

## 现阶段人民币国际化的进展及面临的问题

李 晓

（吉林大学经济学院教授、长策智库 GMEP 特约研究员）

---

本报告是全球宏观经济政策（GMEP）的系列研究成果之一。GMEP 是长策智库的研究项目之一。GMEP 的宗旨是：立足中国的国家利益，依据中国的国际战略，及时深入的分析与中国有重大利益关系的问题和地区国别，为政府决策和企业经营服务。GMEP 的其他系列报告包括：《全球宏观经济快讯》、《GMEP 工作论文系列》等。本报告仅代表作者观点，不代表长策智库及作者所在单位的观点。未经 GMEP 授权，请勿发表、引用和传播。

# 现阶段人民币国际化的进展及面临的问题<sup>①</sup>

李 晓

(吉林大学经济学院教授、长策智库 GMEP 特约研究员)

**内容提要：**近两年来，人民币国际化在跨境贸易人民币结算、与其他国家和地区央行开展货币互换、重新启动人民币汇率形成机制改革、建设香港人民币离岸市场（CNH）、促进境外人民币交易以及推进跨境直接投资人民币结算等方面，都取得了令人瞩目的进展，但与此同时，现阶段的人民币国际化进程也面临着一些问题或困境。这其中，跨境贸易人民币结算的发展不平衡和其中存在的大量套利融资等投机活动，值得关注。总地来看，人民币国际化所面临的内在问题主要有两类：一类是发展中可以解决的问题，另一类是制度或体制等长期性、前提性的问题；而从外部环境因素来看，伴随着人民币国际化进程的加快，作为现行国际货币体系核心国家的美国和地区性大国日本的反应与对策，也将对人民币国际化进程产生日益增大的影响。对此，需要引起足够的重视并有必要开展积极的研究。

**关键词：**人民币国际化、跨境贸易人民币结算、跨境直接投资人民币结算、香港人民币离岸市场

## 一、现阶段人民币国际化的主要进展

从 2008 年年底至今，人民币国际化已经在以下六个方面取得了重要进展：

### 1. 跨境贸易人民币结算的发展

自 2008 年 12 月 24 日国务院常务会议决定将对广东和长江三角洲地区与港澳地区、广西和云南与东盟的货物贸易进行人民币结算试点以来，人民币跨境贸易结算试点工作的发展十分迅速（表 1）。从人民币跨境贸易结算数量的发展来看，明显地经历了一个由冷转暖的过程（图 1）。从 2009 年 7 月试点后的半年内，人民币结算的数量较少，增长缓慢。比预先估计达到的规模存在较大差距。其主要原因与出口退税政策有关。<sup>②</sup>为此，2009 年 8 月 25

<sup>①</sup>本项研究得到 2010 年度中国国家社会科学基金重大项目“中国积极参与国际货币体系改革进程研究”（项目批准号：10ZD&054）的资助。首都经贸大学李婧教授为本文写作提供了宝贵资料。在此，笔者表示感谢。作者感谢长策智库支持。文责自负。

<sup>②</sup>如果跨境贸易以人民币结算，则进出口收付的交易货币都是人民币，但是由于管理制度上的缺失，监管部

日国家税务总局正式下发通知，明确了跨境贸易人民币结算试点企业的出口退税手续；随即在该年9月初，跨境贸易人民币结算出口退税业务开始正式办理。在随后一周左右的时间内，跨境贸易的人民币结算金额增加了2000万元以上，跨境人民币贸易结算由冷转暖。<sup>①</sup>目前，开展跨境贸易人民币结算试点的20个省（自治区、直辖市）在中国进出口贸易中占绝对比重（进出口均占95%左右）。自2010年6月人民币结算试点范围扩大以来，跨境贸易人民币结算业务量快速增长，如表2所示，自2009年7月试点开始至2010年9月末，银行累计办理跨境贸易人民币结算业务1970.8亿元。其中，货物贸易出口结算金额177.3亿元，货物贸易进口结算金额1570.9亿元；服务贸易及其他经常项目结算金额222.6亿元。另据Standard Chartered Bank估算，在2010年第二季度，中国贸易总额的0.97%，出口额的0.18%，进口额的1.86%是以人民币结算的，而第三季度则迅速发展至2.10%、0.34%和3.73%。<sup>②</sup>

表1 人民币跨境贸易结算试点进程

时间		人民币跨境贸易结算试点的相关政策措施
2008	12月24日	国务院决定对广东和长江三角洲地区与港澳地区、广西和云南与东盟的货物贸易进行人民币结算试点
2009	4月8日	国务院决定在上海市和广东省广州、深圳、珠海、东莞4城市开展跨境贸易人民币结算试点
	6月29日	中国人民银行行长周小川和香港金融管理局总裁任志刚在香港签署了补充合作备忘录，推进跨境贸易人民币业务。
	7月2日	中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、税务总局、银监会共同制定的《跨境贸易人民币结算试点管理办法》正式对外公布
	7月6日	跨境贸易人民币结算试点在上海正式启动。标志着人民币在国际贸易结算中的地位从计价货币提升至结算货币。
	8月25日	国家税务总局正式下发通知，明确了跨境贸易人民币结算试点企业的出口退税手续。
2010	1月1日	中国-东盟自由贸易区成立，该贸易区是目前由发展中国家组成的最大自由贸易区。
	6月22日	中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、税务总局和银监会联合发布《关于扩大

门难以界定资金是否来自境外，因此无法给予出口退税。而出口退税的收益，要远远大于汇兑的损失。因此，企业使用人民币进行结算的动机受到很大影响。

<sup>①</sup> 李婧：《从跨境贸易人民币结算看人民币国际化战略》，《世界经济研究》2011年第一期。

<sup>②</sup> Standard Chartered Bank 全球研究部：《境外人民币交易——下一个市场在哪里？》，2011年1月7日。

		跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》。人民币跨境贸易结算试点地区扩大到北京等 20 个省（自治区、直辖市）；业务范围包括跨境货物贸易、服务贸易和其他经常项目人民币结算；不再限制境外地域，企业可按市场原则选择使用人民币结算。
	7 月 13 日	中国人民银行行长周小川与中国银行(香港)有限公司董事长肖钢签署《关于向台湾提供人民币现钞业务的清算协议》，授权中银香港为台湾人民币现钞业务清算行。
	10 月 29 日	“新疆跨境贸易与投资人民币结算试点”启动，新疆成为我国除跨境贸易人民币结算试点之外首个开展跨境直接投资人民币结算试点的省区。
	11 月 6 日	中国人民银行及内地有关部门大幅扩大跨境贸易人民币结算的内地试点企业名单，由原来的 365 家大幅增至 67359 家。
	11 月 18 日	东亚银行（中国）为内地企业在新疆完成首宗以人民币结算的境外直接投资（overseas direct investment, ODI）交易。
	12 月 3 日	北京等 16 个省（自治区、直辖市）参加出口货物贸易人民币结算试点的 67359 家企业可按照《跨境贸易人民币结算试点管理办法》开展出口货物贸易人民币结算试点，享受出口货物退（免）税政策。

资料来源：笔者根据相关报道整理。

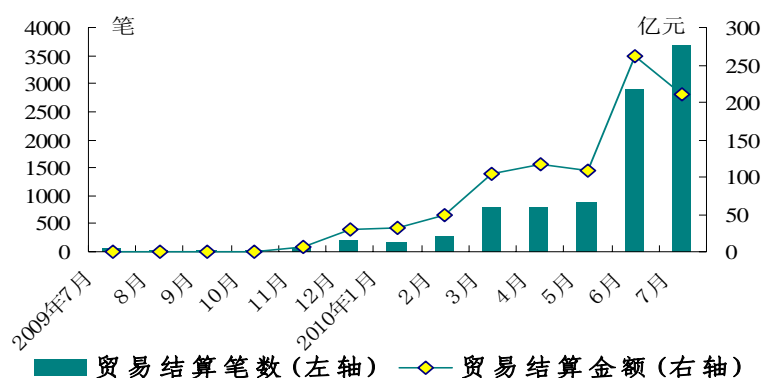


图 1 跨境贸易人民币结算按月情况

资料来源：根据中国人民银行公布的《2010 年第三季度中国货币政策执行报告》及其他公告整理。

表2 人民币跨境贸易结算量（单位：10 亿元）

	季度对外贸易 总额	对外贸易 总额 (累计额)	出口 (累计额)	进口 (累计额)	服务贸易和 经常帐户 (累计额)	银行间帐户余额 (累计额)
Q1-2010	18.35	21.94	1.86	18.13	1.95	3.18
Q2-2010	48.66	70.6	6.53	56.39	7.68	7.73
Q3-2010	126.48	197.08	17.73	157.09	22.26	19.14

资料来源：中国人民银行《2010年第三季度中国货币政策执行报告》，Standard Chartered Bank 全球研究部 2011年1月7日。

## 2. 与其他国家和地区签署央行货币互换协议

自2008年12月起，中国已经与韩国、中国香港、马来西亚、白俄罗斯、印度尼西亚、阿根廷、冰岛和新加坡等8个国家和地区签署了总额8035亿人民币、为期3年的双边本币互换协定（表3）。这些协定的签署在很大程度上不是为了帮助其他国家和地区应对金融危机，因而不是双边的美元互换安排，人民币作为不能被其他国家用来干预外汇市场的非自由兑换货币，用其签署双边本币互换安排的主要目的，就是为了推进跨境贸易人民币结算的发展。

表3 中国人民银行签订的双边货币互换协议

对方	协议签订日期	互换协议规模
韩国中央银行	2008年12月12日	1800亿人民币和38万亿韩元
香港金融管理局	2009年1月20日	2000亿人民币和2270亿港元
马来西亚国家银行	2009年2月8日	800亿人民币和400亿马来西亚林吉特
白俄罗斯共和国国家银行	2009年3月11日	200亿人民币和8万亿白俄罗斯卢布
印度尼西亚银行	2009年3月23日	1000亿人民币和175万亿印度尼西亚卢比
阿根廷中央银行	2009年4月2日	700亿人民币和380亿阿根廷比索

冰岛中央银行	2010年6月9日	35亿人民币和660亿冰岛克朗
新加坡金融管理局	2010年7月23日	1500亿人民币和300亿新加坡元

注：所有互换交易期限均为3年，并可在双方协议下展期。

资料来源：根据中国人民银行相关信息整理。

### 3. 重新启动汇率形成机制改革

2010年6月19日，在G20多伦峰会召开一周前，中国人民银行宣布重启人民币形成机制改革，新汇改延续了2005年7月至2008年6月期间人民币汇率形成机制，即以市场供求为基础、参考一篮子货币的管理浮动汇率制。重新启动汇率形成机制改革，当然有面对欧洲主权债务危机愈演愈烈的局势试图减缓国内外经济压力，以及通过增强汇率弹性调整国内产业结构、增强中国货币政策独立性等方面的目的，但不可否认的是，人民币汇率的弹性化改革也是推进人民币国际化的一项重要措施。一方面，从政策配套上看，在宣布重启汇改3天后，中国人民银行等6个部委就联合下发了《关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》，不仅扩大了跨境贸易人民币结算试点的地区范围，而且取消了境外地区限制；另一方面，从功能上看，重启汇改与加速人民币国际化也是相辅相成的。如果人民币盯住美元的汇率制度不改，且市场上存在单边升值预期，那么自然没有人愿意成为人民币负债方，这意味着进口商缺少积极性选择人民币进行结算；如果人民币对美元名义汇率出现真正意义上的双向波动，从而削弱单边升值预期，且促进人民币远期汇率市场发展的话，将有助于人民币在跨境贸易计价与结算中比例的提高<sup>①</sup>。事实上，2010年7月以来人民币跨境贸易结算额的迅速增加既与试点范围的扩大有关，也同人民币汇率形成机制的调整密切相关，6月22日，人民币对美元的汇率达到了2005年7月21日汇率形成机制改革以来的新高。此后，人民币对美元逐步升值。<sup>②</sup>人民币稳定升值有助于提高贸易伙伴采用人民币计价和结算的意愿。

### 4. 建设香港人民币离岸市场（CNH）

在资本项目尚未完全开放、人民币不能自由兑换的情况下，推进人民币跨境贸易结算的发展需要一个离岸企业和机构能够进行人民币买卖、投资和避险的场所，建立离岸人民币市场成为必然的选择。自2003年起，香港就启动了个人人民币业务的清算安排，开创了人民币离岸使用的先河。在2009年跨境贸易人民币结算试点开展之后，香港作为人民币离岸市

<sup>①</sup> 张明：《汇率机制弹性化至关重要——如何看待人民币汇改重启》，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心 Policy Brief No.2010.038（June.25.2010），第2页。

<sup>②</sup> 据国际清算银行的数据，2010年人民币实际有效汇率升4.72%。近期内，人民币升值速度有所加快，多家机构预测，2011年人民币可能升值4-6%。《东亚经贸新闻》2011年1月18日。

场的基础不断强化，条件日益具备。2010年8月16日，中国人民银行发布公告，允许符合条件的境外机构以人民币投资中国银行间债券市场，这对于香港离岸人民币市场（The offshore CNY market in Hong Kong, CNH）的建立与发展具有里程碑般的重要意义，意味着CNH的诞生。自此，CNH市场的发展格外迅速（参见表4）。2011年1月13日，中国人民银行发布“1号文件”——《境外直接投资人民币结算试点管理办法》，允许试点境内企业以人民币开展境外直接投资，这被视为中国货币当局积极推进人民币国际化的又一项重大举措，<sup>①</sup>将成为进一步加快CNH发展的助推器。

表4 CNH市场主要发展历程

2003	11月19日	中国人民银行于年发布公告，宣布人民银行将为香港银行开办个人人民币业务提供清算安排，并与香港金融管理局签署了合作备忘录
	12月31日	中国人民银行授权中银（香港）有限公司为参与个人人民币业务的香港银行提供清算服务；中国人民银行深圳支行与中银香港正式签订香港人民币业务清算合作协议书，深圳支行为清算行开立清算账户。
2005	11月1日	中国人民银行发布了《中国人民银行公告（2005）第26号》，准许包括零售、饮食及运输在内的7个行业开设人民币存款账户。
2006	3月6日	全新人民币交收系统推出，港人可在港开立人民币支票账户，支付在广东省的消费，每个账户每天支付限额为8万元人民币。
2007	6月26日	中国人民银行和国家发改委联合公布了《境内金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券管理暂行办法》，允许内地政策性银行与商业银行在港发行人民币债券。
2009	1月20日	中国人民银行与香港金融管理局签署货币互换协议，为后者提供最高可达2000亿元人民币的流动性支持，协议实施有效期为3年，以推动两地人民币贸易结算业务发展。与人民银行同其他周边央行签署的货币互换协议一样，该协议所涉资金尚未动用。
	6月29日	中国人民银行开始在上海和广东4个城市开展跨境贸易人民币结算试点，香港获准与上海及广东四个指定城市之间的跨境贸易可以人民币结算。
	9月28日	中国财政部在港发行总计60亿元人民币国债。这是中国国债首次在中国内地以外地区发行，也是首次在内地以外地区发行以人民币计价的主权债券。其中，二年期国债

<sup>①</sup> 与中国人民银行发布“1号文件”同时，2011年1月13日，中国银行纽约分行也开始开展针对美国公司与个人的人民币交易业务，允许美国公司与个人通过在该行的帐户买卖人民币。

		主要面向个人投资者，五年期国债仅向机构投资者配售，三年期国债将视认购情况在机构和个人投资者之间配售。零售部分将不少于 20 亿元人民币。
2010	2 月 11 日	香港金融管理局规定，只要涉及的人民币不回流内地，香港银行可自由运用持有的人民币资金；内地非金融机构获准在港发行人民币债券。监管局进一步明确，参加行“可以参照银行开展其它外币业务的通行做法，开展（人民币）业务”。这些指引为人民币在香港的自由流通创造了条件。
	6 月 22 日	中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、税务总局和银监会联合发布《关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》。人民币跨境贸易结算试点地区扩大到北京等 20 个省（自治区、直辖市）；业务范围包括跨境货物贸易、服务贸易和其他经常项目人民币结算；不再限制境外地域，企业可按市场原则选择使用人民币结算。
	7 月 19 日	中国人民银行副行长胡晓炼代表中国人民银行，与中银香港总裁和广北签署了修订《香港银行人民币业务的清算协议》，与香港金融管理局总裁陈德霖就扩大人民币贸易结算安排签订了补充合作备忘录。由此，香港人民币存款可于银行间往来转账，取消企业兑换人民币的上限。这些政策措施显著地拓宽了潜在人民币持有者的来源范围和可以开展的人民币金融产品种类，从而有利于构建 CNH 市场的基础。
	8 月 16 日	中国人民银行发布《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》，允许境外央行、港澳人民币业务清算行、跨境贸易人民币结算境外参加行等三类机构，在一定的额度内，通过专门开设的账户，投资大陆银行间债券市场。
	8 月 19 日	麦当劳在香港发行总金额 2 亿元人民币的 3 年期债券，成为首家在香港发行人民币债券的跨国公司。对市场来说，这也是首次有外资跨国企业（非金融机构）发人民币债券，其定价将成为其他外资企业在港发债的参考。
	10 月 22 日	汇丰银行完成首宗以人民币交收的利率掉期（IRS）。同日，亚洲开发银行发行 12 亿元人民币债券，为首只在港上市的人民币计价产品。
	10 月 28 日	香港金融管理局发出通告指内地就贸易结算指定的 80 亿元人民币兑换年度配额已用完，为此金管局已启动与中国人民银行之间总值 2000 亿元人民币的货币互换安排。
	11 月 30 日	中国财政部在香港发行第二批总额为 80 亿元人民币的人民币国债。其中，零售部分总额 30 亿元，机构部分总额 50 亿元。总申购金额近 500 亿元，约为发行额的 10 倍。
	12 月 23 日	香港金融管理局宣布从 2011 年 1 月 1 日起实施四项措施优化人民币跨境贸易结算机



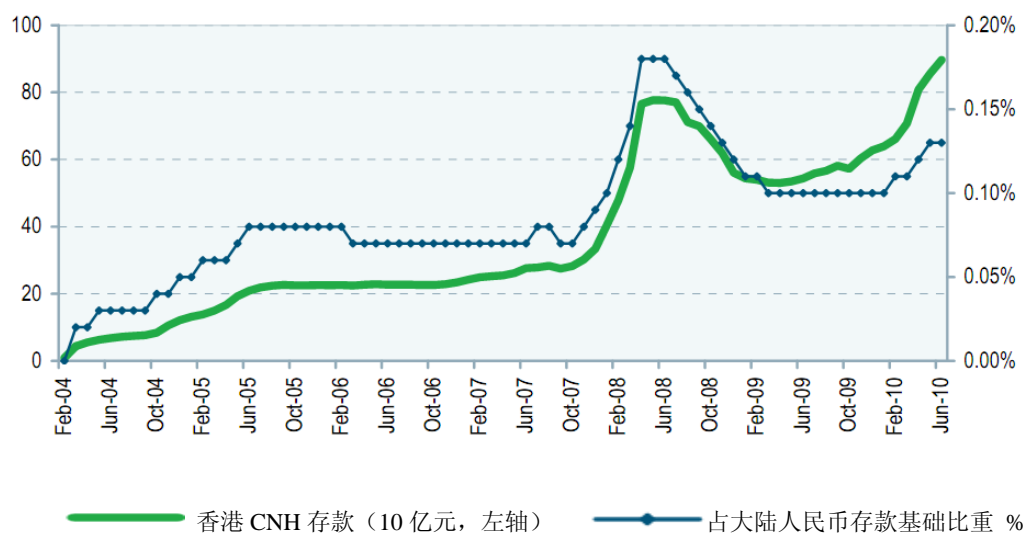
		制，包括利用与人民银行货币互换提供 200 亿元人民币常设资金池，为跨境贸易结算和支付提供人民币资金。
2011	1 月 13 日	中国人民银行公布“1 号文件”《境外直接投资人民币结算试点管理办法》，将允许试点内的境内机构以人民币开展境外直接投资。规定境内机构经境外直接投资主管部门核准，可使用人民币资金通过设立、并购、参股等方式在境外设立或取得企业或项目全部或部分所有权、控制权或经营管理权等权益。该《管理办法》涵盖了在跨境贸易人民币结算试点地区内登记注册的非金融企业。

注：黑影部分是对 CNH 建立与发展的重要举措，可以将其视为 CNH 建设与发展的重要阶段。

资料来源：笔者根据中国政府及媒体的相关报道整理。

总体上看，目前 CHN 的发展在一定程度上反映着中国货币当局近期内推进人民币战略的两条主线：一是向境外输出人民币，提供人民币流动性；二是向境外投资者提供更多的人民币计价金融产品。

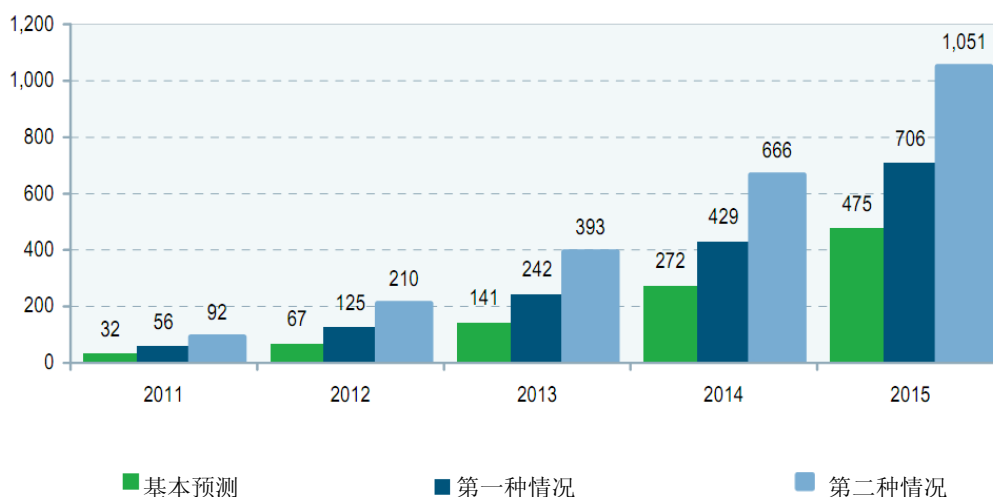
(1) CHN 的流动性现状及其展望。自 2003 年特别是 2010 年以来，香港银行体系的人民币存款不断增加（图 2），到 2010 年 6 月已超过 900 亿元（约合 125 亿美元），占中国境内人民币存款基础总额的 0.1% 以上。两者之间规模的巨大差异使得中国货币当局在很大程度上确信，CNH 的发展不会对境内金融体系造成明显的负面影响，因而有可能在今后相当长时期内采取更为积极的政策措施促进 CNH 的发展。



资料来源：Standard Chartered Bank 特别报告：《新兴 CNH 市场》，2010 年 9 月 9 日。

图 2 CNH 存款及其占中国境内人民币存款的比重

目前，中国境内向香港转移人民币资金主要有四种渠道：一是内地进口商在贸易结算中支付人民币；二是内地游客和其他地区游客在香港支付人民币；三是走私或投机性“热钱”的非法流入（如虚开贸易发票等方式）；四是刚刚开始境外直接投资人民币结算。后一种渠道的发展目前难以预计，仅从前三种渠道的发展来看，未来 CNH 人民币存款的增长将十分显著（图 3）。即便是按照最基本的预计，到 2015 年 CNH 的人民币存款将达到 4750 亿美元（2010 年 11 月为 190 亿美元）。



注：“基本预测”是基于贸易与观光两种渠道预估 CNH 存款增长趋势；“第一种情况”是假设境内人民币存款通过非贸易结汇渠道逐步转移至香港，预计到 2015 年这部分存款将占到境内存款总额的 1.0%；“第二种情况”是假设非贸易相关的人民币转移速度将加快，5 年内这部分存款将占到境内存款总额的 2.5%。

资料来源：Standard Chartered Bank 特别报告：《香港离岸人民币市场（CNH）外汇、利率与点心债券市场》，2010 年 11 月 11 日。

图 3 CNH 存款量预期（10 亿美元）

(2) CNH 人民币计价金融产品的发展。CNH 人民币计价金融产品的发展既关系到未来 CNH 发展的广度与深度，也关乎近期内人民币流动性的增长。因此，致力于发展 CNH 的香港金融管理局对人民币计价金融工具的发展持大力支持的立场。它对新的金融交易产品

没有普遍的禁令，只需在交易前获得批准，经认定合格的金融机构提交产品与风险管理规划方案即可。因此，CNH 人民币计价金融产品的发展有着良好的发展前景。截至到 2010 年 9 月，完全融资型（fully funded）CNH 人民币计价的结构性产品已推向了市场，而且保本型结构性投资产品与可交割远期产品已经获得批准，其他一些产品交易许可证正处在申请程序中（表 5）。预计 CNH 新的结构性产品可能集中在外汇、大宗商品和利率领域，信贷类和股市挂钩类产品可能会在稍后一些推出。

表 5 CNH 计价产品概览

CNH 产品	是否上市	备注
即期 (Spot)	是	银行间市场交易规模达 3000 万-4000 万美元
远期 (Forward)	是	目前有人民币远期 (DF)，无本金交割远期 (NDF) 和 CNH 远期曲线
远期利率协议/货币利率交叉互换 (FRA/CCS)	否	预计很快可上市交易
货币市场 (Money market)	是	由于拥有 CNH 的机构数量少，银行间交易量相对稀薄
存款证 / 结构性票据 (CDs/structured notes)		存款证已推出，结构性票据可能会尽快
外汇期权 (FX options)	否	当前 CNH 即期汇率缺乏透明度和定价，制约着这一类产品的开发
结构性产品 (Structured products)	部分	目前只有完全融资结构性产品
债券 (Bonds)	是	香港 CNH 债券市场正处于持续建设之中
公募基金 (Mutual funds)	是	首只境外人民币基金于 2010 年 8 月在港推出

资料来源：Standard Chartered Bank 特别报告：《新兴 CNH 市场》，2010 年 9 月 9 日。

正如 1960 年代欧洲美元离岸市场建设促进了欧洲美元债券市场的大发展一样，CNH 的发展必将推动香港人民币债券市场的发展。这既可以为商业银行提供更大的资产池来匹配其人民币流动性负债，也将有利于创造出一个有信誉的银行间市场，这对那些需要可信赖定价模式的对冲类产品和利率互换产品的发展具有十分重要的意义。表 6 是近年来香港人民币债券的发行情况。由于同内地债券发行市场严格的管理与控制相比，在 CNH 上任何实体（无

论中资或外资)只要符合参与香港债券市场的一般要求,即可发行人民币债券,而且也无对所得人民币兑换其他货币方面的限制,因此香港人民币债券市场的发展前景十分广阔。2010年,香港人民币债券发行额高达300亿元,估计2011年将达到800亿元。值得关注的是,据悉2011年1月世界银行将在香港发行5亿元两年期的人民币债券。这是世界银行首次发行人民币债券,具有重要的标志性意义。<sup>①</sup>

表6 香港发行人民币债券状况

发债人	到期时间	未偿余额, 利息
中国银行	2010年9月	10亿元, 3.25%
中国建设银行	2010年9月	30亿元, 3.24%
中国银行	2010年9月	20亿元, 3.25%
东亚银行	2011年7月	40亿元, 2.8%
HKCB Financial Services	2011年7月	20亿元
汇丰银行(浮息)	2011年7月	10亿元, 3个月 SHIBOR +38bps
国家开发银行(浮息)	2011年8月	10亿元, 3个月 SHIBOR +38bps
国家开发银行	2011年8月	10亿元, 2.77%
中国进出口银行	2011年9月	30亿元, 3.4%
汇丰中国	2011年9月	20亿元, 2.6%
中国银行	2011年9月	10亿元, 3.4%
中国政府债券	2011年9月, 2012年9月, 2014年9月	60亿元, 2.25%, 2.7%, 3.3%
合和公路基建有限公司	2012年7月	13.8亿元, 2.98%
麦当劳	2013年9月	2亿元, 3%

资料来源: 同表5。

## 5. 促进境外人民币交易的发展

<sup>①</sup> 世界银行选择在香港发行人民币债券, 主要原因是发债成本低。由于目前香港流动性充裕, 且香港人民币存款利率远低于中国内地, 导致世界银行本次发债利率仅为0.95%, 甚至低于中国财政部2010年11月在香港的发债利率。2010年12月俄罗斯外贸银行在香港发行三年期人民币债券的利率为2.95%, 而该行同年发行的五年期欧洲美元债券与三年期卢布债券的利率分别为6.47%与7.6%。此外, 尽管发行人民币债券可能面临人民币升值的汇率风险, 但如果世界银行所募集的资金是在中国内地使用, 则汇率风险将不复存在(张明:《离岸人民币债券市场将加速扩张》, Research Center for International Finance Policy Brief No.2011.003.)。

为了促进跨境贸易人民币结算的发展,中国货币当局正在积极推进境外人民币交易的发展。2010年8月19日和11月22日,马来西亚林吉特(MYR)和俄罗斯卢布(RUB)加入到中国银行间外汇市场与人民币直接交易的外币种类当中,<sup>①</sup>同时人民币也在马来西亚和俄罗斯的外汇市场挂牌交易。人民币境外交易的发展显然有利于企业之间替代美元开展贸易结算,回避或减少双方的汇兑成本与汇率风险。

至于还将有哪些国家的外汇市场推出本币兑人民币的双边交易,既要看中国的主要贸易伙伴在中国对外贸易中的地位,也要看对方是否愿意并有条件允许本币在境外交易。<sup>②</sup>首先,从中国主要贸易伙伴的情况来看(表7),美元、欧元和日元显然最为适合,但中国与它们的贸易目前主要使用美元结算,特别是在中国金融体制改革难以快速取得进展的情况下,其与人民币的双边交易的开展是困难的。因此,中国货币当局可能更希望将韩元(KRW)和新台币(TWD)加入银行间外汇市场交易,并允许人民币在韩国和台湾进行境外交易。之后,可能希望将人民币境外交易推广至澳元(AUD)、新加坡元(SGD)和印度卢比(INR)。目前,中国同它们之间的双边贸易主要以美元结算,使用人民币或贸易伙伴本币结算将使双方受益。其次,从其他经济体允许本币在境外交易的意愿或条件来看,由于KRW和TWD目前尚不能在境外交割,并担心因此而产生的风险,韩国和台湾地区货币当局可能对开展同中国(大陆)的双边本币交易持保留意见。相反,尽管中国同韩国和台湾地区的双边贸易规模超过与新加坡和澳大利亚的双边贸易规模,但由于AUD和SGD均为可交割货币,且新加坡外汇市场交易中心的地位较高且具有相对深度的金融市场,它们对本币境外交易的容忍度更高。所以,预计SGD和AUD将在KRW和TWD之前加入中国银行间外汇市场交易,并容许人民币在本国(地区)外汇市场挂牌交易。

表7 2007年1月至2010年10月中国与主要贸易伙伴对外贸易额占外贸总额的比重(单位:%)

欧洲	美国	日本	香港	韩国	台湾	澳大利亚	马来西亚	新加坡	俄罗斯	印度
19.6	13.3	10.4	8.1	7.2	5.1	2.5	2.3	2.1	2.0	2.0

资料来源: Standard Chartered Bank 特别报告:《境外人民币交易——下一个市场在哪里?》,2011年1月7

<sup>①</sup> 目前,中国银行间外汇市场人民币交易外币种类有:美元(USD)、港元(HKD)、欧元(EUR)、日元(JPY)、英镑(GBP)、马来西亚林吉特(MYR)和俄罗斯卢布(RUB)。人民币兑林吉特和卢布的交易价格均可在中间价上下5%幅度内浮动,人民币对EUR、JPY、HKD、GBP的交易价格在中间价上下3%幅度内浮动,而人民币兑美元的交易价格只能在中间价上下0.5%幅度内浮动。

<sup>②</sup> Standard Chartered Bank 特别报告:《境外人民币交易——下一个市场在哪里?》,2011年1月7日。

日。

## 6. 推进跨境直接投资人民币结算

自 2010 年开始，中国货币当局开始积极推进跨境直接投资人民币结算的试点工作，试图在通过经常项目输出人民币的同时，通过资本项目扩大人民币的输出，增加境外人民币流动性供给。如表 1 所示，2010 年 10 月 29 日，“新疆跨境贸易与投资人民币结算试点”启动，新疆成为中国除跨境贸易人民币结算试点之外首个开展跨境直接投资人民币结算试点的省区；11 月 18 日，东亚银行（中国）为内地企业在新疆完成首宗以人民币结算的境外直接投资（overseas direct investment, ODI）交易。2011 年初，温州宣布实施个人境外直接投资试点；1 月 13 日，中国人民银行在题为《境外直接投资人民币结算试点管理办法》的“1 号文件”中，规定获准开展境外直接投资的境内企业均可以使用人民币开展境外直接投资活动。

<sup>①</sup>这意味着人民币在资本项目下的自由兑换取得了重要进展。<sup>②</sup>

### 二、现阶段人民币国际化面临的主要问题

现阶段人民币国际化虽然取得了一些重大进展，但也存在着一些不容忽视的问题，主要表现在以下四个方面：

#### 1. 跨境贸易人民币结算的发展不平衡

这主要体现在以下三个方面：

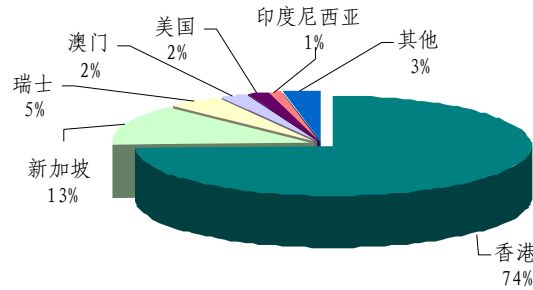
（1）地区不平衡。从境内跨境贸易人民币结算的地域分布来看，广东省的结算量较大，截止到 2010 年 6 月，广东省结算量达到了 430 亿美元。深圳市 34 家银行为 275 家企业办理了跨境贸易人民币结算业务 1308 笔，金额 274.72 亿元，占全国的 35.9%。这同该地区率先开展试点并与香港在地域上的接近，且开展了多年来的金融合作有密切关系。在境外结算的地域分布上，截至 2010 年 6 月底，跨境贸易人民币业务主要集中在香港、新加坡，两地分

---

<sup>①</sup>总体上看，允许人民币境外直接投资将加快人民币国际化的步伐。一方面，由于可以省略投资前兑换美元的步骤，且境外所获得的利润也可以直接用人民币汇回，可以使企业有效地控制汇率风险，促进中国企业“走出去”。预计 2010 年中国对外直接投资的规模在 400—500 亿美元之间，在开启人民币境外直接投资之后，定将推动中国企业对外直接投资的发展。另一方面，这一措施将增加人民币的境外需求，促进其他国家增加人民币储备。同时，这也将一定程度上缓解国内的通货膨胀压力。当然，由于通过境外直接投资使人民币更多地参与到国际市场当中，会在一定时期内使人民币面临着更多的升值压力。在“一号文件”颁发的当日，人民币兑美元中间价突破了 6.60 关口，在很大程度上反映着这一趋势。

<sup>②</sup> 张明：《人民币国际化的进展与隐忧》，Research Center for International Finance Policy Brief No.2011.006。

别占总结算量的 74% 和 13%（图 4）。这说明，跨境贸易人民币结算在境外的分布上也具有非均衡性。绝对数量集中在港澳和周边地区。



资料来源：作者根据 2010 年《金融时报》、《21 世纪经济报道》发布的信息整理。

图 4 境外国家（地区）跨境贸易人民币结算量占比

（2）贸易类型不平衡。从跨境贸易人民币结算的贸易类型来看，进口业务占的比重最大，其次是出口业务和服务贸易（表 2）。导致这种状况的原因可能有四个：一是同现阶段中国的加工贸易模式相关，目前对欧美国家的出口几乎占到中国出口总额的 40%，从其进口也占到中国进口总额的近 20%，而欧美企业同中国贸易使用人民币结算的可能性很低；二是中国出口商较进口商在跨境贸易人民币结算中所受到的限制更多，中国出口企业只有被纳入到跨境人民币结算试点企业名单（MDE）后才可以使使用人民币开展贸易结算，而非试点企业的人民币结算范围仅限于进口，不包括出口；三是中资企业在国际市场上的定价能力比较弱，虽然中国已经成为全球贸易量第二大国，但是在全球和亚洲生产网络中，中国在生产分工和收益分配上仍然处于弱势地位，定价能力比较弱，在大宗产品上，中资企业根本不具备定价能力；四是境外银行难以很快地设立国外同业帐户（nostro account）并向境外企业提供离岸人民币业务，等等。

（3）企业类型不平衡。不论在中国内地还是香港，现阶段能够参与跨境人民币结算的企业几乎都是大企业，中小企业的参与非常有限，尤其是为中小企业服务的金融工具或产品更是落后。如目前 CNH 对冲人民币风险的工具主要是针对大企业而设计的，而中小企业则缺少对冲人民币风险的合适途径。在人民币升值预期下，使用人民币结算减轻了境内出口企业的汇率风险，但这些风险将转嫁给境外进口企业。考虑到香港和境外的中小企业对内地贸易的巨大规模，它们对人民币对冲工具存在着庞大的需求。因此，CNH 如何开发针对中小

企业的人民币计价的金融产品，是今后 CNH 发展所面临的一项紧迫课题。

## 2. 跨境贸易人民币结算中存在着大量套利融资等投机活动

由于香港和内地金融市场的分割和投资渠道的限制，使得香港离岸人民币市场利率一直低于内地，即使在美元结算的情况下，套利融资的企业也是存在的。在跨境贸易人民币结算开展以后，境外长期存在的人民币升值预期导致 CNH 的人民币兑美元汇率水平高于内地，从而大大地增加了企业的双重套利空间。事实上，在进口人民币结算大幅增加的背后，有一个不容忽视的问题，即境外出口方多为境内进口业务的关联公司或者在境外特别设立的操作平台，目前以香港和新加坡居多。就其规模来看，如果按照目前跨境贸易人民币结算的 80% 是进口结算的话，那么其中有 80% 属于这种套利活动，而真正境外非关联公司的人民币结算并不多。事实上，在 2010 年 9 月底达到 2000 亿元的人民币结算规模当中，仅 8、9 两个月的增量就达到 1000 亿元的规模。这其中套利交易起到了重要作用。估计套利空间至少在 1~2% 之间，收益相当可观。<sup>①</sup>显然，这种套利活动背离了跨境贸易人民币结算的初衷，不仅会导致人民币的加速流出，更使得 CNH 的防火墙作用大打折扣，很容易引发金融动荡。

## 3. 人民币的风险管理和银行服务水平面临着挑战

由此可见，伴随着 CNH 的发展，人民币的风险管理以及银行的服务水平都面临着挑战。

首先，就人民币风险管理来看。一方面，中国内地在人民币跨境结算与流通的监测与管理系统的建设，以及如何建立有序的人民币回流体系、加强与周边国家和地区开展人民币跨境流通监管合作、控制人民币风险等方面，面临着许多亟待解决的问题。另一方面，CNH 的建设与发展无疑有助于推进人民币国际化的进程，但同时也要看到，香港面临的风险管理压力也十分巨大。CNH 的发展容易导致热钱大规模在香港流出入，并将可能发生的问题或风险集中于一个地区，这自然对香港金融当局监管、应对风险的能力提出了更高的要求。例如，如何在人民币流通量偏低的情况下避免高杠杆比例产品的过快发展，如何在银行无法提供大规模与贸易结算无关的人民币资金的情况下避免货币错配，以及进一步提高信息透明度，等等。

---

<sup>①</sup> 套利的具体模式是：境内公司一般会向境内银行申请 1 年期远期信用证或者保付加签等银行信用担保，关联公司在向境内出口以后，就会利用应收境内的人民币债权特别是银行担保信用，在境外申请低息美元贴现，到期利用 NDF（无本金交割远期）汇率卖出人民币归还美元贷款，获得汇率和利率的双重套利。《21 世纪经济报道》（2010 年 11 月 3 日）：《跨境人民币结算破 2000 亿，套利冲动令银行两难》。



其次，如何尽快提高中国银行业的金融服务水平也是急需解决的问题。随着跨境贸易人民币结算的开展，为解决人民币结算和资金管理的需求，需要中国银行向境内外企业和客户提供优质的金融服务。目前，中国商业银行的跨境客户主要包括两类：一类是中国“走出去”的企业，以及出国留学、定居、经商等领域的客户，二是其他国家或地区与中国有贸易、投资往来的企业。但由于长期以来中国国内金融发展滞后，金融产品开发不足，金融机构的对外服务功能较弱，商业银行在产品开发、定价策略、服务提供等方面必须建立起相应的服务体系，以满足跨境人民币业务、跨境贸易和金融业务、并购和项目融资业务以及个人理财业务等方面的需求。显然，中国商业银行在这方面的任重道远。

#### 4. 如何避免 CNH 延迟国内金融改革的风险

在这方面，“日元国际化”的经验与教训值得中国关注。1980 年代至 1990 年代，为了隔离日元国际化对国内金融体系的负面影响，日本金融当局积极推进了以欧洲日元交易的自由化为发端的“日元国际化”进程，采取了内外分断的改革措施，不仅导致日本国内金融业务的外流，更重要的是延迟了国内金融改革的发展，结果使“日元国际化”进程停滞不前，东京国际金融中心的发展也受到了严重制约。<sup>①</sup>需要指出的是，现阶段的人民币国际化本质上是中国政府应对金融危机的手段，它并不自然地意味着将对国内金融体制的剧烈改革。因此，借鉴日本的前车之鉴，将人民币市场人为地分割为离岸市场与内地（在岸）市场，不仅面临着资本项目管制与人民币国际化进展之间艰难的政策平衡，还将可能减少内地市场参与者和金融当局的改革动力，利率管制和市场准入管制将继续阻碍竞争的形成与发展，甚至使各种既得利益集团拖延或继续反对改革。因此，作为促进人民币国际化的战略措施，CNH 也有可能拖延中国国内金融改革的发展。<sup>②</sup>如何避免这种情况的发生，是中国政府和金融当局面临的重大挑战。

### 三、结论

毫无疑问，自全球金融危机爆发以来，中国货币当局在推进人民币国际化方面取得了显著进展，但就目前人民币的地位来看，它显然不是国际货币。现阶段人民币国际化战略的推行，不过是启动了人民币国际化的进程。

---

<sup>①</sup> 参见李晓：《“日元国际化”的困境及其战略调整》，《世界经济》2005 年 6 月号。

<sup>②</sup> 村濑哲司：《香港人民币离岸市场应为过渡措施》，《东方早报》2010 年 12 月 7 日。

就目前来看，人民币国际化进程正面临着一些困难或问题。这些困难或问题有两类：一是在发展中可以解决的，二是制度或体制性等长期性、前提性的问题。就后者而言，现阶段中国在人民币自由兑换和资本项目开放等方面的许多障碍，对早期的人民币国际化进程的影响并不是很大，而且其中的部分问题可以通过在香港建立 CNH 的途径来解决<sup>①</sup>。所以，在今后一段时期内，人民币国际化战略的实施会有一些的发展空间。但是，人民币国际化若想得到更进一步的发展，势必将面临着许多经济结构、增长模式和经济体制等根本性的阻力。从这个意义上讲，人民币国际化注定是一个渐进的、漫长的过程。<sup>②</sup>

另一方面，从外部环境来看，有两个问题值得我们高度关注：一是人民币国际化发展的路径将在很大程度上决定着东亚货币合作的未来发展，进而也影响着国际货币体系的改革和发展前景。虽然“替代美元”并没有直接成为中国政府推行人民币国际化战略的目标，但该战略的实施将在何种程度上实现区域性或全球性的“替代美元”，其影响如何，美国将作出怎样的反应，都值得研究。二是人民币国际化的发展很有可能率先在东亚局部地区形成以人民币为核心的“汇率稳定圈”，进而可能形成“人民币圈”与只有日元的“日元圈”并存的格局，<sup>③</sup>那么日本货币当局将采取怎么样的策略予以应对，是合作还是抗衡？这将在多大程度上影响人民币国际化的发展前景？以及影响东亚货币合作和国际货币体系改革的未来？

对上述问题，中国经济学界应该具有足够的重视并有必要开展积极的研究。

---

<sup>①</sup> 参见李晓：「ドル体制の持続可能性、東アジア通貨協力及び人民元国際化」、「国際金融」2010年10月1日号。

<sup>②</sup> 中国国家主席胡锦涛于2011年1月18日至21日访问美国前，在接受美国《华盛顿邮报》和《华尔街日报》联合书面专访时指出：“一个国家的货币在全球范围内被广泛接受需要很出时间。中国在总的经济产出和贸易方面为世界经济做出了重大贡献，人民币也在世界经济发展过程中发挥了作用。但人民币国际化将会是相当长的过程。《东亚经贸新闻》2011年1月18日。

<sup>③</sup> 石田护：《东亚货币合作正当其时》，《东方早报》2008年12月30日。