



世界经济新格局·中国经济新常态论丛

姚勤华 权衡 主编



上海出版资金项目
Shanghai Publishing Funds

周宇 孙立行 等著

中国对外货币开放新格局

NEW STRATEGY FOR
RMB INTERNATIONALIZATION



上海社会科学院出版社



上海出版资金项目
Shanghai Publishing Funds



世界经济新格局·中国经济新常态论丛

姚勤华 权 衡 主编

中国对外货币开放新格局

NEW STRATEGY FOR
RMB INTERNATIONALIZATION

○○ ● 周 宇 孙立行 等著



上海社会科学院出版社
SHANGHAI ACADEMY OF SOCIAL SCIENCES PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国对外货币开放新格局/周宇等著. —上海:上海社会科学院出版社, 2016

ISBN 978-7-5520-1385-6

I. ①中… II. ①周… ②孙… III. ①人民币-国际化-研究 IV. ①F822

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 086743 号

中国对外货币开放新格局

著 者: 周 宇 孙立行 等

责任编辑: 王 勤

封面设计: 黄婧昉

出版发行: 上海社会科学院出版社

上海顺昌路 622 号 邮编 200025

电话总机 021-63315900 销售热线 021-53063735

<http://www.sassp.org.cn> E-mail: sassp@sass.org.cn

照 排: 南京理工出版信息技术有限公司

印 刷: 上海信老印刷厂

开 本: 720×1020 毫米 1/16 开

印 张: 14.75

插 页: 2

字 数: 232 千字

版 次: 2016 年 10 月第 1 版 2016 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5520-1385-6 / F·414

定价: 49.80 元

版权所有 翻印必究

丛书编委会

主任 姚勤华 权 衡

委员 (按姓氏笔画排序)

尤安山 苏 宁 沈玉良 张幼文

周 宇 赵蓓文 胡晓鹏 徐明棋

黄烨菁

本书撰写分工

第一章 周 宇

第二章 徐明棋

第三章 李 刚

第四章 李 刚

第五章 杨雪峰

第六章 孙立行

目 录

第一章 人民币国际化的现状、特点及发展趋势	1
第一节 人民币综合实力的上升	1
第二节 经常项下的人民币国际化	9
第三节 资本项下的人民币国际化	17
第四节 人民币国际化的区域性特征	24
一、人民币区域化与国际化的关系	24
二、人民币区域化的三大路径	28
第五节 人民币国际化的前景展望	41
第二章 “一带一路”建设与人民币国际化	43
第一节 “一带一路”建设与中国对外开放以及经济发展	44
一、“一带一路”与中国更高层次开放	44
二、“一带一路”与睦邻、友邻、惠邻的周边外交战略	46
三、“一带一路”与中国经济发展的关系	48
第二节 “一带一路”建设需要突破的瓶颈	49
一、“一带一路”睦邻、友邻、惠邻的战略意义尚需沿线 国家形成共识	49
二、以客观的态度评估“一带一路”建设项目的特点和 金融需求	50
三、中国金融机构参与“一带一路”建设的微观制约因素 分析	51
第三节 人民币国际化的现状与发展趋势	52

一、人民币国际化进程简况	52
二、离岸人民币市场的发展与人民币国际化的关系	53
三、人民币离岸市场的发展概况与人民币国际化	53
第四节 “一带一路”与人民币国际化	55
一、“一带一路”沿线国家/地区与中国的金融合作需求巨大 ...	55
二、“一带一路”沿线国家/地区人民币离岸市场的构建	57
三、“一带一路”沿线主要人民币离岸市场现状	58
四、“一带一路”未来人民币离岸市场发展的前景	61
第五节 几点政策建议	65
 第三章 中国国际收支结构演进对人民币国际化路径选择的影响	66
第一节 问题的提出	66
第二节 国际收支结构演进与货币国际化关系:理论梳理与经验 借鉴	70
一、理论梳理	70
二、国际经验	73
第三节 中国国际收支结构的现状、特征与未来趋势	77
一、中国国际收支结构的现状、特征	77
二、2008 年以来中国国际收支结构的新变化	79
三、中国国际收支结构演进的未来趋势研判	85
第四节 中国国际收支结构演进对人民币国际化进程的影响	93
一、中国国际收支“双顺差”结构对人民币国际化实质性 启动功不可没	93
二、中国国际收支“双顺差”结构将根本上制约人民币 国际化的时间和空间	94
三、中国国际收支“总体平衡”格局的出现有利于人民币 国际化向高级阶段迈进	96
第五节 总结与建议	98
一、总结	98

二、建议	99
------------	----

第四章 人民币国际化进程中资本账户有序开放研究	100
-------------------------------	-----

第一节 问题的提出及概念辨析	100
----------------------	-----

一、人民币国际化进展迅猛	100
--------------------	-----

二、可自由兑换货币和可自由使用货币等相关概念 辨析	103
------------------------------------	-----

三、人民币国际化需要加快推进资本账户开放来配合	105
-------------------------------	-----

第二节 货币国际化与资本账户开放关系:文献回顾	106
-------------------------------	-----

第三节 货币国际化与资本账户开放:国际经验借鉴	108
-------------------------------	-----

一、美元国际化与美国放松跨境资本管制的发展历程	108
-------------------------------	-----

二、马克国际化与德国放松跨境资本管制的发展历程	110
-------------------------------	-----

三、日元国际化与日本放松跨境资本管制的发展历程	113
-------------------------------	-----

四、美国、德国、日本三国经验的国际借鉴	116
---------------------------	-----

第四节 人民币资本账户开放现状分析	118
-------------------------	-----

一、人民币资本账户开放的历程	118
----------------------	-----

二、人民币资本账户开放的现状	121
----------------------	-----

三、中国资本管制效果分析	129
--------------------	-----

第五节 推进人民币资本账户有序开放的政策建议	130
------------------------------	-----

一、分阶段、分步骤推进资本账户开放	131
-------------------------	-----

二、建立适合中国的跨境资本流动宏观审慎管理框架	132
-------------------------------	-----

三、加快协调推进各项金融改革开放	134
------------------------	-----

第五章 人民币离岸市场、资本流动与货币政策	136
-----------------------------	-----

第一节 人民币离岸市场的发展现状	137
------------------------	-----

一、人民币离岸市场的最新进展	137
----------------------	-----

二、人民币在岸与离岸的循环	140
---------------------	-----

第二节 人民币离岸市场对中国货币政策的影响	142
-----------------------------	-----

一、离岸市场人民币流出对国内货币供给的影响	143
-----------------------------	-----

二、离岸市场人民币存款创造、回流及对国内货币政策的影响	145
三、离岸与在岸人民币利差对国内货币政策的影响	149
四、离岸与在岸人民币汇差对国内货币政策的影响	152
第三节 资本流动对中国货币政策的影响	154
一、资本流动对货币政策影响的一般分析框架(未考虑人民币离岸市场)	154
二、资本流动对货币政策影响的一般分析框架的拓展(引入人民币离岸市场)	157
第四节 人民币离岸市场发展趋势与对策	160
一、人民币离岸市场发展趋势	160
二、推进人民币离岸市场发展对策	161
第五节 评述性结论	164
第六章 人民币国际化与上海自贸区金融创新	167
第一节 人民币使用程度国际比较	167
一、人民币与主要国际货币的国际使用与交易规模的现状比较	168
二、人民币与主要国际货币的国际使用与交易增长的动态比较	174
第二节 人民币国际化深化战略分析	180
一、深化人民币国际化战略的路径选择	180
二、制约人民币国际化进程的主要因素	182
第三节 上海自贸区金融创新的作用、进展及风险	191
一、上海自贸区金融创新对人民币国际化的促进作用	191
二、上海自贸区金融创新的进展与成效	192
三、上海自贸区金融创新面临的风险及挑战	198
第四节 深化自贸区金改,促进人民币国际化的建议	200
主要参考文献	206

第一章 人民币国际化的现状、特点及发展趋势

从 2009 年中国政府正式启动跨境贸易人民币结算政策以来,人民币国际化取得了举世瞩目的发展。本章将立足于跨境和离岸人民币交易的发展历程,对人民币国际化的现状、特点和未来的发展前景展开具体分析。

第一节 人民币综合实力的上升

2009 年,中国正式启动跨境贸易人民币结算试点,由此人民币国际化进入了快速发展时期。在经历了短短几年的发展后,人民币已经基本确立了其国际货币的地位。环球银行金融电信协会(SWIFT)的数据显示,2015 年 8 月,人民币已经超过日元成为全球第四大支付货币^①。另外,相关数据显示,2014 年人民币已经成为全球第二大贸易融资货币和全球第六大外汇交易货币^②。而且,国际货币基金组织在 2015 年 7 月的一份报告中指出,2014 年人民币已经成为全球第七大外汇储备货币^③。另有数据显示,2015 年第一季度,人民币计价国际债务证券余额占全球债务证券总额的 0.6%,全球排名第八。以上这些排名表明随着中国成为全球第二大经济体,人民币作为国际货币的崛起已经成为历史的必然。

回顾人民币国际化的历程,毋庸置疑,2009 年是一个重要的分水岭和里程碑。2009 年以前,人民币的跨境使用主要局限于周边地区,即用于边境贸易结算。2009 年以后,随着人民币国际化政策的推出,跨境人民币收付开始用于经常

① 2015 年 9 月以后,重新回落到第五名,到同年 12 月为止,排名为第五名。

② 人民银行:《人民币国际化报告》,2015 年 6 月。

③ 国际货币基金组织:《特别提款权(SDR)估算方法的评估——初步考虑》,2015 年 7 月 16 日。

项下的货物贸易结算、服务贸易结算和其他经常项目的结算。在跨境贸易人民币结算迅速发展的同时,人民币在资本项下的使用也获得了明显的突破。资本项下推出的人民币投资项目主要包括点心债券、人民币直接投资和 RQFII 等内容。

从人民币国际化政策的内容来看,中国政府选择了在经常项下全面推进人民币国际化和在资本项下有选择地推进人民币国际化的发展战略。由于中国已经实现了经常项下的人民币可自由兑换,因此经常项下已经基本上不存在妨碍进行跨境人民币收付的制度障碍。在这一背景下,经常项下跨境人民币结算的使用完全取决于市场的选择。换句话说,企业是否使用人民币进行结算以及企业在多大程度上使用人民币进行跨境结算主要取决于其意愿,而企业的意愿又取决于人民币结算对企业经营效益的影响。但是与经常项目不同,资本项下的人民币使用由于受制于资本项目管理的影响,所以其发展情况不仅取决于投资者的意愿,而且还取决于政府在多大程度上允许投资者用人民币进行投资。

在人民币国际化的早期研究中,有一种观点认为,资本项目开放是推进人民币国际化的必要条件之一。但是从现实情况来看,尽管资本项目管理的存在有可能会对人民币国际化产生不利影响,但是有选择地开放一部分资本项目并不会妨碍人民币国际化的快速发展。2009 年以来,受益于政府对经常项下人民币结算和对部分资本项下人民币交易的支持,人民币国际化不仅在经常项下获得了快速的发展,而且在资本项下也获得了显著的进展。

图 1-1 的数据反映了人民币在全球国际支付中的比重和该比重的变动情况。国际支付涉及所有的跨境和离岸交易,其内容不仅包括与贸易结算相关的跨境人民币支付,而且也包括与资本项目相关的跨境和离岸人民币支付,因此,该数据可以综合地反映人民币国际化的进程情况。从图中我们可以看到,从 2013 年 10 月到 2015 年 8 月,人民币占全球国际支付的比重尽管时有波动,但是总体上维持了稳步上升的格局。2011 年该比重为 0.3% 左右,2012 年年末上升到 0.6%,在全球的排名为第 13 位;2013 年年末超过 1%,排名上升到第 8 位;2014 年 12 月上升到 2.17%,排名上升到第 5 位;2015 年 8 月,进一步上升到 2.79%,由此人民币一度超过日元,成为全球第四大国际支付货币。这一数据表明,人民币已经正式步入全球主要国际支付货币的行列。

从数值上看,2.79% 并不算很高的比重,但是鉴于美元和欧元在全球国际支付中占据了 75% 左右的比重,而其他货币的占比在 25% 左右,因此人民币

占比上升到 2.79% 实属不易。中国政府正式推出跨境贸易人民币结算政策是在 2009 年 7 月, 从那时以来, 在 6 年左右的时间里, 人民币就在国际支付货币中占有了一席之地。在如此短的时间内, 人民币的国际地位获得如此快的提升, 这在国际货币发展的历史中, 不能不算是一个奇迹。

图 1-1 的数据显示, 人民币在全球国际支付中的占比有加速上升的趋势。这是因为随着中国开放力度的提高和人民币网络外部性的改善, 人民币国际化获得了新的发展动力。当前, 资本项目管理是制约人民币国际化的重要制度障碍之一, 未来随着资本项目开放程度的提高, 人民币国际化的发展将会获得更多的制度红利, 这意味着人民币国际化仍有巨大的扩展空间。

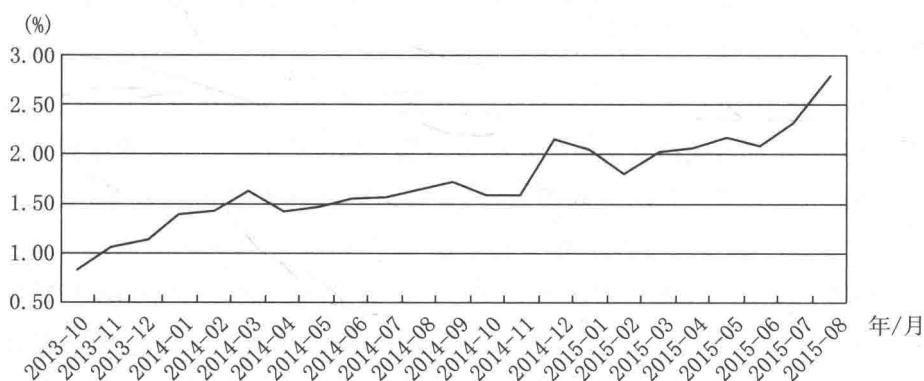


图 1-1 人民币国际支付: 全球市场份额

资料来源: WIND(万得)数据库。

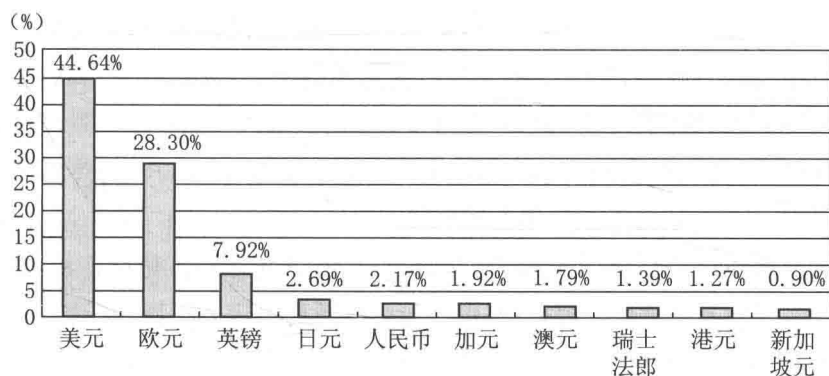


图 1-2 2014 年年末全球主要国际支付货币的占比及排序

资料来源: WIND 数据库。

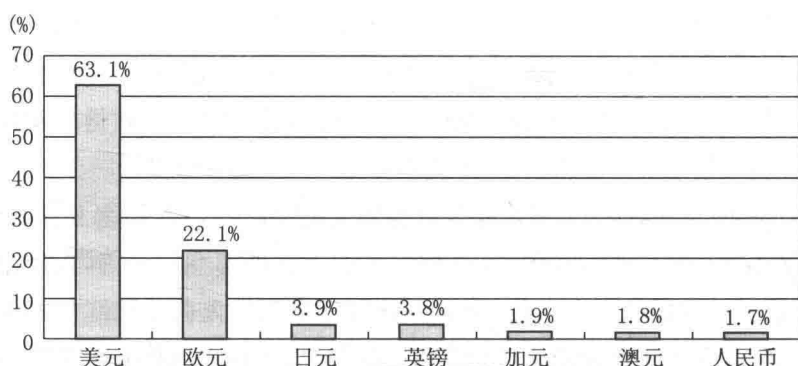


图 1-3 2014 年年末全球外汇储备的货币构成

资料来源：人民币以外货币的数据源自国际货币基金组织数据库，人民币的比重是根据人民银行数据进行估算的数值。

图 1-2 和图 1-3 分别记录了 2014 年全球主要国际支付货币的占比排名和国际储备货币的占比排名情况。从中可以看出，主要国际货币的两项排名顺序基本上一致。图 1-3 的数据显示，在全球外汇储备的货币构成中，美元占 63.1%，欧元占 22.1%，分别为第 1 和第 2；日元占 3.9%，英镑占 3.8%，分别为第 3 和第 4；加元占 1.9%，澳大利亚元占 1.8%，分别为第 5 和第 6，人民币的占比为 1.7%，排名为第 7。从图 1-2 的数据中，我们可以看到，就全球主要国际支付货币的构成来看，2014 年年底，美元为 44.64%，排名第 1，但是该比重大幅度低于其国际储备货币的占比；欧元为 28.3%，排名第 2，该比重高于其国际储备货币的占比；英镑为 7.92%，排名第 3，比其储备货币的占比高出一倍，在国际储备货币中，英镑排名第 4，落后于日元；日元国际支付货币占比为 2.69%，排名第 4，该比重远远低于其储备货币的占比，其储备货币排名第 3；2014 年人民币国际支付货币的占比为 2.17%，排名第 5，明显高于其储备货币的比重；加元和澳元的国际支付货币占比分别为 1.92% 和 1.79%，排名第 6 和第 7，该比重非常接近其国际储备货币的占比。

如前所述，作为国际支付货币，2015 年 8 月，人民币一度超过日元，成为全球第四大国际支付货币。但是，人民币与英镑还有一定的距离，从动态的变化趋势来看，人民币有可能在 5 年之内赶超英镑。而作为国际支付货币，人民币与美元和欧元之间仍存在巨大的差距，要缩小这一差距还需要相当长的时日。

一个值得强调的现象是：在有关国际货币的研究中，外汇储备货币占比是

衡量货币国际化的核心指标,有些研究直接以该指标判断货币国际化程度的高低,因此该指标的重要性要明显高于国际支付货币占比。

从图 1-2 和图 1-3 中我们可以看到,2014 年人民币国际储备货币的占比只有 1.7%,排名第七,其比重要低于加元和澳元,而人民币国际支付占比为 2.17%,排名第五,其比重要高于加元和澳元。通过这一比较,不难发现人民币国际储备货币的占比和排名要明显低于其国际支付货币的占比和排名。

在此需要解释的是:在图 1-3 中,除中国以外国家的数据都来自国际货币基金组织数据库,而中国的数据来自其他途径。国际货币基金组织在《官方储备货币构成》中,只给出了 7 种货币,即美元、欧元、日元、英镑、加元、澳元、瑞士法郎的外汇储备金额,没有单独列出人民币的数据,人民币在储备货币中的金额被包括在其他货币里^①。但是国际货币基金组织和中国人民银行的高管都在不同场合表示人民币已经成为第七大国际储备货币。另外中国人民银行的数据显示,2015 年 4 月末,境外央行或货币当局持有 6 667 亿元人民币的金融资产,其金额相当于 1 058 亿美元,按此进行推算人民币占全球外汇储备的比重约为 1.7%左右^②。

人民币国际储备货币职能的滞后发展与资本项目管理体制的存在有着密切的联系,这是因为资本项目管理在一定程度上限制了外国央行和货币当局对人民币金融资产的投资。人民币储备资产是专指外国央行和货币当局持有的人民币金融资产。由于外汇储备投资注重流动性和安全性,因此其投资标的一般为人民币国债和存款等固定收益类金融产品。由于现阶段,中国仍然在一定程度上限制非居民投资人民币金融资产,因此一些国家央行和货币当局仍缺乏投资人民币资产的合法渠道。当前,外国央行和货币当局主要通过以下路径进行人民币储备资产投资。

第一,借助 QFII(合格境外机构投资者)渠道对人民币金融资产进行储备投资。2010 年 8 月,中国政府出台相关政策允许国外央行和货币当局通过 QFII 渠道进入银行间债券市场进行投资。这一政策正式开启了境外央行和货币当局进行人民币储备资产投资的大门。2012 年 12 月,国家外汇管理局对

① IMF:“Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves”,2015 年 8 月。

② 人民银行:《人民币国际化报告》,2015 年 6 月。

《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》进行了修改,规定主权基金、央行及货币当局等机构投资额度上限可超过等值 10 亿美元。尽管中国在一定程度上开放了人民币储备资产投资,但是一些境外央行和货币当局并不想公开其投资人民币金融资产的内容和规模,因此采用了通过 QFII 进行代理投资的模式。2013 年 1 月 12 日,《21 世纪经济报道》透露已有多家欧洲央行秘密购买了少量人民币金融资产。另外,2014 年 10 月,中国央行行长周小川在参加国际货币基金组织和世界银行秋季年会期间指出:一些国家已经将人民币作为储备货币,只是“还不愿意说出来”^①。由于一些国家未公开其持有的人民币储备资产,因此一部分投资未进入官方统计数据。

第二,外国央行和货币当局利用双边投资协议进行人民币储备资产投资。如 2011 年 11 月,中国人民银行与奥地利央行即奥地利国民银行在北京正式签署了奥地利央行投资中国银行间债券市场的代理协议。另外,2012 年 3 月,日本政府官员透露日本政府已经与中国政府达成了购买中国人民币国债的协议^②,额度为 650 亿元人民币。日本将通过外汇基金特别账户逐步投资中国国债。此外,一些国家央行和货币当局可以利用双边货币互换协议进行人民币资产投资,即通过人民币互换协议获得进行人民币储备投资的资金来源。但是,目前这一制度框架下的人民币储备投资是否存在仍是未知数。

第三,通过离岸人民币债券市场进行人民币储备资产投资。当前,中国离岸人民币国际债券市场主要包括香港的“点心债”市场、新加坡的“狮城债”市场、中国台湾地区的“宝岛券”市场、法国的“凯旋债”市场和英国的“伦敦债”市场。外国央行和货币当局可以通过两种路径对上述债券进行人民币储备资产投资。一是直接在离岸市场购买人民币债券。2012 年 7 月,国家开发银行在香港发行了 25 亿元人民币债券。其中,尼日利亚央行和坦桑尼亚央行认购了 5 亿元人民币债券。这一动向表明非洲地区的央行开始将人民币金融资产纳入其外汇储备。另外,2012 年中国财政部在香港离岸人民币市场共发行 230 亿元人民币的点心债券,其中外国央行认购了 20 亿元的点心债。这部分投资构成了外国央行的人民币外汇储备。二是外国货币当局在离岸人民币债券市

① 罗政:《越来越多国家已将人民币作为储备货币,只是“还不愿意说出来”》,《国际先驱导报》2015 年 3 月 10 日。

② 徐岚:《日本获准可购 650 亿中国国债》,《信息时报》2012 年 3 月 14 日。

场发行人民币债券,并以债券发行获得的人民币资金进行人民币储备投资。例如,2014年10月,英国政府成功发行了30亿元人民币债券,成为首个发行人民币主权债的外国政府。英国政府用这些资金进行人民币存款或购买人民币债券均会形成人民币储备资产投资。

就以上三个渠道来看,第一个QFII投资渠道还存在明显的规模限制;第二个渠道只适合与中国有双边金融合作协议的国家和地区,而且也存在规模限制;而第三个渠道受制于离岸人民币债券市场规模过小的制约。

由上可见,首先,投资渠道未全面开通是妨碍人民币储备资产增加的重要原因之一;其次,国债市场的滞后发展也是造成人民币外汇储备货币占比过低的原因之一。基于这一判断,要提高人民币的储备货币功能,重要条件之一是建立具有广度和深度的国债市场。

通常国际储备货币的投资对象是政府国债。国债作为储备资产具有以下优势:一是国债市场的规模较大,有成熟的二级市场,可以提供充足的流动性供给;二是国债属于固定收益类产品,可以提供稳定的投资收入;三是国债市场品种相对单一,具有同质化的特点,这一特点有助于国债期货市场的发展,从而为国债投资提供了优质的避险工具;四是,国债的发行主体是一国政府,在各类金融产品中,国债通常具有最高的信用级别,因此具有较高的安全性。正是基于以上特点,国债成为外汇储备的核心资产。

在有关国际储备货币的研究中,一个被学术界普遍接受的共识是:美国成熟的国债市场为美元成为主要国际储备货币提供了有利条件。借鉴美国的经验,如果要让人民币成为国际储备货币,中国必须大力发展国债市场。具体而言,国债市场建设需要进行以下几方面的努力。

其一,壮大中国国债市场的规模。与其他发展中国家相比,中国国债市场的规模并不算小,但是从容纳全球100多个国家和地区的储备投资需要来看,人民币国债市场的容量显然无法满足其要求。就中美国债市场的规模比较来看,2014年美国国债对GDP之比超过100%,而中国国债余额对GDP之比在15%左右。美国每年的国债发行额在5000亿~6000亿美元,而中国的国债发行额在2000多亿美元。可见,中国国债明显存在规模过小的问题。但是,从另一方面来看,这一状况意味着中国国债市场存在巨大的发展空间。

其二,提高国债的流动性,增加二级市场的活力。与美国国债市场相比,