

RQFII制度发展与人民币国际化

◇ 郑联盛

在第八轮中美战略与经济对话中，我国政府决定向美国提供2500亿元合格境外机构投资者（RQFII）投资额度，同时，双方同意在未来适当时机将人民币清算行设立在美国。该额度是目前所有RQFII授予投资额度中的第二大规模，仅次于香港地区的2700亿元额度。在一个以美元为主导的国际货币体系中，向美国授予RQFII额度并将在美国本土设立人民币清算行，这对于人民币国际化进程亦是重要的一步，具有历史性的象征意义。

RQFII制度发展的成效

RQFII制度作为境外专业投资机构到境内投资的资格认定制度发展已近5年时间。2011年8月17日，时任国务院副总理李克强在香港表示，将允许人民币境外合格机构投资者投资境内证券市场，起始规模为200亿元。2011年12月，我国监管机构正式发布RQFII试点办法，允许符合条件的基金公司、证券公司香港子公司作为试点机构开展RQFII业务，试点额度为200亿元，但是，试点机构投资于股票及股票类基金的资金不超过募集规模的20%。首批申报且获批的9家机构均为境内基金公司在香港子公司。

2013年是RQFII制度发展的关键一年，基本解决了RQFII的投资约束和基础设施约束。在投资约束放松方面，2013年3月，中国证监会公布了《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》和《关于实施〈人民币合格境外机构投资者

境内证券投资试点办法〉的规定》。2013年新试点办法相对于2011年试点办法具有两个核心变化：第一，试点机构类型扩大。从基金管理公司、证券公司等香港子公司扩大至境内商业银行、保险公司等香港子公司或注册地及主要经营地在香港地区的金融机构。第二，投资范围扩大。从对股票及股票型基金投资比例的限制到允许机构根据市场情况自主决定产品类型。机构类型和投资范围的扩大使得RQFII制度在资金、机构和投资等的约束实质性方式，RQFII迎来新的发展空间。在基础设施建设方面，中国人民银行于2013年5月2日发文明确了人民币合格境外机构投资者在境内开立银行账户、投资银行间市场等方面的规定，为RQFII业务运作排除了技术障碍，使得RQFII业务发展的基础设施不断完善。

RQFII制度已经成为我国资本项目开放的重要探索，也是人民币国际化的重要环节。经过多次的完善和扩容，截至2016年6月15日，我国已经授予了香港、英国、新加坡、法国、韩国、德国、卡塔尔、加拿大、澳大利亚、瑞士、卢森堡、智利、匈牙利、马来西亚、阿联酋、泰国、美国等17个经济体，共计1.46万亿元投资额度。截至2016年5月30日，国家外汇管理局已经批准了其中10个经济体165家机构，共计5017.68亿元投资额度。在我国资本项目部分管制条件下，RQFII和QFII（合格境外机构投资者）、QDII（合格境内机构投资者）等制度构成了我国资本项目双

向流动的试点渠道，同时，也是我国促进人民币双向流动、推进人民币国际化的重要举措。随着授予经济体数量增加，授予额度和批准额度不断提高，RQFII制度将进一步促进人民币国际化。

RQFII业务发展的三个要件

RQFII制度发展已近5年时间，取得了积极的进展，对我国资本项目开放和人民币国际化都带来了重要成效。但是，RQFII业务要取得长足发展，需要关注三个核心要件：一是人民币合格境外机构投资者在境外的负债端；二是人民币合格机构投资者在境内的资产端；三是RQFII业务相关的金融基础设施，这是资产和负债两端有效互动的载体和保障。只有这三个要件取得实质性发展且有效统筹，RQFII业务才能真正地发展起来，才能真正促进人民币国际化和我国资本项目的双向互动。

在负债端方面，RQFII业务发展的约束在于如何获得人民币资金。RQFII与QFII的核心区别之一在于筹资币种的差异性，RQFII主要采用人民币进行境内投资，而QFII则是先募集外币再兑换为人民币进行境内的投资。境外人民币流动性的多寡直接决定了RQFII负债端募集难易程度，香港是人民币最大的离岸市场，存量人民币规模相对其他人民币离岸市场要大，为此，至今香港是唯一一个用足授予额度（2700亿元）的经济体。在我国政府已经授予RQFII投资额度的17个

经济体中，仍有7个没有获得批准额度，10个获得批准额度的经济体中，卢森堡仅有3家机构，加拿大、德国仅有2家机构，而瑞士、澳大利亚都仅有1家，且批准额度远远小于授予额度。这其中与人民币境外合格机构投资者的人民币募集资源与能力是直接相关的。RQFII负债端的限制与人民币国际化水平较低是紧密相关的，如果未来人民币国际化水平取得实质性进展，海外人民币存量规模上升，负债端的问题将会逐步缓解。

在基础设施方面，RQFII业务发展的约束在于跨境支付体系。随着人民币离岸市场的清算行体系建立以及独立人民币跨境支付系统（Cross-border Interbank Payment System, CIPS）的启动，RQFII以及其他人民币跨境业务的支付、结算、清算等需求得到较大程度的满足，人民币国际化的基础设施不断夯实。当然，由于我国还存在小部分资本项目的管制，使得资金跨境的流通存在制度性管控，如何在资本项目管控和RQFII等具有实际需求的资金流动便利化之间取得平衡，使得人民币跨境业务可持续发展、有效促进人民币国际化，是未来基础设施领域的重要任务。另外，诸如会计制度、信息披露制度、商事便利化等法律制度的完善亦是重要的工作。

在资产端方面，如何做大人民币资产池是RQFII业务发展的重大制约。17个获得授予额度经济体中只有香港用足授予额度，批准额度占授予额度的比例仅为41.5%（不考虑美国的额度的情况下）。除了负债端的约束之外，更为重要的原因是人民币合格机构投资者较难在国内配置风险收益匹配、价值较为稳定的资产，RQFII投资面临“资产

荒”问题。对于境外机构投资者其最为合适的投资标的应该是债券，特别是国债，但是，我国国债市场不发达，甚至还未形成有效的国债收益率曲线。另外，由于我国经济下行、金融风险日益显现、金融市场波动加剧，加上人民币市场化改革日益深入，人民币汇率从单边升值转变为双向波动甚至略有贬值，海外投资机构需要承担更大的资产价格波动风险还要承担一定的汇率风险，人民币资产对于RQFII的吸引力是有所下降的。一种货币要成为真正的国际化货币，一个基本条件就是要为国际资本提供风险收益较为稳定的基础资产，人民币必须是一个硬通货。保持经济稳定发展，保障法律体系健全，保持人民币及人民币资产价值稳定，建设具有广度深度的金融市场，是RQFII业务发展和人民币国际化的基础。

厘清资本项目开放与人民币国际化的关系

对美国授予投资额度，是RQFII制度的一个重大突破，是资本项目开放的有益探索，亦是人民币国际化具有象征意义的一步。RQFII额度扩张固然喜人，但是，RQFII制度涉及的是资本项目开放。在近期内外风险相互强化的阶段，需要警惕的是以RQFII等资本项目加速开放来推进人民币国际化的思维。

通过对RQFII资产负债两端的分析可以知道，资本项目开放和人民币国际化是一枚硬币的两面。人民币国际化确实受制于资本项目开放，人民币不能自由兑换、资本项目没有完全开放使得人民币资金双向流动、资本市场双向开放以及人民币资金池、资产池实质性扩大面

临制度性瓶颈，人民币国际化难以快速有效推进。资本项目开放甚至被认为是人民币国际化最大的制度制约。人民币要真正成为全球储备货币，资本项目必然要开放，资本项目开放是人民币实现真正国际化的基础条件，像QFII、RQFII这样逐步放开资本管制的政策尝试是人民币国际化的中间形式。

从长远的角度，资本项目开放对于大型经济体而言是有利的，但是，目前阶段以人民币国际化作为出发点，加速推进资本项目开放是本末倒置的逻辑。资本项目开放事关内外经济平衡大局，事关是否引发系统性风险（诸如资本大规模流出、资产泡沫破灭、货币大幅贬值等）大局，事关国民经济稳定安全大局，必须慎之又慎。人民币国际化最大的制约在于资本项目开放，但是，目前内外风险相互强化的趋势较为明显，不宜全面放开资本项目，这也决定了人民币国际化不能“拔苗助长”。

全局统筹、循序渐进、防范风险是人民币国际化的基本原则。人民币国际化是一个过程，而不是一个时点；人民币国际化是一个结果，而不是一个动因。人民币国际化在无法通过国际货币体系制度安排获得国际化制度红利的前提下，人民币国际化只能走渐进性的内生型本币国际化道路。人民币国际化本质将是一个水到渠成的自然过程，不能以加速资本项目开放来推进人民币国际化。与RQFII发展的内在需求相似，人民币国际化的核心支撑是可持续的经济发展、有效的市场机制、具有竞争力的金融市场和完备的金融基础设施。

作者单位：中国社会科学院金融研究所