

# 人民币国际化与中国经济转型

沈建光

瑞穗证券亚洲公司董事总经理

首席经济学家

2012年1月

2011年11月1日，中国发展研究基金会与美国对外关系委员会共同举办了“国际货币体系的未来与人民币的角色”国际研讨会。会议由国务院发展研究中心党组书记、副主任、中央财经领导小组办公室副主任刘鹤与全国人大财经委副主任委员吴晓灵担任中方共同主席，由美国对外关系委员会共同主席、前财政部部长罗伯特·鲁宾与哈佛大学教授、前总统经济顾问委员会主席马丁·费尔德斯坦担任美方共同主席。

本文为该研讨会的背景报告之一。作者沈建光，瑞穗证券亚洲公司董事总经理、首席经济学家。

## 内容提要

目前央行关于国际化的定义，即“人民币跨境使用”，显得有些狭隘，因为这仅仅是实现国际化过程中一个必经之路而非最终目标。人民币国际化对中国而言包含着两大重要含义，即实现人民币基本可兑换性以及促进人民币成为国际储备货币的一员。要实现基本可兑换则必须满足四大金融主题改革，包括 1) 资本项目逐渐、有序开放；2) 人民币离岸市场发展；3) 利率市场化；4) 一个基于市场化原则的有弹性的汇率机制。这四大改革不应单一起来看，或者用先后顺序来区分，而是应该循序渐进、同时并举。

与此同时，人民币国际化在国际国内双重变革的背景下，显得更加紧迫。国际方面，美元贬值以及欧洲主权债务危机的进一步深化，使得中国巨大的外汇储备面临两难选择；国内方面，刘易斯拐点的出现使得劳工成本上涨以及“年轻劳力”的不断减少，使得产业转型以及结构调整成为一个重要的任务。

从长远来看，人民币国际化对中国经济的根本影响，体现在能够推进中国经济的四大关键转型，其一，贸易成本的降低，更平衡的经常项盈余以及本地居民获得更多投资海外的机会，会促使本国经济逐渐转向内需-外贸并重的经济模式；其二，服务贸易以及金融服务业的大力发展，会使得服务业占比逐渐提升；其三，更多的企业因为人民币国际化，会更多地“走出去”，进行海外投资；其四，提高金融的市场化水平，使得目前行政为主的管理手段所造成的资源分配扭曲得到缓解。

尽管如此，人民币国际化也存在两大潜在风险，即宏观调控工具效果减弱，以及自由资本流动带来的对金融市场的冲击，特别是对人民币汇率稳定的影响。这更反映了对逐步放宽资本市场行政手段调整的监控以及同时防范汇率风险的必要。因此谨慎选择金融改革的时序以及匹配相应的监管手段是今后一段时期实现人民币国际化所要迫切注意的问题。

# 目 录

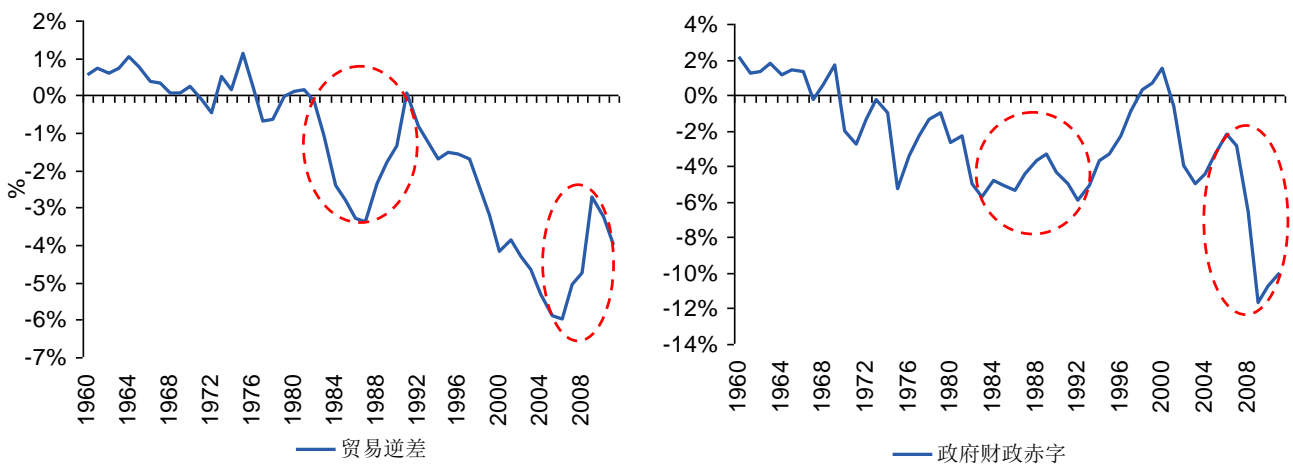
1.0 国际国内两大趋势加速人民币国际化	1
1.1 全球经济再平衡之路曲折	1
1.2 国内刘易斯拐点促中国经济全面转型	2
2.0 人民币国际化的意义	5
2.1 可兑换性的四大含义	6
2.2 人民币作为国际储备货币	7
3.0 人民币国际化对中国经济转型四大影响	10
3.1 影响 1: 出口导向型逐步向内需型经济转变	11
3.2 影响 2: 制造业向服务业缓慢倾斜	15
3.3 影响 3: 从外国直接投资到中国企业“走出去”	25
3.4 影响 4: 从行政手段调节金融向市场化迈进	27
4.0 人民币国际化对国际金融系统的影响	37
5.0 国际化的两大潜在风险	39
5.1 风险 1: 宏观调控难度增大, 行政手段作用削弱	40
5.2 风险 2: 人民币汇率波动可能加剧, 短期资本流动加大市场风险	41
6.0 结论	42
7.0 参考文献	43
编者说明	46

## 1.0 国际国内两大趋势加速人民币国际化

### 1.1 全球经济再平衡之路曲折

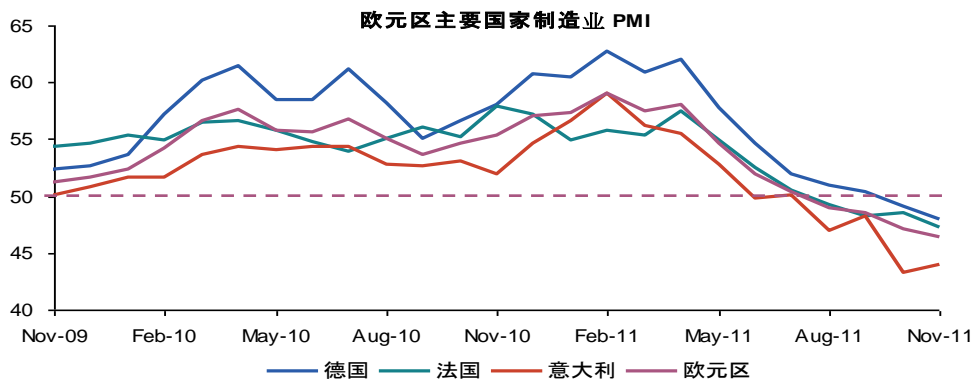
2008 年金融危机后，美国政府并未找到带领美国经济走向复苏的真正的办法，只是将私人的债务危机转换成国家债务危机。因此，美国再次出现了八十年代末严重的双赤字问题。在此期间，美联储尽管分别于 2009 年与 2010 年先后推出两轮量化宽松政策，但最终对美国实体经济复苏收效甚微，美国经济成长动力缺乏。而欧元区也出现了主权债务问题；与美国债务问题不同，欧元区债务问题之所以越演越烈，很大程度上是由欧元框架尚不完善造成的，并且欧洲央行与德国央行之间，欧元区核心国与非核心国之间、政客与选民之间均存在着广泛的矛盾，因此欧洲主权债务问题是个中期性矛盾。

图表 1 美国政府严重的双赤字问题在 80 年代末也曾发生  
(贸易逆差和联邦政府财政赤字占 GDP 比重)



资料来源: BEA, 瑞穗证券

图表 2 欧洲主要国家 PMI 降至谷底

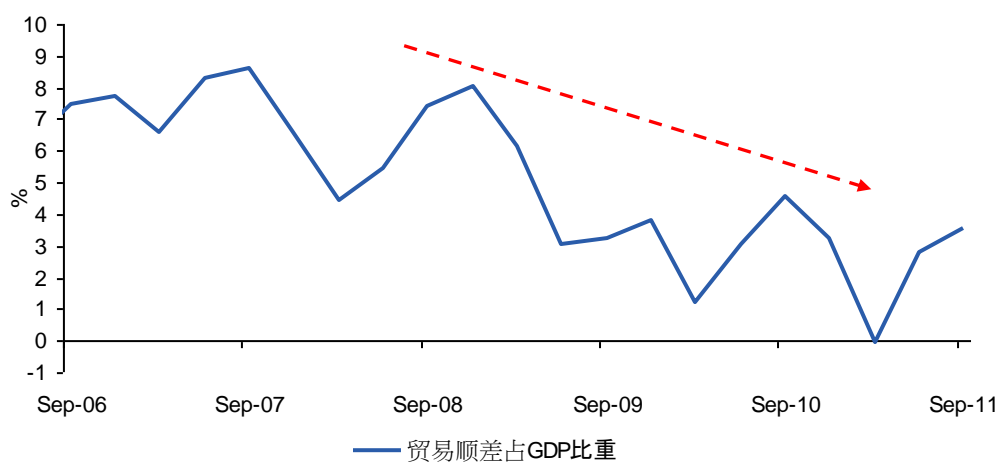


资料来源: CEIC, 瑞穗证券

海外经济恶化的现实从三个方面对中国经济产生了巨大影响。第一，海外需求放缓削弱了中国的出口增长。尽管 2011 年中国出口额再创新高，但对于美出口已经连续几月大幅回落，目前保持在个位数的增长速度。而人民币兑美元的升值压力加大，更不利于出口企业保持对美出口竞争力。第二，尽管海外经济放缓对全球油价上涨有一定抑制作用，有利于缓解短期输入性通胀压力。但从中期来看，如果下半年美国推出新一轮的货币宽松政策，美元超发仍可能引发大宗商品价格上涨，继续恶化全球通胀形势。第三，中国作为美国国债最大持有者，中国 3.2 万亿美元国家外汇储备中美元及美元资产接近 70% 以上，美元贬值必将给中国带来严重的储备资产安全问题。

中国经常项盈余占 GDP 比重也从去年以来有了显著的下降。外管局最新的数据显示，中国前三季度经常项盈余占 GDP 比重由去年的 5.1% 下降到 3%。由于美国主流经济学家将“均衡汇率”的假设基于中国相对较高的经常项盈余占 GDP 数据，目前经常项盈余的显著下降减少了人民币升值的潜在空间。

图表 3 贸易顺差占 GDP 比重自 2007 年以来逐年下滑



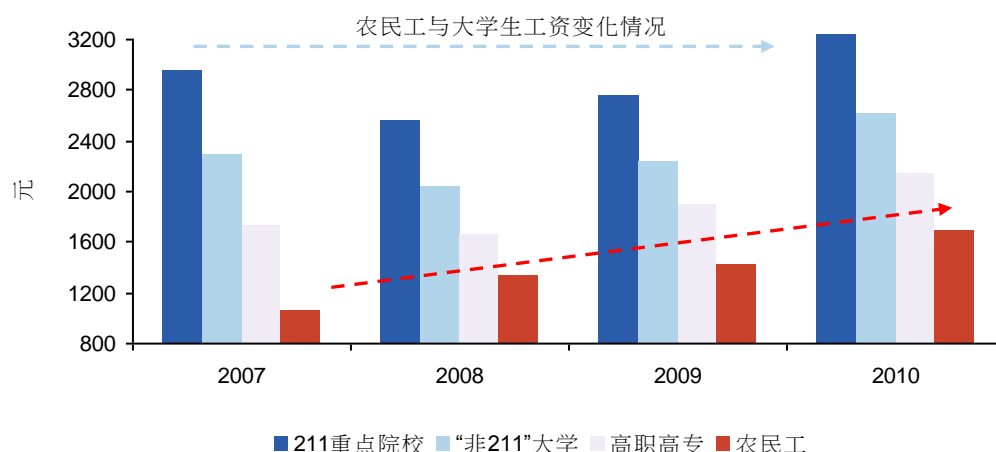
资料来源: CEIC, 瑞穗证券

## 1.2 国内刘易斯拐点促中国经济全面转型

### 刘易斯拐点出现——缩小收入差距的市场力量

“刘易斯拐点”的出现，是以市场力量促进收入结构改善。劳动力短缺凸显中国农村剩余劳动力转移进入尾声，中国的刘易斯拐点已经到来。未来劳动力工资的上涨，特别是制造业农民工的工资，将作为一种市场经济的力量，推动低收入者收入的提高。而中国目前的工资上涨存在结构性失衡，刚毕业的大学生和农民工工资水平趋同趋势增强，工资上涨结构性特征明显。

图表 4 农民工与大学生工资有趋同趋势



资料来源: CEIC, 农业部, 瑞穗证券

### 我国农村剩余劳动力已经不足

根据社科院人口与劳动经济研究所所长蔡昉判断 2007 年中国经济的刘易斯拐点已经到来,中国劳动力过剩时代即将结束。他的悲观估计得出了农村处于剩余状态的农村劳动力只有 2481 万人, 仅有 5% 的结论, 农村剩余劳动力已经严重不足。且农村剩余劳动力中, 30 岁以下劳动力已经十分有限, 年龄在 30 岁以上的则占到了 80%。可以说农村再无“壮力”可供转移。

图表 5 农村劳动力中三十岁以上超过 80%

类型	转移劳动力		农村劳动力		剩余劳动力	
	万人	%	万人	%	万人	%
16-20	3,660	18.3	1,691	9.5	1,017	9.5
21-25	5,420	27.1	89	0.5	54	0.5
6-30	3,138	15.9	1,6	8.	942	8.8
1-40	4,640	23.2	5,500	30.9	3,306	30.9
40 岁以上	3,100	15.5	8,953	50.3	5,382	50.3
所有	20,000	100	17,800	100	107,700	100

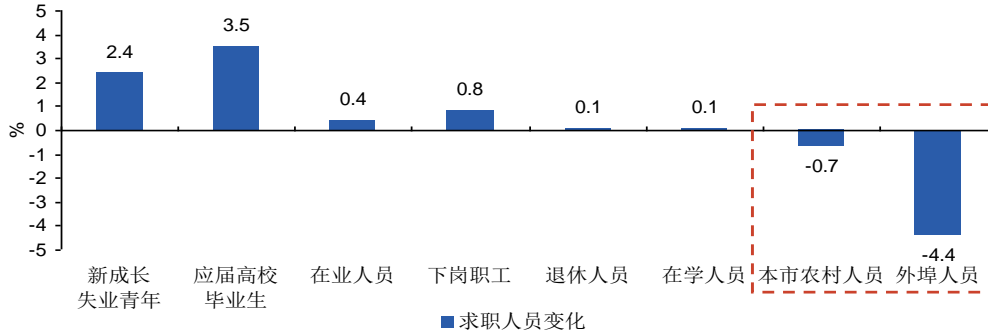
资料来源: 国家统计局, CEIC, 瑞穗证券

### 刘易斯拐点出现对中国经济的影响

正如我们在《工资上涨-中国经济转型的动力》(2010 年 6 月 25 日) 的报告中就指出, 刘易斯拐点将对产生三大主要影响: 1) 中国现有的依靠粗放型加工制造业的发展模型将会受到冲击, 而产业升级的诉求将对今后中国的产业竞争力起到愈发重要的作用。一个技术性、高附加值的制造业将伴随着中国供给方改革进一步深化; 2) 中国将很有可能面临“中等收入陷阱”, 当廉价劳动力逐渐减少以及劳工成本逐渐上升时, 中国目前的高增长将会面临挑战, 造成储蓄率的

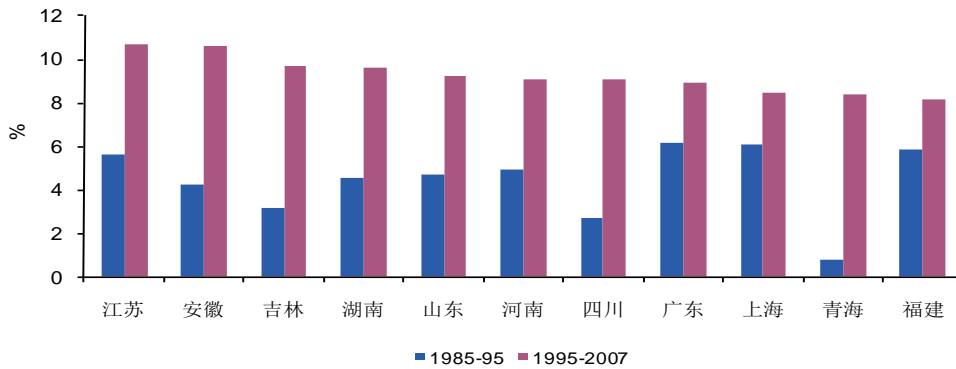
下降以及经常项目盈余的下滑，促发新一轮转型；3) 刘易斯拐点具有的人口含义，便在于中国很快将会用尽“人口红利”，而城乡人口不均衡，农业服务业从事人口的不均衡也会很快体现出来。

图表 6 农村求职人员不断减少



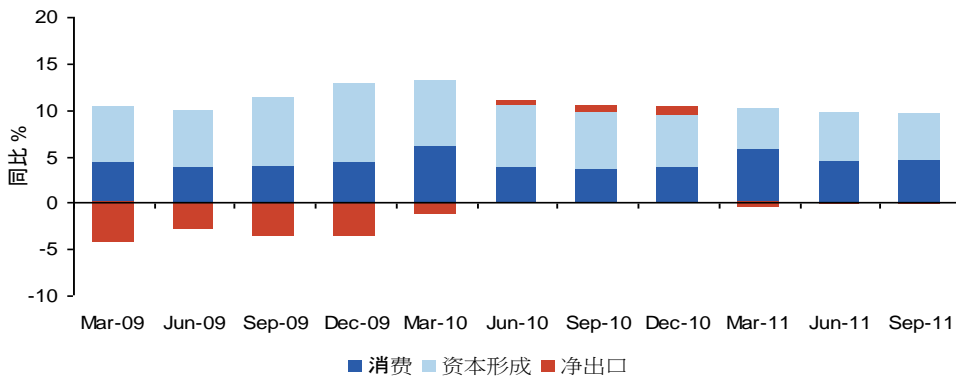
资料来源: 国家统计局, CEIC, 瑞穗证券

图表 7 中国主要省份实际工资在过去十年内上涨显著



资料来源: 国家统计局, 瑞穗证券

图表 8 经济结构转型逐步推进，内需对经济增长的贡献加大



资料来源: CEIC, 瑞穗证券



## 2.0 人民币国际化的意义

央行目前定义人民币国际化为“人民币跨境使用”，其中包含人民币跨境贸易结算，人民币直接投资结算以及人民币离岸流通等。这个定义是基于防范资本项开放的外部风险，以及扩大中国在区域和国际经贸与金融事务的影响力而言的暂时性选择。然而，我们认为这一定义显然过于狭隘。人民币国际化是一个系统工程，包含着金融和货币政策领域的多项改革。与此同时，一个更清晰的路线图呼之欲出，如何将金融体制改革与资本项开放有机联系、结合，以及如何谨慎地来处理这一改革所带来的潜在风险，成为今后一段时间的重大课题。

美国伯克利大学的爱肯格林教授在“美元的过度特权”一书中曾是这样评价人民币国际化的：“你必须非常谨慎地来确定你的目标，但你需要更多地注意达成这个目标所要实施的步骤。”因此，我们认为资本项目开放，离岸市场建设，汇率改革以及利率市场化改革不应是一个存在先后秩序的过程，而是一个同时并举但又十分小心翼翼的过程，以防范对金融系统的实际风险。

因此，我们认为人民币国际化的意义在于两点，实现人民币基本可兑换性，以及人民币成为国际储备货币。要达到人民币基本可兑换需要四大领域的改革，包括资本项开放，人民币离岸市场建设，人民币汇率机制调整以及利率市场化改革。同时，随着中国经济影响力的进一步提升，人民币也将逐步从一个区域货币逐渐成为一个全球通行的货币，并与更多国家签署货币互换协定。人民币将会有更多投资渠道来吸引全球投资者，而人民币真正要成为国际储备货币的一员，需要将近 10 年，甚至更长时间。

具体来看，国际货币所具有的三大主要功能包括 1) 交换媒介；2) 交易基准；3) 储值工具。要成为国际货币需要满足许多先决条件，包括一个巨大的经济体，在国际经贸与直接投资的重要地位，制造业产品的相对优势，以及一个开放、有纵深以及完备的资本市场。同时该货币的汇率波动不应过于剧烈，以影响持有者的信心。中国满足其中的绝大多数条件，但是中国资本项目开放的相对滞后与并不成熟的金融市场使得人民币国际化的前景道路变得曲折。但中国具有资本项开放的许多条件，包括高增长与储蓄率，经常项目盈余以及充足的外汇储备，良好的财政状况与低不良贷款率，还有便是中国吸引了较多对内直接投资以及较少的外债，这些条件都提供了资本项目开放的有利条件。

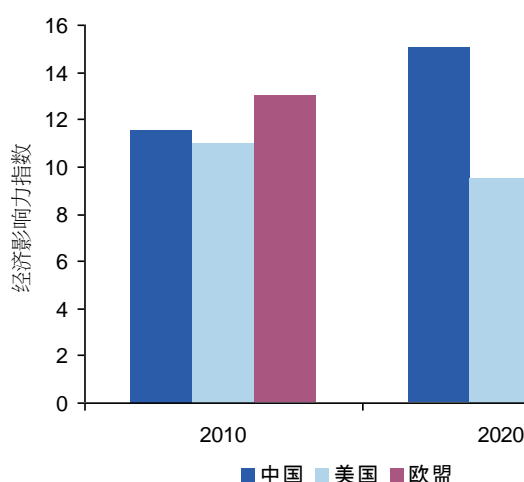
图表 9 国际货币的三大作用

功能	对政府作用	对市场作用	先决条件
交换媒介	外汇市场干预	支付, 贸易结算和金融市场结算	在国际上处于生产总值、贸易、金融主导地位; 金融市场深度、广度和流动性必须充裕
交易基准	本地汇率“锚”	贸易与金融市场结算基准	在国际上处于生产总值、贸易、金融主导地位
储值工具	国际储备货币	在一些国家内的货币替代	通胀率低; 汇率稳定; 金融市场开放并有丰富产品

资料来源: Subramanian (2011), 瑞穗证券

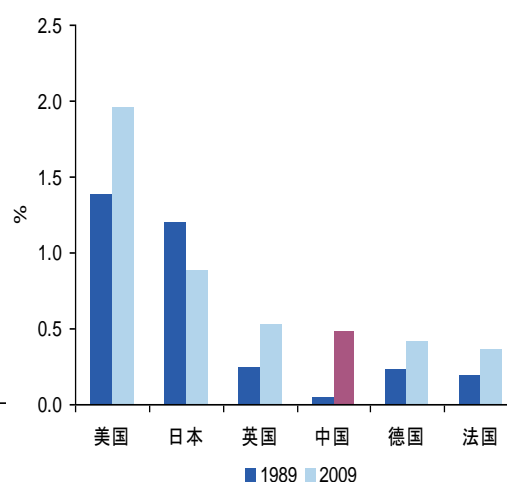
图表 10 中国经济影响力指数显示

中国在世界影响力将不断扩大<sup>1</sup>



资料来源: Subramanian (2011), IMF (2011), 瑞穗证券

图表 11 中国金融深化程度不断加强<sup>2</sup>



## 2.1 可兑换性的四大含义

人民币国际化的核心含义,便是人民币实现可兑换性和人民币逐渐成为国际储备货币。要成为一个完全可兑换货币,需要从四个执行层面来推进:资本项目自由化与离岸人民币市场发展,以及人民币汇率体制改革、利率市场化改革提供支持。同时,由于中国经济的影响力逐步增强,人民币将逐步由区域化,向更多国家和地区推广,伴随着可兑换性的基本完成,将逐步成为世界主要的储备货币之一。而成为一个国际货币需要满足三个基本条件:包括作为贸易中介,作为计价标准以及在国际上具备投资价值。所以,人民币国际化不仅需要中国在贸易上占地区主导地位,更要求开放国内资本市场,并能够使得境外人士持有并交易人民币资产。

<sup>1</sup> Subramanian (2011);该指数是一国 GDP 占世界比重, 贸易以及资本净输出的加权平均, 权重分别为 GDP 占 0.6, 贸易占 0.35,净资本输出占 0.05。

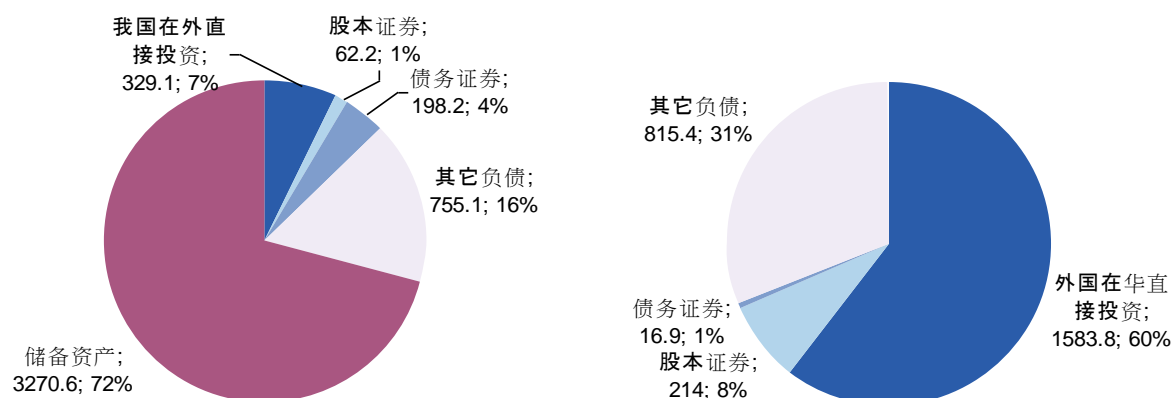
<sup>2</sup> 根据 IMF (2011):将一国所有资产与负债占全球 GDP 比重作为衡量经济体总金融程度的方法。

IMF 研究结果表明，从资本账户自由化的角度来看，中国大部分资本账户已经部分开放，在国际范围内也不落后。近年来，资本项目开放又在诸多方面，特别是投资方面，取得了进展。中国资本项目开放的最初条件已经具备：高速增长、较高的储蓄率，经常项目盈余、大量的外汇储备，稳健的财政状况、较低的银行不良贷款、较多外商直接投资、发展中的国内资本市场、及最少的外部债务等。人民币离岸中心的建立可以从三个方面同时推进：首先，人民币成为常用的贸易结算货币，避免过度依赖美元。然后，人民币作为可以投资货币，提高境内金融机构和金融市场的竞争力。

## 2.2 人民币作为国际储备货币

我们曾在报告《人民币可兑换路径初探》（2011 年 4 月 19 日）中提出成为国际储备货币的四大益处，包括：减少外汇储备的贬值风险；提高产业转型以及金融业发展水平；更加独立自主的货币政策，特别是对于抑制通胀的货币政策选择；成为国际货币所带来的铸币税收益等。金融危机的进一步深化使得成为国际货币的好处日益显现。

图表 12 中国在国际投资中仍不平衡 (2011 年上半年, 十亿, 美元)



资料来源: SAFE, 瑞穗证券

人民币国际化的选择不僅僅基于国内经济的考量，中国的国际资产负债表上存在着较为严重的货币错配。在 09 年末，中国仅有 0.3% 的国际资产是用人民币定价的，而相对而言，美国 95% 的负债与 43% 的资产是用美元计价的，这是中国在美元化世界所面临的不可避免的问题。

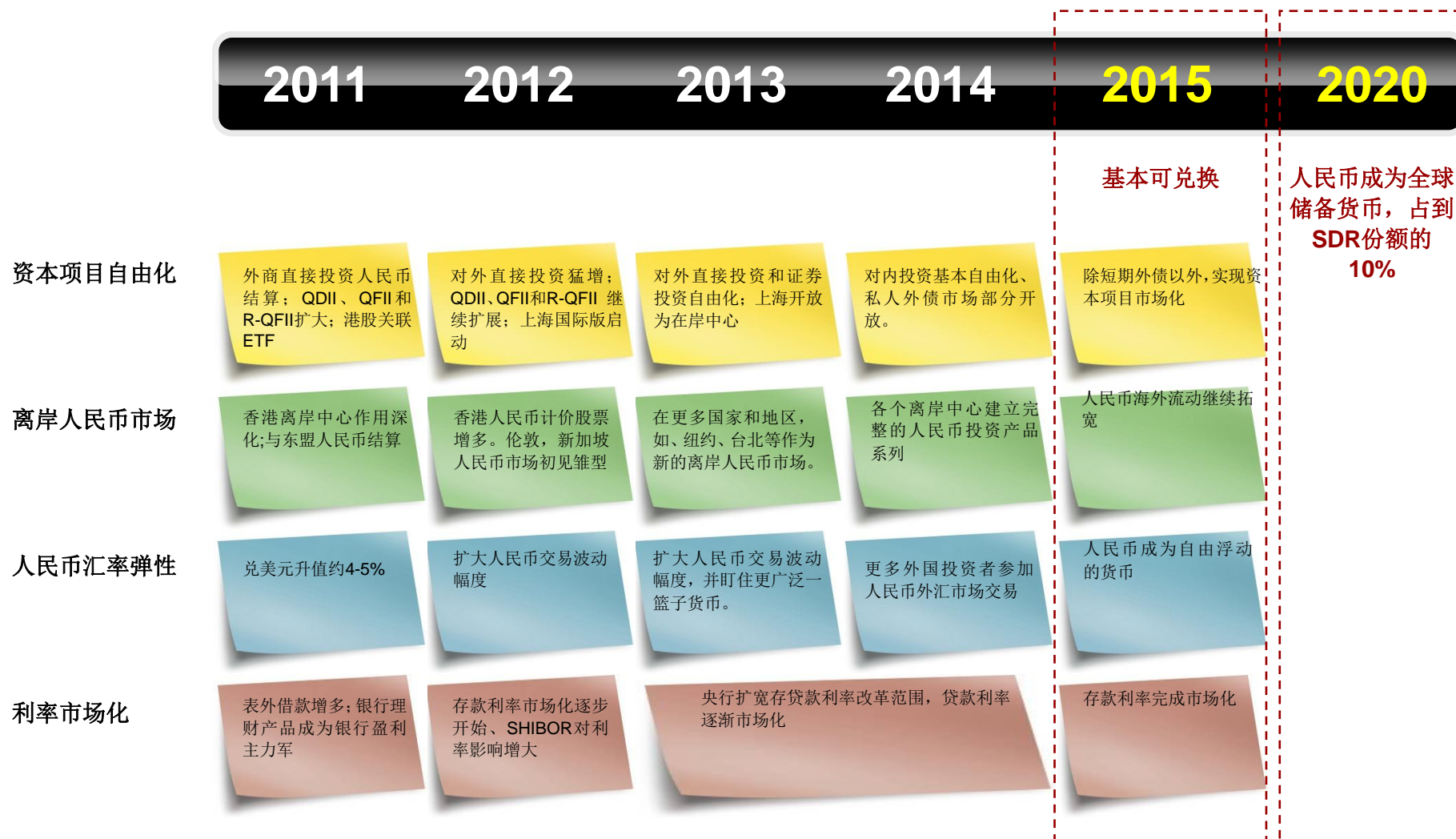
图表 13 中美国际投资地位比较(万亿, 美元)

美国	负债	资产	中国	负债	资产
外国债务	12.61	6.43	外国债务	0.39	0.59
美元 %	93.2%	86.2%	人民币 %	23%	1.7%
证券&直接投资	5.12	8.03	证券&直接投资	1.17	0.28
美元 %	100%	10.7%	人民币 %	100%	0
外汇储备	-	0.4	外汇储备	-	2.45
Derivatives	3.38	3.51	其他	0.07	0.14
总计	21.12	18.38	总计	1.64	3.46
美元 %	95.1%	43%	人民币 %	76.9%	0.3%

资料来源: 世界银行 (2011), 瑞穗证券

正如央行所述, 人民币离岸市场建设目前是解决这一问题的关键, 其中包括人民币离岸债券的发行以及人民币跨境贸易结算的推广。人民币离岸债券规模已经超过 2130 亿元人民币, 其中大约 30% 是由国际组织或跨国公司来发行的。中国同时也与 12 个国家和地区签署了总值 1.02 万亿的货币互换协定。尽管这些货币互换协定并非正式的人民币储备, 且规模与中国的外汇储备无法相提并论, 它们提供了潜在的人民币流动性, 从而加强了人民币海外流通的速度与广度。

图表 14 人民币可兑换与成为全球储备货币路线图



资料来源：瑞穗证券

### 3.0 人民币国际化对中国经济转型四大影响

从长远来看，国际资本流动总的趋势还是对发展中国家，特别是对于能够高速增长的发展中国家有巨大好处的。因为经济有巨大的发展潜力，因此成为吸收资本流入的一个重要方面。同时我们还要看到资本资源配置的效率。也就是说，流动所造成的资本资源产生的效率会有所提高，这有助于整体效率的提高，也将对国民经济带来潜在的好处。——周小川（2001）<sup>3</sup>

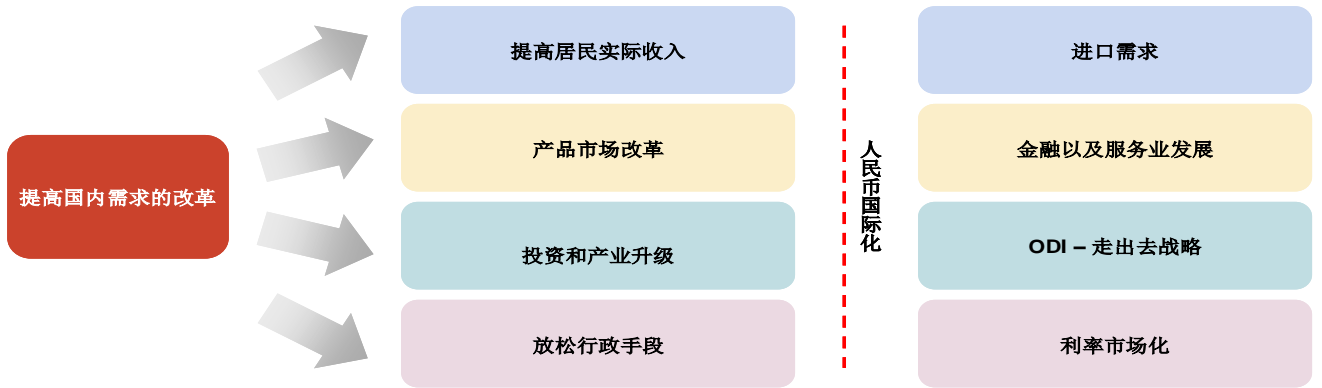
经济学文献研究指出，新兴市场国家货币的国际化能使得各国间的汇率风险有效减小，避免部分储备货币国的发钞行为影响到其他国的经济发展。同时增加各国间可交易资产的广度，有助于增强资本配置效率、风险共担、减少全球不平衡以及各国抵御风险的能力，以及使本地金融企业能够通过本币国际化取得相对外部竞争者的业务优势，货币国际化也能对本地银行带来更多业务。此外，IMF的研究表明，随着资本项目开放，本国经济将更有效地促进跨期消费平滑，从而达到资源的有效配置。而单个国家面临系统性风险之后，资本项开放下的国外借款也对居民消费起到进一步的稳定作用。当然，这也对防范金融风险 and 货币政策控制提出了较高的要求。

中国“十二五”规划中提出要进一步扩大内需，加速经济转型和经济发展效能。需要完成这步殊为不易，需要通过供给方改革，从四个方面解决目前经济发展面临的突出矛盾。而人民币国际化能够对中国经济转型造成四大影响，包括通过汇率机制改革促进内需，通过人民币国际化大力发展服务业，特别是金融服务业发展，通过对外投资“走出去”战略，提高企业竞争力并同时完成产业升级调整；而从监管层面，逐步放松行政管制，完成利率市场化和更灵活的汇率形成机制，也已经成为当务之急。

---

<sup>3</sup> 出自周小川在2001年“中国投资论坛”年会上所做的题为《入世后中国资本市场发展的广阔前景》演讲稿。

图表 15 促进人民币国际化



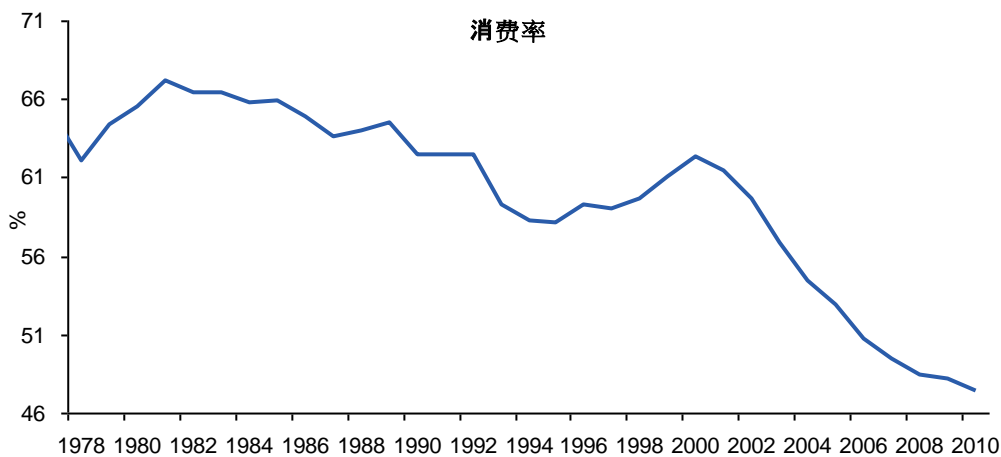
资料来源: 瑞穗证券

### 3.1 影响 1: 出口导向型逐步向内需型经济转变

#### 3.1.1 中国消费水平仍然落后

尽管中国自改革开放以来经济增长迅猛, 消费占 GDP 比重却显著降低。不仅如此, 与其他经济体, 尤其是金砖四国相比, 中国消费占比明显落后于世界其他国家。

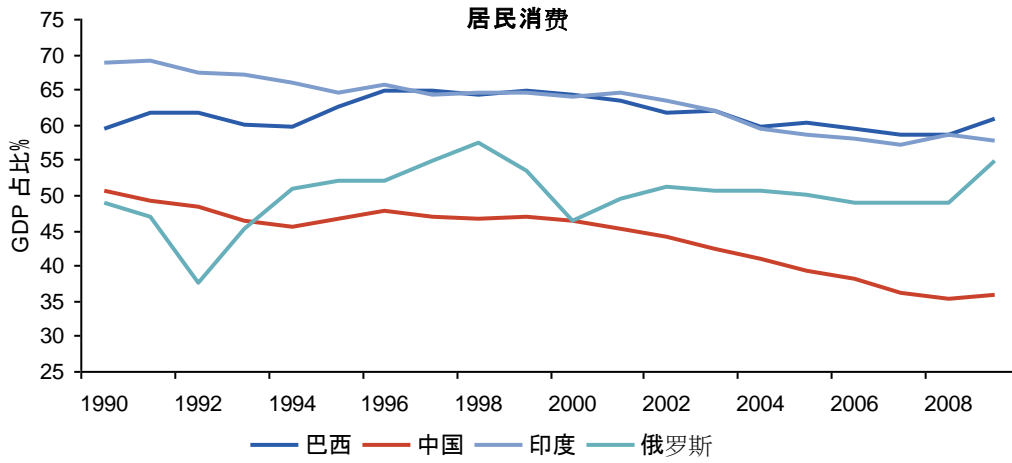
图表 16 中国消费率较低



资料来源: 国家统计局, CEIC, 瑞穗证券

但中国消费增长前景广阔。政府目前进行的改革, 包括改变目前高税负压力, 国企红利, 利率市场化缺乏等, 都会伴随着刘易斯拐点的出现, 将中国消费的潜力激发出来。这将大大增加中国服务业及其他消费的水平。

图表 17 中国消费与金砖四国其他三国比较差距明显

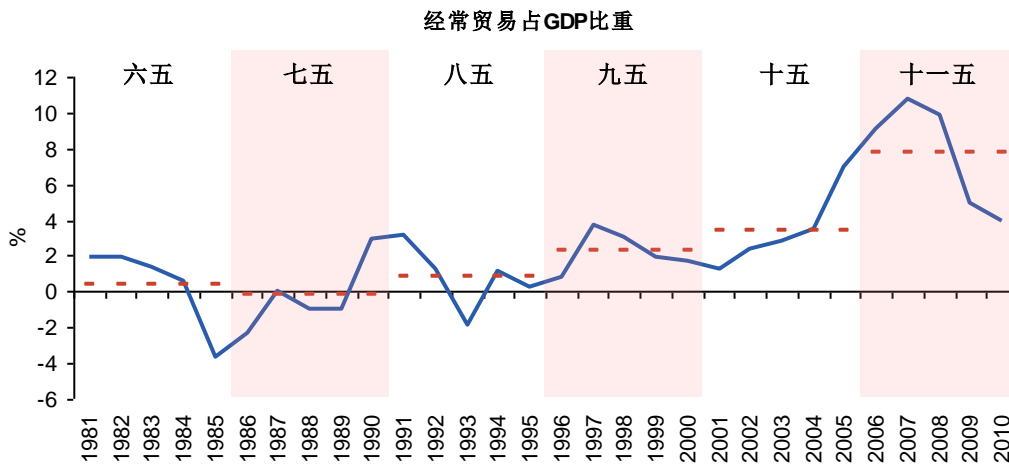


资料来源: WDI,CEIC 瑞穗证券

### 3.1.2 出口导向型经济不可持续

经过金融危机的洗礼，中国的国际收支依然保持“双顺差”，收支失衡的状况依旧非常严峻。“十一五”期间的经常项目占 GDP 比重一跃成为近几个“五年”中的最高水平，其中 2007 年的经常项目顺差占 GDP 的比例高达 11%，其后尽管有所下降，但仍然高于“十五”平均水平。

图表 18 “十一五”期间，经常项目余额占 GDP 比重达到历史最高



资料来源: CEIC, 瑞穗证券

从长期发展现实来看，以出口为主导的经济增长模式受后危机时代外需疲弱影响，已不可持续。面对不断浮现的欧美债务问题，中国在短期内很难找到万全

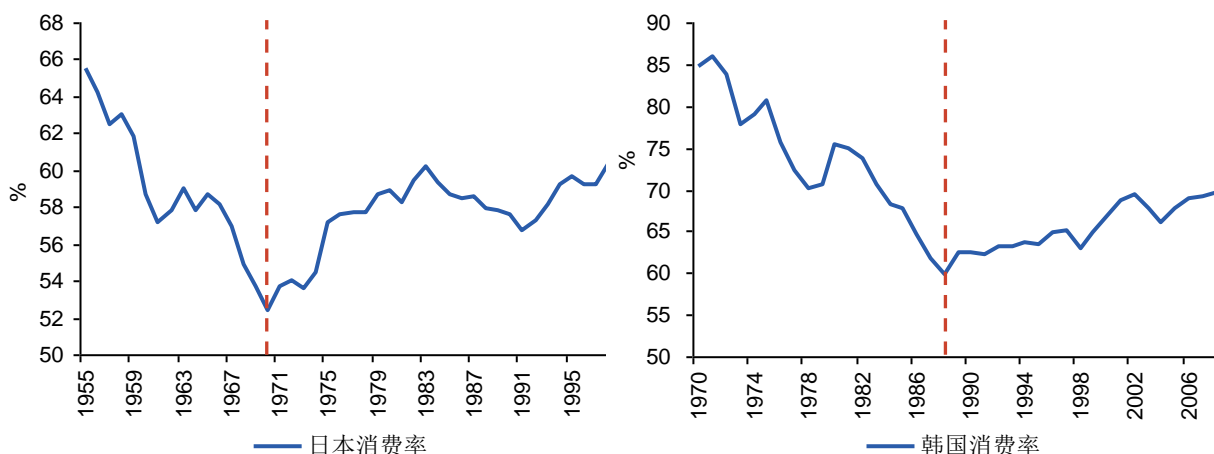


之策。中国经济的持续稳定发展使中国在国际经济和政治格局中的话语权得到提升。而推动人民币国际化，不仅能调整中国以美元为主、被动积累的外汇储备，更能够大大增强中国在国际贸易与地区事务的参与度；同时，中国将采取更加平衡的外贸措施，减少贸易顺差，增加进口总量。预计五年内中国将进口超过 8 万亿美元商品，同时社会消费品零售总额将在 2015 年达到 31 兆人民币。在升值预期下，人民币国际化更能够增加中国对能源及原材料产品的购买力，加强国家与企业竞争力。

### 3.1.3 内需对经济贡献将会明显增大

我国一直是高储蓄率，低消费国家，刘易斯拐点的出现为中国变以投资出口推动经济为消费推动经济提供契机。中国家庭消费将会大幅增加，估计中国可能在五年内成为世界第二大居民消费国，而参考日韩的经验，判断中国未来食品支出将逐步缩小，交通通信、医疗卫生、教育娱乐等支出将逐步增长。日本<sup>4</sup>、韩国<sup>5</sup>分别于 1960 年前后、及 1970 年前后经历了“刘易斯拐点”，当时他们的劳动力不足，劳动力工资大幅上涨，紧接着经济结构出现了较大的调整。随着农民工工资的稳步提高，带动居民收入普遍增加，更加刺激了消费的增长。

图表 19 日韩消费率变化情况



资料来源:国家统计局,CEIC, 瑞穗证券

### 扩大内需需要人民币国际化的配合

中国扩大内需的努力至今没有明显成效的症结则是多方面的：首先，居民购

<sup>4</sup> Ryoshin Minami: The Turning Point in the Japanese Economy, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 82, No. 3 (Aug, 1968), pp. 380-402

<sup>5</sup> Bai Moo-ki, The turning point in the Korean economy, Developing Economies, 1982, 2, p117-140

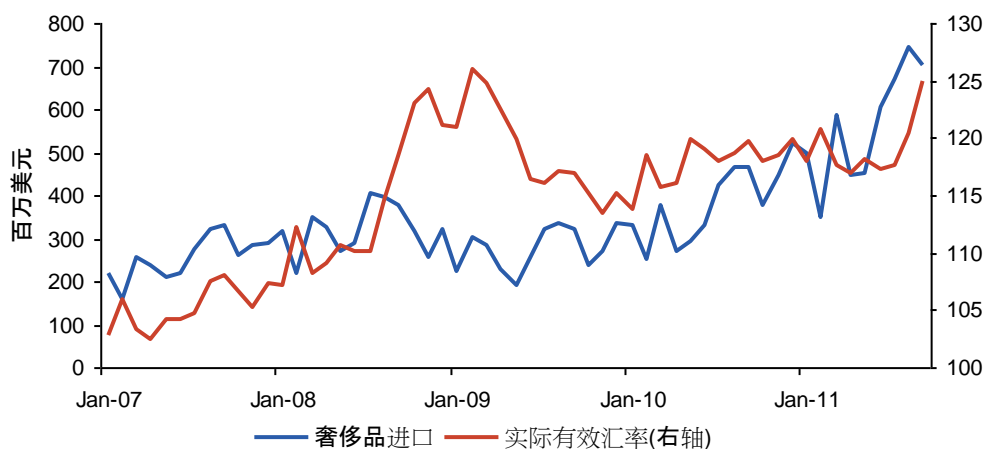
买力不足是根本原因，无论是农村居民还是城市居民相应的收入增长水平受高通胀拖累。其次，中国传统的消费观念和储蓄投资观念，限制了中国内部消费成长，但这也与日益高涨的价格水平密不可分。其三，由于国内剩余资本对海外投资渠道有限，再加之受到资本管制影响，国内固定资产投资水平居高不下。

IMF 的研究文献表明，随着资本项目开放，本国经济将更有效地促进跨期消费平滑，从而达到资源的有效配置。而单个国家面临系统性风险之后，资本项开放下的国外借款也对居民消费起到进一步的稳定作用。人民币国际化能够配合扩大内需政策的影响，主要从三个方面：

首先，由于人民币国际化，有效降低了外贸及倚靠外国原材料进口企业的成本，能提高企业盈利水平并同时提高了从业人员的收入水平。

其次，人民币国际化大大拓宽了内需的外部供给，即居民对进口商品的需求以及海外消费的欲望增强。而与此同时，中国国内部分商品的价格水平亦能够改变目前严重错配，远高于海外同类商品的状况，有效的加强国内居民购买力。

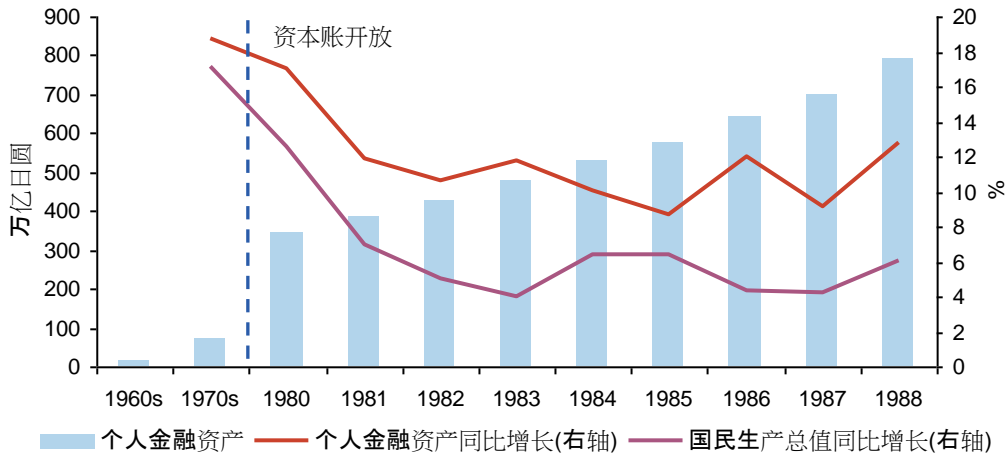
图表 20 预计未来五年内，中国有望进口更多海外产品



资料来源：CEIC,瑞穗证券

其三，由于人民币国际化，国内居民投资渠道增多。从过去的被动储蓄和有限的投资平台，到目前能够投资海外，或拥有更多投资产品。

图表 21 日本个人金融资产扩张幅度超过 GDP 增速



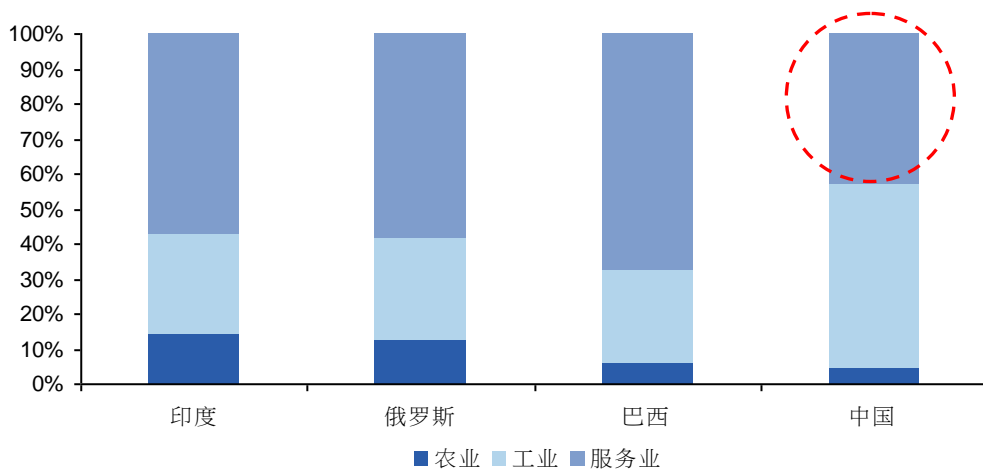
资料来源: JSB,瑞穗证券

### 3.2 影响 2: 制造业向服务业缓慢倾斜

#### 3.2.1 工业占比提升, 服务业发展缓慢

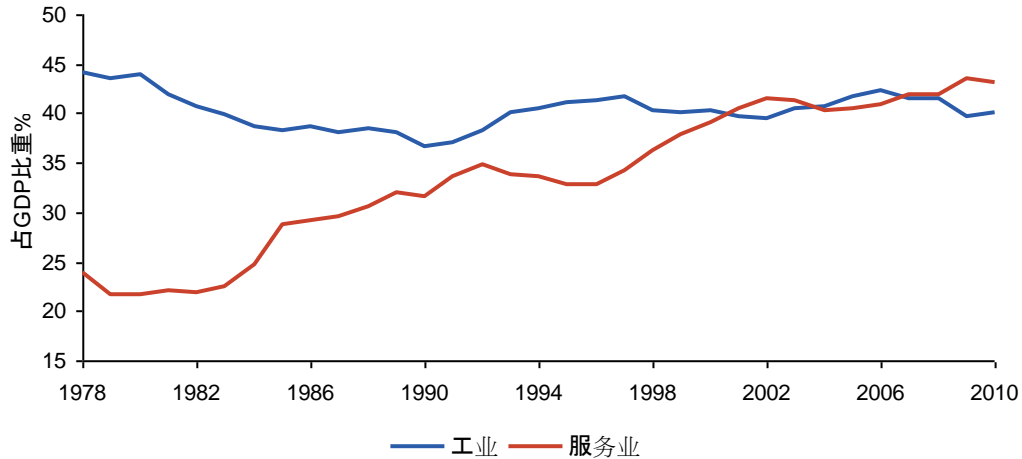
“十一五”时期, 服务业发展相对滞后, 第三产业增加值占 GDP 比重偏低。自 1985 年, “七五”计划就提出, 要“加快发展为生产和生活服务的第三产业”。但是, 十多年来, 服务业占国内生产总值的比重多有徘徊, 甚至还有退步。中国服务业比重, 与世界其他国家的差距在拉大, 比如中国 2009 年的服务业比重仅在 42.6%, 而其他发展中国家和发达国家的比重, 一般在 50%-80%之间, 印度 2008 年的服务业比重为 53.7%。而美国高达 76.9%。

图表 22 金砖四国主要产业占 GDP 比重 (2010 年)



资料来源: WDI, 瑞穗证券

图表 23 服务业发展十分缓慢

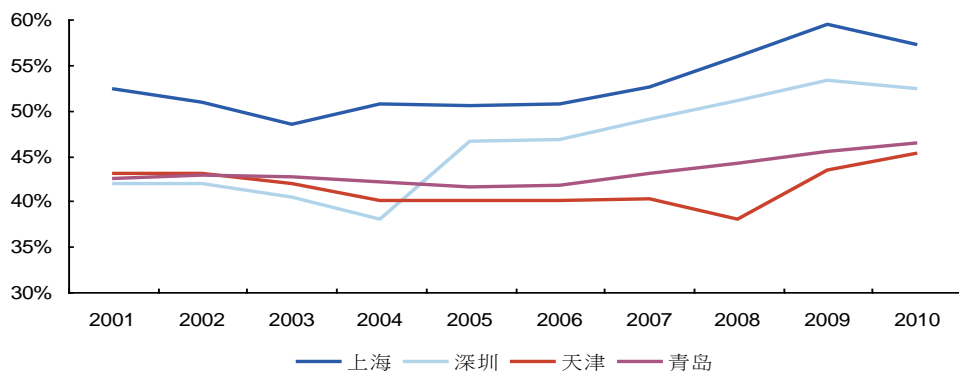


资料来源: CEIC, 瑞穗证券

### 国内制造业向内陆延伸、沿海服务业有较大提升空间

目前, 东南沿海劳动力工资的大幅上涨导致企业在东部设厂成本增加, 很多企业已经选择把厂区由东部沿海地区向内地转移。而这一积极变化的出现, 将有助于平衡东中西部经济发展水平, 促进经济区域结构的转型。从发展阶段看, 我国总体上也还远未到制造业向国外转移的阶段, 当年日本、韩国产业空心化、制造业大规模转移出现在人均 GDP 超过 1 万美元以后, 而 2009 年我国人均 GDP 为 3711 美元。东部人均 GDP 相当于西部地区人均 GDP 的 2.7 倍, 而收入的最高与最低差距达到 10 倍以上。由此可见, 中西部地区还有很大的空间接受产业转移。

图表 24 沿海服务业增加占 GDP 比重仍有提升空间



资料来源: CEIC, 瑞穗证券

### 人民币国际化有利于出口升级

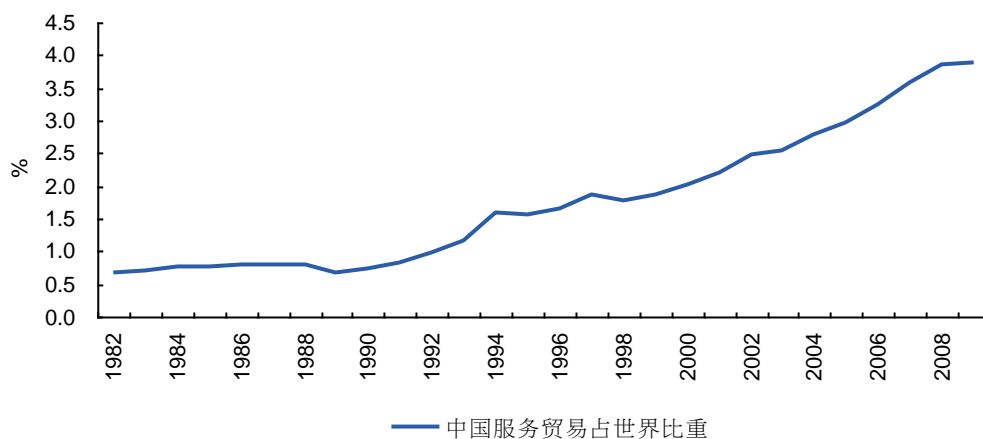
同时, 尽管中国是一个出口大国, 但中国远非一个出口强国。由于中国出口

产品大多在低附加值以及产业链底层，因此中国商品在国际市场上成为价格的被动接受者。由于人民币国际化带来的购置高级设备、技术、知识产权的便利，有利于出口结构向高附加值产品的转移。

### 服务贸易比重不断增加，人民币国际化将激发原有极强潜力

中国服务贸易在过去三十年内增长迅速。所谓服务贸易，既有传统的旅游、运输等劳动密集型行业，也有诸如航空，通讯，建筑，金融，信息服务等资本密集型行业。中国服务贸易占世界比重仍然较低，其根本原因无外乎两点：首先服务业本身占国民经济比重就不高，甚至远落后于金砖四国的其他三国。同时，人民币国际化进程缓慢使得中国企业参与服务贸易的热情亦受到制约，已经成为了发展服务贸易的制度性障碍。可以想象，当人民币国际化之后，中国服务贸易的种种潜力，诸如人力资源优势及服务业更快发展等，都将得到极大的释放。

图表 25 中国服务贸易占世界比重进步显著，人民币国际化将释放更大潜力



资料来源：商务部，瑞穗证券

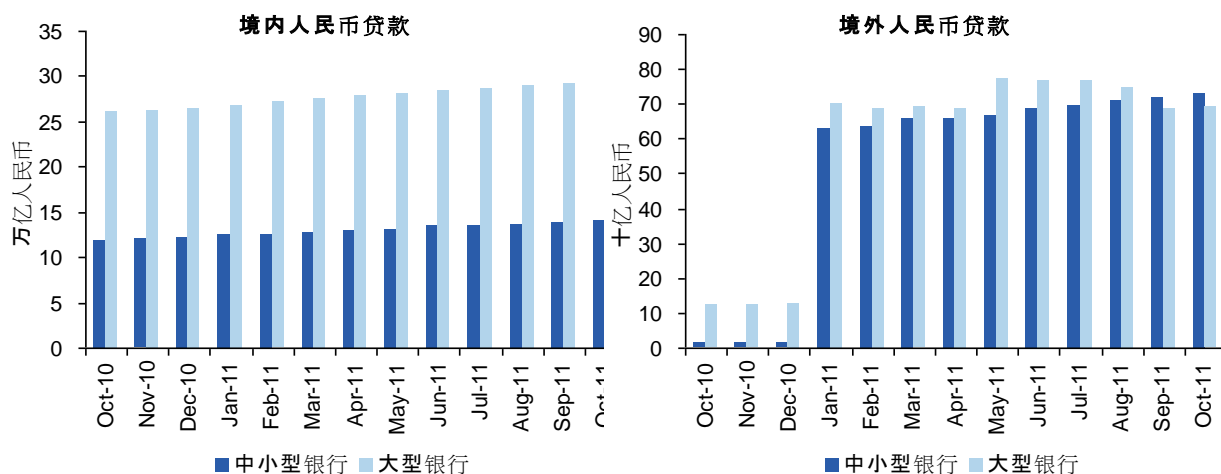
### 3.2.2 人民币国际化促金融服务业进一步发展

人民币国际化对于服务业的直接作用，便是进一步发展中国金融服务业，使之与发达经济体差距进一步缩小。具体地来看，香港离岸市场的建立和国内资本市场的逐渐完善都会对中国金融服务业产生巨大的推进作用。而投资产品的增多也成为了推进金融服务业发展的关键。

## 银行业因人民币国际化有巨大增长前景

- 从银行资产方来看，目前由于行政监管与人民币升值预期等导致人民币海外贷款份额十分有限（仅占国内贷款的 0.3-0.5% 左右）。人民币国际化将显著增加人民币海外贷款。

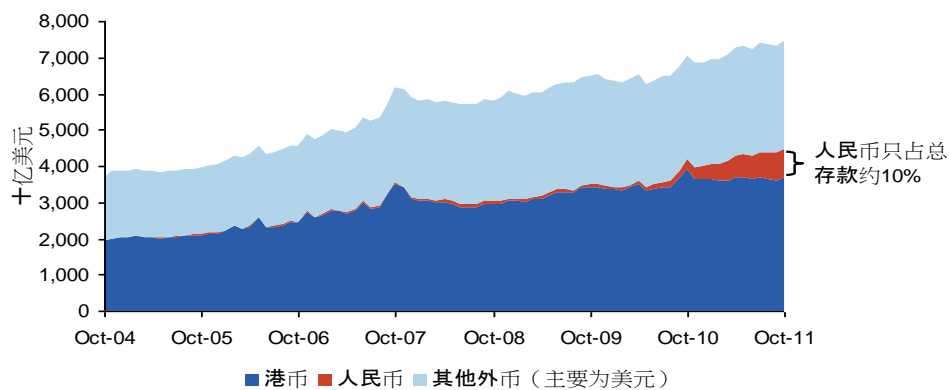
图表 26 境内与境外 人民币贷款一览



资料来源: CEIC, 瑞穗证券

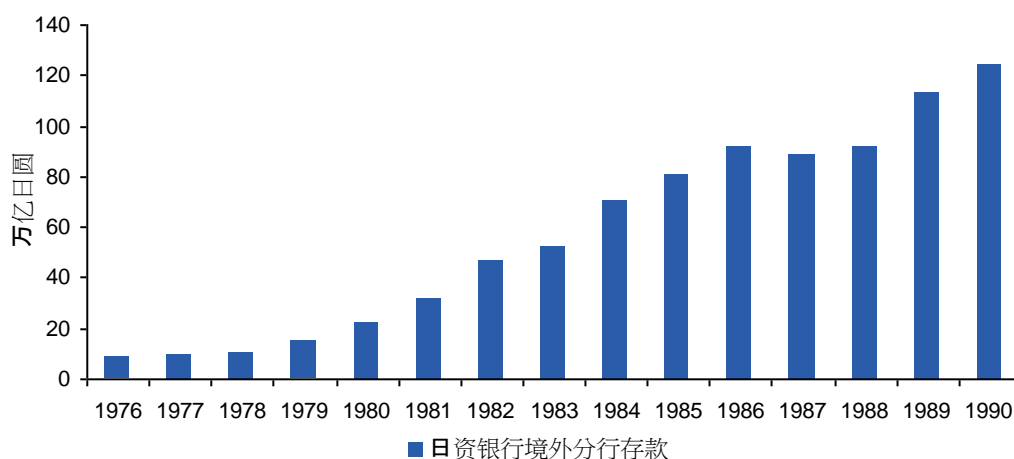
- 从负债方来看，离岸人民币存款，特别是在香港的离岸存款自去年以来显著增加。国有四大行在香港的分部，如中银香港与建银东亚，都在最新的半年报中透露人民币存款出现 30%-40% 的增长。这将很有可能成为未来几年的主要趋势。通过日本的经验就不难看出，日本银行的海外存款在 20 年的国际化过程中增加了 14 倍。

图表 27 香港人民币存款仅占总存款的 10%



资料来源: HKMA, 瑞穗证券

图表 28 资本账户开放后，日本银行境外存款大幅增加



资料来源: JBS, 瑞穗证券

- 除了基本的存贷款业务以外，中资行还能提供基于点心债的人民币固定收益产品。当然，对于这些产品而言，中资行没有明显的优势，需要通过激烈的市场竞争，特别是与外资行的竞争，以吸引更多投资者的关注。

### 3.2.3 市场建设：离岸与在岸市场的互动

中国政府在尚未实现资本项目自由化之前，便积极推动人民币国际化，香港的人民币离岸业务将成为人民币成为全球储备货币的试验田。由于香港服务业占比很高，香港人民币离岸市场的发展也成为了今后沿海地区金融服务业发展的示范标本。

2010年7月19日，中国人民银行和香港金融管理局对以人民币结算协定作出修订并付诸实施，香港基本上允许了人民币基本可兑换。8月16日，国内银行间债券市场对外国机构投资者开放，为企业提供更多的人民币流通渠道。截至8月底，香港人民币存款余额已超过六千亿元，预计未来几年，将有可能达到2万亿。

充足的人民币以及其返还渠道畅通都需要建立离岸人民币市场。如今对境外持有人民币的激励方式，已经从货币升值逐步过渡到资本收益（如若返还渠道顺畅）。国务院副总理李克强17日访问香港期间，公布了一系列中央政府支持香港进一步发展、深化内地和香港经贸、金融等方面合作若干新的政策措施，其中包括扩大服务业开放、允许在内地推行港股ETF、允许香港企业的人民币资金以FDI及“小QFII”的形式到内地投资。其后，央行行长周小川就支持香港发展成为离岸人民币业务中心提出十点细化补充。

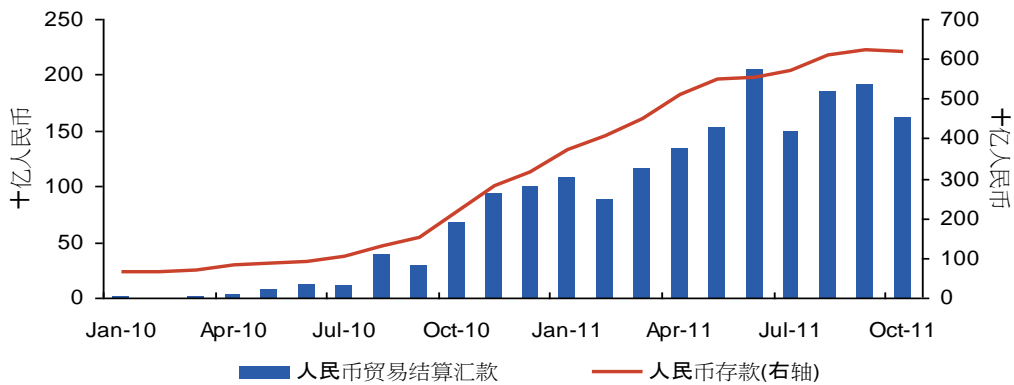
**图表 29 中央政府支持香港进一步发展、深化内地与香港经贸、金融合作的主要政策**

- 1 允许以人民币境外合格机构投资者方式 RQFII 投资境内证券市场，起步金额为 200 亿元；
- 2 内地赴香港发债主体的范围将进一步扩大到境内企业，初步决定将发债券规模提高到 500 亿人民币；
- 3 中央政府将继续在香港发行国债，今年在港的国债发行额大幅提高到 200 亿元人民币；
- 4 跨境贸易人民币结算试点范围进一步扩大到境内所有 31 个省(市、自治区)；
- 5 在内地推出港股组合 ETF（交易所交易基金）；
- 6 通过 CEPA，大幅提升内地对香港服务贸易开放水平；
- 7 支持香港企业以 FDI 形式投资内地；
- 8 继续支持内地企业赴香港上市；
- 9 继续推动境外央行、港澳人民币业务清算行、境外参加行等三类机构投资内地银行间债券市场试点工作；
- 10 支持内地港资法人银行参与共同基金销售业务；
- 11 鼓励香港的保险公司通过设立营业机构或参股等形式进入内地市场；

资料来源：瑞穗证券

在岸市场与离岸市场的互动对于人民币国际化的成功与否至关重要。一方面，如果没有一个正确的回流渠道，境外潜在的流动性会减少投资者投资人民币的意愿，造成境外需求不足。另一方面，境外直接投资和贸易融资方式的改变将促进境内人民币流向海外，促进海外人民币的使用，方便境内外投资者。

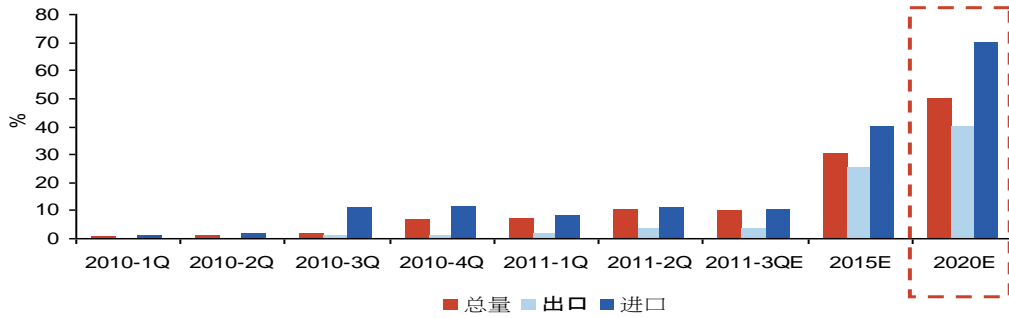
**图表 30 通过人民币跨境结算，人民币存款大幅增加**



资料来源: HKMA, 瑞穗证券

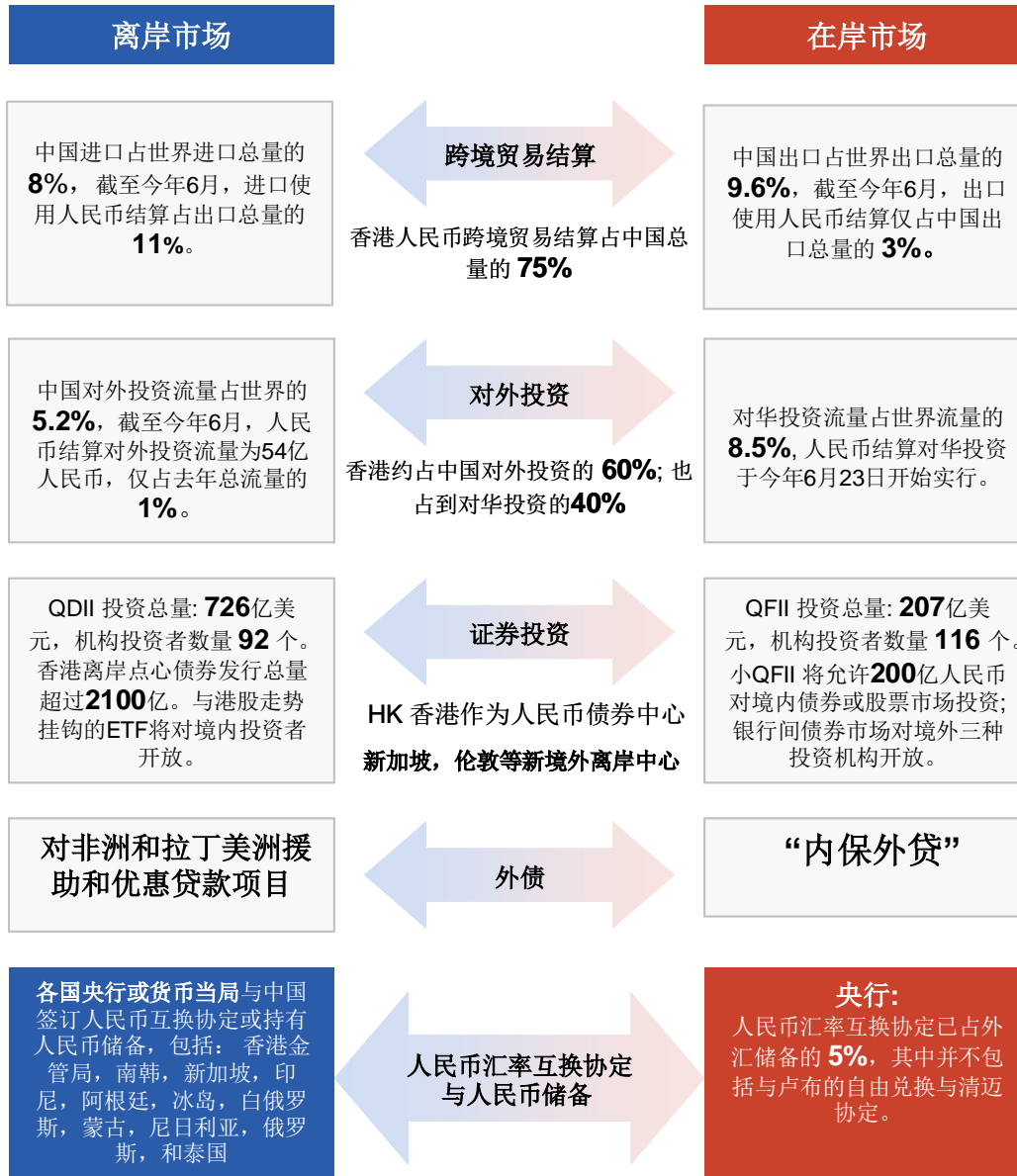


图 表 31 人民币贸易大增，扩大了离岸人民币资金池



资料来源: HKMA, 瑞穗证券

图 表 32 人民币离岸市场与在岸市场的相互作用



资料来源: 瑞穗证券

### 3.2.3.1 产品建设：更多产品加深人民币国际化

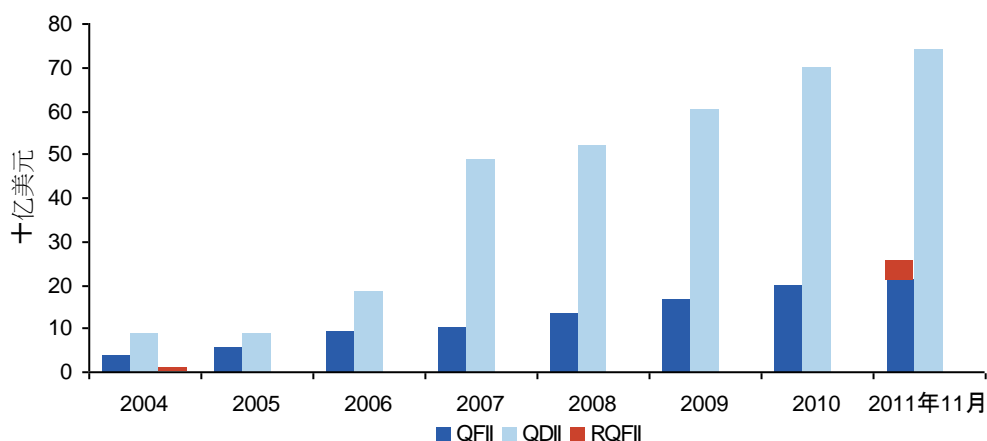
随着更多人民币金融产品的推出，中国金融业发展将会深化，同时要求国家投入更多精力在制度建设、人才培养、风险管理和统筹规划上，以期真正对实体经济产生正面作用。

#### QFII 和 QDII

为了避免短期资金流动，中国政府对于外商投资者投资国内一直十分审慎。2003 年，中国开始允许合格境外投资者投资国内人民币计价的 A 股市场，从而有效地促进了长期资金流动。截至目前，累计共计有 116 家获批 QFII 资格，批准额度 207 亿美元。

合格境内机构投资者（QDII）也于 2006 年推出，即允许国内金融机构投资海外市场。类似 QFII 投资者，QDII 的成员不受现有或者潜在的资本控制。国内投资者可以通过合格的资产管理机构、保险公司、证券公司以及其他资产管理机构投资海外市场。2006 年开始，中国的对外投资整体上呈现稳步发展态势，但受全球金融危机的影响，其进程有所放缓。截至目前，中国总计批准了 726 亿元的实际对外证券投资额。QDII 扩张为在岸资金提供更多选择。

图表 33 境内外证券投资比例会进一步增加



资料来源：外管局，瑞穗证券

#### R-QFII 和港股 ETF

今年 8 月 17 日，国务院副总理李克强在访问香港期间，推出了期待已久的“小 QFII”计划，并授之以 200 亿人民币（31.3 亿美元）的初始配额，这将极大的促进离岸人民币向大陆回流，加强离岸人民币的吸引力。此外，小 QFII 不占用现

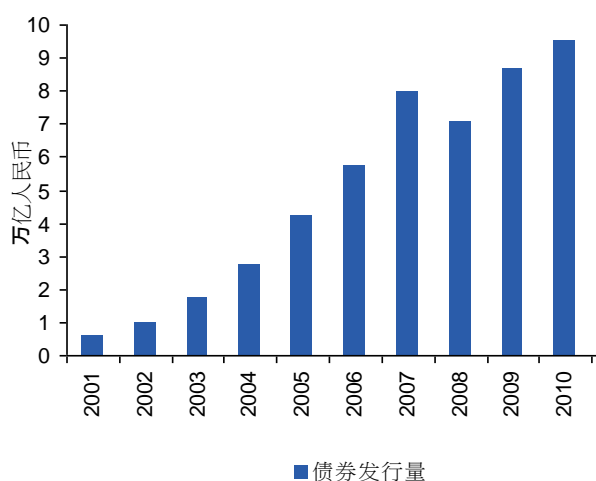
有 QFII 的额度，为境外资金回流开辟了另一条通道。与此同时，内地将通过交易所交易基金推出港股组合 ETF，港股组合 ETF 的推出可以促进中国大陆投资者参与香港上市股票交易。

### 内地银行间债券市场

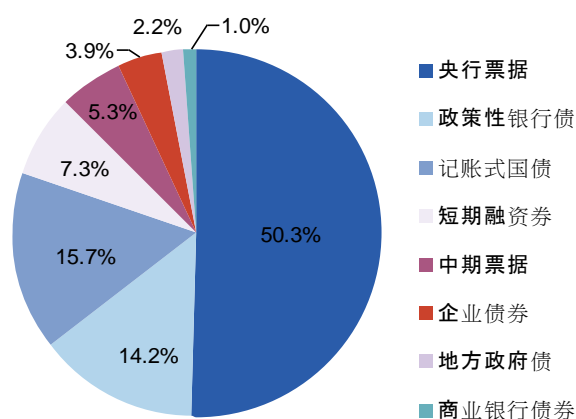
境内银行间债券市场开放是启动离岸人民币资金回流机制的理性选择。首先，银行间债券市场包括政府债券、政策性银行债券及企业债券等诸多债券产品。并且，银行同业市场内的交易量也很大。例如，银行间债券市场占据了非金融企业债券发行 99.38%，总量达到 5691 亿人民币；其次，银行间债券市场年收益率大约在 2%-3%，相对于离岸人民币债券市场更具吸引力；最后，由于投机性和波动性相对较低，银行间债券市场投资风险相对较小。

2010 年 8 月 16 日，中国人民银行发布的公告，允许三类境外实体投资国内银行间债券市场，包括外国央行或货币管理局、香港和澳门的人民币清算所，以及参与人民币跨境贸易结算的银行。中国人民银行逐项管理，人民币资金应当为开展央行货币合作、跨境贸易和投资人民币业务获得的人民币资金。迄今为止，有包括中银香港、工银亚洲、汇丰银行和渣打香港在内的 20 多家外资银行获准在内地投资银行间债券市场。

图表 34 自 2000 年以来，中国债务市场快速扩



图表 35 2010 年中国债券市场的构成



资料来源: CEIC, 瑞穗证券

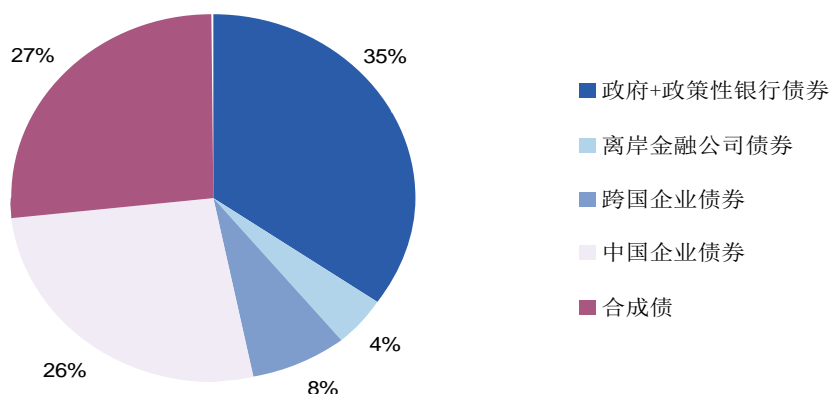
### 3.2.3.2 离岸人民币产品

#### 人民币离岸债券的分水岭年

2010 年是人民币离岸债券的分水岭年。按修订后的协议要求，国际公司、

跨国机构和国内银行将取消在香港设立人民币账户和转让人民币的限制。截至目前，人民币债券/定期大额存单在香港发行的总值就超过了 1380 亿元，预计五年内，人民币离岸债券发债总值将迅速达到五千亿元。

图表 36 人民币离岸债券发行主体更趋丰富

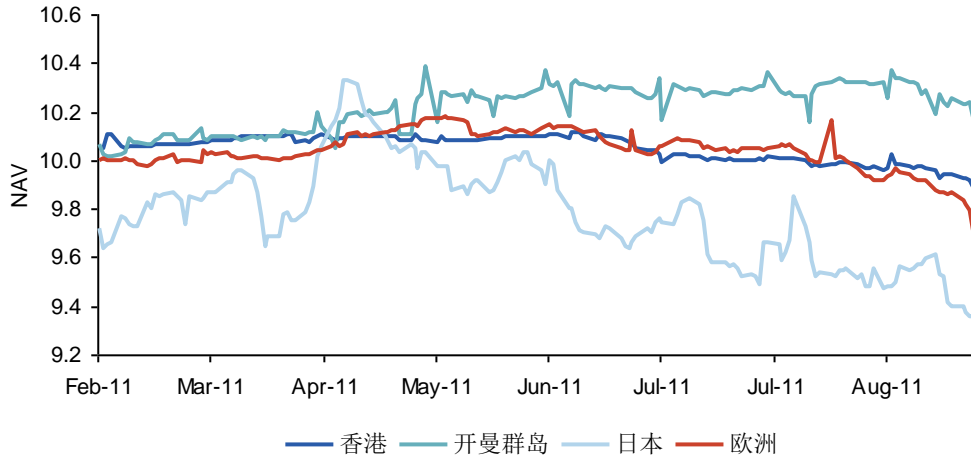


资料来源: 彭博, 瑞穗证券

### 人民币计价股票

香港联合交易所最近公布了 2011 年新计划，可能允许人民币计价的股票发行。此外，香港交易所正在考虑可以建立一个人民币资金池，以促进人民币计价投资，鼓励更多新的投资者投资人民币计价产品。未来几年内，离岸人民币的流动性具有巨大的增长空间及更广泛来源。香港作为人民币离岸中心的地位得到加强，人民币投资产品增加。同时，中国的银行机构通过其海外分行向对外投资的企业发行人民币贷款。因此，离岸人民币业务的扩大，也将受益于中资银行。更多离岸人民币衍生产品，如人民币计价利率掉期交易，以及离岸人民币基金，如在香港、欧洲、日本、和开曼群岛设立的人民币基金等，将丰富离岸人民币产品深度。

图表 37 离岸人民币基金丰富了离岸人民币产品的深度 (Initial NAV=10)



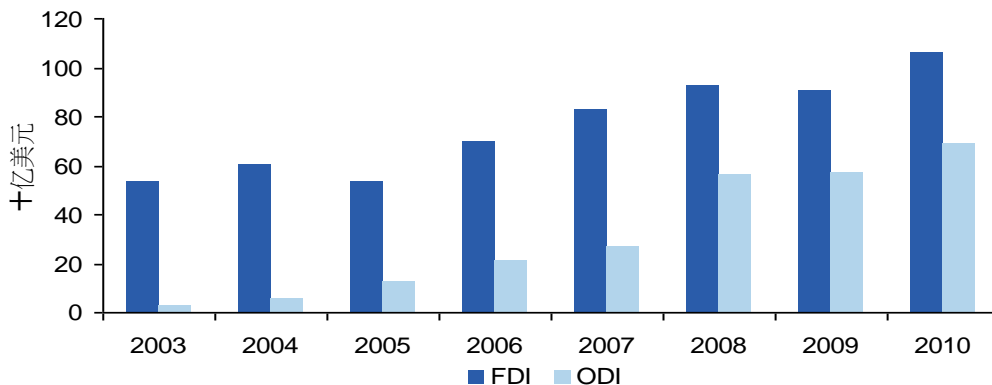
资料来源: 彭博, 瑞穗证券

### 3.3 影响 3: 从外国直接投资到中国企业“走出去”

中国经济高速发展与促进外国直接投资密不可分。1993 年以来, 中国政府出台诸多有利政策, 包括税收优惠及对外资开放产业指导等, 鼓励外商投资进入中国。当时, 中国是所有发展中国家中吸引外国直接投资 (FDI) 最多的国家。事实上, 直到今日, 外企相对于国企依然享有优惠政策。

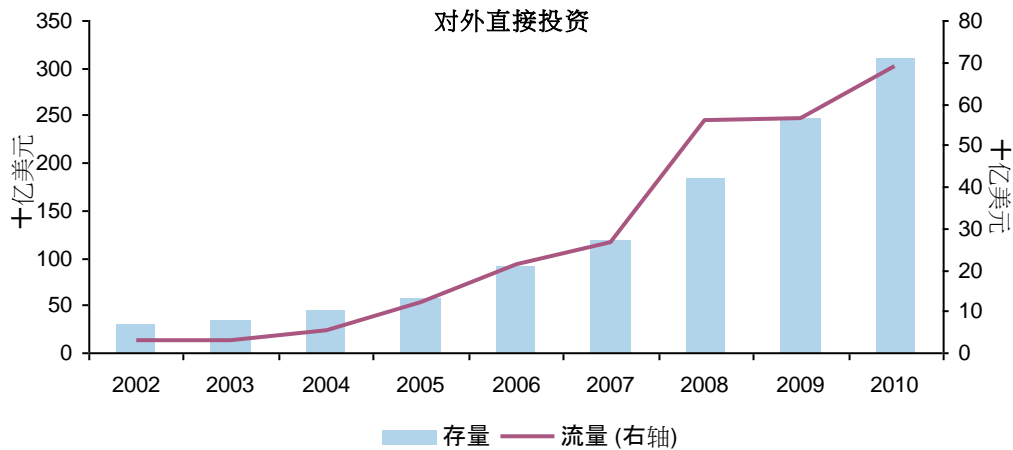
相比之下, 中国对外直接投资 (ODI) 一直发展缓慢, 直到最近十年, 在“走出去”的政策指导下, 中国政府放宽了对外投资的限制, 并且提供政府资金支持企业对外投资。当前, 中国对外投资主要集中在邻国, 以东南亚与发展中国家为主。目前大多数对外直接投资是在国有企业牵头下推进, 对资源丰富的国家进行能源收购为主。

图表 38 FDI & ODI 对比



资料来源: 商务部, 瑞穗证券

图表 39 2010 年，中国对外直接投资无论存量还是流量都接近历史高点



资料来源:商务部,瑞穗证券

最新公布的中国对外投资数据显示：中国对外投资流量已达到全球当年流量的 5.2%，位居全球第五，首次超过了日本，英国等传统对外投资大国。同时，中国对外投资的累计投资存量达到 3172.1 亿美元，位居全球第 17 位。更关键的是，中国对外投资的并购比重显著提升，达到 297 亿美元，同比增长 54.7 亿美元。

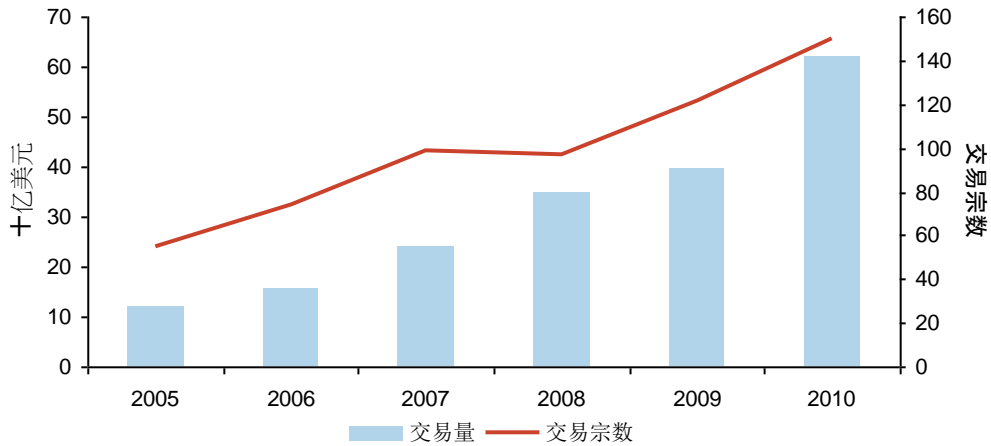
考虑到日益增加的投资数额，中国政府已经推出人民币结算，特别是在对外直接投资方面，这将有助于中国企业走出国门，并为人民币国际化创造机会。人民币国际化对中国对外投资的影响重大，主要体现在三个方面：

首先，人民币国际化将推动更多私人企业对海外投资。尽管其中困难重重，人民币不可兑换性亦非唯一的瓶颈，但人民币国际化将为对外投资扫清诸多外汇管制上的障碍。

其次，人民币国际化将提升中资企业在海外的竞争力：过去由于定价权和结算程序都受到外国企业和政府的影响，中资企业在海外的业务受到诸多限制。外汇管制同样加大了中国企业进行海外并购的程序难度，因而稳步推进人民币国际化有助于解决这一问题。

其三，人民币国际化将增加现有海外投资存量。目前中国境外投资流量中，当期利润再投资比例占到总比重的 34.9%，预计人民币国际化也将大大提升再投资流量的增长。

图表 40 自 2005 年以来，大中华区兼并收购量迅速增加

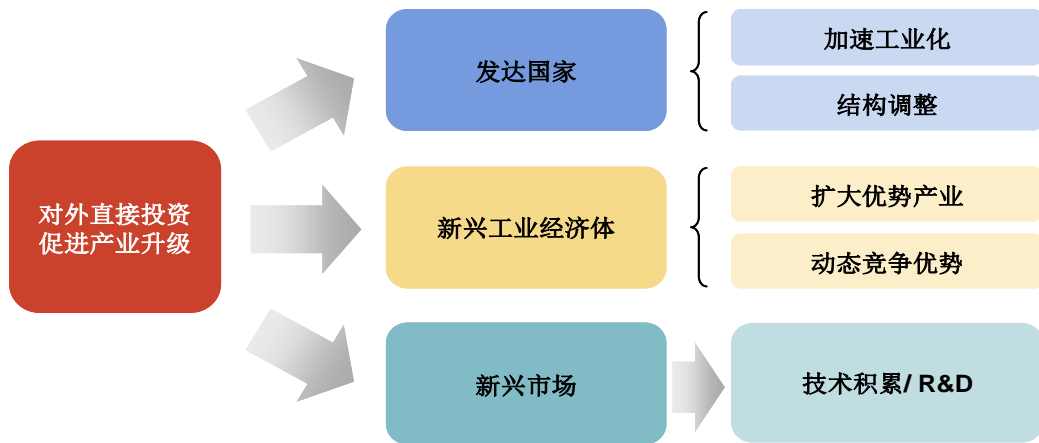


资料来源: Deloitte 2010 M&A report, 瑞穗证券

### “走出去”促进产业转型

从欧美的发展经验来看，对外投资都反映着从粗放型发展经济到逐步向产业链附加值较高产业升级的过程。一般地来说，从寻找资源到寻找市场，以至于寻找效率以及寻找战略型资产，是一个逐步渐进的过程。而人民币国际化将能使得中国目前对外投资简单寻找资源为主的模式向高附加值产业发展逐步靠拢。

图表 41 对外直接投资促进产业升级



资料来源: Zhao and Jing (2011), 瑞穗证券

### 3.4 影响 4：从行政手段调节金融向市场化迈进

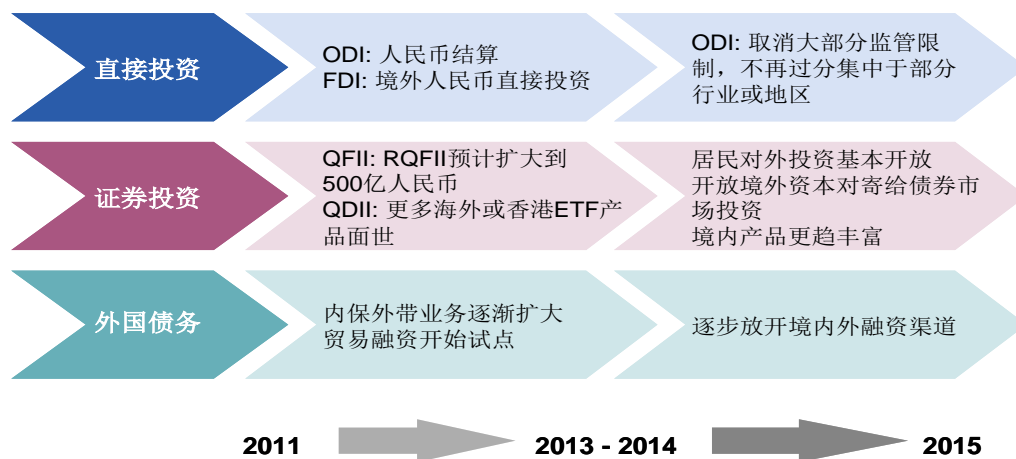
中国金融市场与国际市场接轨的最大问题，便在于市场化程度缺乏。行政手段仍是调节金融市场的主要手段。而其中最大的最大问题便是利率市场化和建立

更有弹性的汇率机制。我们已经看到中国在过去几年来的诸多进步，而人民币国际化能够促使改革进程加快，从而真正增强中国金融市场深度以及提高市场化水平。

### 3.4.1 资本项目开发

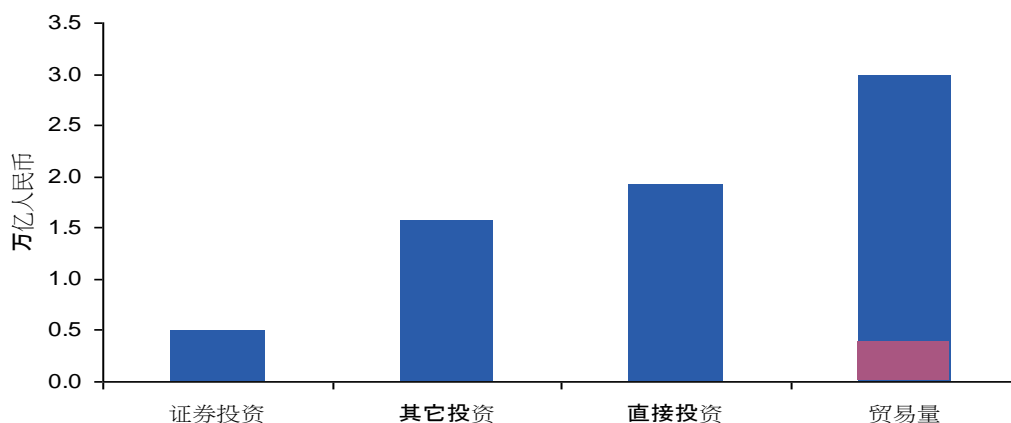
缺少资本项开放这个步骤，人民币跨境使用将明显受限。如果考虑中国贸易总量与中国直接投资，证券投资和外债规模总量相比，人民币贸易结算所能达到比例相对有限，而资本项目开放才是真正能够增加人民币吸引力以及人民币跨境增量使用的源动力。

图表 42 人民币国际化进程快于预期



资料来源：瑞穗证券

图表 43 中国 2010 交易量与中国国际投资地位对比 (红色是人民币结算)



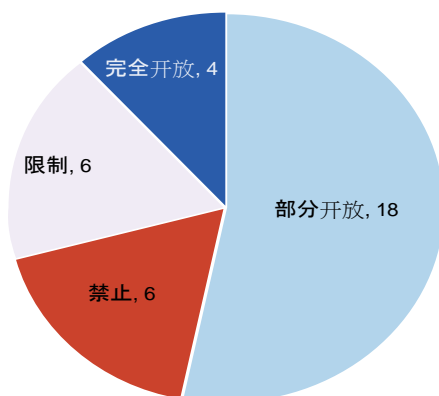
资料来源:外管局, 瑞穗证券



资本项开放的各种举措，如加强跨境证券投资（RQFII, 港股 ETF 等），以及人民币结算的直接投资，已经于今年陆续开展或者开始启动。我们相信资本项开放的步伐不会停止，而将会从证券投资，直接投资和外债三个方面循序渐进开展。

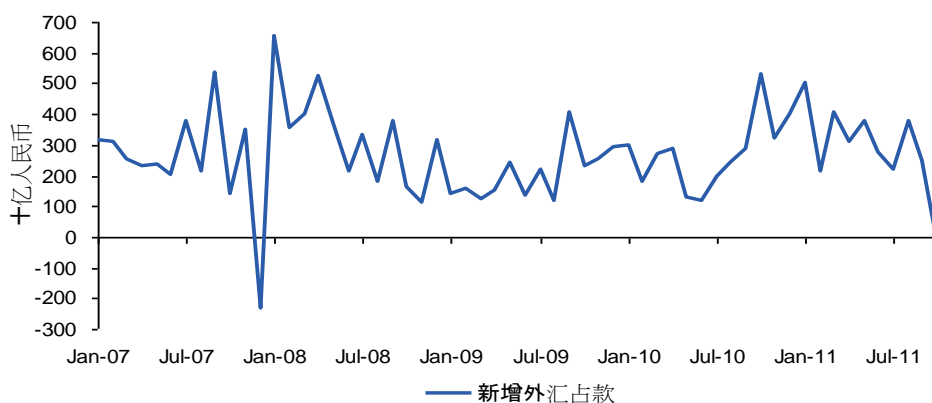
但央行副行长易纲透露，中国对冲外汇占款的成本已经成为国内货币供应量增加的主要来源。央行能够通过增加存款准备金率或者是发行国债来冲销货币供应量的增加，但是由于冲销成本过高，央行仅能冲销 80% 的货币增量。中国存款准备金率已经位于高位，冲销成本会进一步影响中国银行系统的有效运作。同时，随着人民币跨境贸易结算的深入开展，通过贸易途径进入境内的潜在“热钱”流入也是央行需要防范的目标。因此我们认为央行目前对于资本项开放的态度仍与潜在热钱流入密切相关。

图表 44 资本项目开放十分谨慎



资料来源：IMF, 瑞穗证券

图表 45 近两月，新增外汇占款大幅下降



资料来源：CEIC, 瑞穗证券

图表 46 IMF 定义下，中国资本管制现状（近期进展用加粗字体显示）

种类	注释
<b>I. 投资</b>	
i. 股票	
1.非居民本地购买	QFII（证监会监管）； <b>RQFII 获准</b>
2.非居民本地发行	限制； <b>预计 2012 年国际版将会推出</b>
3.居民在境外购买	QDII（外管局监管）； <b>允许在内地推行港股 ETF</b>
4.居民在境外发行	要求盈利回流（证监会监管）
ii. 债券	
1.非居民本地购买	QFII 购买债券； <b>2010 年，开放银行间债券市场</b>
2.非居民本地发行	限制,须财政部、人民银行、发改委批准
3.居民在境外购买	允许保险公司、证券公司、银行和 QDII
4.居民在境外发行	允许离岸人民币债券发行（需要发改委与外管局承认）； <b>点心债发行条件放宽</b>
iii. 货币市场工具	
1.非居民本地购买	允许 QFII 购买证券基金、货币市场基金
2.非居民本地发行	禁止
3.居民在境外购买	与债券相同（参见 ii.3）
4.居民在境外发行	外管局批准； <b>海通和中国主要银行建立离岸基金</b>
iv. 金融衍生品	
1.非居民本地购买	禁止
2.非居民本地发行	禁止
3.居民在境外购买	允许（银监会和国资委监管）
4.居民在境外发行	允许（银监会和国资委监管）
<b>II. 外国债务</b>	
i. 信贷业务	有额外条款（外管局监管）
ii. 商业信用	
1. 居民向非居民	允许（银监会同意）
2. 非居民向居民	<b>允许外贸结算的国内合格主体参与外国借贷</b>
iii. 金融信贷	与商业信贷相同
<b>iv. 担保 &amp; 保证</b>	
1. 居民向非居民	外管局核准；非金融机构担保容易
2. 非居民向居民	<b>允许外贸结算的国内合格主体参与外国借贷</b>
<b>III. 直接投资</b>	
i. 对外（对外直接投资）	需外管局授权， <b>1 月人民币计价对外直接投资获准</b>
ii. 对内（外商直接投资）	<b>8 月，通过香港对内人民币计价 FDI 获准</b>
iii. 清算	需要外管局认证
iv. 房地产	
1.居民在境外购买	允许
2. 非居民境内购买	超过 5 万美元购买需要向外管局申请

3.非居民境内销售	需要外管局授权			
IV. 个人资产交易				
i. 贷款	禁止			
ii. 礼物、捐赠与遗产				
1.居民向非居民	允许，有最高配额			
2. 非居民向居民	允许，有最高配额			
iii. 海外债务结算	禁止			
iv.资产转让				
1.通过移民转移到国外	养老金和老年津贴可以汇出，其他受监督			
2.向国内转移	禁止			
自由化程度	禁止	限制	部分开放	自由化

资料来源：IMF AREAER (2008), 瑞穗证券

### 3.4.2 利率市场化稳步推进

市场化的利率形成机制与人民币的国际化相辅相成，主要有四点原因：一是，利率市场化是发挥市场配置资源作用的一个重要方面；二是，利率市场化的要点是体现金融机构在竞争性市场中的自主定价权。没有完全市场化的利率体制，使得国内金融产品无法准确定价。人民币国际化需要在市场化定价为基础的多元化的产品。三是，在资本项目逐步开放过程中，没有完全市场化的利率体制，可能导致套利机会的增加和资本交易的波动。并将对政策决定产生不利影响，枉费过去自由化所做的努力。第四，促进银行体系内的竞争，为在资本项目开放过程中，国内银行面临的潜在风险做准备。

#### 3.4.2.1 利率市场化缺乏导致银行表外风险增大

利率市场化缺乏，导致银行通过表外业务增大利润空间，暴露了系统内潜在的诸多风险。自去年二月以来，本轮负利率已长达 20 个月，在此背景下，银行短期理财产品数量急速增加，收益率也大幅上升。

- 短期银行理财产品大受追捧，主要有两方面原因。一是应对银监会存贷比监管的要求。由于前两年贷款量巨大，商业银行当前存贷比已经总体上逼近 75% 的监管要求。为吸引投资者、美化财务报表，银行不惜成本提高收益率，发行短期理财产品，特别是跨月末时点的理财产品，以迎接年中各项指标考核。
- 二是解决银行不匹配的存贷需求。从存款方面来看，负利率以及央行多次上调存款准备金率之后，银行揽储的压力不断加大。但从贷款方面来看，由于实际的贷款需求旺盛，银行通过大量代销信托理财产品或委托

贷款，“曲线”满足客户的融资需求，将资金的需求和供给放在“表外”匹配。

◆ 为避开政府 75% 存贷比的监管要求，同时为吸引投资者、美化财务报表，银行不惜成本提高收益率，发行短期理财产品，特别是跨月末时点的理财产品，以迎接年中各项指标考核。许多银行在今年前三季度增加了短期理财产品的销售，并相应展开了价格大战。与一年前相比，9 月销售的短期理财产品(3-21 天)与去年同期相比增加 120%，但一年期理财产品却相应减少。银行在理财产品收益率方面也展开了激烈竞争，相比起去年 9 月七天期理财产品 2% 的收益中数，今年 9 月收益率翻倍至 4%。尽管这些产品反映了表外的资本需求，但也增加了银行业的整体风险。

◆ 银行成为这一风险的最终承担者。目前，银行“双重表外化”的现象非常明显。存款“出逃”到理财，是负债方的表外化。银行大量代销融资性信托理财产品，委托贷款急剧放量，是资产方的“表外化”。“双重表外”业务的扩张，脱离了监管者的监管范围，且没有有效的的风险对冲机制。一旦表外贷款无法偿还，银行为避免声誉上的损失，必将动用表内贷款偿还理财资金，表外风险转嫁表内。

■ 从长期来看，加快存款利率市场化，是化解风险的根本之法。目前为止，我国国内的债券市场利率、同业拆借利率、贴现利率都已经基本实现了市场定价，外币利率的市场化已基本到位，只剩贷款下限和存款上限方面存在管制。而在贷款利率方面，面对私营企业，尤其是中小企业方面，银行在贷款利率上有一定的定价能力。在流动性收紧的背景下，大企业的贷款利率也在上浮，取消贷款利率下限或者扩大下浮比例在目前来看意义不大。

#### 3.4.2.2 利率市场化改革进程

上世纪 90 年代至今，中国的利率市场化改革过程已有 15 年之久。中国人民银行货币政策司司长张晓慧指出，1996 年以来，中国人民银行一方面不断放松利率管制；另一方面着力完善市场化利率定价机制，扩大市场化利率覆盖范围。通过渐进式的改革，我国实现了货币市场和债券市场的利率市场化，放开了贷款利率上限和存款利率下限，中央银行利率调控能力不断增强，为进一步推进改革打下了良好的基础。中国人民银行曾公布我国利率市场化改革的总体思路是按照

“先外币、后本币；先贷款、后存款；先长期、大额，后短期、小额”的顺序进行改革。

存贷款利率市场化改革而言，近些年来采取的举措：2003 年之前，银行定价权浮动范围限 30% 以内；2004 年，贷款上浮范围扩大到基准利率的 1.7 倍；2004 年 10 月，贷款上浮不封顶，下浮幅度为基准利率的 0.9 倍，存款利率下浮不设底；2006 年 8 月，将商业性个人住房贷款下浮幅度扩大至基准利率的 0.85 倍；2008 年，将商业性个人住房贷款下浮幅度扩大至基准利率的 0.7 倍。中国人民银行资料显示，1996 年以来，中国人民银行累计放开、归并或取消的本、外币利率管理种类为 119 种。到目前为止，国内的债券市场利率、同业拆借利率、贴现利率都已经基本实现了市场定价，外币利率的市场化已基本到位。

**图表 47 中国利率市场化进程**

种类	利率市场化行动
外国货币	2003 年，29 种外币完成了自由化
企业存款/贷款	仅对贷款利率设置下限，对存款利率设置上限。 从扩大浮动范围，到取消贷款上限与存款下限
公司债券/商业票据	2009 年开始，市场定价没有限制
按揭贷款	2008 年，将商业性个人住房贷款下浮幅度扩大至基准利率的 0.7 倍

资料来源：中国人民银行，瑞穗证券

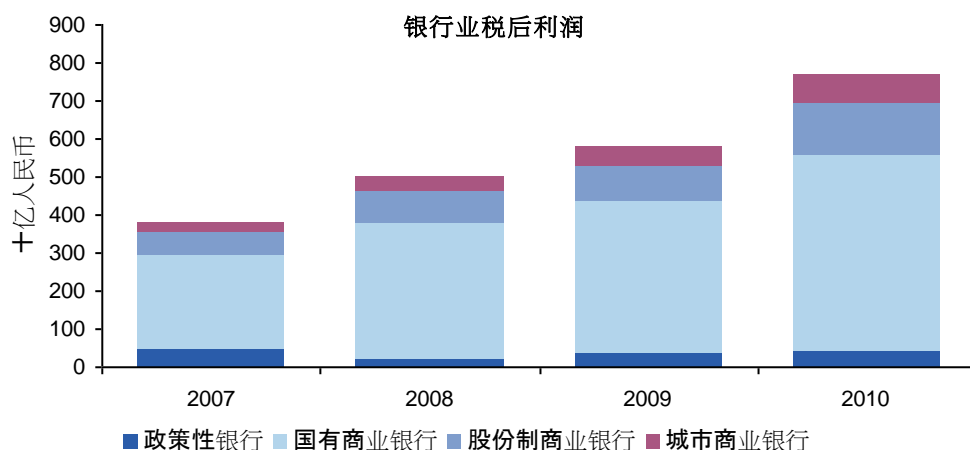
目前为止，由于担心银行风险，存贷款利率自由化进程的基本停滞不前。进一步推进利率市场化，需要改革现有银行体系，积极探索退出机制，尝试存款保险制度建设等。

存款利率市场化是整个利率市场化过程中最为艰难的一步。有关部门试图控制存款利率的向上浮动，是出于保护银行利益的考虑。目前，存款利率上限与贷款利率下限之间有约 3% 的利差，贡献了银行利润的 80%。但是，存款管住了存款利率，而对于理财产品的利率，则鞭长莫及。不经意间，一年期存款利率作为基准利率的功能，在很大程度上受到了挑战。同时，这也意味着商业银行实际上也在主动地尝试利率市场化。在各种监管要求之下，如没有利率市场化的积极实践，不去发行利率较高的理财产品以弥补运行资金的不足，银行可能连正常的运行都难以为继。应加快存款利率市场化方面的尝试，包括大额存款单，允许某些银行差异化定价等，早日实现存款利率上限的退出，并在“十二五”期间，争取完成利率的市场化定价。

未来央行可能允许大额定期存单等金融创新工具的发行，并通过使用新型市场化定价工具为存款利率的自由化打开空间。此外，逐渐放开贷款利率下限和存款利率上限区间也是推进利率自由化的一个途径。在贷款利率方面，目前在面对民营企业，尤其是中小企业方面，银行在贷款利率上有一定的定价能力。在流动性收紧的背景下，大企业的贷款利率也在上浮，取消贷款利率下限或者扩大下浮比例在目前来看意义不大。

当然，自 20 世纪 90 年代初以来，中国的商业银行已经出现显著改善。2002 年，中国大型商业银行的不良贷款比例达到了 23.6%。其后，便开展了全面的整顿，1999 年以来，为剥离国有四大银行的不良资产，中国政府相继成立 4 家金融资产管理公司。通过金融资产管理公司购买四大国有（四大银行）商业银行的不良债务，中国银行业在资本充足率、资产质量和盈利能力方面，出现了巨大转折。2010 年，不良贷款率已经下降至 1.15%，处于健康水平。“十二五”期间，最主要的任务是取消存款利率的上限。利率市场化改革，有利于货币政策更加依靠“价格型”而非“数量型”工具，是中国金融体系改革的关键一步。价格机制完善将会对未来更加成熟的金融市场做以铺垫。

图表 48 利率市场化逐步放开之后，银行税后利润并未下降



资料来源: CEIC, 瑞穗证券

我们认为中国政府将继续利率市场化进程。而存款上限将很有可能在 5 年内解除。利率市场化还能将货币政策从“数量型”工具向“价格性”工具靠拢，从而真正完成中国金融市场化改革。因此央行也会在今后几年加强公开市场操作方面的实践。

### 3.4.3 更具灵活性的汇率制度

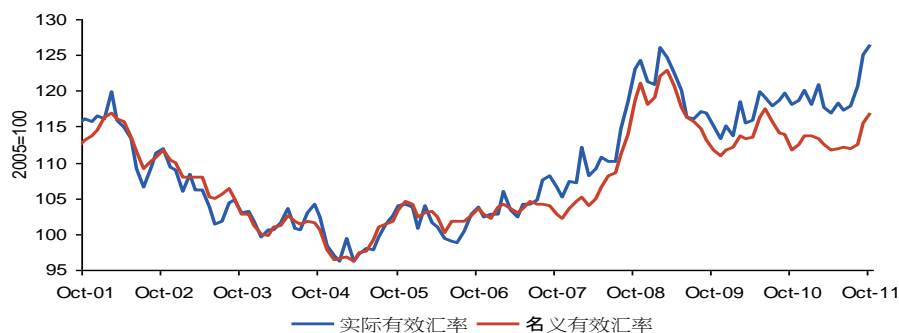
人民币国际化的根本要旨在于人民币不仅要成为一个完全可兑换的货币，更需要人民币汇率制度市场化，结束单边缓慢升值以及紧盯美元走势的局面。

1994 年，中国外汇交易中心，银行间外汇交易便建立了人民币市场。实际上，当时的汇率政策是通过行政手段进行的直接资本管制。尽管鼓励直接投资，但是国外股票和短期外国借款仍旧受到限制。截至 1996 年底，中国在开放经常项目下人民币可兑换，是重要的里程碑。1996-1997 年，中国对人民币实行可兑换保持乐观，并宣布在 21 世纪初实现这一目标。1997 年，亚洲金融危机不期而至，使得央行将汇率稳定作为货币政策的首要目标。

从人民币兑“一篮子”货币的角度来看，人民币采取浮动汇率时，其有效汇率的变化并不大。相反，恰恰是盯住美元之时，人民币有效汇率变化较多。因此，我们认为，保持固定汇率制度并不意味着货币稳定，而浮动汇率制度或者说更为灵活的货币制度才起到稳定有效汇率的作用。由于货币政策的独立性十分重要，同样支持联系汇率不可持续的观点。今年开始，中国政府便取消了对外国货币计价的贸易收入的资本控制，中国企业通过外管局审批，可以利用收入进行未来的贸易交易、投资甚至资本交易。资本流动放宽，使得央行没有必要进行过多的“被动货币发行”，货币政策独立性增强。

人民币基本可兑换的配套工作极大的促进了外汇市场建设，为以市场供求为基础的人民币汇率形成机制提供制度支持。引入询价交易方式和做市商制度，改进人民币汇率中间价形成方式，同时大力发展银行间人民币远期、掉期和期权市场，创新汇率避险工具，增强企业管理风险的能力。2010 年银行间外汇市场即期、远期和掉期分别成交 3.05 万亿美元、327 亿美元和 1.28 万亿美元，分别是 2006 年的 4 倍、2 倍和 25 倍。

图表 49 人民币实际有效汇率与名义有效汇率相对稳定



资料来源: CEIC, 瑞穗证券

## 人民币汇率灵活性需增加，但升值空间已显著减少

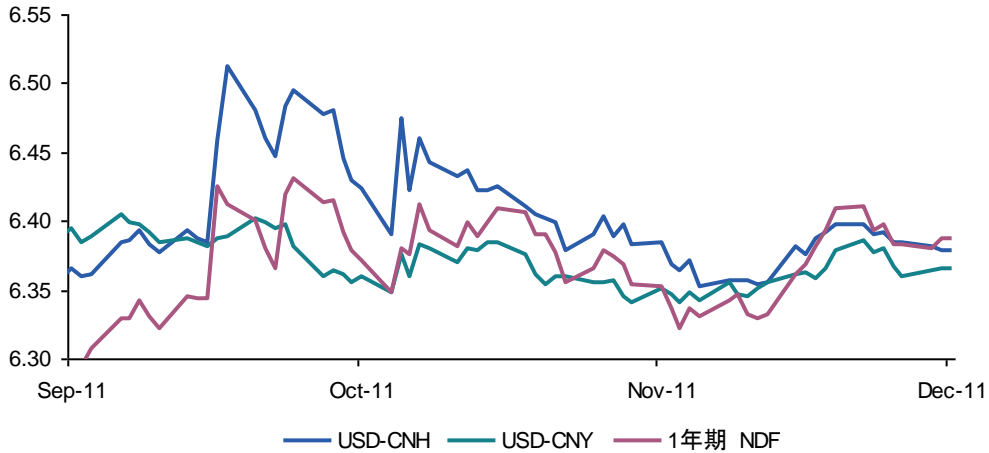
我们在“”（10月12日）中已经阐述人民币汇率问题并非仅仅是升值问题，且人民币汇率也并非永远单向升值。尽管最近美国和巴西在人民币汇率上不断对中国施压，人民币汇率升值的空间已然有限，主要是因为三个原因：其一，中国贸易顺差肯定进一步减小，出口增速将因为外需减弱而缩减；其二，政府主动调控资产泡沫的决心不减，使得诸如房地产类的资产潜在增值幅度减少，因此体现在10月外汇占款出现净流出；其三，中国已经到达工资上涨推动的持续通胀阶段，导致人民币实际有效汇率不断升值。

关于人民币“低估”的讨论已经持续了很长一段时间，而最近美国总统奥巴马关于人民币汇率的评论更是将这一争辩进一步升级，只因他认为美国商界已经逐渐对人民币慢速升值失去耐性，并认为“受够了”。一些支持人民币低估的人士，如美国彼得森金融研究所的博格斯坦和克莱恩，都认为人民币还有20%以上对美元的升值空间。他们的理论推断出人民币一旦升值1个百分点就可以减少经常项顺差占GDP比重0.3%。但他们的主要推论是基于国际货币基金组织关于2011年世界经济展望中的预测，而其中国2011年经常项目盈余占GDP比重达到5.7%，而到2016年居然还达到8%。这一推测不但无视了目前人民币升值对于中国经常项目盈余的影响，同时也忽略了今后5年中国将面临的经济转型，即将大幅增加进口并从以出口导向型经济向内需并重靠拢。基于前三季度的数据来看，中国经常项目顺差占GDP比重已经下降到3%，显著地低于IMF对于全年的预测。

基于中国出口进一步滑落的现实，政府应考虑适当减缓升值幅度，预计今年全年升值在5-6%之间，而我们预计明年全年升值4%左右。经过2年的逐步准备和过度安排，人民币在2013年可以达到均衡汇率，而到时将是通向有管理的浮动汇率机制的最佳时机。



图表 50 9月底的离岸人民币大战显示人民币单方面升值预期已经改变



资料来源: Bloomberg, 瑞穗证券

#### 4.0 人民币国际化对国际金融系统的影响

国际社会应大力推进国际金融体系改革，着力调整国际金融组织的治理结构，提高发展中国家的代表性和发言权。并应就此制订明确的改革目标、时间表和路线图。强化对所有金融市场及其参与机构的审慎监管，加强区域和国际监管协调与合作，以避免类似危机重演。——王岐山（2009）<sup>6</sup>

在最近举行的 G20 戛纳峰会后的联合声明中要求现有的国际金融系统“反应不断改变的经济平衡以及新国际货币的出现”，其中还含有两个主要目标 1) 增加汇率弹性以及减少汇率摩擦、2) 增加并丰富特殊提款权(SDR)的一篮子货币以反映新型经济体在国际经济中日益重要的地位。

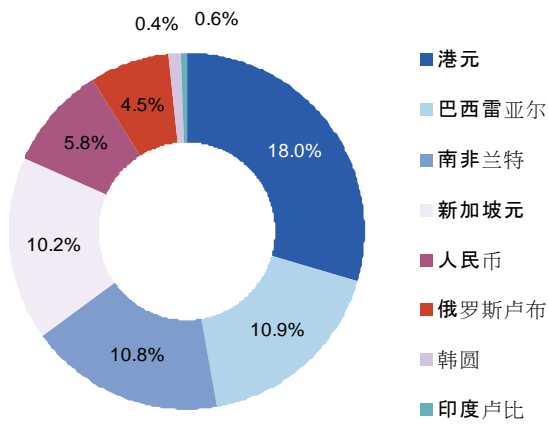
其中特殊提款权作为各中央银行的储备资产，应该给予如人民币等新兴经济体货币更大的代表性。而 2015 年将是特殊提款权新一轮审定的时限（5 年一次），人民币将有望成为特殊提款权一篮子货币中的一员，将更好地起到稳定特殊提款权一篮子汇率的作用。当然，特殊提款权本身存在种种缺陷，如其并非一个流通货币，并且其并不是各国央行对 IMF 的债权（是各国央行内部的债权）。

总而言之，一个多极化的国际货币体系有其较现有系统的显著优势，如风险分散化以及更好的顾及全球不平衡后的汇率调整。尽管如此，多极化的货币系统也有其风险，如网状外部效应的缺失、汇率不稳定性的增加，以及投资者对于汇率波动所产生的调整意识，都会对现有的国际汇率体制造成一定程度的冲击。

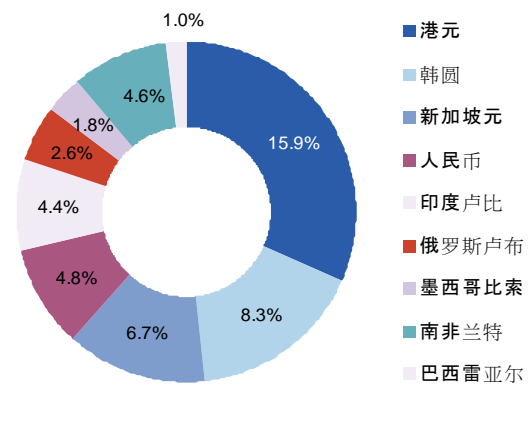
<sup>6</sup>中国国务院副总理王岐山 2009 年发表署名文章《推进国际金融体系改革》。

汇率区域化也是成为国际化货币的一个步骤，人民币目前的跨境使用、以及人民币与其他国家的本币互换协定目前主要集中在中国的邻近国家以及与中国经贸政治往来密切的发展中国家。随着中国进一步推行资本项开放，以及逐渐与东盟签署人民币贸易结算协定，人民币区域化将会使得人民币国际化的脚步慢慢加快，而这也是央行推行人民币跨境贸易结算的初衷。但如果人民币资本项不开放，将很难在区域化后逐渐成为国际货币，因为这需要货币具有投资属性，而现有的投资中国资本市场的手段，还是相对寥寥。

图表 51 主要新兴市场国际债券发行

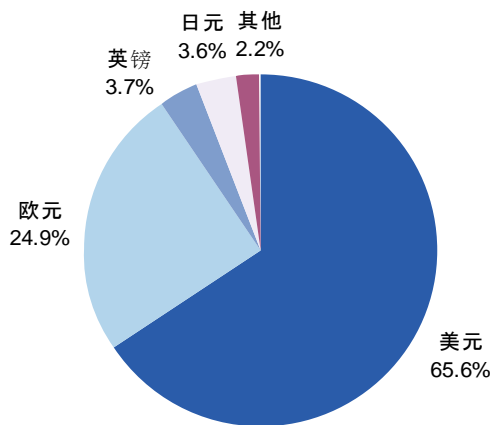


图表 52 主要新兴市场货币衍生品

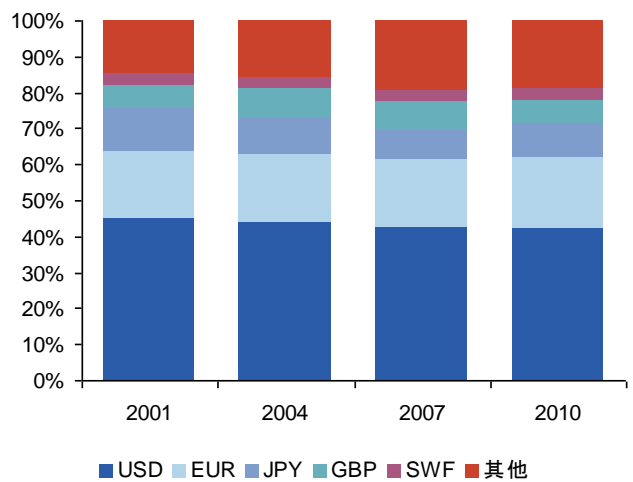


资料来源： BIS 2011, 瑞穗证券

图表 53 全球外汇储备构成



图表 54 外汇市场交易的各国货币量



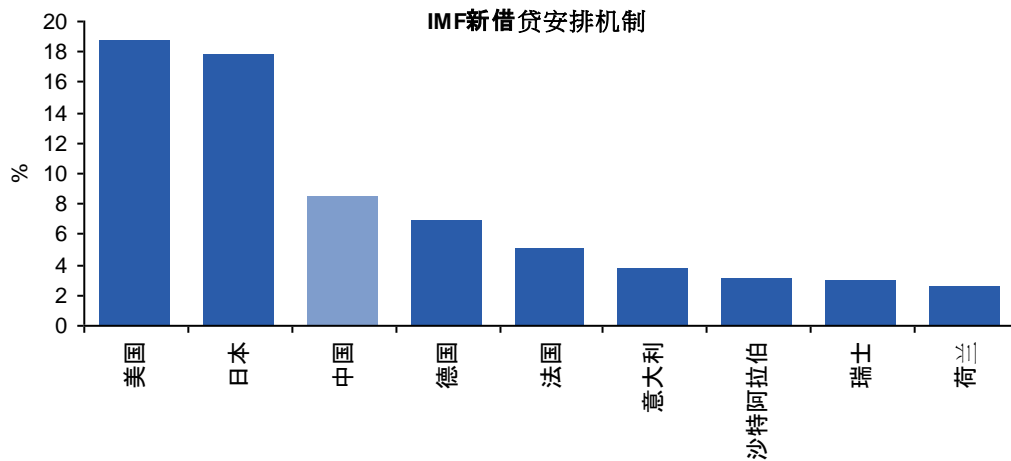
资料来源： BIS 2010, 瑞穗证券

图表 55 中国人民银行与其他货币当局鉴定的货币互换协议

货币当局 (时间)	总额(人民币)
韩国 (2008 年 12 月)	1,800 亿
香港 (2009 年 1 月)	2,000 亿
马来西亚(2009 年 2 月)	800 亿
白俄罗斯 (2009 年 3 月)	200 亿
印度尼西亚(2009 年 3 月)	1,000 亿
阿根廷 (2009 年 3 月)	700 亿
冰岛(2010 年 6 月)	35 亿
新加坡(2010 年 7 月)	1,500 亿
俄罗斯(2010 年 11 月)	允许人民币与卢布的直接贸易
新西兰(2011 年 4 月)	250 亿
乌兹别克斯坦(2011 年 4 月)	7 亿
蒙古(2011 年 5 月)	50 亿
哈萨克斯坦(2011 年 6 月)	70 亿
尼日利亚(2011 年 9 月)	外汇储备的 5%-10%，约为 100-200 亿

资料来源: 中国人民银行, 瑞穗证券

图表 56 中国同样积极参与 IMF 的新借贷安排机制



资料来源: IMF, 瑞穗证券

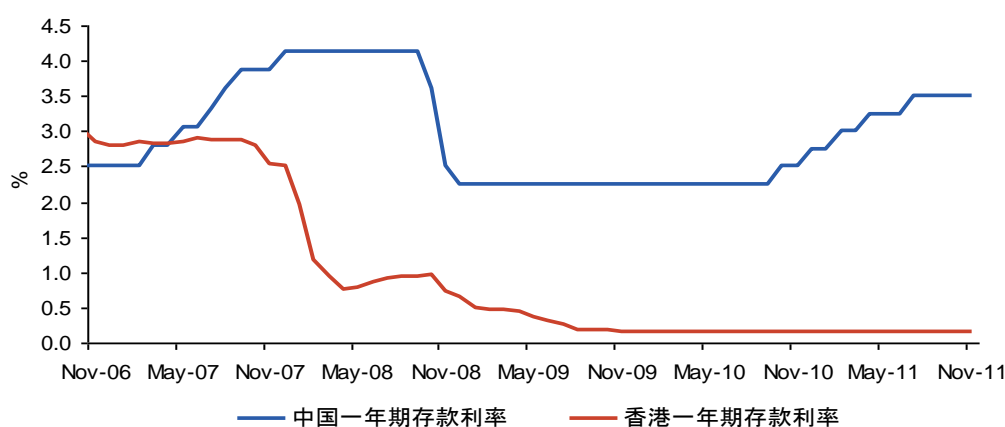
## 5.0 国际化的两大潜在风险

“不仅要注意你所想要达到的目标，更要关注达到这一目标所需要的手段”  
——埃肯格林 (2011)。

## 5.1 风险 1：宏观调控难度增大，行政手段作用削弱

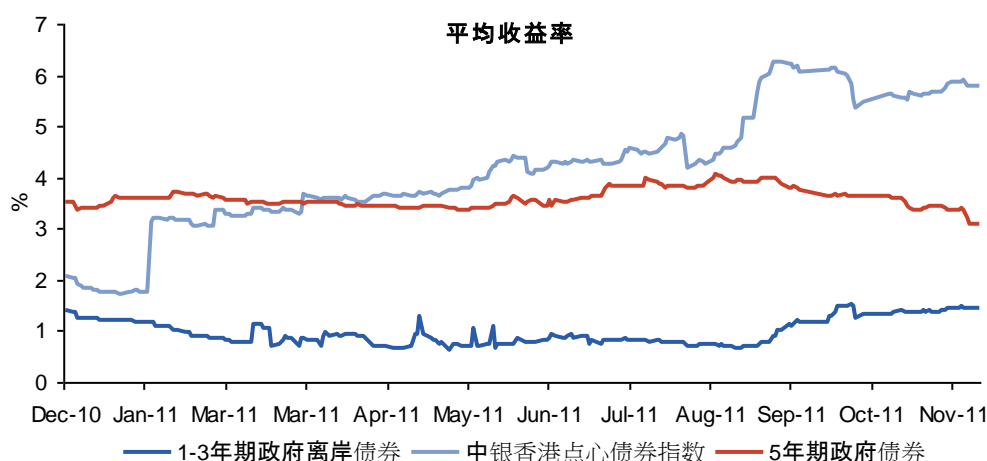
人民币国际化对中国政府的最大挑战，便是增加了政府宏观调控难度，削弱了行政手段稳定国民经济的作用。具体而言，人民币国际化后，由于境外人民币数量增多，人民币现金和流动性需求都会难以监控、央行通过公开市场冲销过剩流动性的难度增大。而现如今，人民币并未完全国际化，便已出现了离岸市场与在岸市场的高利差。部分内地企业能用较低的债务成本在香港离岸市场发行人民币债券，事实上已经对宏观调控政策造成了冲击。

图表 57 中国离岸在岸存款利差



资料来源：中债网，瑞穗证券

图表 58 中银香港点心债指数与在岸政府债的利差



资料来源：Bloomberg，瑞穗证券

由于中国外汇储备的不断增加，外汇管制已从“宽进严出”向“严进宽出”转变，一定程度上防止了热钱流入。但因此，外管局开放了金融机构向境外开立备

付信用证以支持企业境外融资，简称“内保外贷”。具体来说境内企业可以将人民币资金以定期存款形式抵押给境内银行，境内银行可以据此存款向境外开出人民币备付信用证，以担保此企业境外子公司从境外银行的融资。香港金管局的陈德霖指出，2010年在内地非银行类客户贷款增加的4440亿港元中，约60%是内地银行存款提供抵押，或由内地银行提供担保的。这些客户在香港获得贷款后将资金回流至内地，以赚取高息差以及人民币升值带来的巨大收益。这尽管对境内外商业银行和公司本身都有巨大吸引力，但资金回流到内地后，结汇所带来的外币会被商业银行转售至央行，无形中更增多了央行的外汇储备。类似的风险，随着人民币国际化的日益加深，可能会进一步放大，而若资本项开放之后，对于金融市场的影响亦不能小觑。

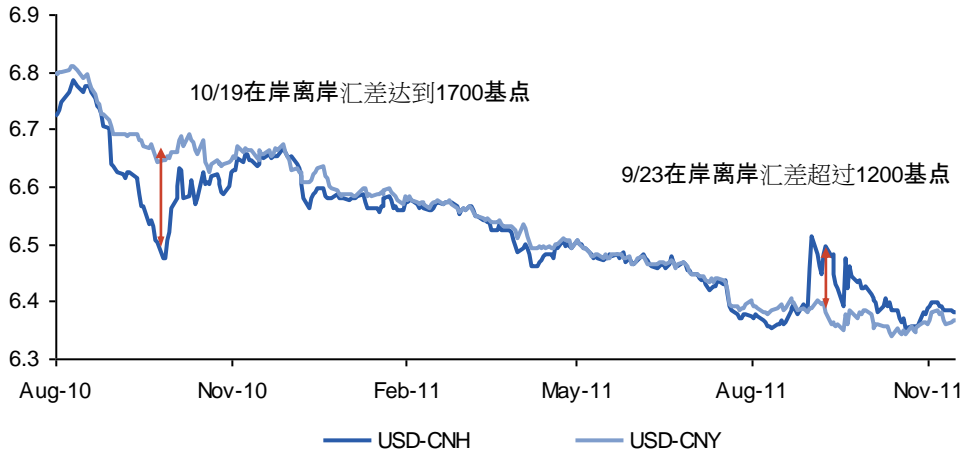
随着人民币国际化所带来的海外人民币储量逐渐增多，央行今后的货币政策决定也变得更加艰难。一方面，国内持续通胀需要通过稳健的货币政策逐渐平抑；另一方面，由于高利差，海外人民币进入国内市场需求逐渐增大，与此同时，由于香港通过发行人民币债券融资成本相对较低，会有更多企业寻求在香港发行债券，不利于央行对流动性的统筹管理。

## 5.2 风险 2：人民币汇率波动可能加剧，短期资本流动加大市场风险

人民币完成国际化后，市场供需对于人民币汇率影响显著增大，而如果资本项目开放速度加快，境外人民币需求增大，人民币汇率要保持在现有缓慢升值步伐的难度也进一步升高。同样，由于人民币国际化带来的套利路径亦能反转，如果境内利率下调，境外利率上升，出现资金净流出的可能性增大，人民币汇率也会受到巨大影响。因此，如果人民币国际化进一步加快，将暴露目前缺乏弹性的人民币汇率机制，从长远来看，进一步改革人民币汇率形成机制，十分必要。

离岸人民币存款的增加，不可避免地将离岸人民币汇率波动的传导效应增大，对在岸汇率造成一定程度的冲击。但目前笔者认为，离岸人民币市场汇率波动，由于其相对较低的流动性，仍不足以影响在岸市场汇率。尽管如此，鉴于离岸人民币存款储量的继续扩大，以及投资渠道的进一步丰富，这种相对独立的汇率走势不可能永远持续。在岸汇率终将会受离岸汇率影响，乃至逐渐趋同。因此一个更富弹性的人民币汇率机制有助于在岸外汇市场发展，暂时抵御离岸汇率对在岸市场的潜在冲击。

图表 59 离岸人民币汇率波动进一步加大



资料来源: CEIC, 瑞穗证券

## 6.0 结论

人民币国际化并不仅仅意味着“人民币跨境使用”，因为这仅仅是实现国际化过程中一个必经之路而非最终目标。我们认为人民币国际化对中国而言包含着两大重要含义：包括基本可兑换性以及人民币成为国际储备货币的一员。要实现基本可兑换则必须满足四大金融主题改革，包括：1) 资本项目逐渐、有序开放；2) 人民币离岸市场发展；3) 利率市场化；4) 一个基于市场化原则的有弹性的汇率机制。这四大改革不应单一起来看，或者用先后顺序来区分，而是应该循序渐进、同时并举。与此同时，中国想要成为国际储备货币，也需要更多参与国际金融改革事务，尤其是成为特别提款权储备的一员；并同时与更多国家签署货币互换协定来初步达成国际储备货币的目标。

基于国际国内形势的双重变化——特别是美国经济复苏疲软、欧洲主权债务危机日趋深化，同时中国自身基于出口导向的发展模型已经越来越难以维系，而刘易斯拐点的出现又使得劳动力供给进一步减少，我们认为前段时间有关于人民币国际化是否必要的讨论已经变得缺乏意义，因为中国必须通过自身的改革，特别是金融改革，来应对国内外日趋变化的形势，而人民币国际化无疑是打开僵局的一个重要步骤。

我们认为，人民币国际化能够推进中国经济的四大关键转型，其一，贸易成本的降低，更平衡的经常项盈余以及本地居民获得更多投资海外的机会，会促使本国经济逐渐转向内需-外贸并重的经济模式；服务贸易以及金融服务业的大力发展，会使得服务业占比逐渐提升；更多的企业因为人民币国际化，会更多地

“走出去”，进行海外投资；而金融体制改革也会使得目前行政为主的管理手段所造成的资源分配扭曲得到缓解。

人民币国际化对国际金融系统改革也有其深刻意义——人民币不仅将有望在 2015 年成为 IMF 特殊提款权一篮子货币中的一员，中国在 IMF 新借款协定以及与更多国家央行所签署的货币互换协定也客观上加强了世界储备货币的多元化，随着时间的推移，人民币对于世界外汇市场的影响也会愈发显著。

尽管如此，推动人民币国际化的风险，特别是配套金融改革所带来的潜在风险不能小觑。因为改革之后，不仅政府的宏观调控措施的有效性会大幅下降，短期资本流动以及人民币币值稳定都难以通过过去的行政手段进行及时的调整。因此如何选择金融改革的具体秩序和操作方法，以及如何使用适当的监管措施都是下一步改革应当思考的重点。

## 7.0 参考文献

- [1]“Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2010.” International Monetary Fund, 2010 。
- [2]BIS “Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange and derivatives market activity”, April 2010。
- [3]“China’s capital account liberalization: international perspectives.” BIS Papers No. 15, April. (2003)。
- [4]Chung, Kyuil, "Mechanism to mitigate adverse effect of capital inflows: Korea's experience." High level workshop on "Strengthening the response to the global financial crisis in Asia-Pacific: the role of macroeconomic policies". UNESCAP. Phnom Penh, Cambodia. 22-24 June 2010。
- [5]Eichengreen, Barry. “The Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of International Monetary System” (2011)。
- [6]Implications for China,” BIS Papers, No. 15 (2003): 35-57。
- [7]Fukao, Mitsuhiro “The liberalization of Japanese exchange controls and structural changes in the balance of payments” (1990)。
- [8]Huang, Yiping and Jiang Tingsong, “What does the Lewis Turning Point Mean for China?” A Computable General Equilibrium Analysis (2010) 。
- [9]Speech by André Icard, Deputy General Manager of the BIS, on the occasion of the joint BIS/SAFE seminar on 'Capital account liberalisation in China:

- international perspectives' in Beijing on 12-13 September 2002.
- [10]Iigima, Takao “Financial Big Bang to Asia Bond Market”, Keio University, KUMQRP Working Paper Series, DP2005-039 (2005)。
- [11]IMF “Interest Rate Liberalization in China”, WP/09/171, August 2009 。
- [12]IMF “Financial Deepening and International Monetary Stability”. 19 Oct 2011。
- [13]IMF “Internationalization of Emerging Market Currencies: A Balance between risks and awards”. 19 Oct 2011。
- [14]Kenen, Peter. “Currency Internationalization: An Overview”. BIS paper, 1 March 2009。
- [15]李小加. "关于人民币国际化的六个问题." 香港交易及結算所, 2010.9.29。
- [16]Lorenzo Cappiello and Gianluigi Ferrucci, The Sustainability of China’s exchange rate policy and capital account liberalization, European Central Bank (2008)。
- [17]卢迈. "人民币汇率改革对中国是利还是弊"中国发展研究基金会研究参考. 4.89 (2011)。
- [18]Palley, Thomas, "Chilean unremunerated reserve requirement capital controls as a screening mechanism." *Investigación Económica* . LXIV.251 (2005): 33-52。
- [19]Shah, Ajay and Ila Patnaik. "India's financial globalisation." IMF Working Paper WP/11/7. (2011)。
- [20]Shen, Jian-Guang. “China’s Exchange Rate System after WTO Accession: Some Considerations”, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, BOFIT。
- [21]Shen, Jian-Guang. “A tale of two bubbles”, Mizuho Securities Asia Research. 28 May 2010。
- [22]Shen, Jian-Guang. “The RMB myths”, Mizuho Securities Asia Research. 14 May 2010。
- [23]Subramanian, Arvind. “Living in the Shadow of China’s Economic Dominance”, Peterson Institute for International Economics (2011)。
- [24]Tavlas, George, and Yuzuru Ozeki. “The internationalization of currencies:
- [25]An appraisal of the Japanese yen.” IMF Occasional Paper no. 90. (1992)



Washington, DC: International Monetary Fund。

[26]Wang, Yunjong, "Capital account liberalization: The case of Korea." Mar 2002.<http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/APCITY/UNPAN014168.pdf>。

[27]Whitt, Joseph A, Jr. "The Mexican Peso Crisis." Economic Review. Federal Reserve Bank of Atlanta. (January/February 1996)。

[28]易钢. "加快外汇管理理念和方式转变, 深化外汇管理体制改革." 中国人民银行. 2011.1.18。

[29]Zhang et al. "China has reached the Lewis Turning Point", International Food Policy Research Institute (2010)

[30]张晓慧. "推进利率、汇率形成机制改革, 疏通货币政策传导机制." 中国人民银行. 2011年3月10日。

[31]Zhao and Dong "ODI and Home Country's Industrial Upgrading: Mechanism and preliminary evidence", RIETI Discussion Paper Series 11-E-032, March 2011。

[32]周小川, "关于改革国际货币体系的思考" 中国人民银行, 2009.3.23。

## 编者说明

中国发展研究基金会由国务院发展研究中心发起成立，其宗旨是支持政策研究，促进科学决策，服务中国发展。中国发展研究基金会报告就是基金会围绕宗旨资助或组织的研究活动的成果。本报告为不定期内部刊物，请读者指正。