

第一篇

人民幣的國際使用和資本項目可兌換



# 第1章

## 國際社會對人民幣國際使用的評估和考量

2015年，國際貨幣基金組織（International Monetary Funds，IMF）對人民幣在國際支付、外匯交易、國際存款和借貸活動中的使用程度進行了綜合評估，認為人民幣合乎納入特別提款權（Special Drawing Rights，SDR）貨幣籃子的條件。人民幣成為第一個被納入IMF的SDR貨幣籃子的新興市場國家貨幣，對提升人民幣的國際貨幣地位、推動人民幣國際化具有重要的里程碑意義。

### 人民幣加入SDR的歷史背景： 美元本位下的全球貨幣體系缺陷

2008年全球金融危機，從根本上暴露出美國與世界經濟周期不同步，對國際貨幣金融體系帶來的深遠影響。Bernanke（2005）指出美元本位制度下全球金融不平衡（Global Financial Imbalance）對全球金融體系帶來的巨大風險。美國金融市場發達，有足夠的深度和廣度吸收全球資本，美元以其全球最主要的儲備貨幣地位吸收了新興市場國家、特別是東南亞地區國家和全球大宗商品出口國的絕大部分儲備資產，再利用美國資產負債表配置於全球股票、外國直接投資（Foreign Direct Investment，FDI）等高風險資產，美國成為全球資本的風險承擔者（Global Risk Taker）。在全球資本流動和金融一體化的大趨勢下，美元相對其他主要貨幣匯率的周期性波動，直接導致或決定了全球貨幣動盪和金融危機。

多元化世界經貿格局與美元單極化的國際貨幣體系之間的不平衡，放大了新興市場金融體系脆弱的程度。美國利用貨幣特權向其他國家徵收鑄幣稅的同時，又借助金融創新將風險擴散到全球，使全球為美國的危機埋單，其他國家只能被動接受。安全儲備資產（Safe Haven）的缺乏推動全球貨幣體系作出改革，發展新的國際貨幣體系，這為人民幣作為新的國際貨幣提供契機。

因此，2016年人民幣正式納入IMF的SDR貨幣籃子的重要意義在於扭轉美元本位制下，美聯儲收緊貨幣政策造成國際資本流向美元資產，對新興市場的金融體系、資本市場帶來的巨大衝擊，同時也是主要經濟體在世界經濟格局中相對地位變化的實質體現。世界銀行預計，全

球貨幣在 2025 年最可能出現的情景將是一種圍繞美元、歐元和人民幣為中心的多種貨幣並存的格局<sup>[1]</sup>。在此背景下，國際市場將人民幣用於國際貿易支付結算、金融資產計價、外匯市場交易以及作為儲備貨幣的程度將逐步提升。

## IMF 如何評估人民幣的國際自由使用和交易程度？

根據 IMF 對加入 SDR 貨幣規定的兩個標準：該貨幣的發行國是世界商品和服務大國，以及該貨幣「可自由使用」。根據 IMF 的定義<sup>[2]</sup>，貨幣的「可自由使用」視乎貨幣是否在國際貿易支付 (Wide Use) 及外匯交易 (Wide Trading) 中被廣泛使用。IMF 批准人民幣加入 SDR 貨幣籃子時，環球同業銀行金融電訊協會 (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, SWIFT) 的數據顯示，人民幣已經是全球第二大貿易貨幣、第五大國際支付貨幣，在國際跨境支付佔比、貿易融資信用證佔比方面已排名前列，人民幣完全符合加入 SDR 貨幣籃子的第一個條件。

但是，關於第二個條件——貨幣可自由使用，即在全球外匯儲備份額佔比，以該貨幣計價的國際銀行跨境存款比例、國際債券比例，以及外匯衍生品市場交易量等指標方面，人民幣的全球佔比大約在 1%–2% 左右，全球排名界乎在第 8–11 名，這相對其他自由使用貨幣仍有一定距離 (見表 1.1)。

表 1.1 IMF 評估人民幣作為國際貨幣使用的主要指標

	人民幣在全球貨幣使用中的佔比	規模 (10 億美元)	人民幣的全球排名	數據時間
在官方外匯儲備中的比例	1.84%	193.38	11	2018 年 6 月
人民幣國際存款	1.8%	479	N/A	2015 年 6 月
以人民幣計價的境外債券	0.4%	76	9	2015 年 6 月
在外匯市場上的交易量	4%	202	8	2016 年 4 月
國際支付	1.1%	N/A	8	2018 年 6 月
SDR 內比重	10.92%	N/A	5	2018 年 6 月

資料來源：國際貨幣金融基金組織 (IMF)；國際結算銀行 (BIS)；官方外匯儲備貨幣構成 (COFER)。

## 人民幣獲其他國家作為官方外匯儲備的比例較低

人民幣在加入 SDR 之前，2015 年第一季度官方外匯儲備的貨幣構成 (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, COFER) 對官方儲備貨幣構成的調查中，人民幣仍是佔比為 3.08% 的「其他」項的組成部分之一，估計其中人民幣比重約為 1.5% 左右，與美元 64%、歐元 21%、日圓 4%、英鎊 4% 等 SDR 中其他幾種貨幣的比重有較大差異。人民幣加入 SDR 後，人民幣在全球外匯儲備中的佔比連續四個季度上升。截至 2018 年第二季度，人民幣外匯儲備規模已增至 1,933.8 億美元，在整體已分配外匯儲備中佔比 1.84%。

但是與其他儲備貨幣相比，美元仍是全球主要央行持有規模最大的儲備貨幣，佔比為 62.3%；歐元、英鎊和日圓在全球外匯儲備中的佔比分別是 20.3%、4.48% 和 4.97%。在所有 SDR 籃子貨幣中，人民幣佔比最低，也低於加元 (1.91%)。人民幣的兌換目前尚未完全自由，對境外央行等主要機構的准入及投資規模等政策開放，仍處於起步階段，在一定程度上影響了它在國際外匯儲備中的比例。

## 人民幣國際存款佔比不高

根據國際清算銀行統計，人民幣計價的國際銀行跨境存款未單獨列示，包括在佔比 8.3% 的「其他」項中。根據 IMF 的估計，人民幣在國際跨境存款中的佔比可能在 1.8%–2% 左右，界乎日圓和瑞郎之間。由於人民幣在兌換和跨境流通部分方面需要得到監管機構的批准，加上人民幣匯率形成機制的市場化程度仍有待提高，這在一定程度上影響了境外機構持有人民幣存款資產的意願。

## 以人民幣計價的境外債券規模較小

截至 2015 年第二季度，以人民幣計價的未償國際債券佔全部未償國際債券的 0.4%，排名第九。在資本項目開放限制中，非居民在本地購買債券或相關證券有進入限制，屬於部分可兌換項目，而非居民在本地出售或發行債券需得到發改委等監管機構的批准。另外，內地債券評級體系尚未與國際完全接軌，孳息率曲線有效性及對沖工具偏少，都是影響境外機構參與人民幣債券市場的主要因素。

## 人民幣在外匯市場上的交易量比重低

根據國際清算銀行 (Bank for International Settlements, BIS) 2016 年的統計，包括人民幣現貨、遠期、外匯掉期、貨幣掉期和期權等衍生品交易在內，人民幣外匯合約成交金額日均 2,020 億美元，佔全部外匯合約成交量的 4%，排名為第八位。儘管中國在對外貿易中的佔比已經很高，但人民幣外匯交易量在全球市場佔比明顯偏低，在現時的內地資本項目中，非居民在本地購買、出售及發行衍生品屬於不可兌換項目，居民在國外購買及使用衍生品有准入限制，離岸市場外匯交易是主要的人民幣外匯交易市場。

## 資本項目可兌換是作為 SDR 籃子貨幣和國際貨幣的必然要求嗎？

從 IMF 對 SDR 貨幣籃子的選擇標準來看，沒有要求進籃貨幣為「自由兌換貨幣」，對成員國的資本項目開放也沒有作出明確的要求。

第一，IMF 第 8 條款只對經常項目可自由兌換作出明確規定及定下檢查機制，避免對經常性支付或轉移的限制。實際上，自由使用的概念主要針對商品貿易和外匯交易中的使用便利，自由兌換是相對國際收支中的資本項目開放，兩者有一定關聯，卻不是互相替代。

第二，從 SDR 的發展歷史來看，其籃子貨幣不須完全實現資本項目可兌換。1974 年，特別提款權貨幣籃子最初包括 16 種貨幣，當中大部分甚至不符合自由使用貨幣的要求，部分貨幣更未實現經常項目下的自由兌換<sup>[3]</sup>。

第三，以日圓的發展歷史為例，從 1974 年 SDR 正式發行開始，日圓就是其 16 種籃子貨幣之一，但是日本在 1980 年才基本實現了資本項目可兌換，資本項目可兌換由原則上限制兌換過渡到原則上開放管制。直至 1998 年日本實施《外匯和外貿法》，開放了剩餘的受限資本項目交易，日圓才說得上真正實現了資本項目完全可兌換 (見表 1.2)。

由此可見，IMF 及國際社會對 SDR 籃子貨幣是否實現了資本項目可兌換並沒有嚴格一致的界定和標準，而在 2008 年的金融海嘯後，IMF 對於資本賬戶開放也有新的認識。資本賬戶開放的程度並不是影響跨境資本流動的主要因素 (Gourinchas and Jeanne, 2003)。在當前國際資

表 1.2 日圓國際化及向浮動匯率的轉變過程

時間	政策內容
20 世紀 70 年代以前	固定匯率制度，收緊資本項目管制和金融市場保護制度。於 1964 年實現日圓自由兌換。
1971–1980 年	對外債、存貸款等多個項目開放管制，從固定匯率制度轉變為有資本項目管理的浮動匯率制度。
1980 年 12 月	頒佈新《外匯法》，實現經常項目基本可兌換，資本項目可兌換由原則上限制兌換轉變為原則上開放管制，創設離岸金融市場、取消外資流出限制、提高外資流入限額等一系列自由化措施，採用資本項目自由化的浮動匯率制度。
20 世紀 80 年代	浮動匯率制度先後與緊縮的貨幣政策和擴張的貨幣政策配合，沒有達到良好效果，為經濟泡沫和長期的大蕭條埋下隱患。
1997 年 5 月	重新修訂《外匯法》，匯率制度達到完全自由化。同時，日本政府通過提供資助、推動東亞金融合作等措施，推動日圓區域化和國際化，奠定貨幣國際化基礎。

資料來源：根據相關政策整理。

本流動規模日益增大的情況下，匯率自由浮動不足以對沖資本流動帶來的影響，因此即使資本賬戶開放後，也不建議放任跨境資本自由流動，而是需要建立相應的宏觀審慎監管框架 (Macro-prudential Regulatory Management) 和資本管理措施 (Capital Control)，從而避免全球金融周期 (Global Financial Cycle) 對本國貨幣政策和金融穩定造成影響 (Rey, 2015)，這也是中國近年在積極推進人民幣國際化的同時，增強金融穩定的主要建設方向之一。

## 註釋

1. 參見 Timmer, Hans; Dailami, Mansoor; Irving, Jacqueline; Hauswald, Robert; Masson, Paul, *Global Development Horizons 2011: Multipolarity—The New Global Economy*. Washington, DC: World Bank.
2. 參見 “Criteria for broadening the SDR currency basket,” IMF, September 23, 2011.
3. 鄭聯盛、張明，《中國政府應該強力推動人民幣加入 SDR 嗎？》，「國際金融系列」(RCIF) 工作論文，中國社會科學院世界經濟與政治研究所，2015 年 7 月 3 日。

## 第 2 章

# 中國對人民幣可兌換和人民幣國際化的 規劃與設想

內地第一次提出實現資本賬戶可自由兌換是在 20 世紀 90 年代，但直至十二五規劃中後期，才就人民幣資本項目可兌換進程提出「加速實現」的目標。十三五規劃時首次提出「有序實現資本項目可兌換」，顯示了內地對人民幣資本項目的開放節奏和次序已設定基本框架，並採取更積極的行動和措施，穩步推進金融市場的對外開放。

### 上世紀 90 年代人民幣資本項目可兌換的主要發展

內地在 1993 年的十四屆三中全會上，第一次提出「改革外匯管理體制，逐步使人民幣成為可兌換的貨幣」。其後在 1996 年實現經常賬戶的可自由兌換，並宣佈尋找機會實現資本賬戶可自由兌換。雖然其後的進程受到亞洲金融危機和全球金融危機影響而有所放緩，但仍是以漸進式的開放方式，逐步推出大量簡化外匯管理和促進資本賬戶可自由兌換的措施，包括：人民幣在外國直接投資 (FDI) 和對外直接投資 (ODI) 方面大幅度地實現了可自由兌換；對貿易融資以及與貿易相關的對非居民債權 (Trade Credit and Trade-related Claims on Non-residents) 採用註冊制 (Registration-based Management)，只有對外債務仍舊採用配額管理 (Quota Management)；合格境外機構投資者 (Qualified Foreign Institutional Investor, QFII) 和合格境內機構投資者 (Qualified Domestic Institutional Investor, QDII) 制度已經被引入和改善。

### 2000 年之後內地對資本賬戶可兌換的主要規劃

資本賬戶可自由兌換在國家規劃中的首次出現，可追溯至十一五規劃。在此之前，「十五」規劃的重點均是圍繞匯率制度改革而展開，強調「保持國際收支基本平衡，完善以市場供求為基礎的、有管理的浮動匯率制度」。十一五規劃首次明確地提出了「逐步實現人民幣資本項目可兌換」，將實現人民幣資本項目可兌換正式納入國家規劃日程 (見表 2.1)。

表 2.1 關於資本項目可兌換，國家規劃及政府報告中的有關表述

時間	政策內容
十五規劃	保持國際收支基本平衡，完善以市場供求為基礎的、有管理的浮動匯率制度。
十一五規劃	穩步推進利率市場化改革，完善有管理的浮動匯率制度，逐步實現人民幣資本項目可兌換。
十二五規劃	穩步推進利率市場化改革，加強金融市場基準利率體系建設。完善以市場供求為基礎的有管理的浮動匯率制度，推進外匯管理體制改革，擴大人民幣跨境使用，逐步實現人民幣資本項目可兌換。
十八屆三中全會《決定》	推動資本市場雙向開放，有序提高跨境資本和金融交易可兌換程度，建立健全宏觀審慎管理框架下的外債和資本流動管理體系，加快實現人民幣資本項目可兌換。
2015 年 3 月 5 日國務院政府工作報告	穩步實現人民幣資本項目可兌換，擴大人民幣國際使用。
十三五規劃	擴大金融業雙向開放。有序實現人民幣資本項目可兌換，推動人民幣加入特別提款權，成為可兌換、可自由使用貨幣。

資料來源：根據相關政策整理。

十二五規劃再次重申了上述目標，並加入了「擴大人民幣跨境使用」的表述，開始推動擴大人民幣的國際使用程度。在政策表述上，2013 年年底的十八屆三中全會所給出的金融改革清單中，明確提出「推動資本市場雙向開放，有序提高跨境資本和金融交易可兌換程度……加快實現人民幣資本項目可兌換」，對資本項目可兌換的表述由「逐步實現」進一步變成「加快實現」，表現更為進取。進入 2015 年，政府部門多次表示，作為「十二五」規劃的最後一年，將在利率市場化、匯率形成機制改革以及資本賬戶開放等方面推出措施，努力實現人民幣資本項目可兌換。2015 年 3 月份的政府工作報告中，明確提出「穩步實現人民幣資本項目可兌換，擴大人民幣國際使用」。在 2015 年的 IMF 世界銀行春季年

表 2.2 十二五規劃期間主要的資本賬戶開放政策<sup>[2]</sup>

時間	政策內容
2014 年 4 月 10 日	正式批覆開展互聯互通機制試點
2014 年 11 月 1 日	明確跨國企業集團可以根據中國人民銀行有關規定開展跨境人民幣資金集中運營業務，包括跨境雙向人民幣資金池業務和經常項下跨境人民幣集中收付業務。
2014 年 11 月 17 日	啟動「滬港通」股票交易
2014 年 11 月 18 日	境內合格機構投資者可採用人民幣的形式投資境外的人民幣資本市場，RQDII 機制正式推出。
2015 年 5 月 22 日	推出基金互認，允許符合一定條件的內地及香港基金按照法定程序獲得認可或許可在對方市場向公眾投資者進行銷售。
2015 年 6 月 3 日	已獲准進入銀行間債券市場的境外人民幣清算行和參加行，可開展債券回購交易，其中正回購的融資餘額不高於所持債券餘額的 100%，且回購資金可調出境外使用。
2015 年 7 月 16 日	對境外央行、國際金融組織、主權財富基金以人民幣投資銀行間市場改為備案制，取消額度限制，將投資範圍從現券擴展至債券回購、債券借貸、債券遠期、利率互換、遠期利率協議等交易。

資料來源：根據相關政策整理。

會上，時任中國人民銀行行長周小川首次提出並闡述了「中國將採用有管理的可自由兌換」的概念及邏輯，顯示內地將在個人跨境投資等六個方面繼續推進金融改革開放，使人民幣成為一種可被更加自由地使用的貨幣<sup>[1]</sup>。

在實際操作中，實現資本項目可兌換的途徑、框架和措施也逐步具體清晰，涉及資本賬戶開放的多項措施不斷推出（見表 2.2），利率市場化、匯率自由化進程也在加速，主要進程包括：在 2013 年建立上海自由貿易試驗區，同業存單業務落地；2014 年，進一步擴大人民幣即期匯率波幅，推出滬港通助推內地資本市場雙向開放。進入 2015 年，內地開放境外機構參與內地債券市場、外匯交易市場的准入資格及規模，大幅加快人民幣資本項目可兌換的進程，同年 8 月宣佈實現人民幣中間價形成機制市場化改革，隨後又開放了一年以上定期存款利率上限，「狹義」利率市場化基本完成。