

人民币国际债券市场研究

基于人民币国际化的视角

钟 红 / 著

RESEARCH ON
RMB INTERNATIONAL
BOND MARKET

 人 民 出 版 社

人民币国际债券市场研究

基于人民币国际化的视角

钟 红 / 著

RESEARCH ON
RMB INTERNATIONAL
BOND MARKET

 人 民 出 版 社

责任编辑:方国根 郭彦辰

封面设计:石笑梦

图书在版编目(CIP)数据

人民币国际债券市场研究:基于人民币国际化的视角/钟红 著. —

北京:人民出版社,2017.11

ISBN 978-7-01-018468-5

I. ①人… II. ①钟… III. ①人民币-债券市场-研究 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 263126 号

人民币国际债券市场研究

RENMINBI GUOJI ZHAIQUAN SHICHANG YANJIU

——基于人民币国际化的视角

钟 红 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京市东城区隆福寺街 99 号)

北京市文林印务有限公司印刷 新华书店经销

2017 年 11 月第 1 版 2017 年 11 月北京第 1 次印刷

开本:710 毫米×1000 毫米 1/16 印张:21.75

字数:290 千字

ISBN 978-7-01-018468-5 定价:58.00 元

邮购地址 100706 北京市东城区隆福寺街 99 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

版权所有·侵权必究

凡购买本社图书,如有印制质量问题,我社负责调换。

服务电话:(010)65250042

序 一

朱 民*

回顾过去两年人民币在国际金融舞台上所经历的重要事件，2015年12月1日无疑是一个注定要被写入世界金融史册的重要时刻。那一天，国际货币基金组织（IMF）董事会会议通过了将人民币纳入特别提款权（SDR）货币篮子的决议。2016年10月1日，新的SDR货币篮子正式生效，人民币在其中的占比为10.92%，仅次于美元和欧元。毋庸置疑，人民币被纳入SDR货币篮子是中国、世界和国际货币基金组织的共赢。特别是对中国来说，SDR把人民币带入了国际官方金融舞台的中心。在SDR的框架下，由于人民币获得了在国际官方金融系统的发展空间，其信誉度将大大提高。在可预见的将来，人民币作为国际支付手段和资产计价货币的功能将得到进一步加强，在国际上的需求也将随之增加。与此同时，我们也高兴地看到，在人民币被纳入SDR的过程中，中国货币当局积极推进货币政策框架改革、人民币汇率形成机制改革、利率市场化改革、金融体制改革以及进一步扩大对外开放。所有这些，都为中国金融市场在更大范围和更深层次的开放和发展奠定了坚实基础。

① 作者系清华大学国家金融研究院院长、国际货币基金组织前副总裁。

传统理论一般认为，一国应先完成资本与金融账户开放和货币可兑换，然后再推进货币国际化。但现在看来，这个路径未必适用于中国。2008 年全球金融危机的爆发，为中国积极参与国际货币体系改革提供了一个重要机遇，人民币国际化将因此而顺应历史发展的潮流不断向前推进。在这个过程中，如何将风险降到最低，始终是我们需要面对的一个现实问题；由此也决定了在未来相当长一段时间里，中国需要在资本与金融账户未完全开放的现实约束下，稳步推进人民币国际化。应该说，世界从来没有经历过像中国这样拥有巨大的经济体量，但是金融市场发展的深度、广度和开放度都相对不足的国家货币融入全球化的进程。为此，如何在金融市场的深化和发展上切实满足国际投资者对人民币资产全球配置的需求，是摆在中国面前的一个艰巨的任务。中国需要在人民币国际化发展路径方面探索创造出全新的模式。

深入推进金融市场特别是债券市场的对外开放，以此带动相关金融改革和金融市场的深化发展，推进人民币国际化行稳致远，是值得我们继续进行深入探索的一个方向。因为在中国金融市场国际化和人民币国际化进程中，债券市场的国际化将发挥重要作用。中国债券市场存量已位居全球第三，但 2016 年年底债券总余额占国内生产总值（GDP）的比重仅为 84%，远远低于美国和日本等发达国家超过本国 GDP200% 的规模。境外投资者持有本国债券的比重仅为 1.3%，远远低于日本（9.8%）和美国（35%）的水平。中国债券市场进一步发展和开放的潜力十分巨大。债券市场开放有利于吸引国际资本投向期限较长的领域，减少短期资本冲击对汇率和金融稳定的影响，可以为人民币国际化创造良好的外部环境。债券市场的深化和开放，将进一步丰富人民币债券产品种类，提高市场流动性，更好地发挥价格机制作用，为全球投资者提供更为丰富的人民币金融产品和服务，推动人民币向国际投资货币和储备货币等货币国际化的高级阶段演进。国际经验也表明，债券市场国际

化与货币国际化之间具有明显的相互影响和相互增强的作用。因此，从长远看，中国债券市场的开放和深化将在人民币国际化长期可持续发展中发挥极为重要的作用。

近年来，国内学术界对人民币国际化问题的研究可谓“百花齐放”。由于研究的角度不同，得出的结论也不尽相同。特别是针对全球金融危机后国际、国内金融市场发展的新特点和新趋势，人民币国际化如何突破瓶颈重拾发展动力？人民币如何满足日益增长的国际需求并在国际金融舞台发挥更大的作用？这些新的问题，需要我们从理论和实践层面进行更加深入的探索。

钟红新近完成的这本关于人民币国际债券市场和人民币国际化的专著，是一项具有现实意义和政策参考价值的研究成果，是对人民币国际化与金融市场发展之间的关系进行的有益探索。该书将人民币外国债券（“熊猫债券”）、人民币离岸债券以及国内债券市场对境外投资者开放等问题纳入到一个广义的、统一的“人民币国际债券市场”的分析框架之中，从人民币国际化的视角对该问题进行了系统的研究，研究视角全面而新颖。该书从货币职能提升和货币回流机制完善等方面，对国际债券币种构成的影响因素和影响本币国际债券占比的因素进行了实证分析，在研究方法上具有创新性，特别是达到了经济学著作所应该具有的历史、逻辑以及数据这三个维度。

钟红是我在中国银行工作期间的同事。她在中国银行国际金融研究所工作多年，具有良好的经济学理论功底和专业训练。令我印象深刻的是，2007年年初美国次贷危机刚刚爆发，全球金融市场风云变幻，在那段时间里，我与包括钟红在内的国际金融研究所的一些同事每周都组织小型研讨会。我们密切跟踪每一个经济金融数据，密切关注每一个刚刚发生的重大事件。我们在观察中思考，在激烈的讨论中探究危机的本源及其影响。这场百年不遇的金融危机在改变世界的同时，也为我们

这个研究团队提供了源源不断的研究课题。钟红认真刻苦，之后我高兴地关注到钟红相继发表了一些研究成果，其选题大多涉及国际货币体系改革、金融危机预警指标体系构建、金融监管协调以及人民币国际化等领域。她目前关于人民币国际债券市场和人民币国际化的研究，是她长期以来在这一领域潜心研究和耕耘的收获。钟红多年来对学术研究的执着和认真的态度，给我留下了深刻的印象。

特别不易的是，在她女儿考上大学之际，她却出人意料地决定考经济学博士，继续深造。三年的艰辛殊为不易，可喜秋天是收获的季节。初秋是北京，阳光明媚，凉爽宜人。日前，我与中国银行国际金融研究所几位过往的同事见面。刚落座，钟红就拿出她的《人民币国际债券市场研究——基于人民币国际化的视角》这部新作的打印稿，一边说请我赐教，一边将该书的研究内容和研究心得向我娓娓道来。欣闻钟红的这部新作即将出版，我谨向所有对人民币国际债券市场发展和人民币国际化问题感兴趣的读者推荐。是为序。

2017年10月1日于北京

序 二

何 平*

2005年初夏，我因组织活动访问北朝鲜，在首都平壤的羊角岛外宾专用宾馆便利店使用人民币购物。2006年11月，因学院学术交流到越南首都河内访问，离开河内回国前我在市内礼品商店使用人民币购物。这是我在国际场合亲身经历人民币使用的最初体验。如果说前者是特殊环境下的特殊货币使用安排的话，那么后者则是改革开放以来，随着中国国力的增强，人民币在周边国家经济事务中力量增强的自然过程，属于自发的人民币国际化的初始阶段。

在初始阶段，民间自发的人民币国际使用形式主要表现为边贸“地摊银行”。边贸互市规模的不断扩大，推动着人民币结算方式逐渐由现金向非现金方向发展，从而形成“地摊银行”模式的人民币流出渠道。这类“地摊银行”是依托天然的地理联系，适应边境对岸居民追逐中国方便而优质商品的需要，由民间自发形成的，针对不同的国家有不同的组织形式和业务流程，多种多样。在边贸较为发达的云南省，就有针对越南的中越结算模式、针对老挝的中老结算模式和针对缅甸的中缅结算模式。其共同特征是都属于“地摊银行”，都没有纳入正式的金融

① 作者系中国人民大学财政金融学院教授、博士生导师。

体系，是一种公开化的灰色渠道。“地摊银行”也成为我在越南财政学院学术交流中发言的主题。

在 2008 年金融危机前，随着经济金融国际化步伐的加快，中国政府主动推进了人民币的国际使用。这主要表现在两个方面：一是港澳地区的经贸安排（CEPA）。亚洲金融危机后，中国内地与港澳建立了更紧密的经贸安排。作为这一安排的重要内容，人民币在港澳由非正式的使用走向正规化。2003 年 11 月后，香港的金融机构可以经营特定范围内的人民币业务，并由中国银行（香港）作为唯一的清算行，为中国人民银行提供人民币清算安排。随着人民币在香港使用规模的扩大，它不仅用于经常项目，而且涉足资本项目。二是国家层面的货币互换。21 世纪初，中国人民银行相继与俄罗斯、越南、尼泊尔等 6 国签署了本币结算的边境贸易协议。随着时间的推移，本币互换协议开始拓展，不再局限于边境贸易，扩大到正式贸易和投资。

2008 年美国引发的全球金融危机爆发，为了摆脱美元体系的不稳定伤害，改革现行不合理的国际货币体系，中国适时采取了推进人民币国际化的措施。2009 年 7 月 2 日，发布《人民币跨境贸易结算实施细则》，人民币跨境贸易结算试点首先在上海、深圳、广州、珠海、东莞 5 个城市 365 家企业展开。人民币跨境贸易结算试点的开展，是中国第一次全面正式的人民币国际化安排。

从此，人民币国际化战略沿着“主动、渐进、可控”的原则推进，人民币的国际使用在地区和功能上、在经常项目和资本项目上，都有令人瞩目的拓展。同时，也衍生出一些新的现象和问题。

现实的变化推动理论思考的深入。就人民币国际化的主题，在学术界出现了前所未有的研究热潮，研究成果不断积累，除了大量的论文与专著之外，还有按年度出版的成系列的人民币国际化报告。一些学者从国家利益和战略视角，对人民币国际化的策略和措施及相关问题提出

了深深的忧虑；另一些学者从特定指标出发进行人民币国际化研究，设计出10年、20年的路线图，定出人民币国际化的时间表，认为人民币成为主导性的国际货币似乎指日可待，尽在主动掌握之中。我认为，一个国家的货币要实现“成功的货币国际化”，应当是一国货币通过国际化促进实体经济的可持续发展，并且能够将国际化过程中的风险控制在可承受的范围内，进而为本国带来重大利益。人民币国际化问题必须进行历史与逻辑相统一的审慎思考，从既切合当前实际又符合长远利益的战略目标出发进行深入的研究，从而制定出比较合理有效的政策措施。作为长期从事中国货币历史发展研究的学者，有充分的理由参与中国货币战略的研究阵营，分享学术工作给国家和社会带来效益的愉悦。正是在这种形势下，2015年我申请了国家自然科学基金项目——“人民币国际使用的最佳边界与金融风险管理”（项目批准号：71573268），希望通过博士培养和专题研究，就这一问题进行有益的探讨。

人民币的最佳使用边界如何确定，这与人民币国际化战略目标的确定直接相关。不同阶段不同层次的战略目标，人民币国际使用的深度和广度完全不同。这个视角可以有力地回应人民币国际化问题上的过度悲观主义和过度乐观盲目冒进的“左派幼稚病”。人民币国际化应当是多色光谱的，是一个动态过程，其国际使用边界的确定和需要应对的风险，也应当是一个动态的过程。

决定人民币最佳使用边界的影响因素及其需要应对的风险，与其不同阶段的战略目标相对应。大致说来，人民币国际化的战略目标可以分为两个阶段。第一阶段，是人民币没有取得核心货币或者世界货币中主导货币地位的阶段，是我们现在正面临的阶段。在这个阶段，人民币的战略目标应当是重新塑造国际货币体系，从各项货币职能全方位推行人民币国际使用，在此基础上，建立人民币的国际货币价值尺度功能，摆脱美元本位给中国社会经济利益带来的伤害。第二阶段，是人民币成

为国际核心货币之一的阶段，这个阶段的战略目标是充分发挥人民币的价值贮藏功能，建立多元的国际储备体系，进而形成金融强国，为经济强国提供支持。货币真正的国际化，是在交易媒介和计价功能基础上在国际范围内具有价值贮藏的功能，在这样的阶段它才具有“硬通货”和核心货币的功能，才能够实现完全意义上的国际化。

在我们现在所处的第一阶段，面临的主要制约因素是什么？

改革开放以来美元体系运行的现实表明，中国是美元的受益者和美元实际的最大支持者，这主要表现在人民币钉住美元以及对美元储备地位的维护上。中国在跨国公司全球产业链布局中处在加工组装环节的贸易中介地位，中国对亚洲中间产品生产国和石油输出国保持贸易逆差，而对美国保持巨额贸易顺差，进而促使自身和这些国家积累起大规模的美元储备。21 世纪以来全球外汇储备的 30% 与 80% 分别由中国和发展中国家持有，其表现形式主要为美元。中国钉住美元的汇率政策促进了出口导向型经济增长，但是也给我们带来了储备资产价值的损失和货币主权的伤害。2000 年至 2011 年 8 月美元对 16 种大宗商品指数贬值了 75.6%。如果美元出现长期熊市，对中国将带来沉重伤害。

大量的贸易盈余迫使中国央行以持续买入美元的操作来维持汇率稳定，外汇占款因此成为很多年份中国基础货币的重要投放渠道，美元成为十足储备。这进而成为美联储量化宽松货币政策促成中国流动性泛滥、房地产和基础设施投资泡沫膨胀的传递渠道。中国人民银行通过央行票据发行实现冲销，又陷入利息成本大于美国国债收益率和美元储备资产贬值的双重困境。2009 年中国已成为世界第一大贸易出口国。2010 年，中国成为仅次于美国的全球第二大经济体。但是，货币政策却缺乏自主性。一种改革逻辑是放弃汇率稳定的政策目标，取消外汇管制，实现藏汇于民的外汇资产分散化，建立市场供求决定的汇率形成机制。这种思路过于理想化。IMF 的定义和相关理论显示，均衡汇率应该

是与国际收支或经常账户平衡相适应的汇率。但是，这种均衡汇率事实上难以成立。20世纪70年代以来，跨国公司在全球推进的以产业链为基础的的新型国际分工，中国是以加工组装角色参与其中的，这就使得在中国境内创造的GDP或增加值必然以贸易顺差的形式实现。中国出现名义上的大额贸易顺差，美国出现相应逆差，而主要利润为美国独享。以这种国际分工体制来追求所谓均衡汇率，必然对中国带来巨大伤害。此外，从外汇交易的结构来看，出于真实贸易需求的外汇交易很少，出于套利或套汇等动机的纯金融交易已占绝对多数。汇率大幅度波动对国际金融投机资本十分有利，但对中国这样以实体经济为主的发展中国家极其有害。美联储主导的“全球金融周期”，让其他国家只能在要么外汇管制、要么丧失货币主权的二元悖论中作出抉择，有学者据此提出发展中国家资本账户开放必须恪守审慎之道。中国的实际情况表明，面临艰难转型的中国经济尚待稳定，股市和楼市巨幅波动，金融体系脆弱性已明显暴露出来。与此同时，国内外套利空间巨大，资本流入与流出的动力同样强盛，如果放任汇率波动，有可能触发金融危机。

中国对外经济活动面临的这种困境，从货币使用的角度来看，就是源于对外贸易、引进外资以及相关国际金融活动中我们必须以美元等外币计价、支付和结算，中国参与国际分工所积累的国民财富也大都以美元储备资产形式持有。这是中国改革开放初始条件所决定的必然选择。我们缺乏长期信用基础和健全的本土资本市场，在参与全球化经济活动中，只能积累美元而不是本币的资产或债务，无法规避货币与期限错配。这种困境不可能通过浮动汇率制度来摆脱。作为发展中大国，中国有可能通过推进人民币在国际贸易与国际金融交易中的计价、支付、结算与投资，排除和减少美元等外币的使用，通过国际竞争的货币优势，摆脱大部分汇率波动风险和美元危机给中国可能带来的伤害。

主权货币充当国际货币，其价值的决定离不开与大宗商品诸如石

油的关联。在美元与黄金脱钩后，美元成为石油的计价标准，石油价格的涨落以美元投放的多少为依归，美元投放越多，石油价格上涨越高，石油进口国对美元的需求也就越大。美元为石油定价功能形成的这种“供给自动创造需求”的机制，构成美元霸权的一大支柱。与此相对，日元国际化是在国际浮动汇率制度下的一个为获得价值效应不断升值最终消耗国力的过程。日本泡沫经济破灭后，日元波动剧烈，极无规则可言，失去了价值尺度功能，进而沦为国际投机的融资货币。时至今日，没有一个国家的货币与日元挂钩，日元完全偏离了货币国际化的合理目标。当然，这与美日的军事政治同盟和日本从属地位的国际关系相关。

中国参与全球化过程中面临的上述困境，难以通过引入浮动汇率制度加以克服，但是可以通过人民币国际化的战略来摆脱。在我们所处的人民币国际化的第一阶段，具体推进的策略和措施主要表现在以下方面：第一，鉴于大宗商品的计价有助于主权货币国际化的价值效应和网络效应的扩张，需要积极推进在大宗商品计价上人民币的国际使用。第二，价值效应和网络效应的拓展有赖于长期持续的币值稳定。中国必须完善人民币计价的国际国内顺畅联通运行有序的金融市场，包括人民币离岸金融市场的建设，通过国内合理的汇率政策引导市场合理运行，使人民币在服务于国际社会多层次需求的情况下，保持币值的基本稳定。第三，中国对外贸易体系必须从依赖产业链的垂直分工体系向互通有无的水平贸易（双向贸易）体系转换，消除单纯依赖美元的基础条件，以此支撑人民币的国际使用。中国政府发起的“一带一路”倡议，就是基于互惠贸易等目标，为人民币国际使用提供基石的重要举措。第四，在对外经济交往和对外贸易中推进人民币使用，要充分考虑美元等既存国际货币对中国经济活动的制约，使人民币使用和外币使用达到最佳动态组合。避免人民币使用扩大反而导致外汇储备积累增多，进而带来福利损失，造成事与愿违的结果。

本课题研究的时点处于人民币国际化的第一阶段，研究的主题自然直接决定于这个阶段的主要策略措施。这些策略措施推进中遇到的障碍，便是制约人民币国际化最佳边界的因素，而这些障碍可能给中国国民福利、金融安全及国家利益带来的损害，就是在人民币国际化过程中应当面对和管控的风险。人民币国际使用最佳边界的确定，是在特定时期既定的主客观条件下，人民币在维护中国对外经济活动中国民福利和国家利益方面达到最佳状态的国际使用。它既取决于中国主动战略的效果，也取决于外部力量的变化。而且它是一个动态过程，随着时间的变化，问题的组合和方向会跟着改变。问题的研究有多种可能的方向，在有限的时间里，我们主要在人民币国际债券市场、“一带一路”与人民币国际使用、相关风险防控等主题进行研究。

摆在面前的这本专著，是课题团队成员中国银行国际金融研究所副所长钟红的研究成果。钟红在中国银行工作多年，长期从事国际金融理论与政策研究，具有多年的研究积累。2014年来到中国人民大学财政金融学院攻读金融学博士，她将多年的研究积累、课题研究和学位论文有机结合，聚焦于人民币国际债券市场的研究。2017年7月，她顺利获得博士学位。同时，她负责的课题部分，以这本专著的形式正式出版，令人十分欣慰。

人民币国际化进程在不断推进，新的问题将不断涌现。我们不仅要进行长时段的理论思辨，而且要针对当前面临的问题提出合理的对策。我希望钟红在既有研究积累的基础上不断探索，在人民币国际化及金融领域其他问题的研究中，作出更大的贡献。希望这本专著的出版，能为人民币国际化的推进提供有益的思想资源。

2017年10月15日于北京

目 录

序 一	朱 民 1
序 二	何 平 5
绪 论	1
一、研究背景与意义	1
二、研究对象与相关概念的界定	9
三、研究脉络与结构	11
第一章 国际债券市场：现有研究及问题的提出	18
第一节 国际债券市场发展的意义	19
第二节 国际债券市场发展与货币国际化的关系	20
第三节 亚洲债券市场发展与亚洲货币金融合作	30
第四节 人民币国际债券市场发展	36
第五节 问题的提出	44
第二章 债券市场发展及货币国际化的理论分析	47
第一节 债券市场发展及货币国际化相关理论	48
第二节 货币国际化的含义与基本逻辑	56

第三节	国际债券市场发展与货币国际化：基于中国的分析	70
第三章	国际债券市场发展与货币国际化的国际经验	91
第一节	国际债券市场发展的历史演进	92
第二节	美元国际债券市场的发展与美元国际地位的巩固	109
第三节	日元国际债券市场的发展与日元国际化	126
第四节	国际经验与启示	144
第四章	人民币国际债券市场发展的现状与问题	151
第一节	人民币国际债券市场发展的现状	151
第二节	人民币加入 SDR 货币篮子与人民币国际债券 市场发展	176
第三节	人民币国际债券市场发展存在的问题	180
第五章	国际债券币种结构影响因素的实证分析	189
第一节	国际债券统计与币种结构	190
第二节	指标数据与计量结果	196
第三节	全球金融危机的影响和稳健性检验	201
第六章	本币计价国际债券占比影响因素的实证研究	214
第一节	实证研究的背景	215
第二节	指标数据与计量结果	221
第三节	全球金融危机的影响和稳健性检验	227
第四节	不同部门本币国际债券占比的具体影响及 对中国的预测	242

第七章 人民币国际债券市场发展的前景与政策建议	257
第一节 人民币国际债券市场发展的前景预测	257
第二节 人民币国际债券市场发展的制约因素	260
第三节 人民币国际债券市场发展的政策建议	274
结 语	289
参考文献	294
后 记	323