



十年歷程與未來路徑

——構築金融市場開放條件下人民幣國際化新型生態圈

中銀香港首席經濟學家 鄂志寰博士

人民幣國際化走過十年的發展歷程，在政策驅動和市場牽引的共同作用下，人民幣國際結算和儲備貨幣等職能取得一定進展。展望未來十年，因應經濟全球化面臨逆轉的巨大壓力和貿易保護主義的回潮，國際經濟金融形勢將呈現前所未有之變局，中國啟動加入WTO以來的第二輪高水平對外金融開放進程，涉及銀行、證券、基金、保險、評級、第三方支付，以及金融市場等多個方面，資本市場的基建設施和配套政策持續優化，境內金融市場與境外市場之間互聯互通將有更大的進展，內外部利率的聯動性和匯率的波動性也將繼續增強，內外部環境的劇烈調整將直接影響人民幣國際化的未來路徑。

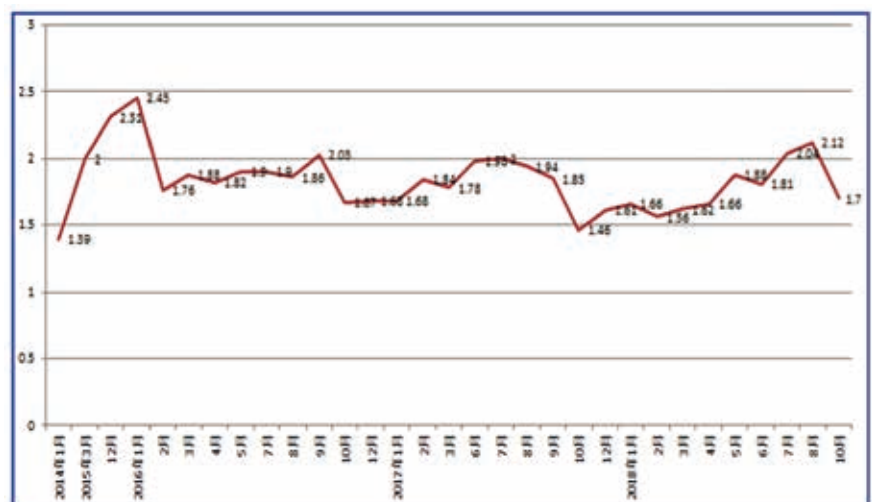
一、人民幣國際化十年歷程：政策驅動與市場牽引

2008年 global 金融危機爆發後，國際金融市場普遍認識到現行美元主導的國際貨幣體系制度性缺陷，迫切需要新的公共產品和解決方案。人民幣開啟了政策驅動與市場牽引的國際化進程，在離岸市場逐步放鬆對人民幣業務的政策約束，離岸人民幣市場產生內生性的業務需求，市場牽引的力量越來越重要，人民幣履行國際儲備貨幣職能的範疇日漸擴大，國際化程度穩步提升。

1. 國際支付佔比幾經起落，結算貨幣職能是人民幣國際化的現實基礎

貨物貿易項下的人民幣跨境使用是人民幣國際化早期的重要推手，2014年11月，人民幣在國際支付貨幣中的排名一度達2.45%，2016年，全球人民幣支付價值總額下降29.5%，佔比從2015年12月的2.31%降至2016年12月底的1.67%，同期全球所有貨幣支付額增加了0.67%。

SWIFT: 人民幣在國際支付中的佔比



資料來源：SWIFT、中銀香港經濟研究

圖。2019年4月，香港人民幣 RTGS 清算額為 20.9 萬億元。

目前，貿易領域的人民幣跨境使用政策完全放開，政策牽引力讓位於市場自身的發展，市場則根據人民幣匯率變化，以及資本流動的情況進行調整。跨境貿易仍然是持續推動人民幣國際化發展的實質性基礎。

2. 人民幣初步確立國際儲備貨幣地位

隨著離岸人民幣市場的發展，香港、新加坡、俄羅斯等地區和國家率先配置人民幣儲備資產，2016年人民幣加入國際貨幣基金特別提款權（SDR），境外央行持有人民幣外匯儲備的意願逐漸增強，2017年，歐洲央行宣佈增加等值5億歐元的人民幣外匯儲備，2018年初，德國央行計劃將人民幣納入其外匯儲備，法國央行亦透露“外匯儲備在向人民幣等為數有限的國際貨幣多元化”，其他中央銀行和相關機構迫切希望讀懂中國經濟，讀懂人民幣匯率，為配置人民幣資產進行知識儲備。目前，全球有超過60家中央銀行和貨幣管理當局把人民幣納入外匯儲備，推動了人民幣國際儲備貨幣地位的提升。

2017年3月，國際貨幣基金組織（IMF）發佈了官方外匯儲備貨幣構成（COFER）報告，首次單獨列出人民幣外匯儲備的持有情況。截至當年第三季度，人民幣外匯儲備規模為1,079.4億美元，佔整體已分配外匯儲備的1.12%。截至2018年第四季度，在各經濟體央行持有外匯儲備中，人民幣資產為2,027.9億美元，佔全球官方外匯儲備資產的1.89%，高於第三季的1.80%，創下IMF自2016年10月報告人民幣儲備資產以來的最高水平。人民幣在全球央行外匯儲備資產中的佔比提升，反映對持有人民幣資產的興趣持續增加，有利於促進各國外匯儲備資產多元化。

SDR 主要國際貨幣權重

貨幣	權重	貨幣	權重
美元	41.73%	日圓	8.33%
歐元	30.93%	英鎊	8.09%
人民幣	10.92%		

資料來源：IMF、中銀香港經濟研究

2017年7月，債券通順利通車，把境內債券市場與香港市場打通，為境外機構增持人民幣債券提供更加便捷的通道，鼓勵境外投資者連續增持人民幣債券。截至2019年3月，境外機構在中國銀行間債券市場託管餘額達1.76萬億元，同比增加35.2%。債券通已匯集了845家國際投資者，服務範圍則擴展到全球27個國家和地區。

非居民持有境內人民幣金融資產情況（億元）

項目	2016.12	2017.06	2017.12	2018.06	2018.12
股票	6491.9	8680.4	11746.7	12752.4	11517.4
債券	8526.2	8921.0	11988.3	16516.6	17853.6
貸款	6164.4	8176.6	7390.0	8243.5	9246.5
存款	9154.7	11809.7	11734.7	11841.0	10591.6
合計	30337.2	37587.7	42859.7	49353.4	49209.0

資料來源：人民銀行、中銀香港經濟研究

3. 國際計價貨幣職能開始萌芽

提升人民幣國際貨幣計價職能是人民幣國際化長遠發展的重要內涵。近年來，人民幣介入大宗商品交易，抓住時機提出擴大在對國際石油等大宗商品交易定價的影響力，以“石油人民幣”助推人民幣國際化實現跨越式發展，探討將能源等相關產業和金融行業有機融合，應對國際大宗商品市場價格大幅度波動的挑戰，提高自然資源的可獲得性和安全性，擴大人民幣在石油定價及交易中的使用。2018年3月，上海國際能源交易中心（INE）正式掛牌交易原油期貨，以人民幣計價，實行淨價交易、保稅交割。目前，上海原油期貨交易量佔全球原油交易量的6%左右，僅次於美國紐約

WTI 和 Brent 原油期貨，躋身世界前三。

隨著國際多邊原油貿易中越來越多的國家選擇使用人民幣結算，人民幣的需求和使用規模將大幅增加，同時會大幅推動央行間貨幣互換使用量的提升，促進人民幣在海外政府間和民間機構多層次的使用。

二、新一輪金融開放的四個基本特徵

新一輪金融開放目標是推動形成全方位、多層次、寬領域的高水平對外開放新格局，總體來看，將呈現以下新的特徵。

1. 以准入前的國民待遇和負面清單統領整體金融開放進程

2018年4月習近平主席博鰲亞洲論壇宣佈4項改革開放重大舉措，隨後人民銀行公佈了11項金融開放措施；2019年，中國銀保監會發佈《外資銀行管理條例實施細則》（修訂徵求意見稿）；今年5月，中國銀保監會表示將推出12項對外開放新措施，取消外資單一股東對中資商業銀行的持股比例上限；取消外國銀行來華設立外資法人銀行或分行，其總資產需要分別達100億美元和200億美元的要求。在經營業務範圍上，取消開辦人民幣業務審批，外資銀行在開業時已可即時經營人民幣業務。在保險業方面，允許境外金融機構入股在華外資保險公司，或投資設立保險類機構；取消外國保險經紀公司在華經營保險經紀業務需滿足30年經營年限，總資產不少於2億美元的要求。我國金融業對外開放將繼續按照國民待遇原則，逐步放開股比限制和業務牌照限制，縮短金融領域負面清單，在涉及金融牌照的全領域放寬外資金融機構持股比例限制，激發外資金融機構參與中國金融開放的積極性。

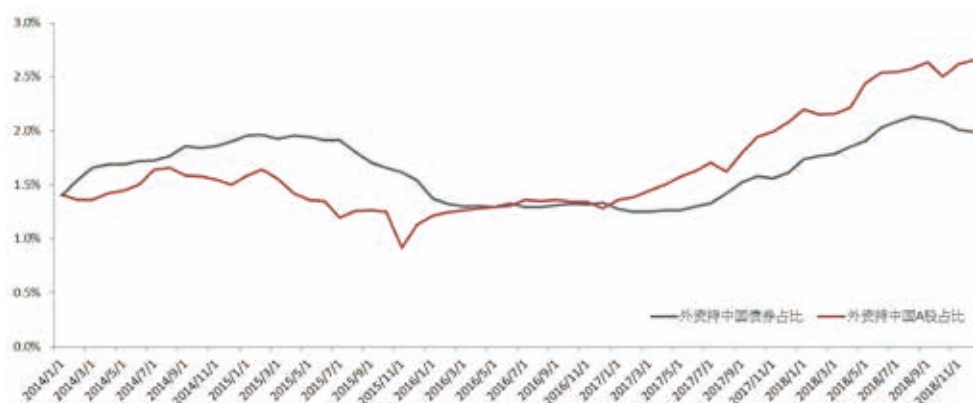
顯然，中國金融服務業對外開放的方向是國民待遇加負面清單，逐步實現內外資公平競爭。國家外匯管理部門研究准入前國民待遇加負面清單管理制度下的外商投資企業外匯管理框架。健全跨境資本流動“宏觀審慎+微觀監管”兩位一體的管理框架。

2. 資本市場開放應由通道式走向全面市場互聯互通

近年來，中國金融市場對外開放採取了建立多種通道的模式，相繼推出滬港通、深港通，為境內外股票市場提供連接紐帶。2017年6月，MSCI把中國A股正式納入MSCI新興市場指數以及全球指數，納入之初的權重為0.73%，是中國股票市場發展的里程碑，為境外

主體配置人民幣股票資產提供便利。2017年7月，債券通“北向通”上線運行，為境外投資者進入中國內地債券市場增添了新管道。“債券通”業務開通以來，大概有1/3的新增投資境內債券通過債券通管道。股票和債券市場的互聯互通，可以更好地滿足國際投資者

外資持有中國股票 / 債券佔比



資料來源：中銀香港經濟研究

配置人民幣資產的需求。

資本市場互聯互通有利於打造規範、透明、開放、有活力、有韌性的多層次資本市場體系，引導更多中長期資金特別是外資進入市場，改善市場結構，發揮資本市場在股權融資、價格發現和風險管理方面的作用和功能，推進國內金融供給側結構改革。

3. 中國金融市場開放應明確本幣優先原則

中國金融開放應該突出推動本幣優先原則。金融市場開放的重要環節是穩妥有序實現人民幣資本項目開放，推動少數不可兌換項目的持續開放，按照“成熟一項、推出一項”的思路逐步擴大開放。最近，彭博宣佈把以人民幣計價的中國債券納入彭博巴克萊全球綜合債券指數，分20個月逐步完成。目前大約有超過5-6萬億美元的資產在追蹤國際三大主流債券指數。一些境外機構投資者偏好採用參照市場指數構建資產組合的被動性投資策略，人民幣債券納入全球主流指數後，投資者跟隨指數變化相應增加投資組合中人民幣債券的佔比，境外投資者在中國債市中佔比或進一步升至5%-10%水平，可能帶來高達3-6萬億人民幣的資金流入。預計將有近390支中國債券符合納入要求，未來中國債券可在54萬億美元的彭博巴克萊全球綜合指數中佔近5.5%的比重，使人民幣債券成為該指數中位列美元、歐元、日圓後的第4大貨幣債券。

4. 自貿區在金融開放中發揮引領作用

在中國金融市場對外開放進程中，支持上海自貿區、海南自貿區將在金融對外開放方面先行先試，高度重視和支持上海國際金融中心建設。此外，《建設粵港澳大灣區規劃綱要》推出金融開放和創新措施，提出建設國際金融樞紐，大力發展航運金融、科技金融、飛機船舶租賃等特色金融，支持廣東金融機構與港澳金融機構合作，共同發展離岸金融業務，逐步擴大大灣區人民幣跨境使用的規模和範圍等等。

三、人民幣國際化未來發展面臨的新環境和新挑戰

縱觀國際貨幣發展史，一個貨幣成功實現國際化離不開強大的經濟規模、巨量的國際貿易往來及穩健有活力的金融市場。經過十年的發展，人民幣國際化取得了一些進展，但其國際化程度仍然滯後於中國經濟及貿易投資所決定的水平，具有巨大的提升空間。但是，在國際金融格局呈現劇烈變化及中國進一步擴大金融開放的總體背景下，人民幣國際化面臨前所未有的新機遇和新挑戰。

從機遇層面看，從根本上改變長期以來持續存在的國際貿易失衡、解決困擾發達經濟體的巨額貿易逆差問題，必須調整美元在國際貨幣體系的主導地位，理論上為保持人民幣在國際貨幣體系中的穩定地位提供了可能空間，人民幣國際化可以為以美元為主導的國際貨幣體系提供來自新興市場的多樣性選擇，在推動建立更加完善、穩健和公平的國際貨幣體系中提供中國方案。從美日貿易戰的歷史經驗看，美國推動日圓匯率升值並提出日圓應承擔一定的國際貨幣職能，以推動日本經濟結構性的變化，從根本上減少日本對美順差。事實上，發達經濟體的貿易逆差是美元國際儲備貨幣地位的必然產物，美國長期通過貿易逆差向全球輸出美元，一部分通過服務順差的形式回流美國，更大的部分則通過資本項目回流美國金融市場，完成資本流動的全球循環。

從挑戰層面看，中美貿易戰是“美國優先”的貿易保護主義的集中體現，具有深刻的經濟和社會根源，將在一個相當長的時間段內持續發酵。全球貿易保護主義以

改善貿易赤字之名，行抑制中國科技崛起之實，牽涉高科技產業發展、對外開放，以至長遠中美戰略關係等複雜問題，使得中美貿易摩擦表現出難以想像的多重性和嚴峻性，客觀上不利於人民幣國際化的推進。

隨著中國金融市場與國際市場進一步互聯互通，國際市場環境複雜多變對中國金融市場帶來更加直接的衝擊。在外部風險上升的同時，中國經濟發展中的金融風險表現更加顯著，總債務佔 GDP 比重連續保持著 277% 到 284% 的高位，降低宏觀槓桿率的任務非常艱巨，影子銀行、房地產金融、互聯網金融等風險不斷，迫切需要防範和化解金融風險，有效控制宏觀槓桿率，提高金融結構適應性，增強金融服務實體經濟能力，全面加強硬性約束制度建設，有效防控系統性風險。中國內外部金融風險的控制能力關係到人民幣國際化是否具有穩固的發展空間。如果全球金融市場出現系統性震盪，人民幣匯率穩定面臨壓力，人民幣國際化的步伐亦將有所調整。

四、在金融市場開放條件下構建人民幣國際化新生態

新一輪金融市場開放將進一步提升人民幣作為儲備貨幣的地位，為此，需要在建設現代化經濟體系的重大理論命題和實踐課題中進行理論創新和實踐探索，建立一個基於全面開放宏觀經濟學、金融學視角的人民幣國際化理論框架，構建新的人幣國際化生態系統。

首先，人民幣國際化是一個長期戰略，人民幣國際化的基本路徑是堅持匯率市場化改革，保持人民幣在全球貨幣體系中的穩定地位，為解決現行美元主導的國際貨幣體系制度性缺陷提供來自新興市場的多樣性選擇和新的公共產品，為推動建立更加完善穩健和公平的國際貨幣體系提供中國方案。提升人民幣匯率彈性，改善全球市場對於人民幣資產的信心，創造條件，逐步確立人民幣作為避險貨幣的新功能。

其次，在保證經濟安全的前提下，建立人民幣國際化框架下國內貨幣金融與實體經濟的良性互動，穩步推進資本市場開放，不斷完善金融市場運行機制，提升人民幣金融市場的深度和廣度，滿足全球各類投資者增持人民幣資產的長遠需求。逐步推動形成人民幣匯率與國內資本市場主要價格指數的互動新形態，避免出現股匯雙殺的不利局面。

第三，在中國金融市場加快開放的大背景下，實現政策驅動與市場導向的有機結合，打造人民幣國際化發展的新型生態系統。從技術上看，提升人民幣在全球儲備和外匯交易中的佔比不是一件“一蹴而就”、“指日可待”的事情，需要從跨境貿易投資到鼓勵協力廠商的使用等不同視角進行探索，實現貿易、投資與金融交易三駕馬車相互配合和協調發展，形成人民幣國際使用的有效氛圍。

第四，隨著國內相關主體進行全球性資產配置的需求日漸上升，並將保持相當長的一段時間，中國私人領域持有對外金融資產相當於 GDP 的比率僅為 27%，大大低於美國的 129% 和日本的 147%，資本流出的規模和結構將經歷持續的調整和優化過程。因此，人民幣國際化的影響因素更加多元，需要底線思維，從控制金融風險的角度出發，對於重大的舉措，進行沙盤推演，詳細論證相關政策措施及其可能帶來的市場影響。

總之，人民幣國際化意味著中國需要在維護和保持全球金融穩定方面承擔更多的國際責任，在全球金融治理中發揮更為積極的作用。因此，在人民幣國際化的政策推進過程中，應注重國內外政策協調，兼顧國內外相關主體的切身利益，穩步推進，持續發展。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

	2017	2018	2019/Q1	2019/Q2
一. 本地生產總值 GDP				
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	26,628	28,429	7,140	N/A
升幅 (%) Change(%)	3.8	3.0	0.6	0.6
二. 對外貿易 External Trade			2019/6	2019/1-6
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
總出口 Total exports	38,759	41,581	3,096	18,935
進口 Total imports	43,570	47,214	3,648	21,377
貿易差額 Trade balance	-4,811	-5,633	-552	-2,442
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
總出口 Total exports	8.0	7.3	-9.0	-3.6
進口 Imports	8.7	8.4	-7.5	-4.5
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	1.5	2.4	3.3	2.6
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units			2019/7	2019/1-7
合約宗數 (宗) No. of agreements	83,815	79,193	6,380	49,871
年升幅 (%) Change(%)	14.8	-5.5	-24.6	-9.9
五. 勞動就業 Employment			2019/3-2019/5	2019/4-2019/6
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	11	10.5	11.4	11.4
失業率 (%) Unemployment rate(%)	2.9	2.8	2.8	2.8
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.1	1.1	1.0	1.0
六. 零售市場 Retail Market			2019/6	2019/1-6
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	2.2	8.8	-6.7	-2.6
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	1.9	7.6	-7.6	-3.1
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,847	6,515	514.4	3,487.2
年升幅 (%) Change(%)	3.2	11.4	8.5	13.9
八. 金融市場 Financial Market			2019/5	2019/6
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	781.4	783.6	783.9	781.2
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	9.8	-0.4	-3.4	-3.6
M2	10	4.3	3.7	-4.0
M3	10	4.3	3.7	4.0
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	8.7	5.0	4.8	5.0
港元存款 In HK\$	11.6	3.6	2.9	3.6
外幣存款 In foreign currency	5.9	6.4	6.7	6.6
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	16.1	4.4	3.1	3.3
當地放款 use in HK	15.5	4.0	3.3	3.2
海外放款 use outside HK	17.4	5.3	2.7	3.6
貿易有關放款 Trade financing	8.7	-7.7	-7.6	-8.5
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.1250	5.1250	5.1250
恆生指數 Hang Seng index	29,919	25,846	26,901	28,543