



■朱炎

拓殖大学政经学部教授

1957年生于上海。1982年毕业于复旦大学经济系。82-86年在上海市财政局工作。

86年赴日留学，入一桥大学研究生院经济学研究科。90年-96年服务于富士综合研究所。96年转至富士通综合经济研究所任主席研究员。2009年转任拓殖大学政经学部教授。

人民币国际化的进展及其影响

中国正在积极推进人民币的国际化。国际货币基金（IMF）将中国的人民币纳入IMF的货币即特别提款权（SDR）的构成货币篮子，这是人民币国际化具有象征意义的进展，受到世界的瞩目。本文将讨论中国推进人民币国际化的政策方针和应对措施、人民币国际化的进展及其影响。

1、人民币国际化的路线图

在现阶段，中国的货币人民币还不是可以自由兑换的国际货币。人民币要成为国际货币还要跨越较高的障碍。

一般来说，一国的货币要成为国际货币，在国际金融市场被接受，可自由兑换的话，必须符合利率自由化和资本账户自由化这两个条件。

利率自由化就是利率水平完全由市场决定，中国已经基本实现。有关资本账户的自由化，尽管中国逐渐开放资本交易的部分领域，但对完全自由化持慎重态度。基本的想法是，在健全金融体制之前，必须挡住国外的投机基金、游资热钱，以维护国内金融市场的稳定，防止受到金融危机的波及。

既然中国不打算开放资本账户的完全自由化，那么人民币就无法成为国际货币。在这种情况下，中国另辟蹊径，选择了走人民币国际化的道路。即通过促进人民币在海外的使用和流通，让世界各国及国际金融市场接受人民币。通过国际化，让人民币成为结算货币、储备货币，当然也就能成为被世界承认的国际货币。为了促进

人民币的国际化，就必须用各种方式扩大人民币的海外流通。

人民币国际化是中国的对外经济战略的重要一环。扩大人民币的海外流通的不仅可以增强中国的影响力，而且给贸易、投资、金融业务带来巨大的便利，也有助于“一带一路”的推进实施。

还有，在中国期待的构建国际金融新秩序的过程中，人民币国际化也将起到重要的作用。中国对由美国主导，以美元为中心的现行国际金融秩序有强烈的不信任感。认为美国乱用美元的基准货币的地位，乱发美元给世界经济不稳定因素。世界金融危机后，中国期待通过在IMF增加发展中国家的话语权，让SDR发挥更大的作用来推动国际金融体制的重建。但由于美国的阻扰，实施大幅延后。在这种情况下，中国只能靠自己的努力加快人民币国际化的步伐，由此对国际金融体制的改革施加影响。

2、人民币国际化的措施及其效果

为促进人民币的海外使用和流通，中国主要采取了以下的措施，来实现人民币的国际化。

(1) 人民币的海外使用

伴随着中国的经济发展，中国对周边国家的影响不断扩大，人民币在周边国家的流通也不断增加。因人民币汇率的上升空间较大，人民币在周边国家被视为硬通货。

不断增加的中国人到海外观光也促进了人民币的海外使用。各国为

吸引中国游客，默认了原本不能自由兑换的人民币可用于购物和兑换。银联卡尽管只是人民币计价支付的借记卡，目前可在全世界 150 多个国家和地区使用。

中国人的海外观光还在急速增长，还会继续刺激人民币的海外流通。根据出入境统计，中国人的出境人数在 2005 年只有 3100 万人次，15 年增加到 1.2 亿人次。15 年海外观光的花费达到 1045 亿美元。

(2) 人民币结算

金融危机后，中国政府为减轻企业国际贸易的成本负担并降低汇率风险，从 2009 年开始实行人民币贸易结算。2011 年后，人民币结算的对象扩大到服务贸易、对外直接投资和对内直接投资。人民币结算的规模迅速扩大，2015 年人民币结算额达到 9.6 万亿元。其中，货物贸易为 6.4 万亿元，服务贸易 0.8 万亿元，对外直接投资 0.7 万亿元，对内直接投资为 1.6 万亿元。货物贸易的人民币结算额与货物贸易总额相比达到了 29.4%（图表 1）。另据环球银行金融电讯协会（SWIFT）2015 年 8 月发表的统计，在全世界贸易结算所用货币中，人民币的比重达到 9.1%，超过欧元（6.1%）成为仅次于美元的第二大货币，而日元仅占 1.8%。

(3) 人民币离岸交易

在海外流通的人民币需要有投资运用的市场。但是，因为资本账户尚未自由化，在海外流通的人民币不能简单地回流到国内金融市场。所以就有了人民币离岸市场。同时，为了维

图表 1 人民币结算额的扩大



注：直接投资为对内对外投资的合计。
资料来源：中国人民银行。

护国内金融市场的稳定，还需要将离岸市场和在岸市场隔绝开来。

香港是最大的人民币离岸市场。香港的银行从 2004 年开始办理人民币存款业务，2010 年中国人民银行与香港金融管理局签署“清算协议”后，香港的人民币离岸市场的功能逐渐健全。现在，香港可办理人民币的存款、贷款、外汇买卖、债券发行等业务，并开发出了各种金融产品。

除了香港，还有伦敦、新加坡等，目前全世界共有 8 个人民币离岸交易中心。

另外，从 2011 年开始，中国在人民币流通的主要国家和地区设立了人民币清算银行，至 2015 年底已达 20 个。设立清算银行，一般是由中国与相关国家和地区的金融当局签署协议，由中资银行在当地的分行承担。

得益于离岸交易中心和清算银

行，人民币的海外流通和金融交易更加便利。

(4) 国内外的证券投资

中国尚未实行资本账户的自由化，所以在中国，境内境外的证券市场是隔绝的。中国政府为搞活国内的证券市场，同时实现资本账户的有序开放，有条件地认可了境外的机构投资者投资境内证券市场，以及境内的机构投资者投资境外证券市场。

2002 年，实行了合格境外机构投资者（QFII）制度。对于经中国证监会（CSRC）批准的海外机构投资者，允许投资和买卖国内证券市场的 A 株，并设定投资额度。随后，限制条件逐渐放松，投资额度不断追加，因而投资规模也不断扩大（图表 2）。

2011 年，QFII 再次松绑，境外的机构投资者可以用人民币投资国内的 A 株，这就是 RQFII 制度。2014

图表 2 资本交易的开放

	开始时期	对象机构	投资对象	投资方式	批准情况及额度 (2015 年底)		
					机构数	国家地区数	投资额度
QFII	2002 年	境外机构投资者	境内证券市场	外汇→人民币	279	28	811 亿美元
RQFII	2011 年	境外机构投资者	境内外证券市场	人民币	(双边协定)	16	1.21 万亿元
						156	11
QDII	2006 年	境内机构投资者	境外证券市场	人民币→外汇	131		900 亿美元

注：机构的所在国家和地区为注册地。
资料来源：中国人民银行发表。

年后,还可以用在国内筹集的人民币资金投资境外的证券市场。

2006年开始实施的合格境内机构投资者(QDII)制度,允许符合一定条件的境内机构投资者投资境外的证券市场。持有QDII资格的国内银行、证券和保险公司可以开发包括海外股票在内的基金向国内的投资家销售。

得益于QFII和RQFII,以及FDII的实施,大大促进了人民币在境内外证券投资中使用,特别是RQFII还为海外流通的人民币回流国内提供了一个渠道。

(5) 货币互换协定

有关人民币的海外流通,目前主要通过对外贸易、海外观光、对外投资等向海外提供人民币资金,但这还不够。中国与世界各国签订货币互换协定(Currency Swap Agreement),起到了向海外提供人民币的流动性的作用。货币互换协定由双方的中央银行签署,按协议规定的额度互换货币,到期后加上利息归还。过去,货币互换协定是为了防备金融危机,事先确定互换额度,但多数并不实施互换。而中国则将此用于增加人民币流动性供应。

2009年1月,中国人民银行与香港金融管理局就2000亿人民币与2270亿港币的互换签署协议。此后,中国与众多国家签订了货币互换协定,期满后一般都续签,并增加互换额度。2015年末,中国已与33个国家和地区签订了货币互换协定,合计金额达到3.3万亿元。

(6) 货币的直接交易

在现行的国际金融体制下,不同货币的兑换和交易都必须通过美元中介。中国为增加使用人民币的便利性,也为降低交易成本,以及让金融交易绕开美国,在银行间外汇市场开始了与主要货币的直接交易。截至2016年6月底,人民币已经与11种货币进行直接交易,几乎囊括了世界的主要货币(图表3)。

(7) 人民币债券

从2007年开始在香港发行人民币债券,发债者主要是中国国内的企

图表3 人民币与其他货币的直接交易

国家	币种	开始时期
马来西亚	林吉特	2011年8月
俄罗斯	卢布	2011年11月
日本	日元	2012年5月
澳大利亚	澳元	2013年4月
新西兰	新西兰元	2014年3月
英国	英镑	2014年6月
欧盟	欧元	2014年9月
新加坡	新元	2014年10月
瑞士	瑞士法郎	2015年11月
南非	兰特	2016年6月
韩国	韩元	2016年6月

资料来源:中国人民银行发表。

业,每次发债的规模都比较小,所以被称为“点心债”。随后,发债规模逐渐扩大,外国企业和外国政府机构也参加进来了。2015年3月底时,香港的人民币债券发行余额为1300亿港元(大约1000亿人民币)。除了香港,新加坡、台湾、英国、卢森堡、瑞士、马来西亚和阿联酋等也参与人民币债券的发行和交易。

外国的发债者在中国国内发行的人民币债券被称为“熊猫债”,从2005年开始发行。最早的发债者是国际金融公司(IFC)和亚洲开发银行(ADB),合计筹资40亿元。2014年后,熊猫债的发行和交易开始活跃,在华的外国全球化企业、香港等地的银行、外国的政府机构也参与发债。不过熊猫债的发行和交易还停留的小规模。

3、人民币国际化的进展

从中国开始推进人民币国际化至今大约经过了10年时间。以下分析人民币国际化在现阶段进展到了何种程度。

首先,人民币进入IMF的SDR的篮子,意味着尚未成为国际货币的人民币已经具备了储备货币的功能。2015年末,IMF正式决定人民币成为构成SDR的第5种货币。SDR的货币篮子的新的构成比为美

元41.73%,欧元30.93%,人民币10.92%,日元8.33%,英镑8.09%。这一构成比反映了各国货币在国际上的重要程度,人民币超过日元和英镑名列第3。有关中国在IMF的出资比例和投票权,2010年的IMF改革方案决定将中国从过去的4%(第6位)提升至6.39%(第3位),但由于美国国会的反对而无法实施,2015年12月这一改革方案在延误了5年之后终于在美国国会得以通过。

第2,离岸人民币的规模不断扩大。据中国人民银行统计,2014年底,各主要离岸中心的人民币存款余额为1.99万亿元,相当于国内存款余额的1.6%。香港的人民币外汇交易的规模一天超过1万亿元,远远大于国内的外汇市场。

第3,人民币开始具备储备货币的功能。2015年4月底时,外国的中央银行和金融当局持有的债券、股票和存款等人民币资产达到6667亿元。另外,国外的中央银行和主权基金也可向中国国内的银行间债券市场投资。

第4,人民币作为世界结算货币的占比和排名上升。据环球银行金融电讯协会(SWIFT)统计,全世界有1700多家银行在结算业务中使用人民币。国际结算使用的各种货币中,人民币的比重在2012年1月时只占0.25%,居第20位。2014年后超过了2%,排名上升到第5位,排在美元、欧元、英镑和日元之后(图表4)。不过,2016年9月之后略有下降,主要是受人民币贬值的影响。

第5,作为人民币国际化重要的基础设施,人民币跨境支付系统(CIPS)已于2015年10月开通使用。该系统为境内外金融机构人民币跨境和离岸业务提供资金清算、结算服务。首批直接参与者包括19家境内外资银行,还有中资银行的38家海外分行和子公司,以及138家外国银行也参与在线交易。可以说,CIPS就是中国的SWIFT。

由此可见,人民币国际化已经获得了相当程度的进展,对世界的影响

也在扩大。

4. 各国的参与

中国推进人民币国际化，得到了世界各国的响应。已有 40 多个国家和地区参与人民币国际化的各项业务，包括离岸交易、证券投资、货币互换、货币直接交易、债券发行和交易等，由此分享贸易、投资和金融交易的各种便利。这些国家和地区分布在世界各大洲，但主要集中在与中国经济关系比较密切的亚太地区，特别是中国的周边地区。其中亦有不少发达国家，欧洲各国，特别是英国比较积极。香港、伦敦和新加坡是最大的离岸人民币交易市场和债券市场。

但是，在世界经济中占据重要地位，并且与中国经济密切相关的美国和日本两国对人民币国际化的态度并不是支持，而是反对。但最近有所松动。

中国推进人民币国际化，会在一定程度上挑战美元的地位，应该说对美国的影响最大。但至今为止，除了对中国主导的亚洲基础设施投资银行（AIIB）阻止日本和欧洲参与，以及延误 IMF 改革之外，美国并没有过多地直接阻挠中国推进人民币国际化。最近，美国也开始积极参与了。

2016 年 6 月在北京举行的第八轮中美战略与经济对话上，中美双方

达成协议，中国首次赋予美国人民币合格境外机构投资者（RQFII）2,500 亿元人民币（约合 380 亿美元）的额度，并准备在美国设立人民币清算银行。就此，中国人民银行与美国联邦储备委员会已经签署了合作备忘录。

另外，对于亚投行，美国的态度也有所变化。美国财政部长公开给予好评，认为亚投行在治理和环保等的运用方面将达到很高的标准。同时，亚投行已经开始与美日控制的世界银行、亚洲开发银行开展合作贷款。

日本是发达国家中最早参与人民币国际化的，但由于中日关系紧张，停顿至今。

2011 年末，野田首相访华时，中日两国达成了两项金融合作的协议。一是日元与人民币的直接交易，已于 2012 年 5 月开始实施，但至今仍停留在小规模。二是两国相互持有国债。中国原本就持有数万亿美元的日本国债，而日本计划购入 100 亿美元的中国国债，但至今尚未实施。

有关中日货币互换协定，早在 2003 年就已签署。当时，为防备金融危机并维护金融的稳定，亚洲主要国家之间都签订了相互间的货币互换协定。中日货币互换协定已在 2013 年期满失效，但没有续签。

日本对于人民币国际化既有戒备的态度又有搭车的想法。人民币国际化的进展就意味着日元的国际地位下

降。而如果日本参与人民币国际化，日本的金融市场参与人民币的交易也能健全金融市场的功能，也能为中日之间企业的贸易投资提供便利。

2015 年后，随着中日关系有所改善，中日之间的金融合作重新启动。2015 年 6 月，东京三菱 UFJ 银行和瑞穗银行在东京发行 6 亿元的人民币私募债券。在东京设立人民币清算银行，重签中日货币互换协定等也开始考虑。今后日本参与人民币国际化的步子也可能加快。

人民币国际化如果能有美国和日本参与，将会更加顺利地进展。

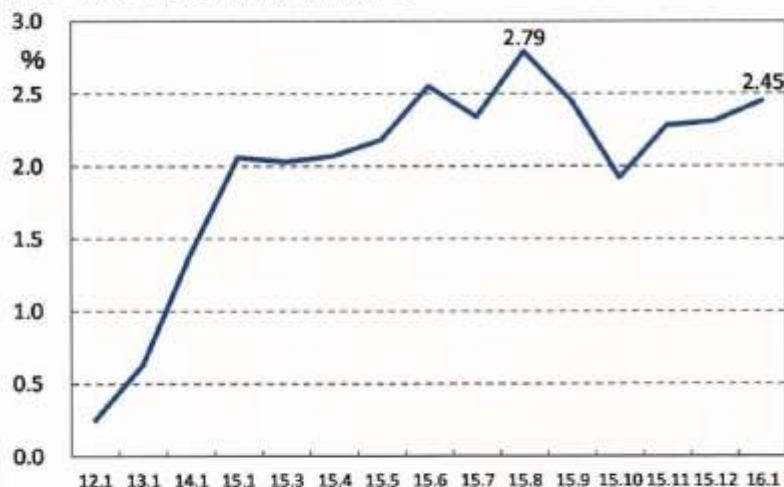
5. 人民币国际化面临的问题

人民币国际化的进展，特别是离岸市场的扩大也给中国带来一些负面影响。

离岸市场的人民币外汇交易因受到的制约管制较少，汇率完全由市场竞争决定。所以同样是人民币对美元汇率，离岸汇率（CNH）和在岸汇率（CNY）之间发生了偏离，偏离大的时候高达正负 2%。而国内的外汇市场受到离岸市场的影响，不得不做出调整。由此给市场带来不安定，一定程度上脱离了金融当局的掌控。人民币国际化本来是在不开放资本交易自由化的情况下的选择，但由于离岸市场的存在，结果国内的资本市场还是受到了国际游资的冲击。实际上，2015 年 8 月后人民币汇率大幅下跌，可以说内外市场的汇率偏离是原因之一。

另外，海外流通和离岸市场的规模扩大等人民币国际化的进展，都是以人民币不断升值的预期为基础的。如果人民币持续贬值，人民币国际化的进程就有可能停顿。实际上，2015 年 8 月后，伴随着人民币汇率的下滑，离岸市场的人民币资产和交易的规模，外国投资者在中国国内持有的人民币资产的规模，人民币国际结算的规模等都有一定程度的缩小。

图表 4 人民币在国际结算市场所占比重



注：按金额计算。因统计发表不定期，无法取得连续数据。
资料来源：SWIFT: RMB Tracker。