的关键机制。要确保双支柱架构的长期稳定与高效运转,需要以系统性思维推动人民币国际地位的提升,深化金融市场改革,完善资本市场法治体系,加强金融监管协调,并通过央行功能转型等多维度措施巩固我国金融体系的整体韧性,吸引国际资本流入。

(一)提升人民币的国际地位与信心

人民币国际化的核心问题在于如何增强国际市场对人民币的信心,关键在于构建一个以高质量发展、汇率稳定和金融基础设施完善为核心的支撑体系,同时通过深化改革和离岸市场建设,全面提升人民币的国际竞争力和市场信心。

首先,中国需要以高质量发展作为人民币国际化的坚实基础。通过释放长期增长潜力和深化结构性改革,可以优化资源配置,提升经济韧性与活力。这包括减轻企业负担、推动消费回升与投资增长,以及强化中小微企业的金融支持,最终增强经济稳定性,为人民币提供强大的背书。当然,人民币国际化的实现不仅依赖于硬实力(如经济规模、国际贸易地位和技术创新能力),还需要

软实力的支撑,包括法制健全、金融监管完善和国际信用建设(吴晓求等,2020)。高质量的法律体系能够提升市场透明度,保护投资者权益,减少金融风险;而契约精神和国际信用建设则为人民币赢得更广泛的国际接受度提供了保障。硬实力与软实力的结合,才能更好地推动人民币国际化的进程,确保人民币国际化的可持续性与稳定性。

其次,汇率稳定是提升人民币国际接受度的重要保障。货币外部币值的稳定性有助于稳定市场预期(巴曙松、袁佳,2018),过于频繁或剧烈的汇率波动会削弱国际投资者对人民币资产的信任,阻碍其作为国际储备货币的接受度。因此,中国需要通过稳健且中性的货币政策确保流动性合理充裕、物价稳定,并提高货币政策的传导效率。完善汇率政策规则,增强汇率的市场化定价能力和可预测性是进一步提升人民币国际化的关键。现行的逆周期资本流动管理措施,包括对资本流动的临时限制和加强外汇市场的干预,都是重要的政策工具,旨在平衡市场波动、稳定人民币汇率,确保金融市场的稳定性。通过有效管理逆周期因子,中国可以在应对国际金融市场波动时,更好地控制资本流动,避免过度的汇率波动对人民币国际化进程造成负面影响。

另外,前文深入分析了人民币汇率参考的一篮子货币的币种结构,并提出了当前结构中可能存在的问题。尤其是在一篮子货币中,美元仍占据较大比重,这使得人民币在面对美元汇率波动时较为敏感。这一问题可能会影响人民币汇率的稳定性,并对人民币作为全球储备货币的接受度构成挑战。因此,未来需要逐步调整一篮子货币的币种结构,增加其他重要经济体货币的权重,降低对美元的依赖,从而增强人民币汇率的独立性与稳定性。

在金融基础设施建设方面,人民币跨境支付系统(CIPS)的完善显著提高了全球交易中的支付效率和安全性。通过与多国央行签署货币互换协议、设立人民币清算行,中国不仅拓展了人民币的全球支付与清算网络,还增强了人民币在国际贸易中的应用。这些努力为人民币作为全球支付工具的地位奠定了基础。此外,中央银行数字货币(CBDC)的推出为人民币国际化提供了新的技术机遇。数字人民币在跨境支付和国际结算中的优势,拓宽了人民币的应用场景,提升了人民币的全球影响力。通过技术创新和政策支持,人民币的国际地位和市场信心将得到持续强化。

人民币国际化的推进还依赖于离岸市场与在岸市场的协同发展(吴晓求等,2025),这一互动机制在人民币国际化中发挥着至关重要的作用。离岸市场是人民币国际化的重要推动力,它通过为国际投资者提供多样化的人民币计价资产,拓宽了人民币的国际使用渠道。为了稳定离岸市场,央行可以进一步发行人民币票据等市场化手段调节离岸人民币流动性,进而影响汇率预期。然而,离岸市场的发展不能脱离在岸市场的资本项目管理。资本项目管理是对跨境资本流动的监管和控制手段,能够有效避免过度的资本流动对国内经济和金融市场产生负面影响,维护国内市场的稳定性,避免外部波动对经济造成过度冲击。

离岸市场的发展为人民币国际化提供了广泛的渠道,吸引了国际资本,并为人民币在跨境贸易和投资中的应用创造了条件。然而,离岸市场的良性发展必须与在岸市场的管理机制紧密协调。尤其是在岸人民币(CNY)和离岸人民币(CNH)汇率之间的关系至关重要。CNY由中国人民银行通过管理一篮子货币汇率进行调控,而CNH则更多依赖市场供求,若CNH的波动过大,可能对CNY汇率产生影响。通过完善的资本项目管理框架,可以确保资本流动既促进人民币国际化目标的实现,又避免可能出现的金融风险。因此,离岸市场与在岸市场的双向互动,不仅推动了人民币国际化的进程,还保障了中国金融体系的稳定性与持续发展。

(二)完善资本市场与金融体系

完善资本市场与金融体系是推动人民币国际化和实现经济高质量发展的重要基础。通过构

建透明度高、成长性强的现代资本市场,不仅能够增强市场竞争力,还能有效支持实体经济转型。资本市场改革的核心在于提升市场化水平、构建多层次市场体系、吸引国际资本流入,并通过法治化和透明化改革夯实市场运行的基础。

首先,市场化改革是推动资本市场发展的核心动力。通过减少行政干预,强化市场在资源配置中的主导作用,可以显著提高企业融资效率,激发市场活力。市场化改革的关键在于完善信息披露制度,增强市场透明度,降低信息不对称的程度,从而提高投资者的信心和参与度。同时,法治化水平的提升对于市场的稳定和健康发展至关重要。完善的法律框架不仅能够有效保护投资者的权益,避免市场操纵和不公平交易,还能够增强市场的公平性和公正性,从而为资本市场的长期发展提供制度性保障(吴晓求等,2020)。在此基础上,推动市场化改革与法治化建设协同发展,能够全面优化资本市场的运行效率和国际竞争力。

其次,构建多层次资本市场体系是破解中小企业融资难题的重要举措。中小企业作为国民经济的重要组成部分,在促进就业、推动创新和增强经济韧性方面发挥着不可替代的作用。然而,由于传统融资渠道的限制,许多中小企业难以获得足够的发展资金。通过完善新三板、区域股权市场等多层次融资平台,为中小企业提供更加专属和多样化的融资通道,能够有效满足不同发展阶段企业的多元需求。此外,金融科技的引入为中小企业融资提供了创新手段。利用大数据、人工智能等技术手段,可以优化风控模型,提高融资效率,为中小企业提供更灵活、更便捷的融资解决方案。这种多层次资本市场体系的构建,不仅有助于缓解中小企业融资困境,还能够推动产业结构优化与经济转型升级,从而增强整体经济的活力和韧性。

再次,发挥资本市场在推动技术进步和创新方面的独特优势,其开放性能够促进金融工具的创新,吸引国际资本,为高科技企业提供多元化的资金支持(Pástor和Veronesi,2009)。与信贷市场相比,资本市场在支持创新型企业,尤其是依赖无形资产的企业方面更具优势(Brown等,2009)。证券市场通过价格信号优化金融资源配置,提高投资效率,从而推动经济向高附加值领域转型(Stiglitz,1985)。通过分散风险,资本市场为高风险、高回报的创新项目提供关键融资渠道,特别是在高科技行业中显得尤为重要(Hsu等,2014)。研究表明,在证券市场发达的国家,创新产出显著高于信贷市场主导的国家,这进一步凸显了资本市场对技术创新的积极作用(Rajan和Zingales,1998)。

最后,资本市场的开放显著提升了市场的深度和广度,吸引国际资本流入,为技术创新提供了资金和资源支持。Bekaert等(2005)的研究表明,资本市场开放能够带来显著的经济增长。国际资本流入不仅注入了资金,还通过引入先进技术和管理经验,推动国内企业的技术升级和产业转型(Moshirian等,2021)。特别是在创新强度较高的领域,资本市场开放进一步提升了专利数量和创新企业的规模,强化了高科技行业的竞争力。这些机制共同表明,资本市场在推动创新型经济发展和促进技术进步方面发挥了不可或缺的作用。

因此,通过推进资本市场市场化改革、构建多层次市场体系、吸引国际资本流入,并强化法律制度,提升市场透明度,中国资本市场能够进一步提高资源配置效率、支持技术创新,并为人民币国际化提供有力支撑。这些举措不仅有助于提升中国在全球金融体系中的地位,也为实现经济高质量发展和金融强国目标奠定了坚实基础。

(三)资本市场的开放与人民币国际化协同发展

在全球金融市场竞争日益激烈的背景下,构建透明度高、流动性强且具有成长性的资本市场体系是提升人民币国际化程度和增强中国金融体系国际竞争力的关键。透明的市场环境能够减少信息不对称,增强投资者信心;流动性则反映了市场的活力,能够降低交易成本;成长性则需要

市场具备合理的风险定价机制,为投资者提供长期可持续的回报。这些因素共同为人民币计价资产的国际流通奠定了坚实基础。

资本市场开放在人民币国际化中的枢纽作用尤为重要。高效的资本市场不仅能够为人民币计价资产提供充足的流动性,还能通过金融工具的创新和多样化,吸引国际投资者,并扩大人民币的国际使用范围。推动市场化改革、提升市场透明度和流动性是增强资本市场成长性和国际竞争力的核心。然而,开放资本市场也伴随着系统性金融风险的增加。金融监管体系的完善至关重要,需要通过与国际标准接轨、强化法治建设和提高政策透明度,为市场提供稳定和可预见的运行环境。例如,2024年9月,中国人民银行创设了证券、基金、保险公司互换便利和股票回购、增持再贷款两项工具,^①体现了结构性改革的方向,通过增强资本市场的流动性和稳定性,提升市场信心,为人民币国际化进程提供了支持。

深化资本市场改革、强化监管、提升透明度是资本市场与人民币国际化协同发展的关键环节。通过建立更加开放、透明和稳定的资本市场,中国可以增强金融市场的国际吸引力,为人民币国际化提供坚实支撑,同时为实现金融强国的战略目标奠定基础。这一过程需要制度设计与国际实践相结合,以确保中国金融体系在全球竞争中持续获得优势。

(四)央行功能转型与国债市场

央行货币政策与国债市场的协同作用是人民币国际化的重要支撑,两者共同构成了稳定人民币国际信用的核心机制。国债市场作为金融体系的重要组成部分,通过提供高流动性和安全性资产,既增强了货币政策的实施效果,也为人民币国际化奠定了坚实的信用基础。央行在实施宏观审慎政策时,负责监控金融体系的整体稳定性,防范系统性风险,并通过资本流动管理、逆周期政策工具等手段来抑制金融市场的顺周期波动和风险积累,确保金融市场的平稳运行,这对人民币国际化的顺利推进起到至关重要的作用。

国债市场在人民币国际化中的作用体现在其“锚”的功能,通过提供低风险、高流动性的人民币计价投资工具,稳定国际投资者对人民币的信心。一方面,透明、高效的国债市场强化了人民币资产的信用基础,为人民币在国际支付、储备和投资中的使用提供了重要支撑。另一方面,在能源交易和大宗商品市场中,稳定的国债市场为人民币计价提供了可信的信用背书,推动人民币在全球范围内的流通和使用。

当前,中国货币政策逐步转向价格型调控,国债市场在优化市场流动性和稳定宏观经济环境方面的重要性愈发凸显。2024年10月,中国人民银行和财政部已就央行国债买卖建立联合工作组,^②这一调整标志着中央银行制度的现代化进程迈出了关键一步。通过推动利率市场化,深化国债市场发展,该举措不仅拓宽了基础货币投放渠道和流动性管理工具,还为未来财政政策框架的完善奠定了基础。

进一步发展国债市场需要在境内巩固市场基础的同时,加快境外市场的拓展。在境内市场,重点是提升市场深度和流动性。引入更多的多元化投资者、扩大市场参与主体将有助于改善市场结构,同时,完善信息披露机制和强化法治建设能够提升市场透明度,为投资者提供稳定、可预见的投资环境。在境外市场,中国应加快国债市场的开放步伐,降低国际投资者进入市场的门槛和成本,并推动国债市场与全球资本市场的深度接轨,以吸引更多国际资本流入。

^① 资料来源:中国人民银行网站, https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202409/content_6976049.htm。

^② 资料来源:中国人民银行网站, https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202410/content_6978915.htm。

四、小 结

中国金融强国建设的双支柱架构——人民币国际化与资本市场开放,是推动金融体系现代化与国际化的重要路径。通过深化改革、优化政策支持和加强国际金融合作,中国可以逐步提升人民币的国际地位,增强资本市场的竞争力,并完善金融监管体系,从而为实现金融强国目标奠定坚实基础。这一协同效应不仅强化了中国在全球经济中的竞争优势与影响力,也为人民币在国际支付、储备和投资中的应用提供了制度保障。要确保双支柱架构的长期有效运行,中国需要进一步深化改革与守正创新。人民币国际化需要依托更加完善的资本市场,通过提高市场透明度、健全法律框架和优化国际投资环境来增强人民币资产的吸引力。同时,资本市场的改革应注重多层次、多元化、灵活性和法治化建设,并增强对外部风险的抵御能力。此外,中国还需在金融监管机制和政策支持体系上不断创新,以适应全球经济不确定性增强的挑战,为双支柱架构提供稳定的保障。通过这一路径,双支柱架构将持续作为中国金融强国建设的核心引擎,推动金融体系的全面现代化,提升中国在全球金融治理中的地位与话语权,为中国式现代化提供强有力的支撑。

参考文献:

1. 巴曙松、袁佳:《离岸市场发展对货币计价职能影响的实证研究》,《湖北经济学院学报》2018年第6期。
2. 高海红、余永定:《人民币国际化的含义与条件》,《国际经济评论》2010年第1期。
3. 姜波克:《关于人民币自由兑换的几个问题》,《中国社会科学》1994年第3期。
4. 潘英丽、吴君:《体现国家核心利益的人民币国际化推进路径》,《国际经济评论》2012年第3期。
5. 孙天琦:《跨境交付类金融服务的开放与监管》,《清华金融评论》2023年第10期。
6. 吴晓求:《关于金融危机的十个问题》,《经济理论与经济管理》2009年第1期。
7. 吴晓求、郭彪、方明浩、李诗瑶:《中国金融开放:模式、基础条件和市场效应评估》,《财贸经济》2020年第5期。
8. 吴晓求等:《金融强国:中国之路》,中国人民大学出版社2025年版。
9. 王金明、王心培:《跨境资本的全球协同与区域联动研究——基于时变参数多层动态因子模型》,《统计研究》2023年第7期。
10. 习近平:《全面深化改革,为中国式现代化持续注入强劲动力》,《求是》2024年第10期。
11. 杨荣海、李亚波:《资本账户开放对人民币国际化“货币锚”地位的影响分析》,《经济研究》2017年第1期。
12. Bekaert, G., Harvey, C., & Lundblad, C., Does Financial Liberalization Spur Growth? . *Journal of Financial Economics*, Vol.77, No.1, 2005, pp.3-55.
13. Brown, J. R., Fazzari, S. M., & Petersen, B. C., Financing Innovation and Growth: Cash Flow, External Equity, and the 1990s R&D Boom. *The Journal of Finance*, Vol.64, No.1, 2009, pp.151-185.
14. Chari, A., & Henry, P. B., Firm-Specific Information and the Efficiency of Investment. *Journal of Financial Economics*, Vol.87, No.3, 2008, pp.636-655.
15. Eichengreen, B., Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System, 2011, Oxford University Press.
16. Giovannini, A., Exchange Rates and Traded Goods Prices. *Journal of International Economics*, Vol. 24, No. 1-2, 1988, pp.45-68.
17. Henry, P. B., Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms? . *Journal of Financial Economics*, Vol.58, No.3, 2000, pp.301-334.
18. Hsu, P.-H., Tian, X., & Xu, Y., Financial Development and Innovation: Cross-Country Evidence. *Journal of Financial Economics*, 2014, pp.116-135.
19. Lai, E., & Yu, X., Invoicing Currency In International Trade: An Empirical Investigation and Some Implications For the Renminbi. *World Economy*, Vol.38, No.1, 2015, pp.193-229.

20. Moshirian, R., Tian, X., Zhang, B., & Zhang, W., Stock Market Liberalization and Innovation. *Journal of Financial Economics*, Vol.132, No.4, 2021, pp.985-1014.
21. Pástor, L., & Veronesi, P., Technological Revolutions and Stock Prices. *American Economic Review*, Vol.99, No.4, 2009, pp.1451-1483.
22. Rajan, R. G., & Zingales, L., Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, 1998, pp.559-586.
23. Stiglitz, J., Credit Markets and Capital Control. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.17, No.2, 1985, pp.133-152.

The Two-Pillar Framework for China to Build a Financial Powerhouse: RMB Internationalization and the Opening-up of the Capital Market

WU Xiaoqiu, GUO Biao, LU Dong & CHEN Baihe (Renmin University of China, 100872)

Summary: China's strategic pursuit of becoming a global financial powerhouse is unfolding amid a rapidly evolving international financial landscape. A critical institutional and strategic pathway to this goal is the "two-pillar framework"—the internationalization of the Renminbi (RMB) and the opening-up of the capital market. This framework represents both a strategic response to internal development needs and external geopolitical shifts, and a deliberate effort to build a resilient and globally influential financial system. This paper conceptualizes these two pillars as mutually reinforcing mechanisms, essential for elevating China's standing in the international financial system.

RMB internationalization is foundational to building a strong global currency, which is a cornerstone of financial sovereignty and economic influence. RMB internationalization enhances cross-border trade efficiency, reduces foreign exchange risks for Chinese firms, and fosters the growth of offshore RMB markets. Furthermore, it reduces reliance on dominant currencies, such as the U. S. dollar, thereby enhancing China's monetary autonomy and strategic flexibility. However, currency internationalization is not solely determined by macroeconomic fundamentals; it also requires a well-developed ecosystem of RMB-denominated assets that offer liquidity, transparency, and legal certainty.

The opening-up of China's capital markets plays a pivotal role in creating a global financial ecosystem. By fostering a diverse and deep market structure, capital market liberalization attracts foreign capital while providing a global platform for RMB-denominated assets. Mechanisms such as the Qualified Foreign Institutional Investor (QFII) program, the Shanghai-Hong Kong Stock Connect, and Bond Connect exemplify China's efforts to bridge domestic and global financial markets. These mechanisms also enhance price discovery, corporate governance, and capital allocation efficiency.

Together, RMB internationalization and capital market opening-up form a dynamic feedback loop: a stronger RMB encourages capital inflows, while a more open and credible capital market reinforces global confidence in RMB assets. This synergy aligns with China's broader vision of achieving "six financial strengths": A strong currency, central bank, financial institutions, financial centers, regulatory capacity, and financial talent. Among these, the strong currency and financial centers are directly shaped by the effective interaction between the two pillars.

Nevertheless, the two-pillar framework faces structural and institutional challenges. First, developing globally competitive financial centers, such as Shanghai and Shenzhen, demands long-term investments in

infrastructure, talent, legal certainty, and global connectivity. Second, China's financial oversight is in a transitional phase and remains fragmented, with supervisory standards yet to fully converge with international norms. Third, the transparency of China's capital markets—particularly in terms of financial disclosure, investor protection, and enforcement—still lags behind the expectations of global investors. Lastly, the legal and judicial infrastructure that underpins contract enforcement, insolvency resolution, and capital rights remains underdeveloped compared to mature financial systems.

To address these challenges, this paper advocates for a comprehensive reform agenda. First, financial market reforms must prioritize institutional transparency, enforce disclosure requirements, and empower independent regulators. Second, legal reforms should focus on strengthening investor rights, clarifying cross-border jurisdiction, and accelerating the development of a law-based financial environment. Third, macro-financial coordination—particularly between the People's Bank of China and fiscal authorities—should be institutionalized to ensure coherent policy support for RMB credibility and asset safety.

Importantly, the study situates the two-pillar framework within a broader historical and comparative context, such as the rise of the British pound in the 19th century and the dominance of the U.S. dollar in the post-Bretton Woods era, highlighting that currency leadership invariably depends on deep, liberalized capital markets anchored by strong legal and regulatory institutions. While China's path is distinct in scale and context, the underlying principle remains: international monetary leadership requires domestic institutional robustness.

This paper's key contribution lies in synthesizing RMB internationalization and capital market liberalization into a unified theoretical framework, thereby offering a comprehensive lens through which to understand China's financial modernization. Unlike fragmented approaches that treat currency policy and capital market reform separately, the two-pillar framework emphasizes their interdependence and the necessity of coordinated progress.

In conclusion, RMB internationalization and capital market liberalization are not parallel but symbiotic strategies. When pursued in tandem with a coherent policy vision and institutional roadmap, they can significantly enhance China's global financial stature and provide a model for orderly financial development in emerging economies. The two-pillar framework is thus both an academic construct and a national strategy—one that illuminates the pathways toward a financially strong, globally integrated, and institutionally mature China.

Keywords: Financial Powerhouse, Two-Pillar Framework, RMB Internationalization, Capital Market Liberalization

JEL: G10, K40, O16

责任编辑:来缘胜