

人民币加速国际化的背后

报告要点

■ 本期重点关注：人民币加速国际化

国务院副总理李克强上周在港表示，香港发展离岸人民币业务具有天然优势，中央政府将积极支持香港人民币市场发展，拓展香港与内地人民币资金循环流通渠道，支持香港离岸人民币金融产品创新发展；将把跨境贸易人民币结算范围扩大到全国，开展外资银行以人民币增资试点，支持香港企业使用人民币到境内直接投资，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，允许境外企业以人民币到境内直接投资（RFDI）；将增加在香港发行人民币债券的境内金融机构主体，允许境内企业在香港发行人民币债券，扩大境内机构在香港发行人民币债券的规模。

■ 本币国际化意在金融体系改革

我们猜测，伴随中国经济陷入死胡同，中国政府遭遇了空前压力，而人民币国际化在此时突然提速，其目的或许是通过新一轮改革开放来换取经济增长动力，问题在于要实现本币国际化，中国必然要放开资本项目，而放开资本项目的前提则是推动国内的金融体系改革。因此，以香港为突破点推进境内资本市场的革新。国外经验显示，货币的国际化的第一前提是工商业经济的国际化（贸易和实体开放），第二前提是资本市场的发展与开放（金融开放）。货币国际化可分为三步走，第一步是本币在国际经济交易中被广泛用来计价和结算；第二步是本币在外汇市场上被广泛用作交易货币；最后是本币成为各国外汇储备中的主要货币之一。通过加速本币国际化进程来倒逼国内金融体系改革和资本项目开放，暗示着十八大来临前政府在金融牌上的最后一搏，理论上，这对未来一年内的资本市场是利好的。

■ 本币国际化需要警惕货币替代和迂回陷阱

本币国际化启动至今，一些现实问题在背离政府的初衷，表现为人民币单向流出和外汇储备被动增长现象继续恶化形成货币替代难题，同时离岸市场人民币投资品发展的滞后，导致境外居民和企业被动增加人民币存款，一旦货币替代倒逼资本管制的放开，则容易引发迂回陷阱。如果没有体制的改变，人民币离岸市场持续增长的动力很容易被捆绑于上述自循环：本币升值—美元流入（本币流出）—银根紧缩—企业赴港—本币回流。就短期来看，这个问题是无解的。我们不排除金融大跃进存在强力的短期效果，但是这会给下一轮经济周期的泡沫化埋下更大的隐患，时间点或许就以十八大为分界。

相关研究

分析师：

李冒余

(8621) 68751636

limy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120003

联系人：

王夏儒

(8621) 68751610

wangxr@cjsc.com.cn

正文目录

本期重点关注：人民币加速国际化的背后	4
重要信息：人民币国际化跑步前进.....	4
本币国际化的路径：实体和金融先行	5
本币国际化的过程：国际压力与大国崛起.....	5
加速国际化的悖论：货币替代和迂回陷阱.....	6

图表目录

图 1: 香港金融机构月末人民币存款余额 (单位: 亿元) 4

图 2: 跨境人民币结算业务 6

图 3: 2010 年月度跨境贸易人民币结算明细 (单位: 亿元) 7

图 4: 04 年以来的外汇储备变化 (单位: 亿美元, %) 7

图 5: 香港人民币债券发行规模 (单位: 亿元) 8

图 6: 香港、美国的基准利率 9

表 1: 7 月以来香港市场新发人民币债券 9

本期重点关注：人民币加速国际化的背后

据报道，中共中央政治局常委、国务院副总理李克强上周在港表示，香港发展离岸人民币业务具有天然优势，中央政府将积极支持香港人民币市场发展，拓展香港与内地人民币资金循环流通渠道，支持香港离岸人民币金融产品创新发展；将把跨境贸易人民币结算范围扩大到全国，开展外资银行以人民币增资试点，支持香港企业使用人民币到境内直接投资，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，允许境外企业以人民币到境内直接投资（RFDI）；将增加在香港发行人民币债券的境内金融机构主体，允许境内企业在香港发行人民币债券，扩大境内机构在香港发行人民币债券的规模。

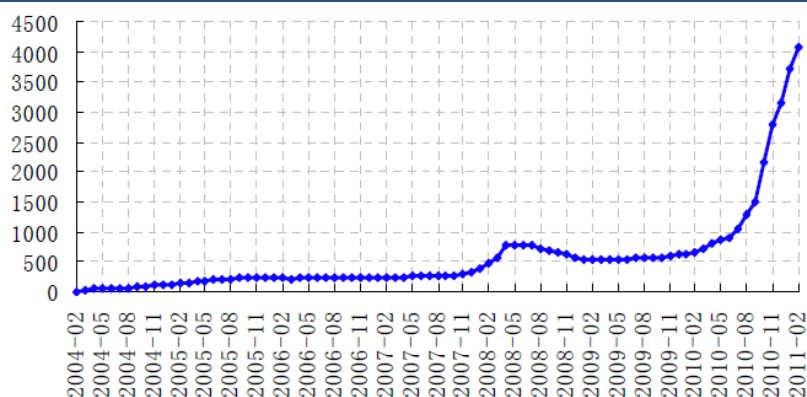
重要信息：人民币国际化跑步前进

无论如何，高层的表态显示中国政府正在以人民币跨境贸易结算为基础，有序地推动人民币国际化，推动资本项目的渐进式开放。因此，近期人民币汇率弹性的明显扩大显然并非抑制输入性通胀这么简单，而更多地是为新一轮金融体系改革作铺垫。

去年以来，二次汇改启动后导致的人民币单向流出、外汇储备被动增长等诸多副作用，伴随央行的货币收缩行为，开始在今年陆续引发质疑，市场普遍担忧中国政府能否仍然坚定国际化趋势。李副总理此次率领诸多部委高官去港，市场预期的开通 RFDI 和 RQFII 等均作为“十二五”规划目标一一予以承诺，此举完全打消了市场疑虑。我们猜测，伴随中国经济陷入死胡同，中国政府遭遇了空前压力，而人民币国际化在此时突然提速，其目的或许是通过新一轮改革开放来换取经济增长动力，问题在于要实现本币国际化，中国必然要放开资本项目，而放开资本项目的前提则是推动国内的金融体系改革。因此，以香港为突破点推进境内资本市场的革新，可谓项庄舞剑意在沛公。

之所以要搞这么复杂，除了政治因素根本上还是由于中国的金融体系目前还停留于银行主导模式，资本市场非常落后，即使突然放开资本项目也难以在金融标准上与国际接轨。例如，中国的股票市场目前虽然市值居全球第二，但是行政管制分割了多数民营企业的融资需求；而债券管理的混乱则使得国内企业债规模非常狭小，无法满足企业融资需求。另一方面，目前在香港流通的人民币存款无法自由回流内地，仅有境外央行、港澳清算行、境外参加行等开通了投资内地银行间债市的试点，其他资金只能存放于银行或投资于债券等有限的人民币金融产品。除存款之外，点心债市场一直是香港离岸人民币市场发展的最大亮点，无奈过去主要集中于国债，中国政府此次宣布扩大发债主体显然并非拓宽人民币回流渠道这么简单。

图 1：香港金融机构月末人民币存款余额（单位：亿元）



资料来源：Fost，长江证券研究部

考虑国内银根紧缩后果的显现，地方政府债务缠身，各地城投项目陆续停工，中小企业资金枯竭，再没有新的融资渠道，那么因政府资产负债表衰退引发新一轮经济危机的概率将大大增加。**中国经济的症结，从根源上就是无法再延续地方政府把银行当提款机的扩张模式。**考虑通胀的严重性，我们不能简单认为政府会选择延续传统的稳定模式，而选择扩大银行之外的融资渠道将是未来政府所要解决的第一难题。**通过加速本币国际化进程来倒逼国内金融体系改革和资本项目开放，暗示着十八大来临前政府在金融牌上的最后一博，理论上，这对未来一年内的资本市场是利好的。**

本币国际化的路径：实体和金融先行

一国货币的国际化，是指该国货币在国际商品贸易、服务贸易以及金融资产交易中发挥计价、结算和价值储藏等职能，是货币的国内职能向国外的延伸和拓展。国外经验显示，货币的国际化的**第一前提是工商业经济的国际化（贸易和实体开放），第二前提是资本市场的发展与开放（金融开放）。**日元的国际化是漫长的过程，从贸易开放、实体开放到资本开放，其间经历了 30 多年，而最终的完全开放则是在 80 年代，其标志是 84 年的日美协议和 85 年广场协议，其后日本经历了一轮大泡沫后于 90 年代崩溃，日元国际化宣告失败。

如果审查日本的基本面，在资本开放时代日本已经具备强大的跨国公司和公平的国民收入分配，制造业竞争力体现为技术效率和国际品牌。而中国目前毫无疑问，从廉价劳动力和廉价政策来看，是具备加工产业的国际竞争力，但是收入分配就差很多，这样的经济系统很难依靠内需，多隶属于国际产业分工。（关于这个问题，我们会在后续观察中再深入探讨）这一点从中国经济的高度开放、工商业的高度外向可以看出。所以，我们相信中国推行金融门户开放基本满足第一个条件，但是其程度还达不到货币使用深化的效果。

理论上，货币国际化可分为三步走，**第一步是本币在国际经济交易中被广泛用来计价和结算；第二步是本币在外汇市场上被广泛用作交易货币；最后是本币成为各国外汇储备中的主要货币之一。**中国目前还处于起步阶段，推进重点是在周边地区建立人民币“流出一流入”渠道，扩大人民币在跨境贸易中的使用范围，建立离岸市场，开放在岸市场。在亚太地区，人民币当前已是区域贸易结算货币，但是在对发达世界的贸易中其几乎完全不被接受，缺乏国际定价权，这一点日本当年也曾遭遇类似问题，问题的本质来自于亚洲资本文化的传统就是依赖银行垄断。从日本经验来看，日本政府和央行在 60-70 年代都对日元国际化持否定态度，甚至采取措施加以限制，其原因主要是日本特有的政策性金融体制，大藏省担心国际社会过多地介入对日元的操作可能会削弱央行利用金融作为对经济进行窗口指导的作用，因此日元国际化在这一阶段并没有实质进展。

本币国际化的过程：国际压力与大国崛起

中日两国在全面自由化前都遭遇了空前的国际压力，无非都指涉贸易顺差和资本管制，而差别在于，日本当年是“真的崛起”，而中国现在则是“被崛起”。遗憾的是，两国政府都表现出“真的崛起”的姿态，然后开始贸然推进金融变革，而这恰恰是改革的深水区。

事实上，日本政府在 80 年代之前对资本项目开放一直敷衍，本质在于惧怕美元热钱，同时对 70 年代的滞胀萧条印象深刻。及至 80 年代，伴随“日本制造”的贸易称霸和经济实力跃居世界第二，日本政府开始出现大国崛起心态，里根政府的各种威逼利诱迫使日本政府最终妥协。1980 年日本大藏省颁布实施新《外汇法》允许资本交易自由化，取消本国居民向国外提供日元贷款和外汇的汇兑限制；1984 年大藏省发布《日美委员会报告书》，1985 年

外汇审议局发表《关于日元的国际化》等一系列重要官方文件与协议；此后日本政府又在东京建立离岸金融市场，宣布开放境外金融市场，取消外资流出的限制，同时提高对外资流入的限额，并对外国人在日本发行日元债券、发放日元贷款、非居民间的“欧洲日元”交易采取了一系列的自由化措施，从而掀起了一次日元国际化的热潮。

中国政府在08年大萧条前一直对金融自由化很谨慎，伴随美国衰落和中国超日，去年中国政府开始思考本币国际化问题，当年6月就快速启动外汇管理体制变革，今年3月通过“十二五”规划提出要“完善以市场供求为基础的有管理的浮动汇率制度，推进外汇管理体制变革，扩大人民币跨境使用，逐步实现人民币资本项目可兑换”，其中扩大人民币跨境使用就是指涉人民币国际化，6月官方宣布取消强制结售汇，然后加快放松汇率管制。

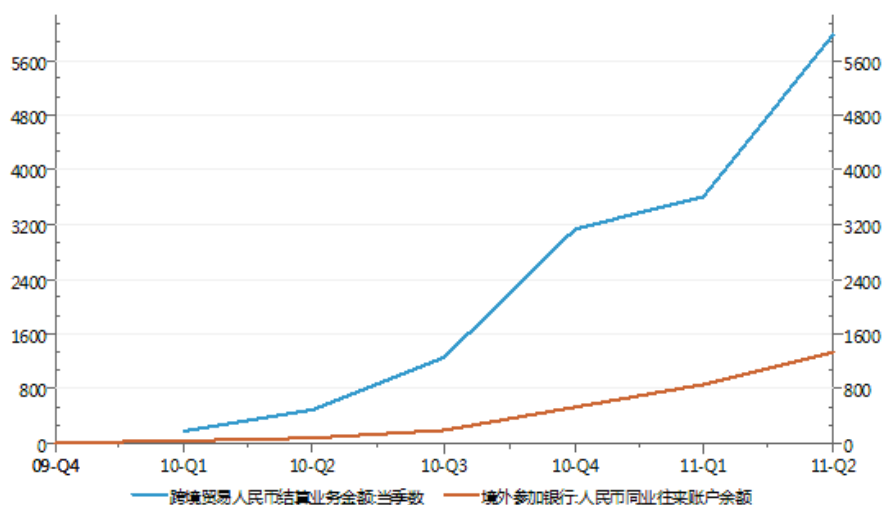
在日本启动日元国际化4年后，日本社会已经深刻认识到落后的金融市场和较小的经济规模无法抵御美元热钱，但是覆水难收，日本财政部依然希冀日元成为仅次于美元的第二大国际货币。即使经历98年后的改革，从国际货币体系层级结构来看，日元目前在国际储备货币中的深度仍远逊于美元、欧元和英镑。事实上，1990年泡沫经济危机之后，日本学者就已经意识到：国际化后的日元至多是一种“载体货币”（transit currency），其主要功能就是用于国际金融市场中的套利交易（carry trade）。

所以，如果出于国际压力和大国崛起心态，在国内金融体系尚无充分发展时就贸然推行最具难度的货币国际化，很可能导致中国面临类似日本的问题。

加速国际化的悖论：货币替代和迂回陷阱

中国政府于09年4月启动人民币跨境贸易结算试点，目前人民币国际化取得了一些成就。不过，一些现实问题在背离政府的初衷，现行外汇管理模式导致本币升值压力过大，同时海外人民币市场渐成规模，拓展人民币投资渠道迫在眉睫。尽管如此，政府不能过于倚重离岸回笼渠道，以免掉入“迂回陷阱”，形成货币国际化的悖论。从下图来看，10年国内银行累计办理跨境贸易人民币结算业务5063.4亿元，09年仅为35.8亿元，而今年上半年则增长到9000多亿。

图 2：跨境人民币结算业务



资料来源：wind，长江证券研究部

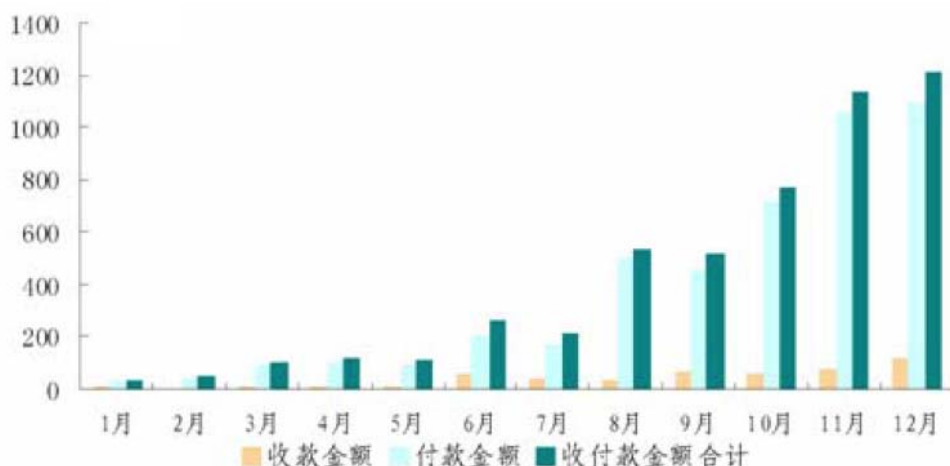
如果单从数据来看，人民币国际化进展是喜人的，但是也存在两点问题。

第一，人民币单向流出和外汇储备被动增长现象继续恶化，形成货币替代难题。

国际经验显示，在货币国际化初期本币必然会净流出，但是目前人民币净流出的态势令人诧异，去年净流出 400 亿美元，对外汇供求产生明显影响。该问题反映在跨境贸易结算中，就是在进口中使用人民币支付，但出口时收到人民币很少，人民币付款远远多于人民币收款。造成这一局面的原因除了境外人民币存量较少，根源还是在于人民币升值预期强烈，外国企业宁愿持有人民币资产而不愿持有人民币负债，这种问题学界称之为单向“货币替代”难题，使国内企业暴露在更多的美元风险之中。

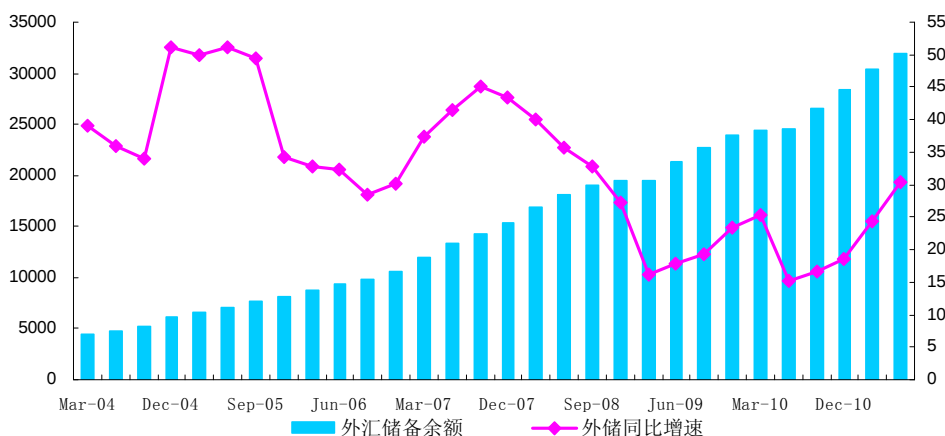
从图 3 来看，当前的人民币跨境贸易结算多数是进口贸易，进出口两环节分布不均，10 年 5000 亿元的贸易结算额中，80% 的贸易结算即约 4000 亿元人民币是进口贸易，进口贸易采用人民币结算意味着原本用于进口购汇的美元需求在减少，那么央行可以减少的外汇储备也就无法减少。货币替代在 80 年代的拉美发生过，与那时的情形不同，由于国内外贸企业谈判力量弱小，缺乏定价权和结算货币选择权，因此人民币在进口方单向替代美元的极端结果，极有可能导致即使中国外贸实现平衡，外汇储备仍然会不断增加的悖论。

图 3：2010 年月度跨境贸易人民币结算明细（单位：亿元）



资料来源：Fost，长江证券研究部

图 4：04 年以来的外汇储备变化（单位：亿美元，%）

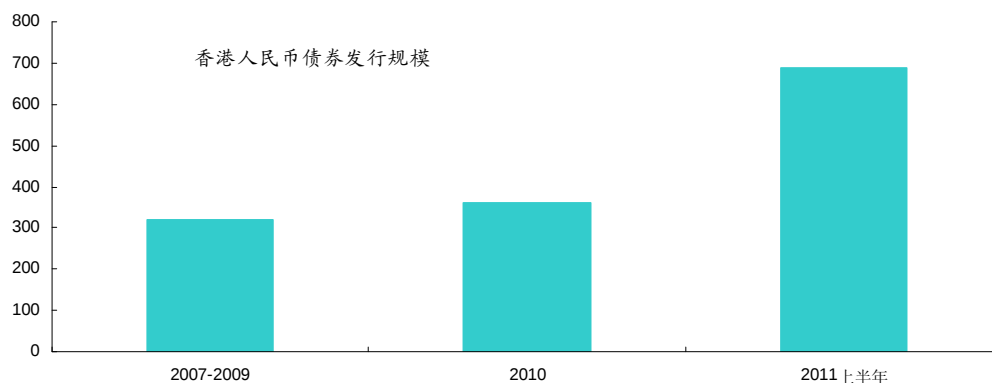


资料来源：wind，长江证券研究部

第二，离岸市场人民币投资品发展的滞后，导致境外居民和企业被动增加人民币存款，一旦货币替代倒逼资本管制的放开，则容易引发迂回陷阱。

由于人民币跨境贸易结算主要发生在进口方，并且主要是香港，因此近些年来香港积蓄了大量的人民币存款，有专家预计今年年底将达到万亿。然而香港人民币债券不到千亿的规模无法满足人民币离岸市场发展的需要。另外，海外人民币理财产品也缺乏投资渠道和投资收益而陷入瓶颈，媒体数据显示目前在香港发行的几只人民币基金产品 70%-80% 的资产都配置在人民币存款之上，收益明显过低。

图 5：香港人民币债券发行规模（单位：亿元）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

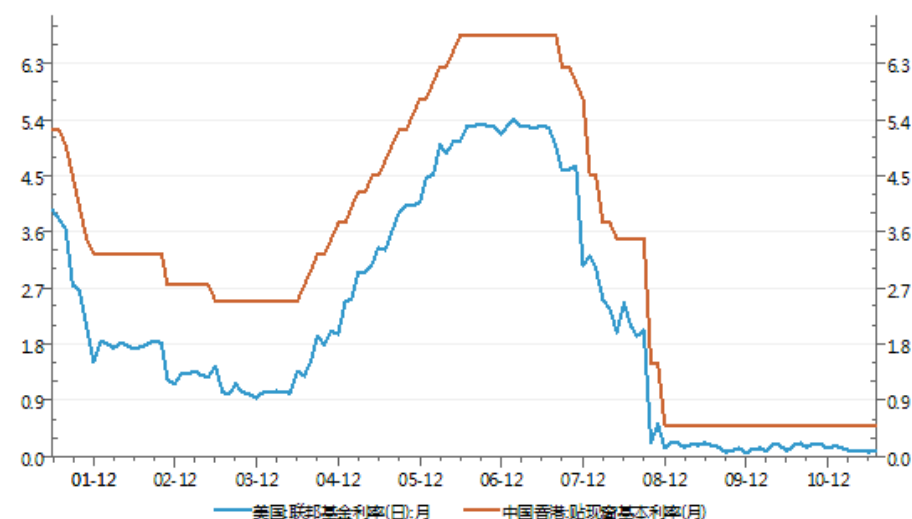
在此背景下，拓展人民币回流渠道、完善回流机制的逻辑显得很合理，由于目前人民币仍不能完全自由兑换和自由流通，且内地的资本项目仍有管制，因此建设人民币回流机制无疑能够提高海外人民币的投资收益，增强境外投资者持有人民币资产的意愿，配合推进人民币的国际化。中国政府目前已经展开了一系列外商直接投资人民币结算的试点，年内将启动人民币 FDI，且央行去年已经允许境外三类金融机构投资银行间债市，今年又允许通过香港清算行在深圳设立托管账户，将人民币转存至境内。诸多动作暗示政府金融门户开放志在必得。

如此来看，放松管制、开放市场就能使得人民币形成国际循环，看上去很符合货币国际化的逻辑。并且由此引发一个广泛的共识，即为了推动离岸市场发展进而推动人民币国际化，中国应该尽快放开资本项目管制好让香港人民币资金回流大陆，从而形成一个双向流通机制：以人民币进口贸易结算为主的输出和以人民币离岸市场资金回流为主的输入。但是，如果这种国际循环发生的范围仅仅局限于境内和以离岸市场为主的海外，那就在事实上意味着人民币只是形成了一个自循环——流出去的资金又流了回来。此种货币流出规模的扩大并不能反映国际社会的接受程度，而只反映国内投资的高回报与国外经济低迷的反差，以及境外对人民币升值和人民币资产增值的预期。

我们之所以谨慎，就是因为日元当年充分体现了货币国际化的迂回陷阱。日本于 1986 年建立了离岸市场，此后日本与东亚间的资金流动急剧扩大。当年开始日元资金大量流入香港，香港对日本银行负债规模不断增加，尽管如此但没有巨额的日元资金直接流向其他亚洲地区，而且这些资金也没有沉淀在香港参与资本交易，大部分又通过日本的海外分行回流到日本总部或者直接贷给日本企业。换言之，从日本流向海外的资金并没有被亚洲的金融机构和企业用于各类交易活动，而是大量迂回日本，香港只不过是日本银行从事迂回交易的场所而已。这说明，如果一种货币仅仅只是迂回交易，那么即使政府大刀阔斧进行金融自由化改革、推进资本项目的可自由兑换，也无法真正实现其国际化。

迂回陷阱从本质上根源于国内金融体系的封闭落后导致企业难以获得有效融资。从香港经验来看，境内外企业热衷于赴港发债的主因在于其低廉的融资成本。香港的联系汇率制导致其利率与美国趋于一致，在零利率时代融资成本极低，这一点与中国目前的高利率反差很大。

图 6：香港、美国的基准利率



资料来源：wind，长江证券研究部

从最近两个月发债案例来看，卡特彼勒公司在香港发行了总额 23 亿人民币的 2 年期人民币计价债券，票面利率只有 1.35%，相比之下，我国内地央行指导的一年期基准贷款利率就在 6% 以上，同期企业债 aaa 评级也在 5.3 以上，这直接导致资质差一点的国内企业赴港发债利率远远高于境外企业。离岸市场和在岸市场的融资体制及文化差异，成为解决境内企业钱荒的一种或优路径。

表 1：7 月以来香港市场新发人民币债券

时期	企业名称	金额	票面利率	期限
8 月 22 日	阳光能源	3	4.75%	2
8 月 11 日	新焦点汽车	2	3.75%	2
8 月 3 日	东方航空	25	4.00%	3
7 月	中信泰富	10	2.70%	5
7 月	中策橡胶	9	2.00%	3
7 月	山水水泥	15	6.50%	3
7 月	银泰百货	10	4.65%	3
7 月	新创建集团	10	2.75%	3
7 月	卡特彼勒	23	1.35%	2

资料来源：路透网，长江证券研究部

理论上，迂回交易产生于境外投资需求和境内融资需求两者的共振。我们无法证实国内企业是否普遍存在赴港融资然后回流境内的动机，但是在人民币升值预期下，一旦出现人民币的单向替代（也就是日本当年的长期升值综合症），那么本币大量流出和美元持续流入必然一起发生，由于美元流入必然推升国内基础货币形成通胀压力，则央行的货币紧缩又会逼迫企业寻求境外融资渠道，这种钱荒导致的转型偶合了离岸债市的快速增长，扩大回流渠道的敞口就会变成一种借口。如果没有体制的改变，人民币离岸市场持续增长的动力很容易被捆绑

于上述自循环：本币升值—美元流入（本币流出）—银根紧缩—企业赴港—本币回流。就短期来看，这个问题是无解的。我们探讨了这么多，无非想阐释清楚货币国际化的两点前提很重要，强大的制造业和适宜的金融体制，我们不排除金融大跃进存在强力的短期效果，但是这会给下一轮经济周期的泡沫化埋下更大的隐患，时间点或许就以十八大为分界。

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

王夏儒，上海财经大学公共管理硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为宏观经济与债券市场。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 6875239813564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 6875191613701696936	ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 6875186313817196202	julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 6875319813564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 6875192613818973382	lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 8276699913502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好：相对表现优于市场 中性：相对表现与市场持平 看淡：相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐：相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐：相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性：相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持：相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。