

人民币国际化:政策、进展、问题与前景*

张 明

〔摘 要〕自 2008 年全球金融危机爆发以来,发达国家应对危机政策的负外部性以及中国经济相对实力的上升,促进中国政府开始主动推进人民币国际化。基于韬光养晦策略、发展中国家地位以及货币国际化前景的不确定性,使得中国政府刻意避免对人民币国际化做出正式表态。中国政府推动人民币国际化的政策举措沿着三条主线铺开:推动跨境贸易与投资的人民币结算、促进离岸人民币市场发展、与若干经济体央行签署双边本币互换。迄今为止,跨境贸易与投资的人民币结算与离岸人民币市场发展均取得显著进展,但与此同时也产生了离岸与在岸人民币市场之间的跨境套利行为盛行的问题。只要中国经济能够保持持续较快增长、中国金融市场能够持续发展壮大,同时中国能够避免系统性经济金融危机的爆发,人民币有望在 10 年至 20 年时间内成长为重要的国际性货币。为推动人民币国际化向前发展,中国政府应该加快国内结构性改革、加速国内金融市场改革与对内开放、避免过快开放资本账户、促进对外直接投资的人民币计价结算,以及推动人民币成为国际价值储藏手段。

关键词:资本账户开放 人民币汇率

JEL 分类号:F21 F31

一、人民币国际化的缘起

多年以来,人民币作为一种硬通货在中国周边若干发展中国家(例如蒙古、越南、老挝、缅甸、尼泊尔)得到较为广泛的使用,在边境贸易中也成为重要的计价与结算货币^①。人民币的上述国际使用主要基于市场的自发选择。而中国政府主动推进人民币的国际使用,则是从 2009 年开始的。

(一)中国政府委婉表达对现行国际货币体系的不满

2009 年 3 月,中国人民银行行长周小川发表了一篇题为“关于改革国际货币体系的思考”的文章,在国内外引发强烈反响,这被认为是中国政府首次正式表达对以美元为主要国际储备货币的现行国际货币体系的不满。周小川指出,对储备货币发行国(美国)而言,国内货币政策目标与各国对储备货币的要求经常产生矛盾,即储备货币发行国无法在为世界提供流动性的同时确保币值稳定。无论储备货币使用国还是储备货币发行国在现行体系下付出的代价均越来越大,“危机未必是储备货币发行当局的故意,但却是制度性缺陷的必然”(周小川,2009)。

至于应对之策,周小川在这篇文章中提出应创造一种与主权国家脱钩、并能保持币值长期稳定的国际储备货币,且在此过程中应该特别考虑充分发挥 SDR 的作用。然而众所周知,要从无到有创建一种超主权储备货币并让之获得广泛使用,短期内困难与阻力巨大,因而只能是一种中长期的愿望。但自周小川这篇文章发表后不久,从 2009 年 4 月起,中国政府就紧锣密鼓地开始推动

* 张明,中国社会科学院世界政治与经济研究所,副研究员,博士。

① 近年来中国央行先后与越南、蒙古、老挝、尼泊尔、俄罗斯、朝鲜和吉尔吉斯斯坦等国签署了关于边境贸易的结算协定,促进双方本币在边贸结算中使用。

跨境贸易人民币结算试点工作。因此,尽管周小川在上述文章中并未提到人民币,但市场普遍认为,这篇文章吹响了中国政府主动推进人民币国际化的号角。

(二) 中国政府为什么会推动人民币国际化

中国政府为什么会从 2009 年起开始大力推动人民币国际化呢?笔者认为主要原因大致如下:

第一,在 2008 年全球金融危机爆发期间,美元、欧元、日元等主要国际结算货币汇率大幅波动,导致中国及周边国家或地区的企业在使用第三国货币进行贸易结算时面临较大的汇率风险。因此,为规避汇率风险、减少汇兑损失,推动中国与周边国家或地区的经贸关系发展,中国政府顺应国内外企业与市场的需求,开始推动跨境贸易的人民币结算。

第二,自 2008 年全球金融危机爆发以来,为提振本国经济与稳定本国金融市场,美、欧、日、英等发达经济体央行集体实施了长期低利率政策与量化宽松政策。量化宽松政策虽然符合上述发达经济体的国内政策目标,却给新兴市场经济体造成严重的负外部性。一方面,量化宽松政策加剧了全球流动性过剩,使得包括中国在内的新兴市场国家面临短期国际资本流入、通货膨胀压力上升与资产价格上涨等不利冲击;另一方面,量化宽松政策压低了发达经济体的货币汇率,使得包括中国在内的新兴市场国家面临本币升值压力,而一旦本币升值幅度超过基本面所能承受水平,则新兴市场国家的出口增长、经济增长与就业状况就会受到负面影响。本币升值除影响中国出口增长外,还会通过估值效应造成中国国际投资头寸的损失。中国的国外资产与国外负债存在显著的币种错配。例如,美国与中国的国外负债基本上都是以本币计价的,但在 2009 年底,美国国外资产的 43%由美元计价,而中国仅有 0.3%的国外资产由人民币计价(Gao and Coffman, 2013)。这意味着一旦人民币对美元升值,中国国外资产的市场价值就会显著缩水,导致中国出现巨大的估值损失。截至 2012 年底,在中国 5.17 万亿美元的国外资产中,外汇储备占到 64%,这意味着中国的国外资产损失将主要体现为外汇储备缩水。因此,为缓解发达国家量化宽松政策对中国经济造成的一系列负面影响,中国政府有很强的动力推进人民币国际化。人民币在跨境贸易中得到更多使用,既有助于缓解美元贬值对中国贸易的影响,也有助于降低外汇储备的累积,从而缓解中国国际投资头寸的币种错配。

第三,自 2008 年全球金融危机爆发以来,中国经济的国际地位迅速上升,已经超越日本成为全球第二大经济体。而从全球经济史来看,至少过去 100 多年以来,全球第二大经济体的货币并非国际性货币的状况实属罕见。作为一个世界经济大国,本国企业在进行跨境贸易与投资过程中不能使用本币计价与结算,是一件非常尴尬的事情。因此,本国经济实力的上升是中国政府推动人民币国际化的内在动因之一。

第四,中国国内改革已经进入存量改革阶段,在强大的既得利益集团的阻挠下,结构性改革举步维艰。而推动人民币国际化可以被中国政府用来倒逼国内结构性改革。例如,人民币要真正成为国际性货币,人民币汇率与利率形成机制的市场化就不可避免。在这一意义上,人民币国际化对于人民币汇率与利率市场化改革的重要性,并不亚于加入 WTO 对中国银行业改革的重要性。换句话说,人民币国际化可以被用作中国改革开放的“新推进器”(黄海洲, 2009)。

(三) 中国政府避免对人民币国际化做出正式表态

有趣的是,尽管事实上中国政府从 2009 年起一直在大力推进人民币国际化,但在迄今为止所有官方正式文件中,从未提出过关于“人民币国际化”的正式表述。例如,中国人民银行从未在正式文件或表态中提及人民币国际化。最早在 2009 年第三季度的《央行货币政策报告》中,相关提法是“稳步推进跨境贸易人民币结算试点,促进贸易和投资便利化”(中国人民银行, 2009)。比较常用的说法是“推进人民币在跨境贸易与投资中的更广泛使用。”又如,在十八大报告中,也并未正式提及

人民币国际化,唯一涉及人民币的一句话是“逐步实现人民币资本项目可兑换”(胡锦涛,2012)。

为什么迄今为止,中国政府尽量避免对“人民币国际化”做出正式表态呢?笔者认为可能存在如下两个原因:第一,正式表态推动人民币国际化可能与中国的韬光养晦战略以及中国作为发展中国家的定位存在冲突。从国际经验来看,本币成为国际性货币的国家均是发达国家,因此如果中国政府表态要推进人民币国际化,这就意味着中国自己承认自己是一个发达国家。此外,表态要推进人民币国际化也意味着中国政府试图积极在全球范围内发挥自己的影响力,而这可能激发新的“中国威胁论”。第二,人民币最终能否成长为真正的国际性货币,依然存在较大的不确定性。历史经验表明,货币国际化的努力未必能取得成功。例如,日元国际化的努力在很大程度上最终失败了。而避免对具有不确定性的努力进行正式表态,反映了中国政府务实而谨慎的行为方式。

二、中国政府推动人民币国际化的政策举措

迄今为止,中国政府主要从以下三个层面来推动人民币国际化:一是跨境贸易与投资的人民币结算;二是离岸人民币市场的培育与发展;三是与其他国家央行签署双边本币互换协议。

(一)推动跨境贸易与投资人民币结算的政策举措

在推动跨境贸易人民币结算方面,中国政府采取了试点推广的渐进式方法。2009年4月,国务院第56次常务会议做出了在上海市以及广东省广州、深圳、珠海、东莞先行开展跨境贸易人民币结算试点的决定,境外地域范围限定为港澳地区和东盟国家。2009年7月初,人民银行会同财政部、商务部、海关总署、税务总局与银监会(以下简称六部委)发布了《跨境贸易人民币结算试点管理办法》及《实施细则》。2009年7月,上海市和广东省四个城市的365家试点企业正式开始试行跨境贸易人民币结算。在经过一年时间的试点之后,2010年6月,六部委发布了《关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》,从以下四方面扩大了跨境贸易人民币结算的试点范围:一是将国内试点地区由上海市和广东省四个城市扩大至20个省市自治区;二是将境外区域由港澳、东盟地区扩展至全球;三是将试点业务范围由货物贸易扩展到包括服务贸易和经常转移在内的所有经常项目结算;四是将试点企业由365家企业扩展至试点省市自治区内所有具有进出口经营资格的企业。又过了一年之后,2011年8月,六部委发布了《关于扩大跨境贸易人民币结算地区的通知》,将跨境贸易人民币结算的国内地域范围扩大至全国。

在跨境贸易人民币结算试点推进初期,中国对出口人民币结算与进口人民币结算采取了非对称的规定,即所有试点企业均能用人民币支付进口,但只有部分企业能够在出口中用人民币结算。这客观上造成了更大比例的人民币结算发生在进口端而非出口端的现象。2012年3月,六部委发布了《关于出口货物贸易人民币结算企业管理有关问题的通知》,明确所有具有进出口经营资格的企业均可开展出口货物贸易人民币结算业务。该通知的发布对跨境贸易人民币结算平衡发展具有重要的促进作用。2012年6月,六部委联合下发了出口货物贸易人民币结算重点监管企业名单,表示将在各自职责范围内依法对重点监管企业开展出口货物贸易人民币结算业务加强管理。至此,中国境内所有具有进出口经营资格的企业均可依法开展出口货物贸易人民币结算业务。

在推动跨境直接投资人民币结算试点方面,中国政府采取了三步走的策略:第一步,2010年10月,为贯彻落实中央新疆工作座谈会工作部署,经国务院批准,新疆正式启动跨境贸易与投资人民币结算试点工作,成为首个开展跨境直接投资人民币结算试点的省区;第二步,2011年1月,人民银行发布《境外直接投资人民币结算试点管理办法》,允许境内企业以人民币进行对外直接投资,且银行可以按照有关规定向境内机构在境外投资的企业或项目发放人民币贷款;第三步,2011

年10月,商务部发布《关于跨境人民币直接投资有关问题的通知》,人民银行发布《外商直接投资人民币结算业务管理办法》,允许境外投资者以人民币来华开展直接投资。同月,人民银行发布《关于境内银行业金融机构境外项目人民币贷款的指导意见》,进一步明确了商业银行开展境外项目人民币贷款的有关要求。

(二)推动离岸人民币市场培育与发展的政策举措

在推动离岸人民币市场发展方面,中国政府首先将香港作为重中之重优先发展。最近几年来,离岸人民币市场逐渐扩展至伦敦、新加坡、台湾等地。近期,中国政府又推出了前海人民币试验区。

事实上,早在2003年非典之后中国政府与香港签署的《关于建立更紧密经贸关系的安排》(CEPA)中,就包含了在香港发展人民币业务的内容,即批准香港银行在港办理人民币存款、兑换、银行卡和汇款四项个人人民币业务,以满足两地居民个人往来和小额旅游消费需求,但不涉及大额经常项下的交易和人民币的贷款、投融资等资本项目交易。2003年12月,人民银行授权中银香港作为香港人民币清算行,并与中银香港签署《关于人民币业务的清算协议》。这意味着中国政府为香港提供了人民币清算和兑换平盘安排,从而奠定了香港人民币业务发展的基础。从2004年2月起,香港银行开始正式办理个人人民币业务。

2010年7月,人民银行与香港金管局签订了《补充合作备忘录》,与中银香港签订修订后的《关于人民币业务的清算协议》,明确香港人民币业务参加行可以按照本地法规为企业和机构客户提供人民币银行业务,人民币资金进出内地需符合内地的有关规定。自上述两个协议签订之日起,香港人民币业务进入快速发展阶段,人民币在港开户和划转不受限制,香港金融机构可自主开发各类人民币交易产品和资产负债产品。

中国政府推进香港离岸人民币市场发展的具体政策举措,可以划分为两个层面:第一个层面是在香港推出更多种类的人民币计价金融产品;第二个层面是构建离岸人民币资金回流内地的多渠道机制。

在香港推出更多种类的人民币金融产品的政策举措主要包括三项。一是推动发行人民币债券。早在2007年1月,人民银行发布的2007年第3号公告就表示,内地金融机构经批准后可以赴香港发行人民币债券,所筹资金可汇入内地。2007年7月,国家开发银行在香港发行首只人民币债券,募集规模达到50亿元。2009年9月,中国财政部首次在香港发行60亿元人民币国债,这不但丰富了香港人民币债券品种,而且有助于构建香港人民币债券市场收益率曲线的定价基准。2012年5月,国家发改委发布了关于内地非金融企业在香港发行人民币债券的有关规定。二是推动发行人民币股权类产品。2011年4月,香港首只以人民币计价的基金——汇贤房地产信托投资基金公开招股。三是推动发行人民币基金类产品。2012年6月,经证监会批准,第一只以人民币计价的A股交易所交易基金(ETF)在香港证交所上市。

在构建离岸人民币资金回流内地机制方面的政策举措主要包括以下几项。第一,2010年8月,人民银行发布《关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》,允许境外中央银行或货币当局、港澳人民币业务清算行和境外参加银行使用依法获得的人民币资金投资银行间债券市场。第二,2011年10月,商务部与人民银行发布相关法规,允许境外投资者以人民币来华开展直接投资。第三,2011年12月,证监会、人民银行与外管局联合发布《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者(RQFII)境内证券投资试点办法》,允许符合一定资格条件的境内基金管理公司、证券公司的香港子公司作为试点机构,运用其在港募集的人民币资金在经批准的人民币投资额度内开展境内证券投资业务,首批额度200亿元人民币。随后,RQFII的额度由200亿元扩大至700亿元。2012年11月,证监会宣布将RQFII总额度由

700 亿元进一步扩大至 2700 亿元。

除大力发展香港离岸人民币市场外,中国政府也逐渐与更多国家或地区的金融中心开展合作,进一步推进更加多元化的离岸人民币市场建设。迄今为止的主要目标市场有 5 个。一是伦敦市场。2011 年,中英政府发表联合声明,欢迎私营部门对发展伦敦人民币离岸市场和该市场最新发展情况的兴趣。伦敦金融城还为此成立了一个由私营机构代表组成的工作小组,以推动伦敦人民币业务的发展。2012 年 4 月,汇丰银行在伦敦发行中国之外的首只人民币债券,募集规模为 10 亿元,发行对象主要是英国及欧洲大陆国家的投资者。二是新加坡市场。2012 年 7 月,中新政府签署换文,表示在《中新自由贸易协定》框架下,中方将在新加坡持有全面银行牌照的中资银行中选择一家作为新加坡人民币业务清算行。2013 年 2 月,人民银行最终授权中国工商银行新加坡分行担任新加坡人民币清算行。三是台湾市场。2012 年 8 月,大陆与台湾货币当局签署《海峡两岸货币清算合作备忘录》。双方同意以备忘录确定的原则和合作架构建立两岸货币清算机制,双方将各自选择一家货币清算机构为对方开展本方货币业务提供结算及清算服务。2012 年 12 月,人民银行授权中国银行台北分行作为台湾人民币业务清算行。四是东京市场。2012 年 6 月,中日货币当局启动了人民币与日元的直接兑换交易。五是澳大利亚市场。2013 年 4 月,中澳货币当局启动了人民币与澳元的直接兑换交易。人民银行还授权澳新银行(ANZ)与西太平洋银行(Westpac)为直接交易的做市商。

2012 年 12 月,人民银行深圳分行发布了前海人民币跨境借贷指南。该指南允许在深圳前海特区注册成立的公司从香港银行借入人民币并用于前海开发目的,初始贷款额度为人民币 500 亿元。

(三)与其他国家或地区央行签署双边本币互换协议

2008 年 12 月 12 日,中国人民银行与韩国银行签署第一个双边本币互换,规模为 1800 亿人民币/38 万亿韩元,期限为三年。此后数年内,人民银行开始频繁地与特定经济体央行签署双边本币互换。如表 1 所示,截至 2013 年 4 月底,人民银行已经与 19 个经济体的中央银行签署总额超过两万亿元人民币的双边本币互换,期限均为 3 年。其中,已经有 5 个经济体央行与人民银行签署的双边本币互换已经到期,但均已续签,且互换金额均显著扩大。近期有新闻披露,中国与英国央行有望在 2013 年签署双边本币互换。

中国央行与其他经济体央行之间签署双边本币互换协议,最重要的目的即是通过这一互换协议增加中国境外能够获得的人民币数量,从而既促进跨境贸易人民币结算的发展,又促进离岸人民币市场的发展。例如,在中国央行签署的如此之多的双边本币互换中,迄今为止唯一动用的一次,是香港金管局利用这一机制借入人民币来解决香港人民币市场上一度出现的资金短缺问题。

三、人民币国际化取得的成就与存在的问题

自 2009 年中国政府开始推动人民币国际化至今,无论是跨境贸易与投资的人民币结算,还是离岸人民币市场的发展,均取得了显著进展。不过,在迄今为止的人民币国际化进程中,也存在一些值得重视的问题。

(一)跨境贸易与投资人民币结算取得的进展

如图 1 所示,跨境贸易人民币结算的绝对规模,已经由 2009 年第四季度的 36 亿元人民币上升至 2013 年第一季度的 10039 亿人民币,其中货物贸易人民币结算规模约占 70%,其余 30%为服务贸易以及其他经常账户交易的人民币结算。而跨境货物贸易人民币结算规模占跨境货物贸易总规模的比重,则由 2011 年第一季度的 6%上升至 2013 年第一季度的 11%。跨境贸易人民币结

表 1 中国央行近年来签署的双边本币互换

时间	交易对手	金额	期限
08 年 12 月 12 日	韩国银行	1800 亿元/38 万亿韩元	3 年
09 年 1 月 20 日	香港金管局	2000 亿元/2270 亿港币	3 年
09 年 2 月 8 日	马来西亚国民银行	800 亿元/400 亿林吉特	3 年
09 年 3 月 11 日	白俄罗斯共和国国家银行	200 亿元/8 万亿白俄罗斯卢布	3 年
09 年 3 月 24 日	印度尼西亚银行	1000 亿元/175 万亿印尼卢比	3 年
09 年 3 月 29 日	阿根廷中央银行	700 亿元	3 年
10 年 6 月 9 日	冰岛中央银行	35 亿元	3 年
10 年 7 月 23 日	新加坡金管局	1500 亿元/300 亿新加坡元	3 年
11 年 4 月 18 日	新西兰储备银行	250 亿元	3 年
11 年 4 月 19 日	乌兹别克斯坦共和国中央银行	7 亿元	3 年
11 年 5 月 6 日	蒙古银行	50 亿元/1 万亿图格里克	3 年
11 年 6 月 13 日	哈萨克斯坦共和国中央银行	70 亿元	3 年
11 年 10 月 26 日	韩国银行	3600 亿元/64 万亿韩元	续签并扩大规模
11 年 11 月 22 日	香港金管局	4000 亿元/4900 亿港币	续签并扩大规模
11 年 12 月 22 日	泰国中央银行	700 亿元/3200 亿泰铢	3 年
11 年 12 月 23 日	巴基斯坦国家银行	100 亿元/1400 亿卢比	3 年
12 年 1 月 17 日	阿联酋中央银行	350 亿元/200 亿迪拉姆	3 年
12 年 2 月 8 日	马来西亚国民银行	1800 亿元/900 亿林吉特	续签并扩大规模
12 年 2 月 21 日	土耳其中央银行	100 亿元/30 亿土耳其里拉	3 年
12 年 3 月 20 日	蒙古银行	100 亿元/2 万亿图格里特	补充协议扩大规模
12 年 3 月 22 日	澳大利亚储备银行	2000 亿元/300 亿澳元	3 年
12 年 6 月 26 日	乌克兰国家银行	150 亿元/190 亿里格夫纳	3 年
13 年 3 月 7 日	新加坡金管局	3000 亿元	续签并扩大规模
13 年 3 月 26 日	巴西	1900 亿元/600 亿雷亚尔	3 年
	累积金额	20062 亿元	

资料来源：作者根据中国人民银行网站公开资料整理。

算规模在 2011 年下半年至 2012 年初一度陷入停滞，但从 2012 年第二季度起重新恢复快速增长。作为内地参与全球贸易的重要转口基地，香港在跨境贸易人民币结算中扮演着重要角色，自 2009 年第四季度至 2013 年第一季度，大约 80% 的跨境贸易人民币结算均通过香港进行（图 2）。

跨境直接投资的人民币结算近年来也取得较快进展。如图 3 所示，对外直接投资的人民币结算规模显著低于外商直接投资的人民币结算规模。这意味着迄今为止的跨境直接投资人民币结算，事实上扮演了境外

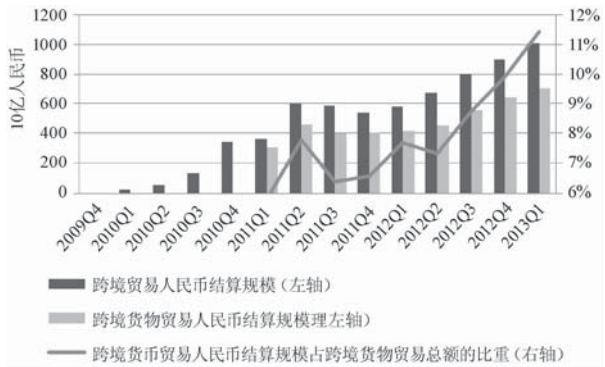


图 1 人民币跨境贸易结算发展状况

注：跨境贸易人民币结算规模数据包括了货物贸易、服务贸易与其他经常账户交易。

资料来源：CEIC。

人民币资金回流国内的重要通道。2011 年中国跨境直接投资人民币结算规模为 1108.7 亿元人民币,其中对外直接投资人民币结算规模为 201.5 亿元,外商直接投资人民币结算规模为 907.2 亿元;2012 年中国跨境直接投资人民币结算规模为 2840.2 亿元人民币,增长了 156%,其中对外直接投资人民币结算规模为 304.4 亿元,增长了 51%,外商直接投资人民币结算规模为 2535.8 亿元,增长了 180%。对外直接投资人民币结算规模占对外直接投资总额的比重,由 2011 年的 5% 上升至 2012 年的 6%,而外商直接投资人民币结算规模占外商直接投资总额的比重,则由 2011 年的 12% 上升至 2012 年的 36% (图 4)。

(二) 离岸人民币市场建设取得的进展

从 2004 年 2 月起,香港银行就已经开始提供人民币存款服务了。直至 2010 年 6 月底,香港人民币存款规模仍不足 1000 亿元。然而从 2010 年 6 月底至 2013 年 3 月底,香港人民币存款规模由 897 亿元攀升至 6681 亿元。一个重要原因是 2010 年 7 月人民银行与香港金管局签订的《补充合作备忘录》极大地拓宽了香港人民币业务的空间。然而如图 5 所示,香港人民币存款规模在 2012 年期间一度出现持续负增长的现象,直到 2012 年第四季度起才开始重新上升。值得注意的是,在香港人民币存款中,定期存款占比由不到 40% 攀升至目前的 80% 左右。由于香港人民币定期存款利率极低,这意味着目前香港人民币市场上可供选择的其

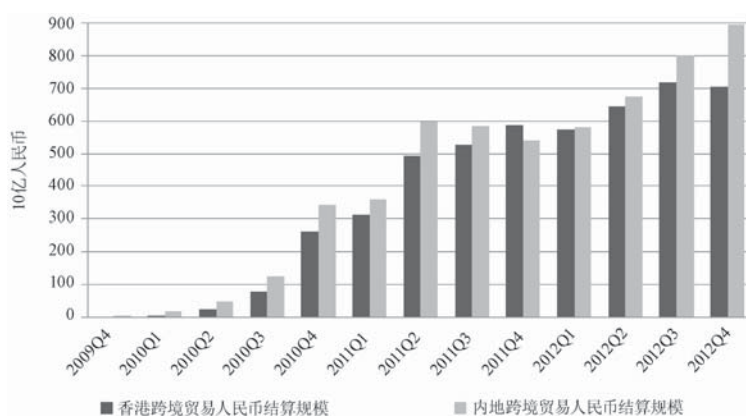


图 2 香港在人民币跨境贸易结算中扮演着重要角色

资料来源:香港跨境贸易人民币结算规模数据引自路透社,内地跨境贸易人民币结算规模数据引自 CEIC。

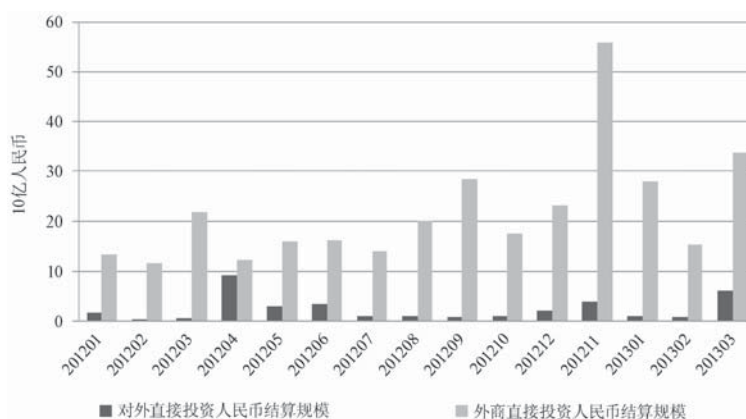


图 3 人民币跨境直接投资结算发展状况

资料来源:CEIC。

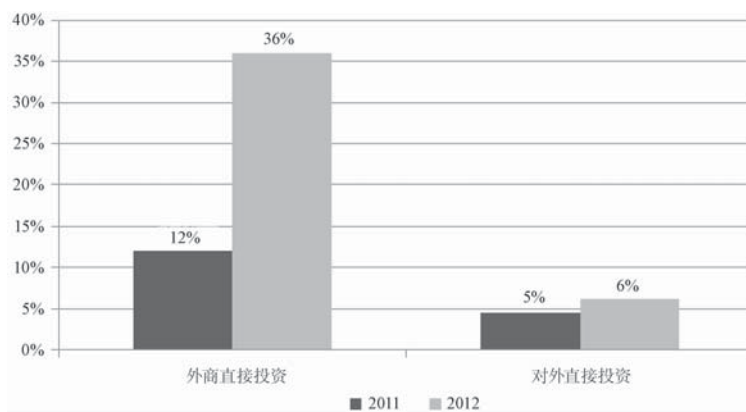


图 4 人民币跨境直接投资结算规模占跨境直接投资流量的比重显著上升

注:图中指标为 FDI 人民币结算规模占 FDI 流量的比重,或 ODI 人民币结算规模占 ODI 流量的比重。

资料来源:Qu et al.(2013)。

值得注意的是,在香港人民币存款中,定期存款占比由不到 40% 攀升至目前的 80% 左右。由于香港人民币定期存款利率极低,这意味着目前香港人民币市场上可供选择的其

人民币金融产品的规模依然有限。

在香港人民币市场达到一定规模之后,目前全球范围内已经形成了三个人民币市场(表2)。其中CNY市场是指中国内地在岸人民币市场,监管者为人民银行及外管局,该市场的人民币汇率形成机制尚未充分市场化;CNH市场是指香港离岸可交割人民币市场,监管者为香港金管局与人民银行,该市场上的人民币汇率基本上由市场决定;NDF市场是指位于香港与新加坡的离岸不可交割人民币远期市场,该市场没有监管者,人民币远期汇率完全由市场决定,但市场上投机者扮演着重要角色。



图5 香港人民币存款规模的演变

注:除人民币存款外,香港人民币存款凭证(Certificate of Deposit, CD)余额在2010年底为68亿元,2011年底为731亿元,2012年底为1173亿元。

资料来源:CEIC。

表2 不同人民币市场比较

市场名称	含义	监管者	外汇机制	参与者	市场自由度	远期曲线
CNY	在岸人民币市场	中国人民银行、外管局	中国外汇交易中心、央行干预	在岸、被允许的离岸投资者(FDI、QFII、QDII)	高度管制	在岸利率
CNH	离岸可交割人民币市场	香港金管局、中国人民银行	OTC、市场清算	离岸	基本上自由化	离岸利率
NDF	离岸不可交割人民币远期市场	无	OTC、每日与CNY盯住	离岸	无管制	预期,但受可交割合约影响

资料来源:Qu et al. (2013)。

自2007年7月国家开发银行在香港发行第一只人民币债券至今,香港离岸人民币市场参与主体日趋丰富,参与深度不断拓展,陆续推出以人民币计价的债券、基金、保险、存款凭证、期货、人民币与港币同时计价的“双币双股”等金融产品(表3)。但从目前香港人民币存款的80%仍为定期存款来看,香港人民币市场上的其他金融产品尽管类型已经较为多样化了,但规模依然比较有限。不过,2012年11月证监会宣布将RQFII总额度由700亿元扩大至2700亿元,这可能会显著增加香港人民币市场上非存款类金融产品的规模。

人民币债券市场是目前香港人民币市场的最大亮点。目前全球范围内的任何企业、金融机构、政府组织均可到香港发行以人民币计价的债券。人民币债券年度新发行规模,已经由2007年的100亿人民币上升至2012年的1122亿人民币(图6)。香港人民币债券市场的发展也打破了过去由港币债券一统天下的格局。如图7所示,2009年10月前,香港债券市场的98%均为港币债券,然而在2009年10月至2011年12月期间,港币债券的占比下降至35%,而人民币债券占比上升至52%,一举成为香港债券市场上最重要的债券类型。

除香港外,目前在新加坡、澳门、台湾、伦敦等城市也逐渐形成了一批离岸人民币市场。迄今为止,香港在离岸人民币市场中占据着绝对主导地位。大约80%的人民币跨境贸易结算业务以及80%的全球人民币支付均通过香港进行,此外香港还提供了—个一级债券发行平台以及人民币产品的二级交易市场(SWIFT,2012)。从离岸市场人民币存量的分布来看,目前全球离岸市场人民币存量约为9000亿元,而香港人民币存量的份额约为84%(图8)。不过,近年来伦敦人民币市

表 3 香港人民币市场上的金融产品类型

类型	子类型	第一笔交易日期
存款凭证(CD)		2010 年 7 月
债券	内地金融机构	2007 年 7 月
	内地非金融企业	2011 年 11 月
	境外企业	2010 年 7 月
	国际性机构、主权国家	2009 年 10 月
结构性存款/票据		2010 年 7 月
保险产品		2009 年下半年
投资基金	人民币基金	2010 年 8 月
	RQFII 基金	2012 年 1 月
股权类产品	房地产投资基金	2011 年 4 月
	双币种上市股权	2012 年 10 月
交易所交易基金(ETF)	人民币黄金 ETF	2012 年 2 月
	RQFII 股 ETF	2012 年 7 月
衍生品	货币期货	2012 年 9 月

资料来源:Qu et al. (2013)。

场发展迅速,大有异军突起之势。根据 SWIFT 的统计,目前伦敦市场上的人民币交易量已经占到除中国内地与香港之外的全球离岸人民币交易量的 46%。而汇丰银行于 2012 年 4 月在伦敦发行的债券是第一只在中国之外发行的人民币计价债券(SWIFT,2012)。

(三)人民币国际化进程中存在的问题

尽管人民币国际化进程迄今为止取得了显著进展,但成就背后也隐藏着一些问题。最重要的问题之一,是在香港人民币离岸市场与内地人民币在岸市场之间的跨境套利活动,在迄今为止的人民币跨境贸易结算中扮演着重要角色(张明和何帆,2011)。上述跨境套利活动主要包括两种,一种是利用离岸在岸市场的现汇汇价之差套汇,另一种是利用离岸在岸市场的利率之差套利。

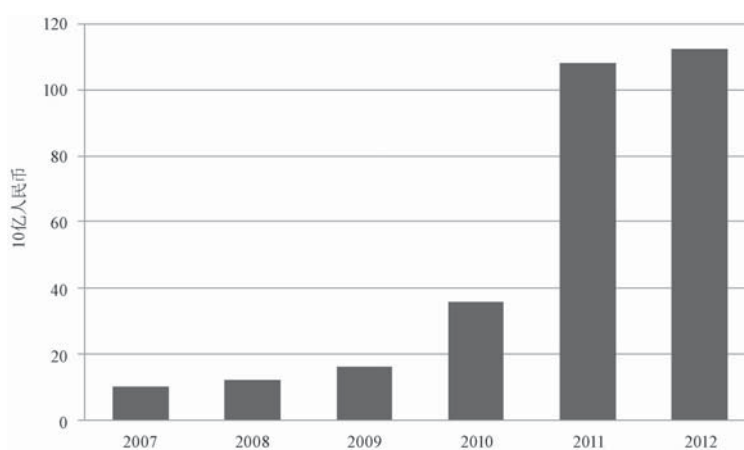


图 6 香港人民币债券新发行额

资料来源:CEIC。

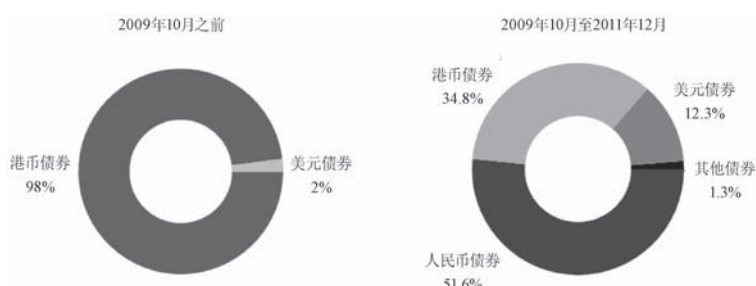


图 7 香港债券市场的结构性变化

资料来源:Subacchi and Huang (2012)。

如前所述,内地人民币市场(CNY)的汇率存在管制,而香港人民币市场(CNH)的汇率基本上由市场决定。这造成CNY市场上与CNH市场上人民币对美元汇率经常存在背离。更具体而言,当市场上存在人民币升值预期时,CNH市场上的人民币要比CNY市场更贵,反之,当市场上存在人民币贬值预期时,CNH市场上的人民币要比CNY更便宜。这种汇率差为在内地与香港均设有分支机构的国内外贸易企业利用跨境贸易进行套汇留下了空间。例如,当市场上存在人民币升值预期时,由于CNH市场上人民币更贵,国内外贸易企业会选择先将人民币资金从内地转移至香港,再在香港购汇(卖人民币买美元)以支付最终进口,而这在跨境贸易上会体现为中国内地企业用人民币支付进口,在离岸市场上则表现为香港人民币存款上升。反之,当市场上存在人民币贬值预期时,CNH市场上的人民币要比CNY更便宜,国内外贸易企业会选择将最终出口收入在香港结汇(卖美元买人民币),再将人民币资金从香港转移至内地,而这在跨境贸易上会体现为中国内地企业出口收到人民币,在离岸市场上则表现为香港人民币存款下降。

换句话说,当市场上存在人民币升值预期时,更多的人民币跨境贸易结算会发生在进口端(从内地视角来看),且香港人民币存款不断上升;而当市场上存在人民币贬值预期时,更多的人民币跨境贸易结算会发生在出口端(从内地视角来看),且香港人民币存款不断下降。如图9所示,月度香港人民币存款增量与月度人民币对美元升值幅度之间的确存在较为明显的正相关,在2010年1月至2013年3月期间,二者的相关系数达到0.54。这在一定程度上验证了跨境套汇现象的存在。

离岸在岸跨境套汇活动还产生了一个新问题。当市场上存在人民币升值预期时,更多的跨境贸易人民币结算发生在进口端而非出口端,这意味着中国的外汇储备将会继续上升(过去进口需要购汇,而现在进口用人民币即可支付)。如图10所示,在2010年至2011年上半年以及2012年第四季度至2013年第一季度,跨境贸易人民币结算规模的扩大是与外汇储备增量的上升并行不悖的。如前所述,考虑到中国政府推进人民币国际化的目的之一是为了降低外汇储备的累积,那么上述跨境套汇行为导致的外汇储备增长显然并非中国政府愿意看到的结果。更深层次的问题

离岸在岸跨境套汇活动还产生了一个新问题。当市场上存在人民币升值预期时,更多的跨境贸易人民币结算发生在进口端而非出口端,这意味着中国的外汇储备将会继续上升(过去进口需要购汇,而现在进口用人民币即可支付)。如图10所示,在2010年至2011年上半年以及2012年第四季度至2013年第一季度,跨境贸易人民币结算规模的扩大是与外汇储备增量的上升并行不悖的。如前所述,考虑到中国政府推进人民币国际化的目的之一是为了降低外汇储备的累积,那么上述跨境套汇行为导致的外汇储备增长显然并非中国政府愿意看到的结果。更深层次的问题

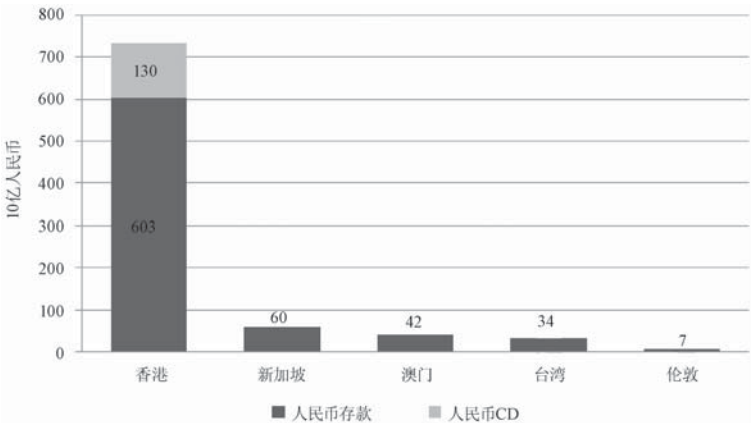


图8 各离岸市场人民币存量比较

注:上述数据时点为2012年6月底至12月底不等。

资料来源:Qu et al. (2013)。

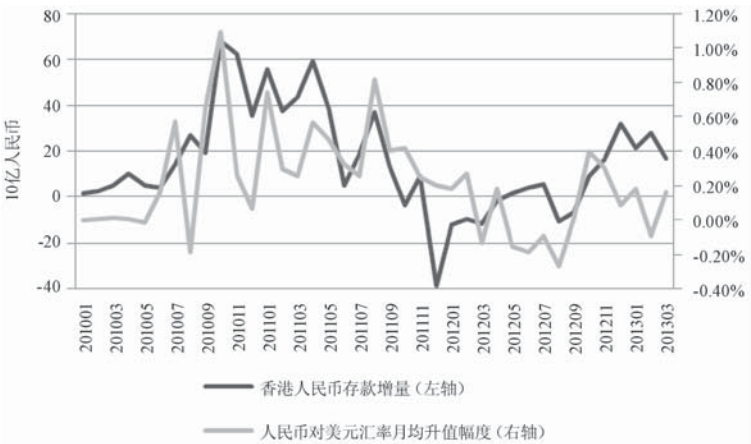


图9 香港人民币存款增量与人民币升值幅度之间的关系

资料来源:CEIC以及作者的计算。

是,中国政府推进人民币国际化的行为,事实上是鼓励外国居民用美元资产来交换中国居民的人民币资产,这种资产交换行为在人民币对美元升值的背景下,显然会造成中国居民的福利损失。

跨境套利活动存在的基础是,香港市场的贷款利率显著低于内地市场的贷款利率。因此对于内地企业而言,如果能够通过特定途径获得香港商业银行提供的贷款,那么可以显著地降低贷款成本。最流行的

跨境套利活动之一是基于人民币信用证的内保外贷,其操作方法为:首先,内地企业 A 将人民币存入内地银行甲,要求甲开具一张到期日较长的人民币信用证;其次,内地企业 A 用从其香港关联企业 B 进口的理由,用信用证向 B 付款;再次, B 企业以该信用证为抵押,向香港银行乙申请低利率的人民币贷款;最后, B 企业以从内地企业 A 进口的理由,将人民币资金转移至 A 企业。上述跨境套利活动的结果,从企业层面来看,是内地企业 A 最终获得香港银行乙提供的低成本贷款;从人民币跨境贸易结算来看,是同时发生了基于出口与进口渠道的两笔人民币跨境结算业务;从银行渠道来看,是内地银行向香港银行开出了人民币信用证,而香港银行向内地银行提供了人民币贷款。

如图 11 所示,2005 年 1 月至 2013 年 1 月,香港银行对内地银行的港币债务与外币债务均保持大致平稳,而香港银行对内地银行的港币债权也基本平稳,唯一发生大幅攀升的,恰好是香港银行对内地银行的外币债权,其中很大一部分应该是人民币债权。这在一定程度上验证了跨境套利机制的存在。另一个有力证据是,根据 SWIFT 统计,在 2012 年上半年全球开出的人民币信用证中,54%是内地开向香港的,而香港开向内地的不到 0.5% (Cookson, 2012)。同期内,尽管人民币仅占全球国际结算的 0.34%,但人民币占到全球信用证开证货币的 4% (Gao and Coffman, 2013)。

综上所述,迄今为止快速发展的跨境人民币贸易结算背后,有相当一部分其实是内地与香港的关联企业利用 CNH 与 CNY 市场的汇率差及利率差进行跨境套利的结果。这种跨境套利活动尽管从表面上也体现

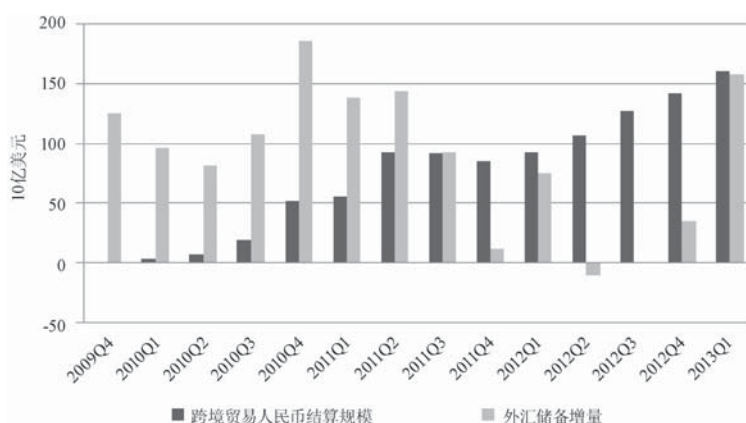


图 10 跨境贸易人民币结算规模与外汇储备增量之间的关系

注:为方便比较,作者用月度汇率数据将跨境贸易人民币结算规模换算为美元数。

资料来源:CEIC。

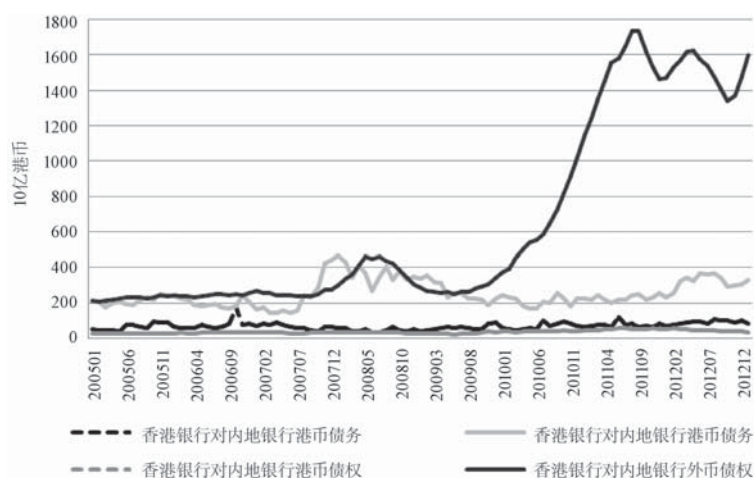


图 11 香港银行与内地银行之间的债权债务分布

资料来源:香港金管局网站。

为跨境贸易人民币结算,但可能导致外汇储备上升(国民福利损失)或者政府调控能力下降(利率政策失效),因此并非中国政府推进人民币国际化的初衷。

四、人民币国际化的发展方向与实施路径

随着中国经济的不断崛起,人民币成长为国际性货币是一种水到渠成的结果。然而,正如 McCauley (2011)所指出的,货币国际化通常是市场选择的结果,而像中国政府这样官方大力推动货币国际化的做法是史无前例的。从各主要货币国际化的历史来看,既有成功的经验(例如美元),也有失败的教训(例如日元),还有变通的国际化(例如德国马克通过欧元间接实施了国际化)。笔者认为,只要中国经济在未来 20 年内还能保持持续较快增长、中国金融市场能够持续发展壮大、中国能够避免爆发大规模系统性的金融危机甚至经济危机,那么人民币注定将成长为全球重要的国际性货币。

人民币国际化的未来发展方向,依然是沿着货币的三大功能继续拓展人民币在国际范围内的使用。在交易媒介方面,进一步提高中国跨境贸易与投资的人民币结算规模及其占比,扩大境外人民币流通规模,让人民币成长为亚洲区域内最重要的国际货币之一,并逐渐在全球范围内发挥交易媒介作用。在价值尺度方面,通过各种努力,促进人民币成为国际贸易与投资的计价货币。笔者认为,人民币作为国际贸易与投资计价货币的重要性,甚至要超过人民币作为结算货币的重要性。因为只有用人民币对国际贸易与投资计价,才能真正帮助中国企业与居民降低汇率风险。在储藏手段方面,通过发展与完善中国金融市场,推出更多类型的人民币计价金融产品,以增强人民币资产对全球投资者的吸引力。笔者认为,如果未来中国对外贸易与投资合同的 50%以上用人民币计价与结算,人民币在全球外汇储备资产的比重结构中超过 10%,这就意味着人民币成功地实现了国际化。预计要达到这一目标,至少需要 10 年至 20 年左右时间,而且前提是中国经济能够持续较快增长、中国金融市场能够持续发展壮大、能够避免系统性经济金融危机的爆发。

为了继续推动人民币国际化的进展,中国政府既要继续推动跨境贸易与投资的人民币结算以及离岸人民币金融市场发展,又要努力推动国内结构性改革与国内金融市场发展。具体的实施路径主要包括:

第一,克服利益集团阻力,推动国内结构性改革,实现中国经济增长动力由投资与出口驱动向消费投资平行驱动的转变,从而夯实中国经济持续较快增长的基础。最重要的结构性改革包括:居民、政府、企业三部门之间的收入分配改革以及居民部门内部的收入分配改革、打破国有企业对若干服务业部门的垄断、加速推进包括利率与汇率在内的国内要素价格的市场化。值得一提的是,人民币利率与汇率形成机制的市场化改革,不仅能够推动中国经济增长,而且能够降低离岸与在岸人民币市场之间的跨境套利行为。

第二,加快国内金融领域改革,努力发展壮大国内金融市场,这样才能从根本上提高人民币金融产品对外国投资者的吸引力。具体措施包括:大力发展直接融资体系,尤其是债券市场;全力支持村镇银行、小额贷款公司等中小间接融资机构的发展,尽快建立存款保险机制;在金融市场全面对外开放之前,优先对民间资本开放国内金融市场;提高金融监管水平,通过金融监管机构的整合重组来应对金融机构事实上已经开展混业经营的局面。

第三,审慎、渐进、可控地推进资本账户开放,避免资本账户过快开放引发的系统性金融危机。鉴于资本账户开放与人民币国际化是一枚硬币的两面,目前国内出现了通过加速资本账户开放来推进人民币国际化的呼声。然而,在当前国内外形势下,过快开放资本账户可能会带来极大的风

险。从国外来看,目前主要发达经济体均在实施量化宽松政策,这加剧了全球流动性过剩,新兴市场经济体面临着短期资本大量流入;从国内来看,广义货币与 GDP 比率高居不下,国内产权制度改革并未完成,中长期内经济增长面临不确定性,国内资金外流的动力很强。如果短期内中国政府过快开放资本账户,很可能导致短期资本大进大出,甚至引发系统性金融危机。而一旦中国爆发系统性金融危机,则人民币国际化的进程可能遭遇挫折,甚至逆转。

第四,创造各种条件,鼓励中国企业在对外投资的过程中,使用人民币计价与结算。近年来中国无论对发达国家还是新兴市场国家的直接投资都增长很快。中国政府应鼓励中国企业在对新兴市场国家的直接投资中使用人民币计价与结算。当然,为了促进境外合作方接受使用人民币,除允许合作方用获得的人民币采购中国的机器设备、商品以及聘用来自中国的劳动力之外,中国政府也应允许合作方用人民币资金向中国央行兑换美元。

第五,除继续推动跨境贸易与投资的人民币结算以及促进离岸人民币金融市场发展之外,中国政府还可通过一些创新方式来推动人民币国际化。例如,樊纲、王碧珩、黄益平(2012)建议,中国政府应大力推动在东亚区域内建立国家间储备货币互持机制,此举既有助于降低东亚各国外汇储备绝对规模与相应风险,也有助于推动人民币国际化。中国政府应鼓励其他国家在外汇储备中持有人民币资产。目前智利、日本和马来西亚的央行都持有人民币资产,而尼日利亚央行更是将大约 10% 的外汇储备投入人民币。2012 年 3 月,日本成为首个获准直接投资中国主权债务的大型发达国家。而继 2013 年 4 月中澳启动人民币与澳元的直接兑换交易后,澳大利亚央行表示,计划将其外汇储备(约 390 亿美元)的大约 5% 投资于中国国债。上述努力,是在使得人民币成为国际交易媒介与计价尺度之外,直接推动人民币成为国际储藏手段,这一努力值得中国政府高度重视。

参考文献

- 樊纲、王碧珩、黄益平(2012):《区域内国家间储备货币互持——降低亚洲各国外汇储备风险的一个建议》,载《超越奇迹:变革世界的中国改革》(黄益平等著),北京大学出版社。
- 胡锦涛(2012):《坚定不移沿着中国特色社会主义道路前进 为全面建设小康社会而奋斗——在中国共产党第十八次全国代表大会上的报告》,11月8日。
- 黄海洲(2009):《人民币国际化:新的改革开放推进器》,《国际经济评论》,第4期。
- 张明、何帆(2012):《人民币国际化进程中在岸离岸套利现象研究》,《国际金融研究》,第10期。
- 中国人民银行(2009):《中国货币政策执行报告——2009年第三季度》,中国人民银行网站, http://www.pbc.gov.cn/publish/chubanwu/3046/2010/20100226100237005279255/20100226100237005279255_.html。
- 周小川(2009):《关于改革国际货币体系的思考》,中国人民银行网站, http://www.pbc.gov.cn/publish/hanglingdao/2950/2010/20100914193900497315048/20100914193900497315048_.html。
- Cookson, R. (2012): “Renminbi’s Mysterious Rise: Trade Finance or Interest Arbitrage”, Financial Times Blogs, May 20th.
- Gao, Y. and D. Coffman (2013): “Renminbi Internationalization as a Response to the Global Imbalance”, Paper Presented at a Joint Workshop in Hong Kong by CIGI, Chatham House and INET.
- McCauley, R. (2011): “Internationalizing the Renminbi and China’s Financial Development Model”, Paper Presented at Symposium on the Future of the International Monetary System and the Role of Renmibi.
- Qu, H., J. Sun, P. Mackel and J. Wang (2013): “The Rise of the Redback II: An Updated Guide to the Internationalization of the Renminbi”, HSBC Global Research, March.
- Subacchi, P. and H. Huang (2012): “The Connecting Dots of China’s Renminbi Strategy: London and Hong Kong”, Chatham House Briefing Paper, IE BP 2012/02, September.
- SWIFT (2012): “A Stellar Performance in 2011 Positions London as Next RMB Offshore Center”, RMB Tracker, January.

(责任编辑:罗 滢)