

刘东民

sunshine\_ldm@126.com

李远芳

liyuanfang@cass.org.cn

## 中英通过金融合作推动人民币国际化和 “一带一路”建设的策略选择\*

脱欧之后的英国金融业将继续保持强大的全球竞争力，并具有更强烈的意向与中国开展金融合作。把握这一机遇，中英双方通过在金融领域深化合作、开拓创新，能有效推动人民币国际化和“一带一路”建设，并将成为中国以建设性和开放性姿态积极参与全球经济治理、强化国际合作的重要示范。

### 一. 脱欧之后的英国金融业在全球仍然具有强大竞争优势

作为最早成功实现国际化发展的老牌资本主义国家之一，至今英国经济体系的对外开放程度被公认为全球最高，英国政府在把握世界经济发展趋势方面富有经验，从英国在西方国家中率先加入亚投行就能看出其政府在国际战略制定中的前瞻性和果断性。在金融领域，英国具备语言、法律、人才、技术和文化等多重优势，英镑的国际货币地位也形成其独特的竞争

\* 刘东民，中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员；李远芳，中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员。

力，这些因素都支撑英国在未来的金融产业发展当中，依然能够在全球保持领先地位。

从 2007 年 3 月开始，英国 Z/Yen 集团每 6 个月发布一次“全球金融中心指数”，目前已成为国际上影响力最大的金融中心排名指数。截至 2016 年 3 月，在总共 19 次的公布排名中，伦敦 15 次名列全球第一，1 次并列第一。只有在 2014 年 3 月至 2015 年 3 月的 3 次排名中，由于受到伦敦银行同业拆借利率操纵事件以及交易员违规交易丑闻等因素的影响，纽约超越伦敦排名全球第一。除去伦敦外，欧洲排名最靠前的是苏黎世，最高排名为第五名，且与前两名的差距较大。日内瓦、卢森堡和法兰克福则在十名以外，差距更大。在可以预计的未来，伦敦作为欧洲第一大金融中心的地位难以撼动。

## 二. 脱欧之后的英国具有更强烈意向与中国开展金融合作

一方面，英国需要通过与中国金融合作增强自身相比于其他欧盟域内金融中心的竞争力。英国脱欧的谈判极为繁琐复杂并充满不确定，但是英国政治没有回旋余地，只能沿着这一道路前行。在此过程中，英国需要重新调整其外交、经贸、金融等领域的对外战略，以适应自身发展需求，这一过程确实会带来调整成本。脱欧之后，英国伦敦在与欧洲有关金融业务上不可避免的会遇到来自法兰克福、卢森堡、巴黎等欧盟内部金融中心的更强烈竞争，特别是脱欧过程中英国金融业有丧失“牌照通行权”的可能性。这就使得英国有更强烈的意愿与中国开展金融合作，以弥补脱欧带来的潜在损失。另一方面，脱欧后英国金融业务为避开欧盟的监管束缚，有进一步向欧盟外区域倾斜的动力。2008 年危机后欧盟不断加强对金融业的管制，对银行高管奖金设上限，力图将欧元区内实施的金融交易税推广至欧盟 28 国，实施更为严格的对冲基金监管规则等等。英国始终强烈反对欧盟的这些金融监管改革。因此脱欧给予了英国更大的自由度，英国获得了不受欧盟约束自行设定金融法律的自由度。为了充分发挥英国金融业的竞争力，英方会更加积极地在欧盟域外寻找发展机会，金融市场容量和开放

度不断提升的中国将成为英国金融业首选的战略要地。

### 三. 中英通过金融合作推动人民币国际化和“一带一路”建设的策略选择

#### 1. 大力发展伦敦离岸人民币债券市场

##### (1). 将伦敦市场点心债作为“一带一路”融资工具

伦敦债券市场制度完备、国际投资者集中，其点心债市场是香港之外发展最为迅速的离岸人民币债券市场。推动伦敦市场点心债作为“一带一路”融资工具，有可能成为协同推进人民币国际化和“一带一路”两大战略的有效手段。

首先，从融资工具的选择来看，通过点心债为“一带一路”开展项目融资具有经济上的可行性。“一带一路”项目建设主要集中在基础设施领域。受全球金融危机的冲击，曾经主导全球基础设施项目融资的欧洲银行明显收缩这一领域的贷款，另外巴塞尔协议 III 的实施客观上使得银行从事长期贷款的意愿降低，基础设施的债券融资已经成为重要选项。事实上，以基础设施为抵押的债券相比类似评级的公司债及国债收益率更高，当发生违约时追回资产的可能性也更高。当前低利率甚至负利率环境下，全球市场上长期投资者已对基础设施的债券融资表现出兴趣。其次，从借助“一带一路”建设推进人民币国际化的角度来看，以点心债为“一带一路”项目开展人民币融资具有一定的市场机会。中国在基础设施装备制造及建设上具有完整的产业链以及丰富的产能，“一带一路”的建设过程将带动大量有竞争力的中国企业走出去，这些企业有可能在某些时候说服东道国接受人民币投资。目前中国企业的海外融资从发行成本考虑仍以美元和欧元为主。如果“一带一路”建设能直接或间接带动沿线国家与中国的经贸往来、加速人民币与当地货币的直接交易，那么即便发行成本上人民币债券不占优势，在节省汇兑成本上亦能得到补偿。而且，这是推动人民币成为国际投资货币的重要契机。

具体操作模式可以分为两种。一种是以境内企业在伦敦发行点心债，将融得资金投入“一带一路”项目上；另一种是中资企业在“一带一路”区域和东道国成立合资的“国际基础设施投资公司”，再以该公司在伦敦发行点心债。后者借鉴了我国通过设立“城市投资平台公司”以促进地方基础设施建设的成功经验，并通过合资公司的模式降低东道国投资风险，从而实现双赢。

## **(2) . 在伦敦发行中国地方政府债券**

目前在离岸市场由中方发行的点心债包括国债、金融机构债和企业债。中国每一个省份，放在欧洲都相当于中等规模的国家，其政府信用等于或高于中国的金融机构和企业，完全具有在离岸市场发行地方政府债券的能力。推动中国地方政府债券在伦敦等离岸市场发行，既有助于人民币计价债券上升为全球安全资产，推动人民币成为国际储备货币，还可以扩大伦敦点心债资产池（本研究团队了解到，英国财政部非常欢迎中国地方政府债券在伦敦发行），并促进中国地方政府建立更加规范化、法制化、审慎化的财政管理机制。

货币国际化取得成功的标志之一是该种货币成为国际储备货币。各国央行持有的国际储备货币，其大部分不会以现金形式存放，而是要购买全球安全资产，以获得一定的投资收益。传统上全球安全资产主要由发达国家的政府债券构成。2008 年危机之后，西方主要发达经济体相继变为高债务国家，主权信用评级遭遇下调，导致这些国家的政府债券难以继续成为高品质的全球安全资产。IMF 在 2012 年做出的预测指出，到 2016 年全球安全资产供应将减少 9.6 万亿美元。中国如果能够抓住这一机遇，推动国债和地方政府债券的国际化发行，逐步将其上升为全球安全资产，将有效推动人民币成为国际储备货币。

## **(3) . 建立伦敦离岸人民币资产证券化市场**

一方面，中国可以将境内的资产证券化产品投放到伦敦市场，丰富离岸人民币投资品种。另一方面，还可以在伦敦推出以人民币计价的“一带一

路”基础设施资产证券化市场，这将为“一带一路”沿线国家的基础设施建设和运营带来增量资金，并促进人民币在“一带一路”区域的使用。全球长期投资者对于基础设施领域的投资会是一个逐步开展的过程。由于业务流程及管理经验上的差异，长期投资者的投资偏好与银行有较大差异。特别是以债券为金融工具的投融资过程中，投资者对于项目本身的参与度很低，财务和业务监管要显著弱于银行对贷款资产的监控，全球长期投资者目前普遍回避绿地性质的投资项目，而是更加青睐于较熟悉地区比较简单同时收益较明确的项目。考虑到国际长期投资者的这一特点，将运营中的“一带一路”沿线国家基础设施收益权实施证券化是比较容易被国际投资者接受的方式。

## 2. 设立伦敦离岸人民币“一带一路”投资基金

中英两国金融机构可以在伦敦联合发起设立“离岸人民币一带一路投资基金”，该基金融资离岸人民币，然后将其投入到“一带一路”项目中去，从而推动人民币境外循环。真正的货币国际化必须要实现该种货币的境外循环和第三方使用（第三方使用是指非货币发行国的两个国家的企业或者金融机构之间使用该种货币）。全球美元交易的 50%-70% 发生在美国以外的地区。从某种意义上讲，货币的第三方使用是货币国际化的最高阶段，它意味着该种货币真正成为了全球使用的货币。另外，境外循环也是保证货币国际化不会对本国金融市场产生过度冲击的重要机制。下一段的人民币国际化战略，需要重视推进人民币的境外循环直至形成第三方使用。中英“离岸人民币一带一路投资基金”可以通过两国的金融机构（如中方的国开行、口行和英方的汇丰银行、渣打银行等）作为基金的一般合伙人，再吸引其它市场机构参与，共同推动“一带一路”的项目投资，这不仅是人民币国际化的一个重大创新，也是中英两国合作推动“一带一路”的示范性工程。

## 3. 开展中英跨境人民币贷款



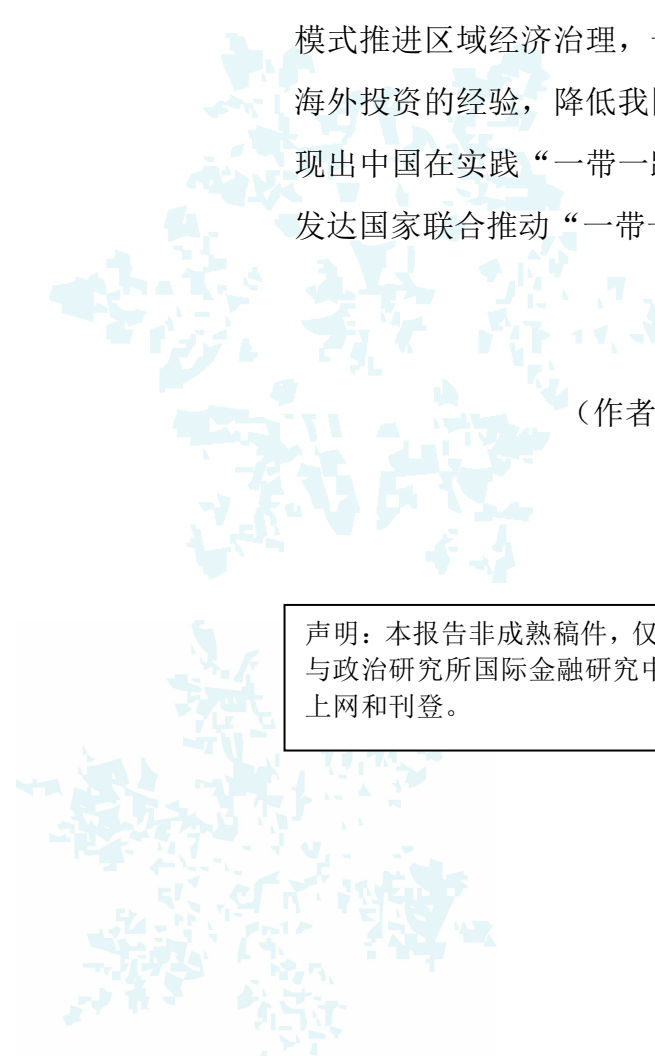
自从 2013 年 1 月深圳前海实施深港跨境人民币贷款以来，该项政策已经拓展到中国第二批的所有自贸区，贷款来源扩大到港、澳和新加坡三地。截止 2015 年 6 月 30 日，仅前海自贸区的跨境人民币贷款协议金额就达到 1070 亿元人民币。在此基础上，建议开展中英跨境人民币贷款，并将贷款适用地区拓展到第三批批复的所有自贸区。考虑到中国的外债管理，可以由中英两国政府商议好每年可以实施的跨境贷款总额度，这样通过总额控制来保证该业务的持续稳定推进。

#### **4. 在伦敦离岸市场发行人民币银行理财产品**

为获得更广泛的私人投资者来源，缓冲巴塞尔协议 III 对长期贷款的负面影响，提供更丰富的海外人民币资产选项，可推动中资银行在伦敦离岸市场发行人民币计价的银行理财产品。产品可分为两类，一类是中资银行本身就在国内发售的理财产品，这实际上是境内产品的境外销售，属于简单易行的模式，可以在近期来推动。另一类是在伦敦发行“一带一路”理财产品，即将理财资金以债券信托等方式投入“一带一路”的项目建设中，这又成为人民币国际化与“一带一路”建设相结合的金融创新。由于第二种模式的项目选择具有一定难度（境外项目是否愿意接受人民币投资，以及该项目的风险暴露水平，都是面临的挑战），可以作为中长期方案。理财产品同时面向私人 and 机构投资者，由于其相对银行存款具有较高的收益率，对目前低利率环境下的外国投资者将具有吸引力。另外，通过恰当的合约设计，理财产品可提供比较丰富的期限选择并将风险锁定在合理范围。推动人民币银行理财产品的离岸发行，亦可以增强中资银行在海外零售业务的客户基础及对人民币的货币需求，对于人民币国际化具有长期意义。

#### **5. 建立中英第三方市场合作机制**

第三方市场合作，是指两个国家在第三国开展市场合作。2000 年 2 月，联合国大会决议首次提出要鼓励三方合作，要求联合国开发计划署推动发展中国家开展三方合作，以充分发挥三方合作潜能。2015 年 7 月，李克强



总理访问法国期间，中法签署了第三方市场合作的联合声明，这是中国政府第一次在国际上签署第三方合作协议。建议中英两国政府积极开展第三方合作，特别是在“一带一路”沿线国家开展经济合作，如联合投资、联合研究、联合培训等等。上文提出的中英“离岸人民币一带一路投资基金”就是第三方合作在金融领域的示范，同时还可以开展中英企业和科研机构在“一带一路”区域的第三方合作。中英第三方市场合作是以“北-南-南”模式推进区域经济治理，一方面利用了英国的金融、高科技优势以及英国海外投资的经验，降低我国在“一带一路”的投资风险，另一方面，也展现出中国在实践“一带一路”战略上所秉持的开放性姿态，将成为中国与发达国家联合推动“一带一路”项目实施的顶层设计标杆。

（作者单位为中国社会科学院世界经济与政治研究所）

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。