

人民币国际化
我们所处时代最重大的金融事件之一

人民币的崛起

国际地位及影响

罗伯特·米尼肯 刘健恒◎著
(Robert Minikin) (Kelvin Lau)

THE
OFFSHORE RENMINBI

The Rise of The Dollar Competitor
IN THE GLOBAL MARKET



A2



A3

A4



A5

A6



A7

A8



A9

A0

中信出版社 CHINA CITIC PRESS

人民币的崛起

国际地位及影响

罗伯特·米尼肯 刘健恒◎著
(Robert Minikin) (Kelvin Lau)

THE
OFFSHORE RENMINBI
The Rise of The Chinese Currency
and Its Global Future

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币的崛起: 国际地位及影响 / 米尼肯, 刘健恒著; 徐义国译. —北京: 中信出版社, 2014. 1

书名原文: The Offshore Renminbi: The Rise of the Chinese Currency and Its Global Future

ISBN 978-7-5086-4214-7

I. ①人… II. ①米…②刘…③徐… III. ①人民币-金融国际化-研究 IV. ①F822

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 215136 号

Copyright © 2013 by John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd.

Excerpts from "Special Report—The CNH FX, Rates and Dim Sum Bond Markets," first published 5 October, 2010; "Special Report—The Super-Cycle Report," first published 15 November 2010; "Special Report—CNH Supports CNY Reserve-ification," first published 10 January 2011; "The Renminbi Insider—Growing Up," first published 15 February 2012; "The Renminbi Insider—On the Move," first published 3 May, 2012; ©Standard Chartered Bank (Hong Kong) Limited, 2010, 2011, 2012. Reprinted with permission.

All Rights Reserved. Authorized translation from the English language edition published by John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd.

Simplified Chinese translation copyright © 2013 by China CITIC Press

ALL RIGHTS RESERVED

人民币的崛起: 国际地位及影响

著 者: 罗伯特·米尼肯 刘健恒

译 者: 徐义国

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press) + 《比较》编辑室

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京画中画印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 13.25

版 次: 2013 年 11 月第 1 版

京权图字: 01-2013-1477

书 号: ISBN 978-7-5086-4214-7/F.3006

定 价: 35.00 元

字 数: 160 千字

印 次: 2014 年 1 月第 1 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

前 言

何谓恰逢其时？就像位于酝酿中风暴的风眼，正处于货币崛起时的最关键时机。这时你的小小举动都可能改变大局。

我涉足金融行业已逾 25 年，跨越不同的大洲，近距离观察人民币向国际化进军——香港成功转型为离岸人民币金融中心，这是最令人兴奋并具有分水岭意义的重大进展。我和我的同事曾有幸处在这种变革的中心，不仅作为见证者，也是“有功”之人——人人都在促进人民币向全球化进军中发挥了积极作用。它可能小到如确保客户获得所需的人民币以进行跨境结算，告知本地出口商以人民币作为计价货币的好处，或是建议跨国公司征募点心债券基金并将其回流到中国大陆。但是，该进程也需要中国政府的努力，以扩大和深化离岸人民币市场，设计及整合结算平台，以及开发新产品。

促进离岸人民币市场发展的整个经历既迷人又震撼人心。通过连续的政策自由化和与离岸市场力量的无缝融合，人民币顺利放宽直到确立新的、更自然的形式，更好地达到与中国日益增长的经济重要性相匹配的货币地位。这是一件令人着迷的事。此外，各种市场的增长速度令人瞩目，这种增长体现在 2012 年一季度中国贸易总额的 10% 以人民币结算，以及 2011 年在香港一共发行了 1900 亿元人民币的点心债券。

我们很容易被人民币在全球业务和市场格局中所发挥的变革力量所折服。长期形成的市场惯例正受到挑战，如跨国公司开始停止使用美元进行货品计价，越来越多的各国央行开始为人民币分配一小部分储备份额。商品兑换成人民币很可能是改变国际贸易和金融生态系统的下一波力量。从当地规模来看，香港发现其货币状况日益受到境内贷款周期的影响，人民币日益占据其存款基础的更大份额。

读了我的同事刘健恒和罗伯特撰写的这本关于离岸人民币崛起的书，能够强烈意识到使人民币蓬勃发展的强大力量正在汇聚。各种各样的经济、金融和政策性的有利因素，正在把人民币带到香港以外的地方，带到企业财务主管、主权国家、机构投资者和居民手中。这些力量形成合力，将帮助离岸人民币市场跨越沿途的任何障碍。

中国政府推行人民币国际化的时机尤其无可挑剔。世界仍深陷在西方世界的金融危机中，我们需要寻找下一个国际性、有影响力且可靠的主要货币。当前危机带来的结构变化，可能改变游戏规则。这对许多人来说是一个千载难逢的机会。作为催化剂，经济危机加速了经济力量从西方向以中国为首的东方转移。而中国作为世界经济不说未来数十年也是未来数年一个日益重要的增长引擎，备受世人瞩目。为了适当地履行这一职责，中国必须转变为更可持续的面向国内的经济增长模式。在中国政府看来，持续有序地开放资本账户和人民币国际化是这个宏大计划的关键所在。

香港一直是人民币在境外初步发展的首选。几十年来，通过贸易、投资和有效的金融解决方案，香港一直是连接中国大陆和海外的通道。香港不仅具备金融硬件和软件资源，中国政府也指定其作为离岸人民币的中心。它发挥着试验田和防火墙的作用。香港具有的独特作用正在支持中国内地有序且节奏良好地开放其货币，并在自由市场力量帮助下加速发展。反过来，香港从该进程所带来的巨大商机中受益颇丰。

我很高兴地看到罗伯特和刘健恒一起撰写的这本专门介绍离岸人民币的著作。他们是这一研究领域最优秀的研究人员之一，当然最有资格就全球货币的新篇章著书立说。他们具有分析离岸市场早期及繁荣时期发展的深厚造诣，加上他们在宏观经济学、货币和市场动态学等互补领域的专业知识，使本书成为对该领域最全面和权威的研究之一。

风暴才刚刚开始。

Benjamin Hung (洪丕正)

渣打银行(香港)有限公司行政总裁

序

电车在香港一直是备受宠爱的一道街景。在百余年时间里，街边的棚屋都已被拆掉，取而代之的是低层建筑，最后是闪闪发光的摩天大厦，但电车始终穿梭其间。自从被引进以来，电车本身并没有发生太大的变化，尽管今天它们常常披着广告的外衣。当我们在 2012 年 7 月整理这本书的内容时，一辆蓝绿相间的电车蜿蜒驶过香港的街道，它的车身广告不是宣传高端奢侈品牌或金融服务（这是很典型的），而是在“兜售”一条不同寻常的信息，即祝贺中国财政部新近成功在香港销售人民币政府债券。中国政府债券的定期及年度销售迅速形成与新的离岸人民币金融市场相似的特点。

人们不应该为香港发展新兴市场的热情而惊讶。因为这能巩固香港作为全球金融中心的地位，并赋予它连接大陆和全球其他金融系统的关键作用。但在写作本书时，我们想概述一下这个话题，说明新兴市场的发展不仅对大中华地区及亚洲发展非常重要，对全球经济来说也是如此。电车上的广告凸显了人民币债券市场在香港市场发展的一个重要步骤，它以点心债券市场命名并为人们所知。但在这本书里我们列出了新的离岸人民币如何为一个更广泛、蓬勃发展的新金融市场提供基础平台，这对企业财务、资产管理公司和个人投资具有重要的价值。最后，我们以全球金融架构重组以适应全球经济力量平衡的深刻变化为背景，简要地分析人民币新全球角色的公共政策影响。会不会所有旧金山电车也即将“身披”祝贺中国财政部在美国西海岸出售其人民币债券的广告外衣？

本书在很大程度上回答了自 2010 年 7 月人民币改革加速以来，我们遇到的各种各样的问题。我们已在全球范围内，向许多听众阐述人民币国际化的发展状况。由于在香港最古老的发钞银行做研究工作，我们很容易追踪机构改革（这些

并没全部向媒体公布)，追踪交易流程的变化，并分析新兴市场中有相应价值的机会。当看到全新的金融市场焕发生机时，我们感到特别兴奋。在我们^①预测将来主要的外汇交易（如美元兑人民币）水平时，第一个参考点往往仅是昨天的收盘水平。我们需要分析传入的消息是如何推动汇率变化的。而在开启新的离岸人民币市场时（如 USD-CNH 的即期和远期交易），却没有“昨天”这样一个概念作为对比。这对于分析师和做市商来说，是一个很具挑战性的环境。

同样令人兴奋的是命名全新市场的机会。虽然公布的经济数据和市场价格往往瞬息万变，但这已经给予我们在金融市场留下更长久印记的机会。在这里，我们^②取得了一个重要的初步成功：为香港的人民币债券市场取名为“点心债券市场”。

这个名字实际上是经委员会投票通过的。2010年9月14日，渣打银行举办了一个为期半天的研讨会，有170多名企业客户应邀参加，目的是给新的离岸人民币债券市场命名。他们给出了两个选项：“点心”和“功夫”。最终前者胜出，正如我们现在所知的，而且是压倒性的胜出。2010年9月22日，渣打银行全球研究部第一次在出版物中使用该名称，即出现在一篇题为“将点心加入菜单”的报告中。随着媒体及时报道的推波助澜，这个名字如“病毒”般在全球迅速传播。而其余的——正如他们所说的——已成历史。

但“点心”这个词是如何出现的？它来自为上述研讨会做准备的“头脑风暴”。在长长的名单上列有12个不同的名字，研究和提名显示“点心”是当时的最爱，因为它包含了离岸人民币债券市场的所有关键品质，并只在香港发售。在中国南方，点心的粤语词根能完美表述“人民币在香港”这一概念。它是一门独特的烹饪艺术，种类繁多，形状大小各异。因为点心通常很小，所以多年来我们也遇到过其他的同名诠释，多与相对较小的发行量相关（在发展的早期阶段）。

点心债券的发行已拓展到香港以外，但名称一直未变，就像我们经常发现点心出现在全球唐人街的菜单中一样。CNH的名称，起源于“在香港可交付的人民

① 更主要的是罗伯特·米尼肯。

② 更主要的是刘健恒。

币”，现在同样应及时重新定义。这首先是由银行中从事交易业务的同事提出的，我们在研究中首先指出，“H”在 CNH 中所代表的含义由“Hong Kong（香港）”变为“Haiwai（海外）”，这能更好地反映人民币市场日益国际化的实质。我们希望本书能在新兴的离岸人民币市场方面，惠及全球读者，发挥其应有的作用，尤其是加快 CNH 的转型，使其成为真正的“海外”。

我想借此机会感谢那些曾经帮助我们思考该项课题及准备该书的朋友。在渣打银行做全球性研究期间，我们要向 Callum Henderson、Eddie Cheung、Li Wei、Nicolas Kwan、Sandeep Tharian、Shen Lan、Stephen Green、Thomas Harr 和 Will Oswald 表示感谢，也要向 Ben Hung、Bethy Tam、Boey Wong、Charles Feng、Frankie Au、Joe Ng、Michael Vrontamitis、Rita Liu、Tee Choon Hong、Tony Yang 和 Yan Chan 表示谢意。我们还要感谢渣打银行允许我们复制其受版权保护的相关材料。本书版税及所有相关收益，均将捐赠给一个致力于预防失明的慈善机构——“眼见为实”（Seeing is Believing）。

刘健恒、罗伯特·米尼肯

2012 年 7 月 21 日

缩略词与关键术语

A

ASEAN (东盟)

东南亚国家区域合作组织

ASEAN plus Three (“东盟+3”)

东盟与中国、日本和韩国

B

The Basic Law (基本法)

概述回归后第一个 50 年香港特区政府的基本政策及其生活方式的法律

Basis swap (基差互换)

获得资金的成本高于纯利差 (反映资产负债表的限制)

BSAs (双边互换协议)

海外央行与中国人民银行间的协议, 阻止离岸人民币流动

BOCHK 中国银行 (香港)

香港的“清算银行”。

C

CBRC (中国银行业监督管理委员会)

中国的银行业主管和监督管理机构

CCS (交叉货币互换)

指用一种货币计价的债券去交换另一种货币计价的债券, 成本远高于这两种货币之间的纯利差

CEPA (协议, 即《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》)

一份促进中国内地和香港的经济联系的协议

CGB (中国政府债券)

Chiang Mai Initiative (清迈倡议)

双边货币互换安排网络，为“东盟+3”经济体提供资金

CEFTS (中国外汇交易系统)

“The Clearing Bank” in Hong Kong (香港的“清算银行”)

和香港的外汇头寸净额结算机构一起提供基本的离岸人民币结算和清算服务

CNH (离岸人民币，早期特指在香港可交付的人民币)

The CNH Premium

与在岸人民币外汇市场的人民币相比，更为丰富的香港离岸人民币

CIPS (人民币跨境支付系统)

为人民币双向跨境交易服务

CMU (债务工具结算系统)

香港为外汇基金票据及债券提供电脑化结算交收服务的系统

CNAPS (中国现代化支付系统)

在中国大陆的大额人民币支付系统

CNT (在香港以人民币进行交易的贸易单证)

CNY Haiwai (在中国大陆以外的人民币)

D

DFEC (中国商务部对外投资和经济合作司)

这是中国商务部实施的“走出去”战略的一部分

Dim Sum (粤语“点心”)

在香港发行的以人民币计价的债券

DXY (美元指数)

用来简单衡量美元对其他主要货币价值变化的指标

E

Eurodollar market (欧洲美元市场)

美国以外的美元计价的金融市场

F

FDI (外商直接投资)

从海外流入的外国直接投资，即跨境投资

H

HKEx (香港证券及期货交易所)

HKMA (香港金融管理局，简称金管局)

香港当地的监管机构及“中央银行”

HKSAR (中华人民共和国香港特别行政区)

指香港在 1997 年移交于中国后，在中华人民共和国的行政地位

HKTMA (香港债券市场协会)

Hong Kong “Exchange Fund” (香港“外汇基金”)

由香港金融管理局管理的基金，以巩固港元为目标

I

Interbank bond market (银行间债券市场)

非交换交易，迄今为止中国大陆规模最大的债券市场

L

LC (信用证——由贸易融资银行发行)

M

MDE (大陆认定企业)

最初能获得贸易结算计划的境内公司名单 (这种限制已经被取消)

MOFCom (中华人民共和国商务部)

位于中国大陆的强有力的规划和监管机构

MoU (谅解备忘录)

通常理解为官方机构间的国际协议备忘录

N

NDF (无本金交割远期)

以现金结算的远期外汇交易 (通常使用美元)，而不是以实际汇率的基础货币量的形式进行的交易

人民币的崛起

NDRC (中国国家发展和改革委员会, 简称中国国家发改委)

位于中国大陆的总体经济规划机构

NRA (非居民境内外币账户)

海外企业持有的在岸人民币账户

P

PBoC (中国人民银行)

中国的中央银行

PBoC fix

央行在开始日的日常修复, 为在岸外汇交易设置交易区间的中心 (其中最重要的是美元兑人民币)。

PRD 珠江三角洲低洼地区, 位于广东省珠江口附近, 经济非常有活力, 具有包容性的主要城市, 如广州 (更广泛的定义还包括香港和澳门地区)

Q

QDII (合格境内机构投资者)

内地已获准投资海外金融市场的投资者

QFII (合格境外机构投资者)

海外已获准进入中国大陆交易所进行股票和债券交易的投资者

Qianhai (前海)

深圳的一处经济区, 处于有利的监管环境下以密切香港与其人民币金融市场的经济联系

R

R-QFII 在香港的以人民币计价的合格境外机构投资者

ROB (俄罗斯卢布)

RTGS (实时全额结算系统)

国内银行转账的方法, 通常由一国的中央银行监督管理

S

SAFE (国家外汇管理局)

负责监督跨境支付和管理中国的外汇储备

SCB (渣打银行)

领先的国际银行集团，主要在亚洲、非洲和中东地区经营

SDR (特别提款权)

国际货币基金组织 (和其他国际交易) 的记账单位

SWIFT (环球同业银行金融电讯协会，是国际银行同业间的国际合作组织)

T

Trade settlement scheme (贸易结算机制)

以人民币元为贸易相关结算货币的机制 (最初于 2009 年年初在香港推出)

TWD (台湾美元)

TWI (贸易加权指数)

指某国的货币相对各贸易对手国货币的涨落，按照贸易量加权平均得出的指数，用来反映该国货币总体的涨落

W

WTO (世界贸易组织)

处理国与国之间贸易规则的全球性国际组织

Y

YRD (长江三角洲地区)

涵盖上海、江苏、浙江三省，长江在该地区流入中国东海。该地区具有高度的城市化水平，人口密集，且经济活力特别强

目 录

前 言 VII

序 IX

缩略词与关键术语 XIII

第一章 人民币的新全球角色 1

一条长期存在但失败的路径 3

推进人民币市场蓬勃发展 8

人民币国际化的政治风潮 11

挑战与整合风险 15

多极世界中的人民币 19

第二章 连接离岸与在岸人民币市场 21

以国内货币进行的国际贸易 21

人民币国际化的起点 26

可投资性：机遇与挑战 33

中国人民银行及其汇率政策 41

离岸人民币的优势 43

| | |
|----------------------------|------------|
| 第三章 香港离岸人民币市场的产生与发展 | 46 |
| 关键政策自由化改革时间 | 48 |
| 后“大爆炸”时代人民币贸易结算机制的更多发展 | 65 |
| 从人民币贸易结算到离岸人民币存款 | 77 |
| 第四章 新市场——新术语、新机遇 | 83 |
| 外汇现货市场中的人民币 | 84 |
| 期货市场发展的多元化新趋势 | 91 |
| 离岸人民币市场的机遇 | 93 |
| 追踪离岸人民币存款的收益 | 101 |
| 点心债券市场走向成熟 | 106 |
| 第五章 离岸人民币的全球地理扩张 | 110 |
| 借助贸易从香港扬帆出“海” | 112 |
| 伦敦离岸人民币市场和轮辐模型 | 117 |
| 与中国大陆的直接合作 | 120 |
| 上海的渴望与基础设施的完善 | 124 |
| 香港依然领先 | 127 |
| 第六章 人民币国际化的驱动因素 | 137 |
| 公共政策：“取代”美元 | 141 |
| 经济学视角：中国在全球经济中的作用 | 145 |
| 对于投资者：多样化更重于升值 | 149 |

| | |
|-------------------------|------------|
| 对于企业：更公平和更透明的定价 | 152 |
| 对于官方储备管理者：通向稳定的新路径？ | 156 |
| 第七章 人民币的崛起及其政策效应 | 160 |
| 人民币崛起：对港元的威胁？ | 160 |
| 人民币崛起：成为区域货币锚 | 164 |
| 人民币崛起：国际货币基金组织与特别提款权 | 171 |
| 人民币崛起：多极世界中的美元 | 177 |
| 后记：人民币升值背景下的海外生活 | 180 |
| 附录：离岸人民币大事年表 | 185 |
| 参考文献 | 190 |
| 关于作者 | 192 |

第一章 人民币的新全球角色

渐进主义一直是中国金融改革的关键性标志。但 2011 年 8 月，时任中国国务院副总理李克强在香港离岸人民币中心推出中国政府债券（CGBs）销售业务，为前前后后 14 个月的深刻变革画上了圆满句号，标志着人民币从纯粹的本国货币走向国际舞台。

这 14 个月的开始和结束将以非比寻常的方式被铭记。2010 年 7 月，中国人民银行（PBoC）和香港金融管理局（HKMA）签署了一份被称为“补充备忘录”的协议，以一种相对低调的方式开始了这段变革。该协议仅由双方官方机构的高级官员签署，随后，新的银行规则在香港施行。鉴于官方对该备忘录的强调，市场很容易高估它的重要性。一时间，它改变了人民币在大陆以外的周边市场的使用规则。该备忘录撤销了所有禁令，以使人民币可以在国际金融市场中自由使用。

相比之下，中国政府债券于 2011 年 8 月发行，顺应了中国制定政策举措发布时点的传统。在主题为中国“十二五”规划的一个论坛上，李克强站在一排微笑的政要前按下按钮，启动了大陆当局在香港的第三次中国政府债券交易（之前两次分别在 2009 年 10 月和 2010 年 12 月，但相比之下交易规模很