

张明

zhangmingcass@vip.126.com

人民币国际化为何停滞？

自中国央行从 2009 年下半年起积极推动人民币国际化以来，人民币国际化进程大致可以分为两个阶段：在 2010 年至 2015 年上半年期间，人民币国际化取得了快速的发展；然而从 2015 年下半年起至今，人民币国际化的速度显著放缓，部分指标甚至出现了逆转。

中国央行主要是沿着两条路径来推进人民币国际化的。一是推进人民币在跨境贸易投资中的结算；二是促进离岸人民币金融市场的发展。为了帮助其他国家获得额外的人民币以满足市场需求，中国央行与越来越多的央行签署了双边本币互换。

2010 年第 1 季度至 2015 年第 3 季度，跨境贸易人民币结算规模由 184 亿元上升至 2.09 万亿人民币，增长了 113 倍。同期内跨境贸易人民币结算规模与跨境贸易总额之比则由 0.4% 上升至 32.5%。2012 年 1 月至 2015 年 9 月，中国对外直接投资的人民币结算规模由 2 亿元上升至 208 亿元，而外商来华直接投资的人民币结算规模则由 14 亿元上升至 351 亿元。由于人民币在跨境贸易与投资领域的结算取得了巨大进展，导致人民币作为国际结算货币的地位水涨船高。人民币结算占全球结算的份额由 2011 年 12 月的 0.3% 上升至 2015 年 8 月的 2.8%，而人民币在全球结算货币中的排名则由

2010年10月的第35名攀升至2015年8月的第4名。2010年1月至2014年12月，香港人民币存款规模由640亿元上升至1万亿元，而同期内香港人民币存款规模占香港总存款规模之比则由1.0%上升至10.0%。台湾的人民币存款规模由2012年1月的66亿元上升至2015年6月的3382亿元，而新加坡的人民币存款规模则由2012年6月的600亿元上升至2015年6月的2340亿元。2009年至2016年6月底，中国央行已经与35个国家或地区的央行签署了金额总计3.12万亿人民币的双边本币互换。

不过，从2015年下半年起，上述指标大多发生了逆转。2015年第3季度至2016年第2季度，跨境贸易人民币结算规模由2.09万亿人民币下降至1.32万亿人民币，同期内人民币结算规模与跨境贸易总额之比则由32.5%下降至22.0%。2015年9月至2016年6月，中国对外直接投资的人民币结算规模由208亿元下降至116亿元，而外商来华直接投资的人民币结算规模则由351亿元下降至143亿元。2015年8月至2016年6月，人民币结算的全球占比从2.8%下降至1.7%，而人民币在全球结算货币中的排名则从第4位下降至第6位。香港人民币存款规模由2014年12月的1万亿元下降至2016年6月的7115亿元。台湾、新加坡的人民币存款规模则分别由2015年6月的3382与2340亿元下降至2016年3月的3132与1640亿元。

那么，为什么人民币国际化的进展从2015年下半年显著放缓了呢？

原因之一，在于人民币兑美元升值预期转变为贬值预期，且贬值预期在811汇改后明显深化。事实上，从2014年第二季度起，随着人民币兑美元的每日中间价开始变得持续高于收盘价，这意味着市场上开始产生人民币兑美元贬值预期。但由于市场相信中国央行将会维持汇率稳定，上述贬值预期并不强烈。然而，2015年的811汇改中，中国央行主动放弃了对人民币汇率中间价的干预，这不仅导致人民币兑美元汇率由最高点的6.1左右贬值至目前的6.7左右，而且进一步加深了人民币贬值预期。

众所周知，在过去普遍存在的人民币升值预期下，发生了大量的人民币跨境投机套利活动。主要的跨境投机套利方式有两种，跨境套汇与跨境套利。所谓跨境套汇，是指如果存在持续的人民币兑美元升值预期，那么香港市场上的人民币价格要比内地的人民币价格更贵，因此可以通过将内地的人民币输送到香港市场来获利。这种套汇通常会通过跨境人民币贸易结算的方式来进行。因此，大规模的套汇不仅会导致香港市场上人民币存量上升，而且会导致跨境贸易的人民币结算规模上升。然而从2015年811汇改之后，伴随人民币兑美元升值预期的逆转，香港市场上的人民币价格将变

得比内地更加便宜，因此，输入人民币的套汇模式将会发生逆转，这会导致香港市场上人民币存量的显著下降。

原因之二，在于内外利差的缩小与人民币兑美元的贬值，降低了跨境套利的吸引力。在过去，由于内地的人民币利率显著高于香港的人民币利率，导致跨境套利大行其道。所谓跨境套利，是指内地企业设法从香港银行借入人民币贷款，将其输送回内地市场，从而赚取不菲的利差。在人民币兑美元贬值预期下，如果从香港银行借入美元，再转换为人民币后输送回国内套利，则能获得利差与升值的双重收益。这种跨境套利的资金移动，依然会借助跨境贸易的人民币结算的伪装。因此，跨境套利的结果，是内地企业获得更多的香港银行的贷款，以及跨境贸易人民币结算规模的上升。然而，自 2014 年下半年起，随着中国经济潜在增速的下行，中国央行多次下调利率与准备金率，这造成内外利差显著收缩。再考虑到 811 之后人民币兑美元贬值预期的加深，因此，跨境套利活动从 2015 年下半年起显著收缩，甚至发生逆转，这既会导致香港银行对内地企业的贷款余额显著下降，也会导致跨境贸易人民币结算规模的下降。

原因之三，在于随着中国经济潜在增速的下滑以及金融风险的显性化，持有人民币资产的收益率显著下降、潜在风险显著上升，这将降低境外投资者持有人民币资产的意愿，进而造成人民币国际化进程的放缓。考虑到这一点，即使今年 10 月人民币正式加入 SDR 货币篮，我们也不要对短期内国际机构投资者配置人民币资产的需求做出过高估计。毕竟，资本流动总是顺周期的。

总之，2015 年下半年以来人民币国际化进程的放缓，主要是由于跨境套利活动的萎缩所致。这事实上是一种挤出泡沫的过程。换言之，我们不必过分担心人民币国际化的放缓，未来的人民币国际化进程虽然可能更慢一些，但很可能更多地由真实需求来驱动，因此其可持续性有望显著增强。

（笔者为中国社科院世经政所研究员）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。