

人民币国际化：进程、挑战与路径

巴曙松

国务院发展研究中心金融所

2012年7月

本报告为“中国发展高层论坛2012”的背景报告之一。作者巴曙松，国务院发展研究中心金融所副所长、研究员。

目 录

一、人民币国际化的进程和现状.....	1
（一）跨境贸易人民币结算金额高速增长.....	1
（二）货币互换协议规模继续扩大.....	2
（三）资本项目下人民币业务不断突破.....	2
（四）香港人民币离岸市场发展迅速.....	3
（五）人民币的国际货币职能平稳起步.....	4
二、当前人民币国际化面临的挑战.....	5
（一）人民币跨境结算的结构不平衡.....	5
（二）香港人民币离岸市场还处于起步阶段.....	6
（三）资本项目开放程度和投资回流渠道有限.....	7
三、对人民币国际化未来发展路径的思考.....	8
（一）以逐步满足市场需求为基础，稳步扩大人民币在跨境贸易投资中的使用.....	8
（二）从主要国际货币走过的“周边化-区域化-全球化”的区域扩展顺序看，人民币下一步的使用地域范围会继续拓展.....	8
（三）从主要国际货币在功能演进的“结算货币-计价单位-价值储备”顺序看，人民币在货币职能上需要继续深化.....	9
（四）在岸市场开放与离岸市场培育相互推动，促进境内外人民币市场协调发展.....	10
（五）与跨境人民币业务开展相结合，稳步推进资本项目开放.....	11
编者说明.....	12

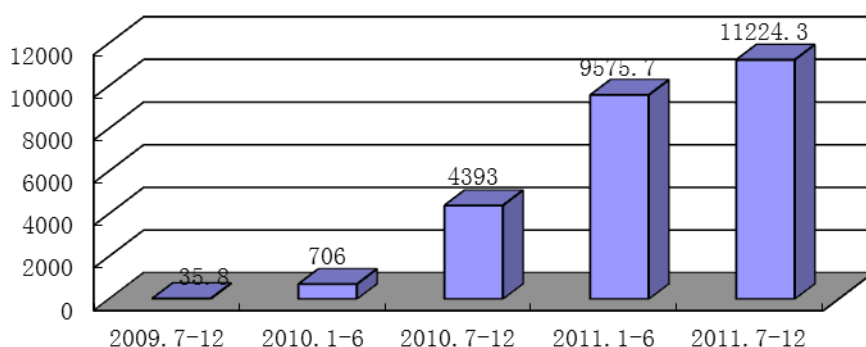
一、人民币国际化的进程和现状¹

改革开放 30 多年来，中国经济日益融入到全球 经济体系中，在中国经济总量迅速上升的同时，国际市场对人民币的市场需求也相应上升,特别是在国际金融危机冲击下,主要国际货币波动显著加大,国际经济治理格局出现变化，直接扩大了对人民币的需求。在市场需求的驱动下，中国相应采取了一系列配合措施，以积极稳妥的方式不断推进人民币的国际化进程。

（一）跨境贸易人民币结算金额高速增长

为了促进中国外贸企业的贸易和投资便利化，中国于 2009 年 7 月开始,在上海等 5 个城市进行跨境贸易人民币结算试点，首批试点企业 365 家。2010 年 6 月境内试点地区扩大到北京等 20 个省（自治区、直辖市），境外地域范围从港澳和东盟等地扩大到所有国家和地区，试点企业扩大到 67724 家。2011 年 8 月试点扩大至全国，至此跨境贸易人民币结算不受地域限制，业务范围涵盖货物贸易、服务贸易和其他经常项目，并逐步扩展至部分资本项目。

在政策支持和市场需求的合力推动下，人民币跨境贸易结算量不断加速增长。2009 年结算金额为 35.8 亿元人民币，2010 年全年结算 5063.4 亿元，2011 年结算量更是达到了 2.08 万亿元（图 1）。截至 2011 年末，全国银行办理的经常项目下人民币结算金额累计达到 2.58 万亿元。



资料来源：中国人民银行各季度《中国货币政策执行报告》

图 1：跨境人民币结算规模高速增长（单位：亿元）

¹ 作者感谢交通银行总行吴博博士在本文起草过程中提供的帮助。

（二）货币互换协议规模继续扩大

2008 年 12 月以来中国与周边国家和地区加大了货币合作，截至 2012 年 1 月底，中国人民银行已与韩国、马来西亚、中国香港、阿根廷、阿联酋等 15 个央行或货币当局，共计签署了 13362 亿元人民币的本币互换协议。其中 2011 年中国还与中国香港、韩国续签了互换协议并将互换规模扩大了一倍（表 1）。通过签署本币互换协议，人民币可通过官方渠道进入这些经济体的金融体系，促进人民币结算和流通效率的提高。目前已有部分互换协议进入实质启用阶段，起到了缓解流动性紧张、促进双边贸易和投资发展、维护区域金融稳定的作用。

表 1：中国人民银行签署的双边本币互换协议

签署时间	央行/货币当局	互换金额（人民币）	备注
2008. 12. 12	韩国银行	1800 亿元	有效期三年， 经双方同意可 以展期。
2009. 2. 8	马来西亚国民银行	800 亿元	
2009. 3. 11	白俄罗斯共和国国家银行	200 亿元	
2009. 3. 23	印度尼西亚银行	1000 亿元	
2009. 4. 2	阿根廷中央银行	700 亿元	
2010. 6. 9	冰岛中央银行	35 亿元	
2010. 7. 23	新加坡金融管理局	1500 亿元	
2011. 4. 18	新西兰储备银行	250 亿元	
2011. 4. 19	乌兹别克斯坦共和国中央银行	7 亿元	
2011. 5. 6	蒙古国中央银行	50 亿元	
2011. 6. 13	哈萨克斯坦共和国国家银行	70 亿元	
2009. 1. 20	中国香港金融管理局	2000 亿元	续签并扩大一 倍互换规模。
2011. 10. 26	韩国银行	3600 亿元	
2011. 11. 22	香港金融管理局	4000 亿元	有效期三年， 经双方同意可 以展期。
2011. 12. 22	泰国银行	700 亿元	
2011. 12. 23	巴基斯坦国家银行	100 亿元	
2012. 1. 17	阿联酋中央银行	350 亿元	

资料来源：中国人民银行网站，公开资料整理

（三）资本项目下人民币业务不断突破

在跨境直接投资人民币结算方面，中国人民银行自 2010 年以来就按照“风险可控、稳步有序”的原则，开展了人民币境外直接投资个案试点。2010 年 10 月，新疆在全国率先开展跨境直接投资人民币结算试点。2011 年 1 月和 10 月，中国人民银行先后公布《境外直接投资人民币结算试点管理办法》和《外商直接

投资人民币结算业务管理办法》，规定获准的境内企业可以人民币进行境外直接投资，境外的企业和个人也可按规定使用人民币来华开展直接投资。2011 年全年银行累计办理人民币对外直接投资（ODI）结算 201.5 亿元，人民币外商直接投资（FDI）结算 907.2 亿元。

在跨境金融投资人民币结算方面，2010 年 8 月中国允许境外央行、港澳清算行、境外参加行等三类机构运用人民币资金投资银行间债券市场，截至 2011 年底，获准进入银行间债券市场进行投资的境外机构已达 51 家。2011 年 12 月人民币合格境外机构投资者（RQFII）制度开始试点，符合资格的境内基金管理公司、证券公司的香港子公司，可以运用在香港募集的人民币资金投资境内证券市场。

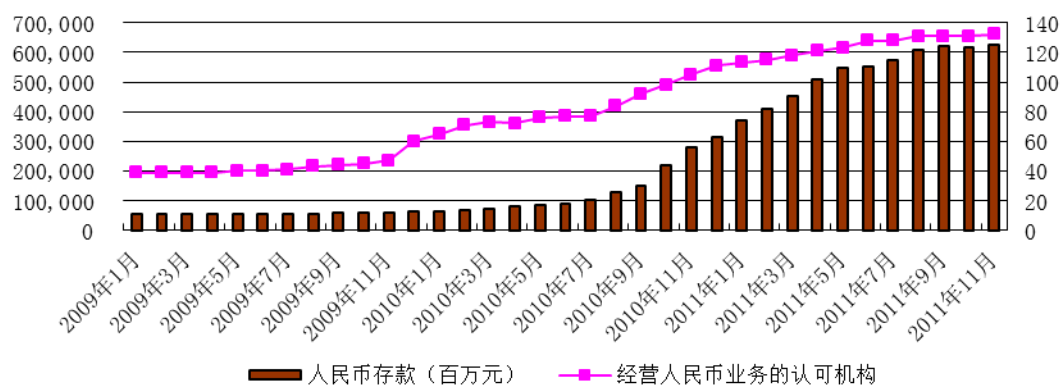
在银行发放境外项目人民币贷款方面，2011 年 10 月中国出台了《境内银行业金融机构境外项目人民币贷款的指导意见》，允许具备国际结算能力的境内银行业金融机构，对中国企业机构的各类境外项目提供信贷资金支持。

（四）香港人民币离岸市场发展迅速

在人民币国际化的推进过程中，香港离岸人民币市场得到了快速发展，目前已经成为境外人民币存量最大、业务开展最为齐全、产品创新最为活跃的市场。

首先，香港市场上的人民币存量规模迅速增加。自跨境贸易人民币结算试点至今，虽然经历一些市场起伏，香港银行业的人民币存量从不足 560 亿元增长至 2011 年 11 月的超过 6273 亿元，其主要来源是与境内企业跨境贸易结算的人民币资金。目前人民币存款已占全部香港银行存款的 10% 左右，成为除港元和美元之外的第三大货币，香港已是境外最为主要的人民币资金汇聚市场。与此同时，香港经营人民币业务的机构从 40 家左右增至 132 家（图 2）。

其次，香港市场上人民币业务的类型日益丰富。除了人民币存贷款等传统业务之外，还取得了多方面的明显进展：一是香港人民币债券发行主体渐趋多元、发行规模逐年扩张。2007 年至今，已有近百家金融机构、政府部门、跨国企业等，在港累计发行规模达 2000 亿元左右的人民币债券。二是香港金融机构纷纷推出以人民币计价的各类理财产品，包括与利率和汇率挂钩的结构化产品、保险产品、债券基金等等。三是在港交所推出人民币计价的证券产品，2011 年 4 月首支以人民币计价的“汇贤产业信托”在港交所挂牌交易。四是 2011 年 12 月 RQFII 开始试点，香港的人民币持有者开始可以通过 RQFII 来投资境内的债券和股票市场，等等。

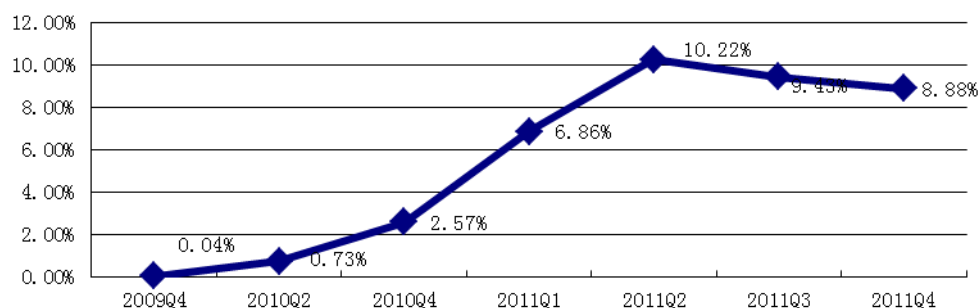


数据来源：香港金融管理局

图 2：香港人民币存款和经营人民币机构数量

（五）人民币的国际货币职能平稳起步

一是人民币已经成为中国主要的跨境贸易结算货币之一。中国对外贸易中以人民币结算的比例，已从 2009 年年底的 0.04% 大幅增加到 2011 年第二季度以来则达到 10% 左右（图 3）。



数据来源：根据中国人民银行、中国海关数据测算

图 3：对外贸易总额中人民币结算占比

二是人民币在周边国家的更大范围内被接受为交易媒介。尤其是在与中国经贸联系密切的周边国家，人民币在贸易结算和日常支付中被普遍使用，流通总量和范围不断增加。

三是人民币已与多种外币建立了市场化的汇率兑换机制。目前中国银行间外

汇市场上与人民币挂牌直盘交易的货币已有 9 种，包括美元、欧元、日元、港元、英镑、马来西亚林吉特、俄罗斯卢布、澳大利亚元、加拿大元等主要国际货币。此外人民币还实现了对韩元、泰铢、越南盾、老挝吉普、哈萨克斯坦坚戈等的柜台挂牌交易，以及对泰铢在云南银行间市场区域交易等。

四是部分国家已经开始接纳人民币作为储备货币。目前已有韩国、白俄罗斯、马来西亚、泰国、柬埔寨、俄罗斯和菲律宾等国央行宣布将人民币纳入其外汇储备货币。虽然人民币在各国外汇储备中的占比仍较低，如占泰国外汇储备的比重不到 1%，但这是人民币发挥价值储备这一重要国际货币职能的一个开端。

五是人民币在国际货币体系中和国际金融治理中更受关注。2008 年以来的金融危机冲击全球，也在特定程度上暴露了过分依赖美元的国际货币体系的不足，改革国际货币体系、建立适应新的国际经济金融格局的多元化国际货币体系，开始成为更多国家的共识。在动荡的国际金融环境下，中国经济依然保持了高速稳健发展，人民币维持稳定升值的强势地位，国际金融市场对人民币的认可和需求明显上升。2009 年 9 月中国人民银行与国际货币基金组织（IMF）签署协议购买不超过 500 亿美元 IMF 债券；中国还参与了特别提款权（SDR）自愿协议交易，帮助 IMF 帮助成员国、特别是欠发达国家及时获得可兑换货币，应对全球金融危机。这些都提高了人民币在国际货币体系中的地位，为将人民币逐步创造条件纳入特别提款权货币篮子奠定了基础。

二、当前人民币国际化面临的挑战

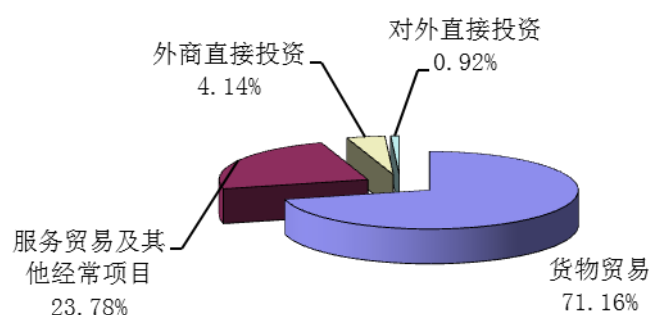
尽管人民币国际化在 market 需求的推动下，取得了明显进步，但与美元、欧元、日元等国际货币比较，人民币的国际化还处于十分初级的阶段。人民币进一步国际化面临多方面的挑战。

（一）人民币跨境结算的结构不平衡

首先是人民币进出口结算比例不平衡，表现出“进口结算支出远大于出口结算收入”的特点。其中进口结算的人民币金额占到 80%以上，2011 年前三季度跨境贸易人民币结算的收付比分别为 1:5, 1:2.9 和 1:1.7，可见尽管进出口结算结构失衡有所改善，但人民币净流出的趋势在短期内难以改变。这种人民币流出远大于流入的不平衡现象，既是人民币国际化初期的必然现象，又一定程度上反映了人民币回流渠道不够畅通、境内金融市场开放程度有限等现状。

其次是经常项目和资本项目结算比例不平衡。资本项目下的人民币结算是从

个案试点逐步放开的，目前仍非常有限。2011 年全年人民币对外直接投资和外商直接投资结算共计 1108.7 亿元，与经常项目下人民币跨境结算金额的大致比例为 1:19（图 4）。但经常项目下的支付结算可以说只是国际货币最为初级的职能，而且相较资本项目下的人民币投融资业务，结算规模拓展空间相对有限。



数据来源：中国人民银行

图 4：2011 年人民币跨境结算的构成

（二）香港人民币离岸市场还处于起步阶段

从市场广度来看，一是香港市场上现有的人民币金融产品种类不够丰富，而人民币 ETF、人民币衍生品等创新型产品还在研究准备过程中，可供境外人民币持有者投资增值的选择仍然有限。二是香港的人民币市场参与者数量有待扩大、结构有待推进多元化。目前人民币离岸市场上的参与者主要为与中国大陆有贸易关系的进出口企业、境外清算行、境外代理行、中资金融机构的香港分公司等，而国际金融机构参与人民币离岸市场交易的程度还有待提高。三是随着香港离岸人民币市场规模的不断扩大，对中国大陆本土人民币市场的影响力也在提升，并在特定程度上显著影响国内人民币市场的波动趋势和金融政策效率。

从市场深度来看，一是香港市场的人民币存量有限，且增速容易受到国际金融市场波动的影响，在特定时期还一度出现增幅减缓等状况。截至 2011 年 11 月，香港银行的人民币存款增至 6273 亿元的历史新高，但较之中国境内市值规模超过 20 万亿元的股票市场和债券市场，香港人民币离岸市场的相对规模仍然十分有限。而且受国际金融市场动荡以及人民币汇率波动等影响，香港的人民币存款

增速有所放缓，2011 年 10 月人民币存款规模环比一度下降了 0.6%（图 2），2011 年 12 月又较之 11 月份有所下降。二是人民币产品的规模和流动性有待改进。目前香港的离岸外汇市场的人民币即期和远期的日均交易量仅为 10 亿~15 亿美元，人民币“点心债券”在二级市场上的日常交易也并不活跃，首批试点的 RQFII 投资规模仅有 200 亿元，且规定其中 80%投资境内债券市场、20%投资股票市场；其他人民币产品由于发行规模不大、收益率偏低等原因，市场流动性有待提高。

与此形成对照的是，伦敦美元离岸市场作为全球最大的美元交易市场，每天成交量在 5000 亿美元左右，甚至比美国本土市场的美元交易量还要高，伦敦同业拆借利率（LIBOR）已经成为国际金融市场上普遍使用的基准利率指标。可见相较于伦敦的美元离岸市场之于美元的作用，香港的人民币离岸市场还需要进一步的培育和建设。

（三）资本项目开放程度和投资回流渠道有限

人民币能够在资本项目下较为充分地自由兑换和跨境流动，虽然并不一定是人民币国际化的必要条件，但是却必然是十分有利于推动人民币国际化的重要条件。但目前资本项目下人民币结算的相对规模还非常小，2011 年仅占人民币跨境结算总额的 5%左右。虽然近年来人民币的资本项目开放不断取得进展，但整体而言还是局部的和有限的，在参与机构资格、审批流程、投融资规模和资金流向等方面还存在较为严格的管制。而境外人民币资金直接进入境内证券市场或房地产市场、跨境金融衍生品交易、短期外债等资本项目，则依然保持着严格的管制。

资本项目开放程度有限的直接表现，是境内的人民币无法通过资本项目大规模流出到境外市场，而且境外人民币投资回流境内市场的渠道也受到限制，这进而可能会制约影响人民币作为国际货币被接受的程度。

同时，在资本项目开放和人民币国际化推进的路径上，在金融理论界依然存在着明显的理论分歧，支持者认为当前推进人民币国际化主要是顺应市场的需求，从中长期看总体上有利于中国经济的转型和国际金融体系的均衡，而一部分批评者则认为在内部金融体系没有充分市场化之前推动人民币国际化，从国家资产负债表角度看，积累的是软的资产、流出的是人民币计价的硬资产，因此应当在积极推进内部金融体系市场化之后再推进人民币国际化。在人民币国际化的实际推进过程中，内部的金融改革和人民币的国际化可能更多呈现出相互推进的过程。

三、对人民币国际化未来发展路径的思考

（一）以逐步满足市场需求为基础，稳步扩大人民币在跨境贸易投资中的使用

世界金融史上出现的主要国际货币先后有英镑、美元、日元和欧元等。纵观每一种国际货币地位的形成，往往是依托本国强大的经济贸易实力、随着本国金融体系的开放而逐步渐进形成的结果。国际市场对一种货币的认可，其实质是以该国经济发展前景和金融体系稳定性的信心为基础的。

因此，人民币国际化程度的提高，应该是顺应国内外市场需求而逐步推进的过程，是中国经济发展和金融开放进程的自然产物。从这个国际经验出发，中国也应该以本国经济的发展和壮大为基础，在金融体系完善和开放的过程中，逐步推进人民币在贸易和投融资结算中的跨境使用。到目前为止，中国官方并没有为人民币国际化设置明确的时间表，这体现出中国的决策者对于人民币国际化的务实态度和立足于本国经济发展和市场需求来稳步推进的战略。在国际经济金融体系继续动荡的环境下，稳步扩大人民币在跨境贸易投资中的使用，应当说是这种务实策略的必然体现。

（二）从主要国际货币走过的“周边化-区域化-全球化”的区域扩展顺序看，人民币下一步的使用地域范围会继续拓展

首先是“周边化”，人民币是在中国与相邻国家的边境贸易结算中，逐渐在周边国家开始流通的。人民币的边贸结算最初是一个自发的市场行为，在中国与越南、蒙古、白俄罗斯、俄罗斯等周边国家签署“本币结算协议”后得到了强化和加速。然后是“区域化”，也即人民币在中国地缘附近区域的国家和地区中，更有效率地运用于国际贸易、跨境投融资结算等，乃至被接纳为外汇储备货币，逐步成为特定区域内普遍接受的国际货币。最后才是“全球化”，也就是成为全球各国普遍认可的国际贸易结算货币，在国际金融市场上被国际金融机构广泛用于计价交易，并成为全球外汇储备中重要的储备货币之一，由此可见，人民币到达全球化还需要较长的时间。

目前，人民币在中国周边的东盟成员国、中亚各国、蒙古和俄罗斯等国均广泛流通和使用，与中国发生跨境人民币实际收付业务的境外国家和地区已超过180个，而且中国香港地区的人民币离岸市场初具规模。可以说人民币已经基本完成了“周边化”，正处于“区域化”的起步阶段，但距离成为能和美元、欧元

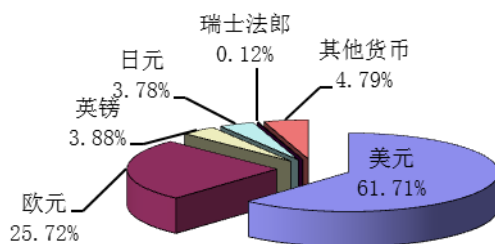
等相比肩的“全球化”国际货币还有非常大的差距。

（三）从主要国际货币在功能演进的“结算货币-计价单位-价值储备”顺序看，人民币在货币职能上需要继续深化

当前人民币的国际化首先是继续完善其成为国际贸易的重要结算货币。在跨境贸易中充当结算货币是人民币国际化的起步，2009年7月开始的跨境贸易人民币结算试点大大加速了这一过程，目前中国对外贸易中以人民币结算的比例已接近10%，人民币作为跨境贸易结算货币的职能初步得到体现。但在没有中资企业参与的国际贸易结算中，以人民币结算的比例仍相当低。人民币要成为美元那样被第三方国家普遍接受的国际贸易结算货币，在全球国际贸易结算中占据相应份额，未来还面临更艰巨的任务。目前，继续扩大人民币国际贸易结算的规模和比例仍有很大空间。

其次人民币要逐步创造条件，成为国际金融市场上的交易计价货币。这要求有相应的有效率、有深度的金融市场作为载体，不仅境内的人民币市场要相当成熟和开放，而且境外的人民币离岸市场也要有充分的广度和深度，同时境内外市场之间要有通畅的人民币双向流通渠道，使国际市场上人民币的持有者能够有效率地进行人民币的跨境兑换和投资交易。这必然涉及到人民币资本项目开放、汇率形成机制改革等，因而应是和金融改革相配合在中长期逐步推进的。

人民币最终要成为全球各国的价值储备货币则必然需要更长的时间。衡量国际货币地位的主要标志之一就是其国际外汇储备中的占比。截至2011年第三季度，美元仍占全球外汇储备的60%以上，其次为欧元、英镑、日元等（图5），而人民币仅仅被个别国家接受为储备货币，在国际外汇储备中的占比还很低。未来人民币只有在国际贸易结算和国际金融市场交易中广泛使用，且币值相对稳定、兑换相对自由，才可能会被更多国家广泛接纳为外汇储备货币，最终成为国际外汇储备中的重要构成，从目前人民币的功能看，这应当说是相当长期的目标之一。



数据来源：国际货币基金组织（IMF）COFER

图 5：全球官方外汇储备的货币结构

（四）在岸市场开放与离岸市场培育相互推动，促进境内外人民币市场协调发展

首先，要不断完善和开放境内本土金融市场。发达的境内金融市场能为人民币国际化提供坚实的资金支持和市场基础。这一方面要求境内金融市场层次体系较为健全，要有丰富的人民币产品种类、足够大的市场规模和稳定安全的运行机制，这与人民币汇率形成机制改革、利率和汇率形成机制的市场化等紧密结合。另一方面要求境内市场是较为开放的，能够和境外人民币市场进行双向流动，并能充分吸纳境外人民币资金流动，这又与人民币资本项目开放的程度紧密相关。

其次，要加强香港人民币离岸市场的培育。在中国当前人民币在资本项目存在一定程度管制的条件下，培育境外的离岸市场能在境外先行扩大人民币国际使用范围，同时相对隔离国际金融风险向境内金融市场的传导。目前看来，香港与大陆紧密的经贸联系使其成为境外人民币最主要的集散地，同时香港作为成熟的国际金融中心有着成为人民币离岸中心的良好硬件和软件条件，而且中国中央政府也通过一系列政策明确支持香港成为人民币离岸中心。在这个趋势推动下，未来香港的人民币离岸市场的广度和深度有望继续得到提升，以更好地满足境外人民币投资保值的需求，吸引更多国际投资者参与离岸人民币交易，逐步在香港形成境外人民币交易流通的离岸金融中心；在此基础上，通过香港离岸人民币市场来发挥聚集和辐射作用，促进人民币在东南亚乃至更为广泛的国际范围内被接受和使用。

第三，要进一步拓宽人民币跨境流动渠道。当境外市场上的人民币存量达到

一定程度后,就会产生投资回流境内市场的需求,因而要建立顺畅的人民币跨境双向流动渠道。经常项目下的贸易结算是人民币跨境流通的渠道之一,而资本项目下各种投融资业务是更为多样、更加便捷和规模更大的人民币投资渠道。因而在目前经常项目结算的基础上,在风险可控的基础上渐进地放开人民币资本项目下的可自由兑换,逐步建立起多元化的跨境双向流动渠道,促进人民币资金的跨境良性循环。

(五) 与跨境人民币业务开展相结合,稳步推进资本项目开放

资本项目是对国际收支平衡表中资本和金融账户的总称,具体包括资本转移、直接投资、证券投资、信贷业务和其它投资等部分。目前在 IMF 规定的 40 个项目中中国已经有三分之二以上的项目完全或部分开放,如对外商直接投资与对外直接投资已经基本没有实质性限制;国际贸易或国际项目的银行信贷也基本放开;对银行间市场、股票市场和债券市场的跨境投资也已有条件的放开等。只有约三分之一的资本项目,如对直接跨境证券投资、衍生品交易、短期外债等,仍存在有限试点、规模控制、乃至完全限制等较为严格的管制。

在人民币国际化平稳推进的进程中,逐步放松资本项目下的严格管制是可以预期的。但资本项目开放不可能一蹴而就,也不可能等资本项目完全开放之后再开始推行人民币国际化。未来资本项目开放应与各项人民币跨境业务的开展相结合,两者必然会呈现同步进行、相互促进的格局。具体措施包括:扩大境外机构在境内发行人民币计价的“熊猫债券”的规模;允许境外企业在中国股票市场发行人民币计价的股票;鼓励中国的企业用人民币进行对外直接投资;允许更多的境外人民币通过外商直接投资或 RQFII 的方式,投资境内的实体经济或证券市场;中国采用人民币进行对外投资和援助等等。

当然,许多国际外经验表明,资本项目管制并非越少越好,过快或过度的开放资本项目管制容易导致短期国际资本的大进大出,如果控制失当则可能冲击国内资产价格和金融市场的稳定。因此,在人民币国际化的过程中,需要分步推进,使人民币资本项目开放与境内外人民币资金跨境流动的需求相匹配,与国内金融市场改革和建设的进程相平衡,与防范国际资本流动冲击的监管要求相适应,把握好开放的力度和进度,使资本项目开放成为人民币国际化程度进一步提升的重要驱动力。

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。