

Working Paper No. 2017W03

Aug. 14, 2017

刘东民

sunshine_ldm@126.com

肖立晟

nkxls@126.com

陆婷

luting_bisf@126.com

熊爱宗

xiongaizong@163.com

张弛

zhangchi1900@sina.com

金砖国家推动本币国际化：中国经验与合作策略*

摘 要

作为新兴经济体中的大国，金砖五国对于推动本国货币国际化均有内在诉求。2008 年全球金融危机之后，中国开始逐步地推进人民币跨境结算。通过鼓励企业在跨境贸易和投资中使用人民币结算、货币互换和人民币直接交易、推动离岸人民币金融中心建设、银行间市场开放与熊猫债的发行、建立人民币跨境交易结算系统等政策措施，人民币国际化取得了显著成绩。但是，在资本账户尚未完全开放、人民币升值预期基本消失的今天，人民币国际化面临挑战。加强金砖国家合作，共同推进金砖国家货币国际化，不仅对于人民币自身的国际化具有重要价值，也是推进国际货币体系朝向多元化方向发展的重要步骤。本文提出了金砖国家共同推进本币国际化的合作策略，包括：推动本币债券市场发展、增强金砖国家本币投融资业务、进一步推动货币互换和本币直接交易、促进大宗商品的人民币结算、以区块链技术推进金砖国家跨境金融基础设施建设。

*本文作者均为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际政治与金融安全智库成员。2016 年 8 月，金砖五国的六家智库达成一致意见，就“金砖国家推动本币国际结算”开展联合研究。本文是中国社会科学院世界经济与政治研究所完成的中方研究报告。本研究得到“国际政治与金融安全智库”的资助。

2008 年全球金融危机之后，中国政府开始逐步推进人民币国际化。国际货币体系改革的真实需求、中国经济的稳步增长、政府的积极推进和人民币在过去数年的升值预期，对人民币国际化产生了显著的合力。2016 年 10 月，人民币加入 SDR 货币篮子，标志着国际社会对于人民币国际化的成绩给予了认可。

在资本账户尚未完全开放、人民币升值预期基本消失的今天，人民币国际化面临挑战。加强金砖国家合作，共同推进金砖国家货币国际化，不仅对于人民币自身的国际化具有重要价值，也是推进国际货币体系朝向多元化方向发展的重要步骤。

一、中国推进人民币国际化的背景与目标

中国政府推进人民币国际化的背景有两点：一是 2008 年全球金融危机让国际社会充分认识到，以美元主导的国际货币体系具有内在的不稳定性，多元化的国际货币体系是未来最有可能的合理选择，这为人民币国际化创造了真实的外部需求；二是中国经济在改革开放的三十多年里取得了巨大进步，这为人民币国际化提供了内在动力。

早在布雷顿森林体系运作时期，美国学者罗比特·特里芬就提出了“特里芬两难”问题（Triffin Dilemma），即一国货币要充当国际货币，就必须通过持续的贸易逆差为全球提供该种货币，从而保证该货币在全球的清偿能力；而在另一方面，持续的贸易逆差将导致该种货币贬值，从而其他国家不再愿意持有该种货币。在布雷顿森林体系解体之后建立的牙买加体系，特里芬两难依然存在，因为美元始终是国际货币体系的主导货币。但是，在 2008 年之前，一些学者认为，由于美国在对外投资上的回报率超过其对外融资的成本，因此美国可以长期保持贸易逆差。2008 年全球金融危机让国际社会真正认识到，美元主导的国际货币体系是内在不稳定的。美国利用美元主导地位而形成的低储蓄、高消费、高负债模式不可持续，金融危机还是爆发了。而且，正是由于美元在国际货币体系的中心地位，导致这场源于美国的次贷危机迅速发展成为严重的全球金融危机。从全球金融稳定的角度来看，要么建立超主权的国际货币，从根本上解决特里芬两难，要么实现多元化国际货币体系，缓解特里芬两难。从现实情况看，中短期难以建立超主权货币，因此多元化的国际货币体系就成为最具可行性的选择。

正是基于这样的理解，在全球金融危机之后，中国政府开始推进人民币国际化，其根本目标就是希望建立多元化的国际货币体系，促进全球金融稳定，并增强本国的

金融韧性和金融竞争力。

二、人民币国际化的政策实施与实际进展

(一) 鼓励企业在跨境贸易和投资中使用人民币结算

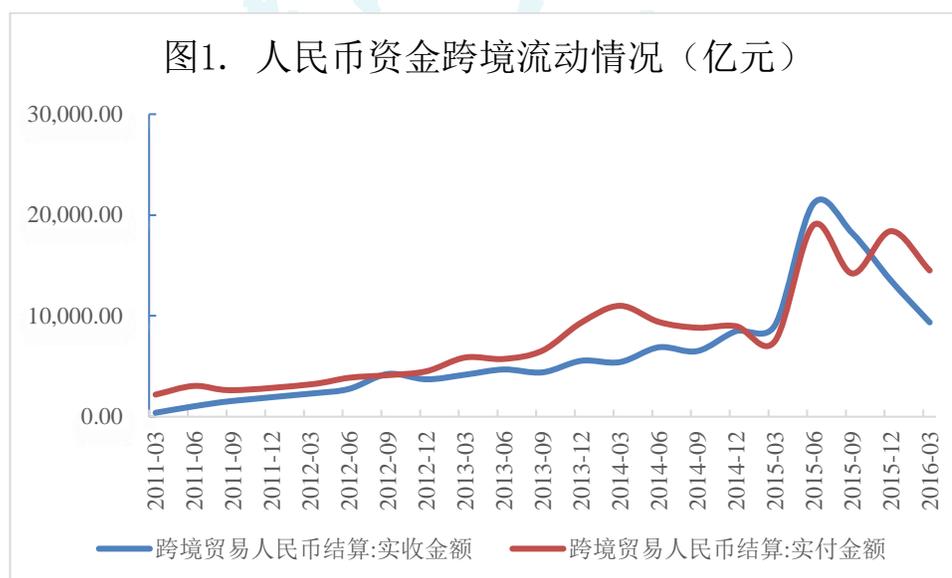
2008年12月，中国国务院常务会议研究决定，对广东和长江三角洲地区与港澳地区、广西和云南与东盟的货物贸易进行人民币结算试点。2009年4月，国务院常务会议决定在上海市和广东省广州市、深圳市、珠海市、东莞市开展跨境贸易人民币结算试点。2010年6月，中国人民银行、财政部、商务部等六部委联合发布《关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》，将跨境贸易人民币结算试点地区由上海市和广东省的4个城市扩大到北京、天津、上海、江苏、浙江、福建等20个省市。2011年8月，六部委联合发布《关于扩大跨境贸易人民币结算地区的通知》，跨境人民币结算境内地域范围扩大至全国。值得注意的是，当时中央政府提出的推进此项试点工作的目标是帮助企业规避汇率风险、减少汇兑损失，并没有明确提出人民币国际化的概念。可以看出，在这一阶段，中国政府对于人民币国际化是采取十分谨慎的态度的。

为进一步扩大人民币在跨境投资中的使用，规范银行和境外投资者办理外商直接投资人民币结算业务，2011年10月14日，中国人民银行制定了《外商直接投资人民币结算业务管理办法》。这标志着境外投资者和银行可依据此办法办理外商直接投资人民币结算业务，将有效扩大人民币跨境使用，切实促进贸易、投资便利化，同时推进人民币国际化进程。2012年6月14日，为贯彻落实《外商直接投资人民币结算业务管理办法》，便利境外投资者以人民币来华投资，规范银行业金融机构办理外商直接投资人民币结算业务，中国人民银行公布了《中国人民银行关于明确外商直接投资人民币结算业务操作细则的通知》。

此外，为了配合人民币跨境结算的顺利实施，中国人民银行会同有关部门出台了一系列的保障措施。2009年7月1日，中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、国家税务总局和中国银行业监督管理委员会联合发布公告，公布实施《跨境贸易人民币结算试点管理办法》，规范试点企业和商业银行的行为，防范相关业务风险，以促进贸易便利化，保障跨境贸易人民币结算试点工作的顺利进行。为贯彻落实《跨境贸易人民币结算试点管理办法》，2009年7月，中国人民银行和国家外汇管理局分别发布了《跨境贸易人民币结算试点管理办法实施细则》与《关于跨境贸易人民币结算中国

际收支统计申报有关事宜的通知》，以便于人民币跨境结算的顺利实施与推进。

随着中国国际贸易和直接投资的不断发展，人民币跨境结算进程不断加快。当前，跨境人民币结算业务已扩展至中国境内所有地区，境外无区域限制。根据中国人民银行的统计口径，目前跨境人民币结算业务已经覆盖超过 210 个境外国家和地区¹。从资金总额上看，2015 年“8.11”汇改之前，跨境贸易人民币结算实收金额与实付金额呈逐年上升态势。“8.11”汇改之后，跨境贸易人民币结算的实收金额呈下滑趋势，实付金额呈震荡趋势。



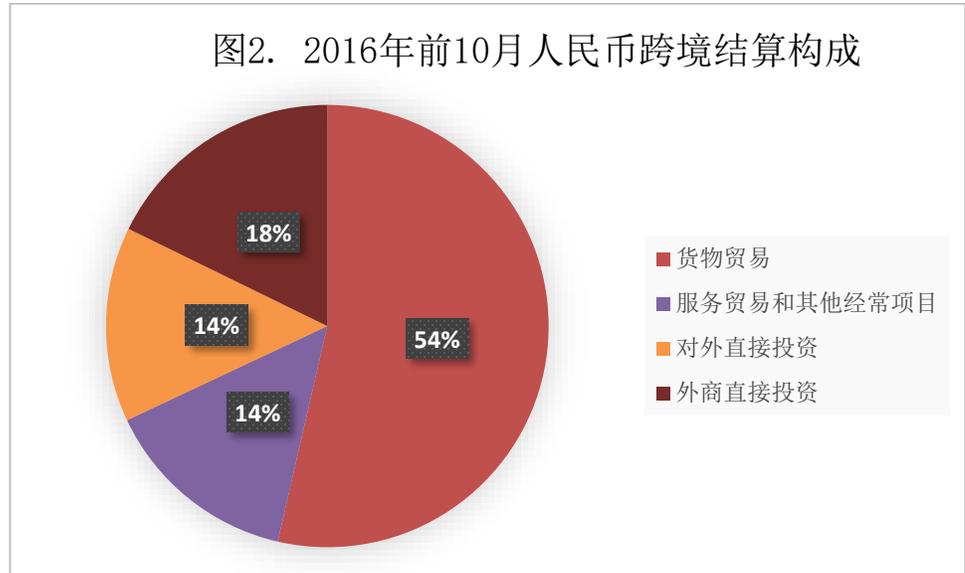
数据来源：WIND Database。

从结构上看，2016 年前 10 月以人民币进行结算的跨境结算金额累计发生 6.47 万亿元，其中货物贸易 3.46 万亿，占比最高达 54%；外商直接投资 1.15 万亿，占比 18%；服务贸易和其他经常项目 9316 亿元，占比 14%；对外直接投资 9211 亿元，占比 14%。

¹ 中国银行：跨境人民币政策 Q&A.

http://www.boc.cn/cbservice/cb11/201401/t20140108_2816514.html, 2014-01-08.

图2. 2016年前10月人民币跨境结算构成



数据来源：中国人民银行。

为了配合跨境人民币结算业务的开展，截至 2016 年 9 月底我国银行在 21 个国家和地区建立了境外人民币清算机制，覆盖东南亚、西欧、中东、北美、南美和大洋洲等地。

表 1 境外人民币清算行

国家和地区	时间	境外人民币清算行
中国香港	2003 年 12 月	中国银行（香港）有限公司
中国澳门	2004 年 9 月	中国银行澳门分行
中国台湾	2012 年 9 月	中国银行台北分行
新加坡	2013 年 2 月	中国工商银行新加坡分行
英国	2014 年 6 月	中国建设银行伦敦分行
德国	2014 年 6 月	中国银行法兰克福分行
韩国	2014 年 7 月	交通银行首尔分行
法国	2014 年 9 月	中国银行巴黎分行
卢森堡	2014 年 9 月	中国工商银行卢森堡分行

卡塔尔	2014年11月	中国工商银行多哈分行
加拿大	2014年11月	中国工商银行(加拿大)有限公司
澳大利亚	2014年11月	中国银行悉尼分行
马来西亚	2015年1月	中国银行(马来西亚)有限公司
泰国	2015年1月	中国工商银行(泰国)有限公司
智利	2015年5月	中国建设银行智利分行
匈牙利	2015年6月	中国银行匈牙利分行
南非	2015年7月	中国银行约翰内斯堡分行
阿根廷	2015年9月	中国工商银行(阿根廷)有限公司
赞比亚	2015年9月	赞比亚中国银行
瑞士	2015年11月	中国建设银行苏黎世分行
美国	2016年9月	中国银行纽约分行

数据来源：中国人民银行。

(二) 货币互换和人民币直接交易

中国人民银行与境外货币当局签订本币互换协议的目的不仅包括维护区域金融稳定，更为重要的是促进双边贸易和投资的发展。双方货币互换资金可用于支持本地企业贸易、投资，从而促进本币在两国间贸易和投资中的使用，这有利于降低货币互换双方在双边国际经济活动中面临的美元汇率波动风险，降低汇兑费用，从而利于双边贸易和投资的发展。

2008年全球金融危机以来，中国不断推动对外货币合作，不断与境外央行或货币当局的签署或更新双边货币互换协议。目前，我国已与香港、马来西亚、白俄罗斯、印度尼西亚韩国等36个国家和地区的中央银行或货币当局签署了双边本币互换协议，截至2016年底，生效协议总金额已经超过3.1万亿元人民币。

表2 中国人民银行和其他央行或货币当局签署的双边本币互换协议

互换对象	签署时间	互换规模	期限
香港	2009.1.20	2000 亿元人民币/2270 亿港元	3 年

	2011. 11. 22	4000 亿元人民币/4900 亿港元 (续签)	
	(续签)	4000 亿元人民币/5050 亿港元 (续签)	
	2014. 11. 22		
	(续签)		
	2009. 2. 8	800 亿元人民币/400 亿马来西亚林吉特	
马来西亚	2012. 2. 8	1800 亿元人民币/900 亿马来西亚林吉特 (续签)	3 年
	(续签)		
	2015. 4. 17	1800 亿元人民币/900 亿马来西亚林吉特 (续签)	
	(续签)		
	2009. 3. 11		
白俄罗斯	2015. 5. 10	200 亿元人民币/8 万亿白俄罗斯卢布	3 年
	(续签)	70 亿元人民币/16 万亿白俄罗斯卢布 (续签)	
	2009. 3. 23		
印度尼西亚	2013. 10. 1	1000 亿元人民币/175 万亿印尼卢比	3 年
	(续签)	1000 亿元人民币/175 万亿印尼卢比 (续签)	
	2009. 4. 2		
阿根廷	2014. 7. 18	700 亿元人民币/380 亿阿根廷比索	3 年
	(续签)	700 亿元人民币/900 亿阿根廷比索 (续签)	
	2009. 4. 20		
韩国	2011. 10. 26	1800 亿元人民币/38 万亿韩元	
	(续签)	3600 亿元人民币/64 万亿韩元 (续签)	3 年
	(续签)	3600 亿元人民币/64 万亿韩元 (续签)	
	2014. 10. 11		
	(续签)		
	2010. 6. 9		
冰岛	2013. 9. 11	35 亿元人民币/660 亿冰岛克郎	3 年
	(续签)	35 亿元人民币/660 亿冰岛克郎 (续签)	
	2010. 7. 23		
新加坡	2013. 3. 7	1500 亿元人民币/300 亿新加坡元	
	(续签)	3000 亿元人民币/600 亿新加坡元 (续签)	3 年
	2016. 3. 7	3000 亿元人民币/600 亿新加坡元 (续签)	
	(续签)		
	2011. 4. 18		
新西兰		250 亿元人民币/50 亿新西兰元	3 年
		250 亿元人民币/50 亿新西兰元 (续签)	

	2014. 4. 25 (续签)		
乌兹别克斯坦 (已失效)	2011. 4. 19	7 亿元人民币/1670 亿乌兹别克苏姆	3 年
蒙古	2011. 5. 6	50 亿元人民币/1 万亿蒙古图格里特	3 年
	2012. 3. 20 (补充)	100 亿元人民币/2 万亿蒙古图格里特 (扩大) 150 亿元人民币/4.5 万亿蒙古图格里特 (续签)	
	2014. 8. 21 (续签)		
哈萨克斯坦	2011. 6. 13	70 亿元人民币/1500 亿哈萨克坚戈	3 年
	2014. 12. 14 (续签)	70 亿元人民币/2000 亿哈萨克坚戈 (续签)	
泰国	2011. 12. 22	700 亿元人民币/3200 亿泰铢	3 年
	2014. 12. 22 (续签)	700 亿元人民币/3700 亿泰铢 (续签)	
巴基斯坦	2011. 12. 23	100 亿元人民币/1400 亿巴基斯坦卢比	3 年
	2014. 12. 23 (续签)	100 亿元人民币/1650 亿巴基斯坦卢比 (续签)	
阿联酋	2012. 1. 17	350 亿元人民币/200 亿阿联酋迪拉姆	3 年
	2015. 12. 14 (续签)	350 亿元人民币/200 亿阿联酋迪拉姆 (续签)	
土耳其	2012. 2. 21	100 亿元人民币/30 亿土耳其里拉	3 年
	2015. 9. 26 (续签)	120 亿元人民币/50 亿土耳其里拉 (续签)	
澳大利亚	2012. 3. 22	2000 亿元人民币/300 亿澳大利亚元	3 年
	2015. 3. 30 (续签)	2000 亿元人民币/400 亿澳大利亚元 (续签)	
乌克兰	2012. 6. 26	150 亿元人民币/190 亿乌克兰格里夫纳	3 年
	2015. 5. 15 (续签)	150 亿元人民币/540 亿乌克兰格里夫纳 (续签)	
巴西 (已失效)	2013. 3. 26	1900 亿元人民币/600 亿巴西雷亚尔	3 年

英国	2013. 6. 22	2000 亿元人民币/200 亿英镑	3 年
	2015. 10. 20 (续签)	3500 亿元人民币/350 亿英镑 (续签)	
匈牙利	2013. 9. 9	100 亿元人民币/3750 亿匈牙利福林	3 年
	2016. 9. 12 (续签)	100 亿元人民币/4160 亿匈牙利福林	
阿尔巴尼亚 (已失效)	2013. 9. 12	20 亿元人民币/358 亿阿尔巴尼亚列克	3 年
欧央行	2013. 10. 8	3500 亿元人民币/450 亿欧元	3 年
	2016. 9. 27 (续签)	3500 亿元人民币/450 亿欧元 (续签)	
瑞士	2014. 7. 21	1500 亿元人民币/210 亿瑞士法郎	3 年
斯里兰卡	2014. 9. 16	100 亿元人民币/2250 亿斯里兰卡卢比	3 年
俄罗斯	2014. 10. 13	1500 亿元人民币/8150 亿卢布	3 年
卡塔尔	2014. 11. 3	350 亿元人民币/208 亿里亚尔	3 年
加拿大	2014. 11. 8	2000 亿元人民币/300 亿加元	3 年
苏里南	2015. 3. 18	10 亿元人民币/5.2 亿苏里南元	3 年
亚美尼亚	2015. 3. 25	10 亿元人民币/770 亿德拉姆	3 年
南非	2015. 4. 10	300 亿元人民币/540 亿南非兰特	3 年
智利	2015. 5. 25	220 亿元人民币/22000 亿智利比索	3 年
塔吉克斯坦	2015. 9. 3	30 亿元人民币/30 亿索摩尼	3 年
摩洛哥	2016. 5. 11	100 亿元人民币/150 亿迪拉姆	3 年
塞尔维亚	2016. 6. 17	15 亿元人民币/270 亿塞尔维亚第纳尔	3 年
埃及	2016. 12. 6	180 亿元人民币/470 亿埃及镑	3 年

数据来源：中国人民银行。

从目前生效的协议来看，与中国人民银行签署货币互换协议的国家地区主要来自亚太地区，不过近几年来，来自欧洲、非洲、拉丁美洲的国家逐步增多。中国已经同金砖国家中的巴西（目前已失效）、俄罗斯、南非先后签订了货币互换协议，这为进一步促进金砖国家之间的本币使用提供了有利条件。

表 3 与中国签署货币互换协议的国家或地区分布

区域	国家或地区
亚洲及太平洋地区	香港、马来西亚、印度尼西亚、韩国、新加坡、新西兰、乌兹别克斯坦（已失效）、蒙古、哈萨克斯坦、泰国、巴基斯坦、阿联酋、土耳其、澳大利亚、斯里兰卡、卡塔尔、塔吉克斯坦、
非洲	阿尔巴尼亚（已失效）、南非、摩洛哥、埃及
南美洲	阿根廷、巴西（已失效）、苏里南、智利、
欧洲	白俄罗斯、冰岛、乌克兰、英国、匈牙利、欧央行、瑞士、俄罗斯、亚美尼亚、塞尔维亚
北美洲	加拿大
金砖国家	巴西（已失效）、俄罗斯、南非

资料来源：中国人民银行。

人民币与外币直接交易是人民币国际化进程的又一重要体现，有助于进一步拓展人民币在双边贸易投资结算中的使用，提升人民币的国际地位。同时，人民币直接交易可以避免通过第三方货币计价增加成本，降低交易汇兑成本，从而促进双方贸易投资和金融合作。

人民币已经同 21 种非美元货币建立直接交易。布雷顿森林体系建立之后，美元一直居于国际货币体系的中心，是全球最主要的交易、计价和储藏货币，因此，最早人民币只与美元进行直接交易，并通过与美元的汇兑关系，建立与其他货币的间接交易机制。然而，经由美元中介交易，既为人民币与其他外币交易增加了成本与不便，同时也会增加双边汇兑风险。因此，随着人民币国际化进程的推进与对外经贸关系的不断发展，迫切需要建立人民币与其他货币的直接交易机制。因此，从 2010 年开始，中国外汇交易中心首先开办人民币对马来西亚林吉特的直接交易，随后接连开展了对卢布、日元、澳元、新西兰元、英镑、欧元、新加坡元、瑞士法郎、南非兰特、韩元、迪拉姆、里亚尔、加元等 21 种非美元货币的直接交易。

表 4 人民币与非美元直接交易

时间	直接交易货币	时间	直接交易货币
2010. 8. 19	林吉特（马来西亚）	2016. 9. 23	迪拉姆（阿联酋）
2010. 11. 22	卢布（俄罗斯）	2016. 9. 23	里亚尔（沙特阿拉伯）
2012. 5. 29	日元（日本）	2016. 11. 11	加元（加拿大）
2013. 4. 9	澳元（澳大利亚）	2016. 12. 9	瑞典克朗（瑞典）
2014. 3. 18	新西兰元（新西兰）	2016. 12. 9	挪威克朗（挪威）
2014. 6. 18	英镑（英国）	2016. 12. 9	土耳其里拉（土耳其）
2014. 9. 29	欧元（欧元区）	2016. 12. 9	墨西哥比索（墨西哥）
2014. 10. 27	新加坡元（新加坡）	2016. 12. 9	匈牙利福林（匈牙利）
2015. 11. 9	瑞士法郎（瑞士）	2016. 12. 9	丹麦克朗（丹麦）
2016. 6. 17	兰特（南非）	2016. 12. 9	波兰兹罗提（波兰）
2016. 6. 24	韩元（韩国）		

资料来源：中国外汇交易中心。

（三）推动离岸人民币金融中心建设

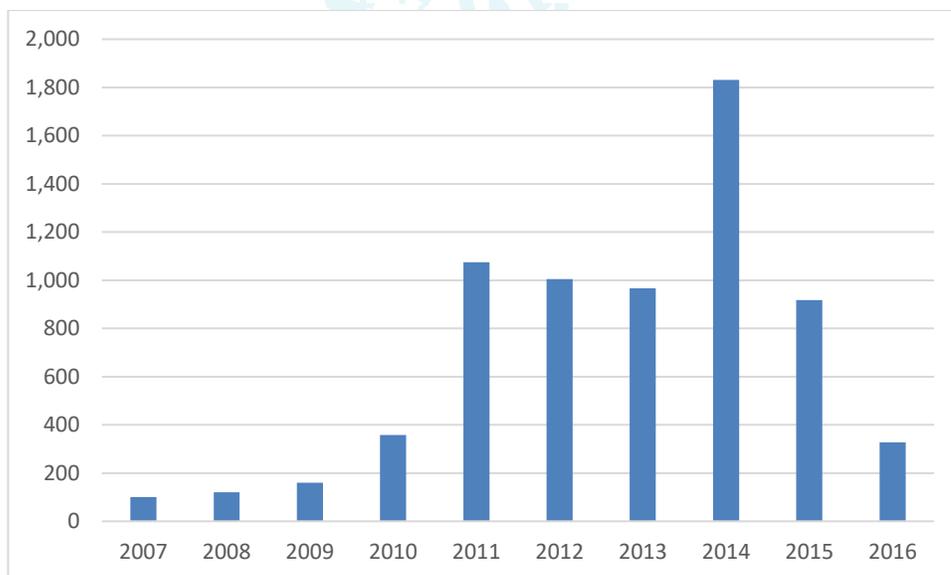
从根本上讲，要想实现真正的人民币国际化，中国必须实现金融自由化，充分开放资本账户。但是，金融自由化改革必须是逐步进行的。在资本账户尚未完全开放的情况下推进人民币国际化，离岸人民币金融市场的建设就显得十分重要，因为需要有离岸市场为持有人民币的非居民提供人民币交易、投资和结算平台，并将离岸市场和在岸市场进行适度隔离。到目前为止，全球已经建立了香港、台湾、新加坡、伦敦、法兰克福、巴黎、卢森堡和多伦多等多个人民币离岸金融中心，并通过点心债、RQFII、跨境贷款、沪港通、深港通等方式为离岸市场提供了人民币投资产品，并在此过程中有序、审慎地推进了资本账户开放。

1. 点心债

点心债指的是境内金融机构和企业在香港发行的离岸人民币债券。2007年6月

国开行在香港发行首笔离岸人民币债，开启了点心债市场发展的新篇章。在度过了初期的建立阶段之后，点心债市场在 2010 年至 2014 年间经历了井喷式的快速发展期。2014 年，香港人民币点心债共计发行 1831 亿元，同比增长 89%；其中，90%是金融债和企业债，75%以上是 1~3 年的短期债券。

图 3. 点心债发行金额（单位：亿元）



数据来源：Wind Database。2016 年数据截止至 12 月 5 日。

表 5 香港点心债类型与期限结构

年份	按类型				按期限				
	国债 (亿元)	金融债 (亿元)	企业债 (亿元)	可转债 (亿元)	1年及以下 (亿元)	1-3年 (亿元)	3-5年 (亿元)	5-10年 (亿元)	10年以上 (亿元)
2007		100.00		58.30		133.30	25.00		
2008		120.00				120.00			
2009	60.00	100.00		4.47		155.00	9.47		
2010	80.00	176.00	131.60	63.90		341.10	88.40	22.00	
2011	200.00	75.90	948.83	17.72	11.00	869.03	290.22	72.20	
2012	230.00	411.55	363.25	17.73	45.80	731.67	141.56	48.50	55.00
2013	230.00	307.94	428.09	17.95	68.93	597.80	234.05	64.20	19.00
2014	280.00	723.77	827.70	19.30	45.82	1,307.30	290.85	192.80	14.00
2015	270.00	400.17	246.94		11.97	497.03	281.86	96.00	30.25
2016	140.00	125.95	62.00	33.50	20.00	254.71	16.74	55.00	15.00

数据来源：Wind Database。2016 年数据截止至 12 月 5 日。

经过多年平稳发展后，点心债在人民币贬值的背景下遭遇挑战。2015 年至 2016 年，点心债发行量骤减。2015 年点心债总发行量为 917 亿元，较 2014 年几近腰斩。2016 年，点心债发行量进一步缩减，截至 2016 年 12 月 5 日，点心债发行金额仅为 327 亿元，基本回到 2010 年水平，这一现象表明人民币汇率变动预期是香港点心债发行量波动的主要驱动因素。

在香港发行的点心债有三个主要挑战。一是缺乏流动性，没有二级市场。由于市场体量不够大，点心债市场缺乏做市商。从香港金管局 CMU 债券报价网站资料看，除了财政部发行的人民币国债在 OTC 市场有一定的交易量外，其他人民币债券交易都不活跃。

二是没有评级，期限较短，投资者一般倾向于持有短期债券。在这种情况下，离岸人民币债券缺乏可供参考的人民币基准利率曲线，香港金融市场无法供给高流动性、久期结构合理的人民币债券。

三是发行受人民币汇率左右。目前贬值预期还在，投资者的热情很难再回来。人民币加入 SDR，资本项目逐步放开后，未来维护汇率稳定的难度也会加大，点心债市

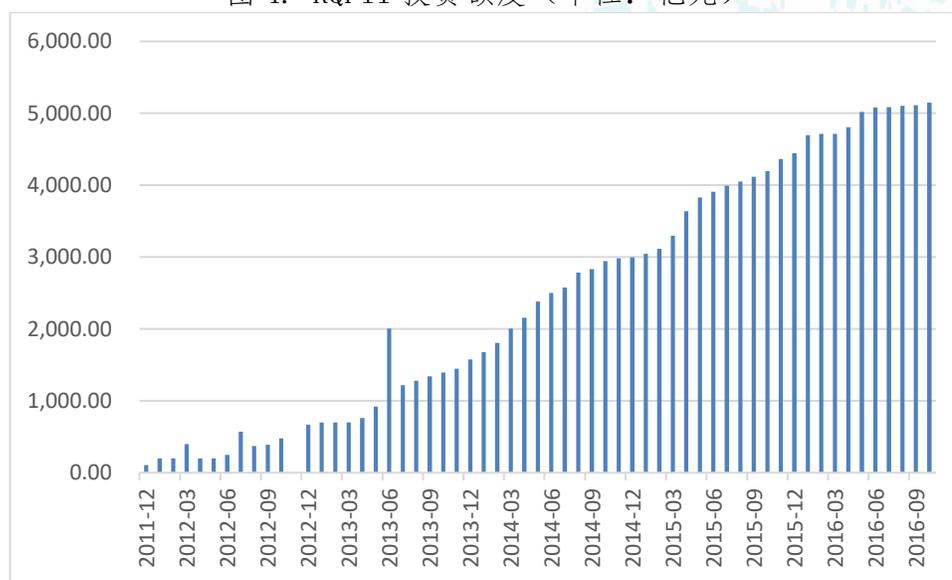
场或会进一步萎缩。

2. RQFII

RQFII (RMB Qualified Foreign Institutional Investors)是指人民币合格境外投资者，通过 RQFII 机制，海外机构可以使用在离岸市场募集到的人民币资金，投资于中国境内的资本市场。2011 年 8 月 17 日，时任国务院副总理的李克强在港出席论坛时表示，将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。

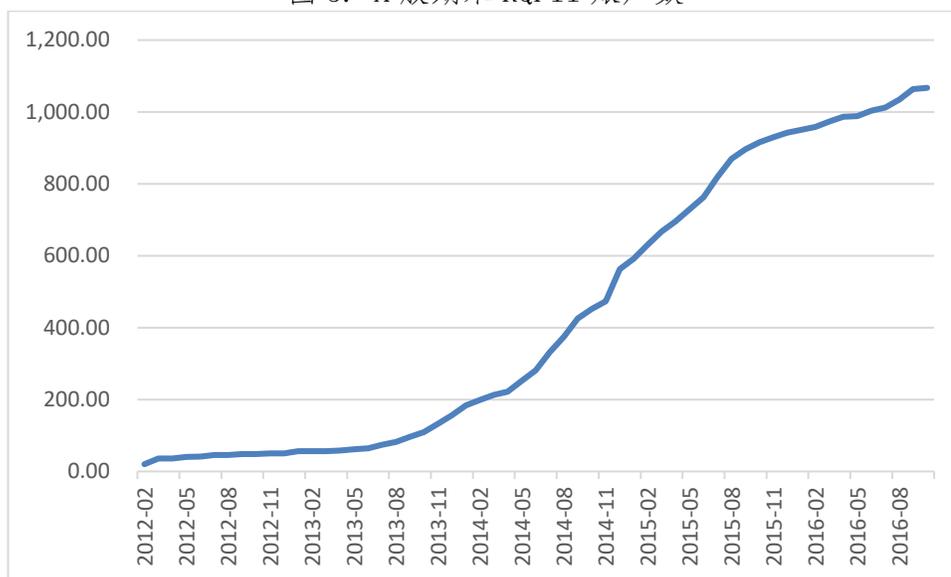
自此之后，RQFII 制度下境外合格机构投资者参与境内证券市场的步伐逐渐加快，近几年，随着人民币国际化不断进展以及资产配置限制的逐步解除，RQFII 投资额度平稳增加，2015 年 RQFII 共投资 45,992 亿元，平均每月投资 3832 亿元，2015 年末在 A 股市场上开户的 RQFII 为 942 户。2016 年 RQFII 的投资状况也基本延续了 2015 年的平稳上行趋势，1~10 月共投资 49,479 亿元，10 月末在 A 股市场上开户的 RQFII 为 1067 户。

图 4. RQFII 投资额度 (单位: 亿元)



数据来源: Wind Database。

图 5. A 股期末 RQFII 账户数



数据来源：Wind Database。

2016年6月，在为期两天的中美战略与经济对话举行间隙，中国央行副行长易纲表示，将向美国提供2,500亿元人民币（合380亿美元）的RQFII额度。这是中国首次授予美国这一额度，成为人民币国际化和RQFII制度推行以来的又一里程碑。

研究显示，RQFII额度使用较多的是来自香港的机构投资者。香港RQFII额度使用相对较多主要有两个原因。一是香港的基金在资产配置中侧重于亚太地区，对内地股票的RQFII需求较高；而英国伦敦、法国、德国的基金倾向于在全球配置资产，对内地股票市场的需求相对较低；二是其他地区的投资者难以理解RQFII的重重管制措施。按照RQFII的审批制度，中国证监会负责审批RQFII资质，国家外管局负责审批每个具体地区的总额度以及每个金融机构的细分为度。对于海外投资者而言，每一笔RQFII业务都面临着机构资格、额度审批、产品结构三项限制措施。香港银行和投资者在内地业务较多，因此对监管的理解更加灵活。未来RQFII想要进一步扩大发展的话，有必要对其监管审批制度进行进一步的简化。

3. 跨境人民币贷款

跨境人民币贷款是中国政府为境外金融机构提供境外人民币回流渠道的手段之一，以保障人民币作为结算货币满足真实的贸易和投资需求。2013年1月，前海跨境

人民币贷款在全国率先破冰，成为人民币国际化的标志性事件。随着前海各项建设提速，跨境贸易人民币结算范围逐步放宽，手续流程不断优化，前海跨境人民币贷款规模快速扩大。截至 2015 年 3 月底，前海跨境贷备案金额达到 911 亿元，提款 228 亿元。而在 2013 年第这两项数字仅仅分别为 148 亿元与 33.6 亿元。目前，已经有包括光大国际、中广核、华润集团、中船重工、顺丰集团、兴业金融租赁、保利集团、葛洲坝集团、航盛电子、广西有色、兆驰股份、天源迪科龙岗城投、宝安建投、航天科工等 30 余家央企和行业龙头企业项目入区前海，开展跨境贷款业务，获得了低成本的资金支持。随后，中国政府在前海跨境人民币贷款试点的基础上，相继在厦门市、泉州金融综合改革试验区、福建自由贸易试验区等地区开展跨境人民币贷款试点。

2014 年 12 月，前海金控与深港两地 6 家金融机构在前海组建首单跨境人民币银团贷款，标志着“前海概念”和跨境人民币银团贷款在香港银团间市场完成了首次亮相和定价，是跨境人民币贷款的又一里程碑。目前，前海区内的企业不仅可以通过内保外贷、直接贷款的形式向香港的银行拆借资金，也可以采用银团贷款的模式进行跨境融资。企业通过跨境融资安排，可以大大降低利率成本。企业从海外获得人民币贷款，是由香港市场利率定价，当前的利率水平几乎相当于内地央行基准利率下浮 10% 左右。为企业尤其是大型企业打通了海外资金融资渠道。

不过相比备案金额，实际提款金额仍存在较大的提升空间。事实上，随着境外人民币利率的升高，跨境人民币的资金成本也在攀升，跨境人民币贷款的价格差优势正在被缩小。

另外，前海跨境贷针对的贷款客户是前海注册企业，这些企业大多是新设，自身规模和信用有限，香港银行大多需要通过国内银行对企业进行担保，才能对其放款。因此往往是较有资质的企业才能获得贷款，一些对资金渴求强烈的中小企业相对难以获得低成本的贷款。原则上而言，从备案提出到完成，最快只需两个工作周，但企业实际提款流程很长。香港银行对贷款用途、成本、期限等的审查非常严格，也在一定程度上增加了担保费用，推高了企业贷款成本。除了价格因素，业内人士表示，前海跨境贷提款金额偏少的另一个原因还包括资金来源限于香港地区的银行，来源比较单一。

4. 沪港通

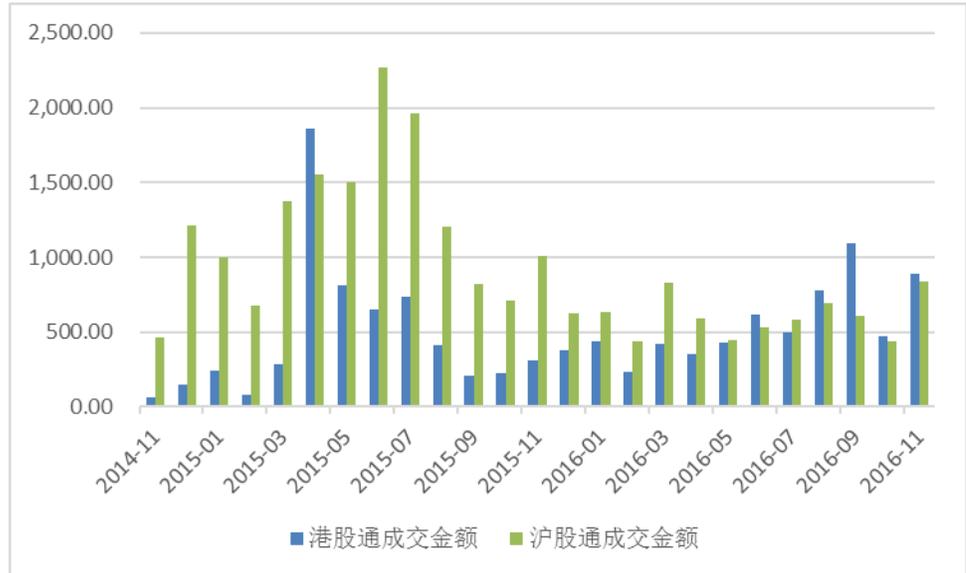
沪港通是指上海证券交易所和香港联合交易所允许两地投资者通过当地证券公司（或经纪商）买卖规定范围内的对方交易所上市的股票，是沪港股票市场交易互联互通机制。2014年4月10日，中国证监会在正式批复开展互联互通机制试点。证监会指出，沪港通总额度为5500亿元人民币，参与港股通个人投资者资金账户余额应不低于人民币50万元。

沪港通包括沪股通和港股通两部分：沪股通，是指投资者委托香港经纪商，经由香港联合交易所设立的证券交易服务公司，向上海证券交易所进行申报（买卖盘传递），买卖规定范围内的上海证券交易所上市的股票；港股通，是指投资者委托内地证券公司，经由上海证券交易所设立的证券交易服务公司，向香港联合交易所进行申报（买卖盘传递），买卖规定范围内的香港联合交易所上市的股票。

作为中国资本市场双向开放的一大创新，“沪港通”以最小的制度成本，换取了最大的市场成效。其本地原则为本、结算交收全程封闭的设计，让两地投资者可以最大限度地沿用自身市场的法律、法规、交易习惯投资对方市场，在监管透明、风险可控的前提下迈出了中国资本市场双向开放的第一步。

截至2016年11月，沪港通累积成交35,657.51亿元人民币。其中，港股通累积成交12,639.09亿元人民币，沪股通累积成交23,018.43亿元人民币。纵观“沪港通”运行的成绩单，虽然整体交投不及外界预期，但是这几年来“沪港通”运行平稳，经受住了A股市场大幅波动的考验，同时也为诸如深港通、沪伦通提供了可复制的样本。

图 6. 沪港通的成交金额



数据来源：WIND Database。

5. 深港通

深港通，是深港股票市场交易互联互通机制的简称，指深圳证券交易所和香港联合交易所有限公司建立技术连接，使内地和香港投资者可以通过当地证券公司或经纪商买卖规定范围内的对方交易所上市的股票。2016年12月5日，深港通正式启动，港交所行政总裁李小加在深港通开通仪式上指，如果沪港通是展开互联互通的第一步，现时深港通开通则为第二步。深港通复制了沪港通试点取得的成功经验，是境内交易所再度与香港交易所建立的连接机制。启动深港通，是内地与香港金融市场互联互通的又一重大举措，具有多方面积极意义。

根据公告，深交所11月25日公布的港股通股票共417只，包括恒生综合大型股100只、恒生综合中型股193只、恒生综合小型股95只、不在上述指数成份股内的A+H股29只，约占香港联交所上市股票市值的87%、日均成交额的91%。香港联交所同日公布的深股通股票共881只，包括深市主板267只、中小板411只、创业板203只，约占深市A股总市值的71%、日均成交额的66%。

截至今年10月底，深交所的上市公司超过了1860家，总市值约23万亿人民币。到目前为止，交易量达到64万亿人民币，在世界交易所排名中名列前茅。深交所的

上市公司群体特征明显，就是创新、成长。

遥望两年前沪港通开通首日，沪股通和港股通就遭遇冰火两重天，沪股通火爆，港股通遇冷，表明当时 A 股市场吸金能力远超港股市场，杠杆牛也顺势启动。两年后的今天，在人民币持续贬值等不利因素的影响之下，A 股市场又将何去何从，相同一幕能否再度上演也成为悬念。

（四）银行间市场开放与熊猫债的发行

1. 中国银行间市场的开放

从某种意义上讲，人民币国际化的过程，也就是中国资本账户开放的过程。通过分析银行间市场的对外开放，我们可以十分清晰地看出中国在人民币国际化与资本账户开放之间的相互配合。

中国银行间市场由债券市场（包括资产证券化产品）、票据市场、外汇市场和同业拆借市场构成。对于人民币国际化而言，最重要的是债券市场。下文所论述的银行间市场，主要针对债券市场而言。在人民币国际化的过程中，伴随人民币越来越多地流到境外并被非居民持有，需要解决的一个核心问题是，如何为非居民提供丰富的人民币投资渠道。从国际经验来看，国际化货币最主要的投资渠道是货币发行国的资本市场，即债券市场和股票市场。从推动人民币国际化的角度而言，中国银行间市场的对外开放，就是要为非居民提供人民币计价债券的投资渠道。

银行间市场的对外开放，对于货币国际化而言，还有一个更为重要的价值，即推动该种货币成为国际储备货币。货币国际化取得成功的重要标志之一，就是该种货币成为国际储备货币，如美元、欧元和英镑都是如此。国际储备货币的大部分不会以现金形式存放，而是以该种货币计价的债券（通常是政府债券，也包括少量的大型金融机构债券和大型企业债券）形式存在，这些债券具有 3 方面特征：第一，具有较高的信用评级，违约风险小；第二，具有一定的投资回报率，从投资角度而言优于现金；第三，流动性好，容易变现。同时拥有上述 3 个特征的债券产品，就成为了全球安全资产，成为各国国际储备的投资对象。从长期看，中国银行间市场的对外开放，也是推动人民币计价债券成为全球安全资产，进而推动人民币成为国际储备货币的过程。

（1）银行间债券市场开放的历史沿革

我国境内债券市场对境外机构开放的政策始于 2010 年 8 月，中国人民银行允许境外中央银行或货币当局、境外人民币清算行和境外参加行进入银行间债券市场投资

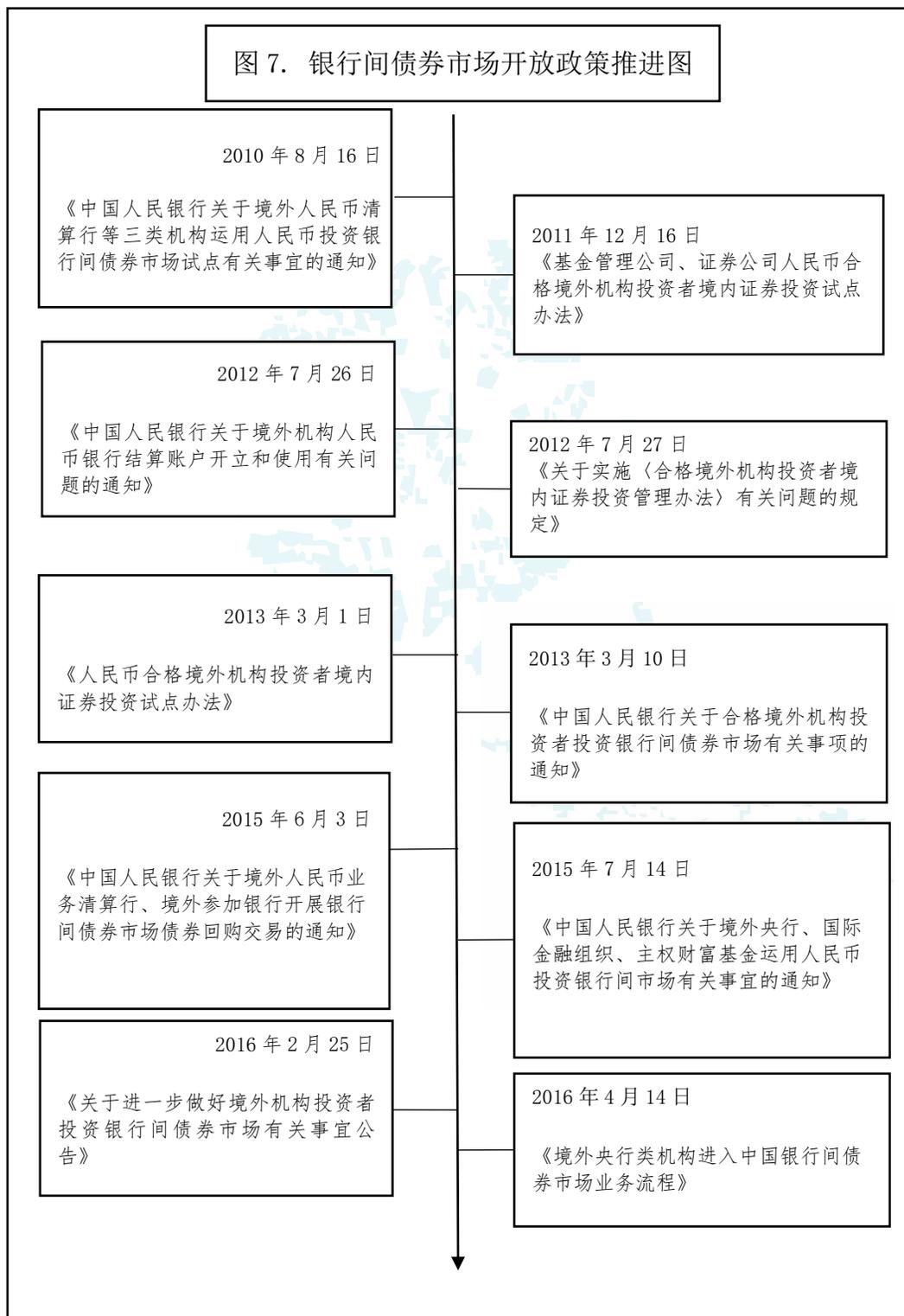
的政策试点，随后逐渐开始扩展投资主体范围。

2011年至2012年证监会、人民银行先后发布公告，允许QFII/RQFII进入银行间市场，但批复进度较慢。2013年3月，中国人民银行印发了《关于合格境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》，人民银行开始提速批复QFII/RQFII进入银行间市场。

2015年6月，人民银行批准了境外人民币业务清算行和境外参加行进行债券回购交易；同年7月人民银行放开了对境外央行或货币当局、国际金融组织、主权财富基金三类主权类机构投资境内银行间市场的规定，取消事前准入及额度审批，并将投资范围拓展至债券现券、债券回购、债券借贷、债券远期，以及利率互换、远期利率协议等交易。

2016年开始，人民银行在投资主体和交易品种等方面，明显加快了银行间债券市场对外开放的节奏。今年2月，中国进一步放开境外机构投资者进入银行间债券市场，涵盖境外商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司、其他资产管理机构等，明确了境外央行类机构进入的业务流程和监管细则，并重申备案制管理，取消额度审批，境外央行类机构可将其与债券和外汇投资相关的资金自由汇出。4月，央行同时发布境外央行类机构进入银行间债券市场和外汇市场业务流程，在投资额度、交易品种、资金自由汇出等方面进一步加大开放力度。截至今年10月，已进入我国银行间债券市场的境外商业银行、非银行类金融机构、金融机构产品类投资者的投资管理人、其他类型机构投资者等已达到207家。

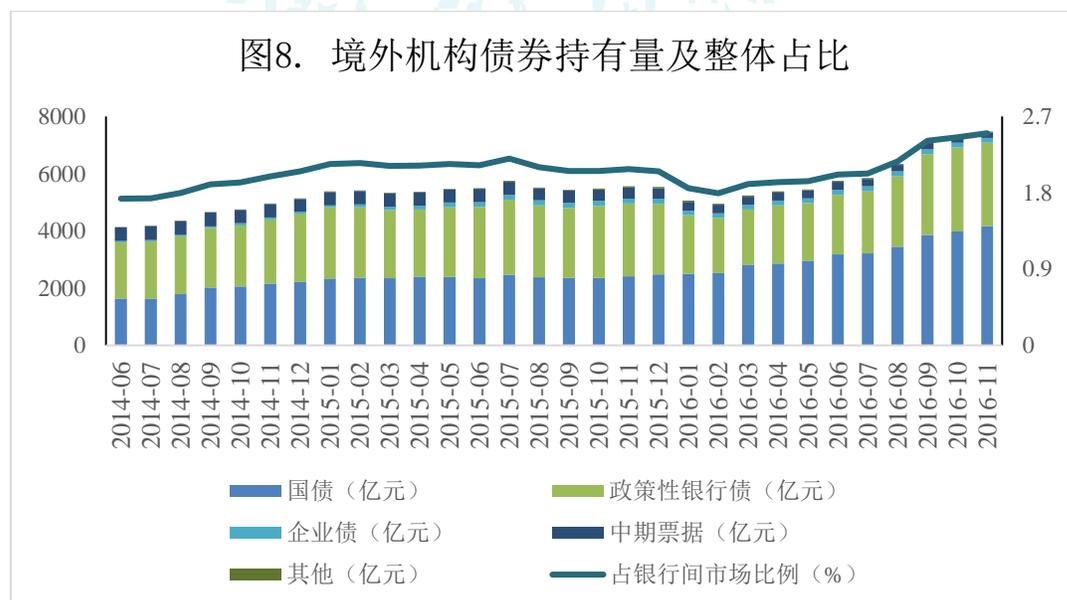
图 7. 银行间债券市场开放政策推进图



资料来源：根据中国人民银行、证监会官方网站公告整理

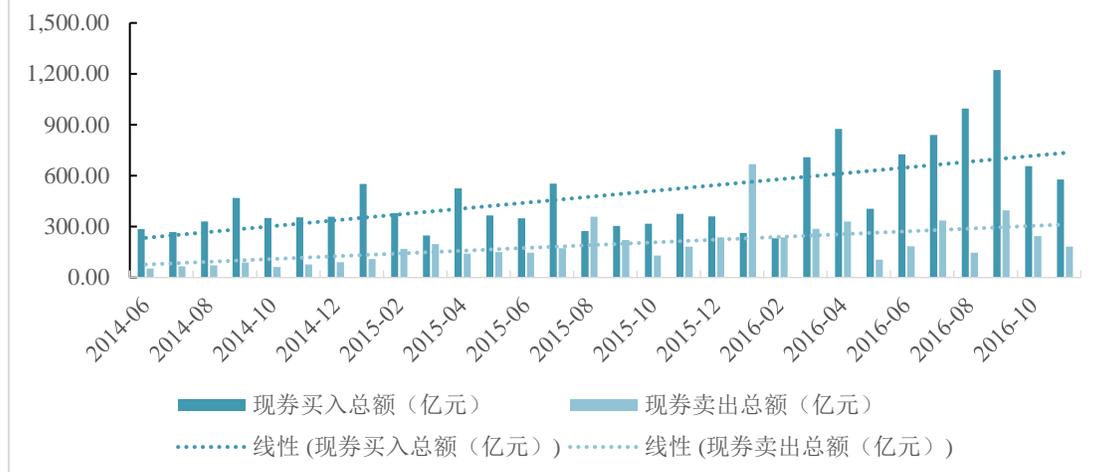
(2) 银行间市场境外机构投资者交易情况

伴随人民币国际化进程的加速和银行间市场的不断开放，自 2010 年开始，中国银行间市场境外投资者数量开始迅速增加。本文根据中国人民银行公布的统计数据整理发现，债券持有量及交易量呈震荡放大趋势。从持有种类上看，境外机构投资者主要持有利率债，国债和政策性银行债占比超过 90%。从债券持有量来看，境外投资者在银行间市场的比重不断上升，目前持仓量达 7471.28 亿元，已经占全市场托管总的 2.5% 左右。从现券交易来看，交易总额逐年放大，现券买入量呈震荡上升趋势，现券卖出量基本持平。图中可以清晰的看出，今年境外机构在银行间债市的交易总额明显上升。



数据来源：中国人民银行。

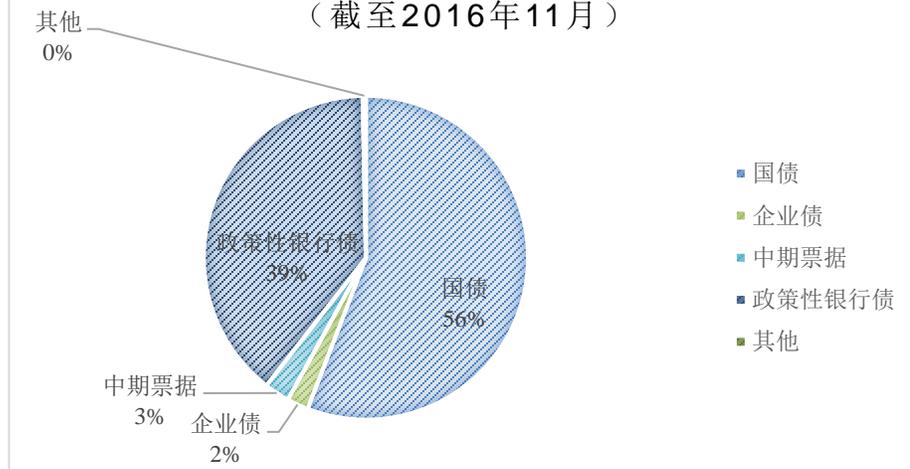
图9. 境外机构在银行间市场现券交易总额（亿元）



数据来源：中国人民银行。

根据人民银行最新的统计数据显示，截至 2016 年 11 月末，境外机构持有国债的比重达 56%，政策性银行债的比重达 39%（其中国家开发银行债占比 21%、中国农业发展银行债占比 10%、中国进出口银行债占比 8%），中期票据和企业债的比重仅分别为 3%和 2%，国债持有额上升 1683 亿元。中金公司的研究报告认为，境外机构持有信用债较低与境外机构在跨境投资风控严格有关，由于国内信用评级的国际认可度不高，境外机构大多只选择投资主权评级产品。随着境外机构投资者结构的多元化，境外机构近年对于企业债和中期票据的配置力度有所加大，企业债的配置金额从 2013 年底的 69.87 亿元上升至今年 11 月底的 158.99 亿元，中期票据的配置金额从 2013 年底的 0 亿元上升至今年 11 月底的 188.62 亿元。

图10. 当前银行间境外投资者债券持有比例
(截至2016年11月)



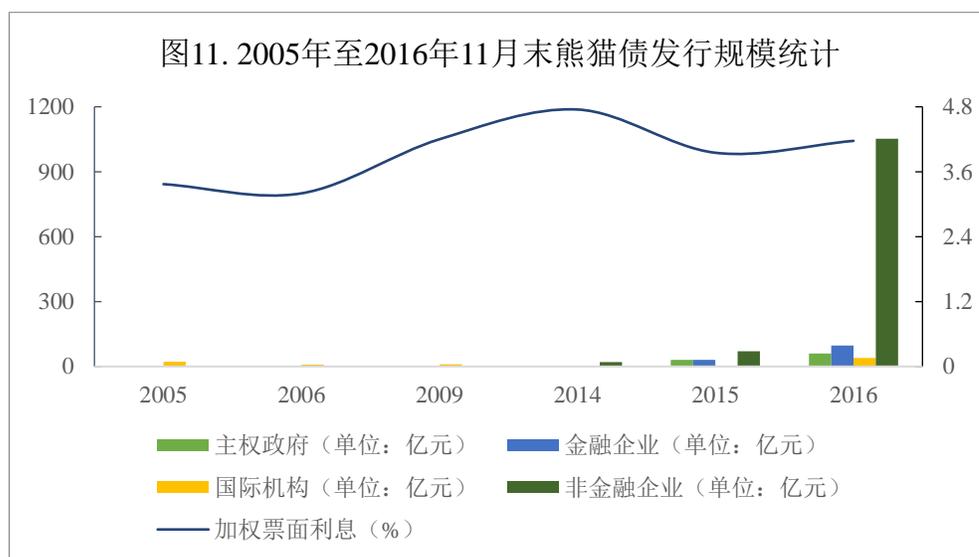
数据来源：中国人民银行

2. 熊猫债的发行

熊猫债是境外机构在中国境内发行，以人民币计价的外国债券。我国熊猫债市场试点始于2005年10月，国际金融公司和亚洲开发银行当年先后发行了11.3亿元和10亿元的人民币债券，开启了境外机构在我国境内发行熊猫债的先例。但之后几年，受发行审批和资金使用等方面的监管限制，熊猫债市场发行缓慢，2005年至2014年，熊猫债市场总计发行规模仅60亿元。

随着人民币国际化进程加速，监管政策不断营造培育熊猫债发展的市场环境。包括扩大发行主体范围；允许境外机构将债券募集资金和还本付息资金境内外流动使用，明确跨境人民币结算规则；实行国内外双评级制度；允许使用经中国财政部认可与国内会计准则等下的财务编制及审计方法等。2014年3月，德国戴姆勒股份公司在银行间市场成功发行1年期定向债务融资工具，为首家境外非金融企业在中国银行间债券市场发行的债务融资工具。2015年，发改委、外交部、商务部联合发布《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，提出“支持沿线国家政府和信用等级较高的企业以及金融机构在中国境内发行人民币债券”。2015年9月，上海香港汇丰银行有限公司及中国银行（香港）有限公司在境内银行间债券市场成功发行了首只境外金融机构熊猫债。2015年12月，韩国政府发行了第一笔主权熊猫债30亿元人民币，成为首个获准在中国境内发行人民币债券的外国政府。在政策和利率下行因

素的双重推动下，熊猫债市场快速扩容，发行人主体范围和发行规模不断扩大，2015年全年发行130亿元人民币，2016年前11个月发行1248.2亿元人民币。



数据来源：WIND Database。

截止到2016年11月末，共有36家境外企业、国际机构和主权政府分别在银行间债券市场和交易所市场公开或定向发行79笔熊猫债，涵盖短期融资券、中期票据、定向工具、商业银行债、国际机构债、公司债、私募债等多个类型。熊猫债券已经逐步开始成为境外机构多元化融资的新渠道。

表6 熊猫债债券品种

上市地点	债券类型	发行数量	占比(%)	发行规模(亿元)	占比(%)	
银行间债券市场	短期融资券	5	6.33	51.00	3.55	
	中期票据	7	8.86	180.00	12.52	
	定向工具	9	11.39	180.00	12.52	
	商业银行债	5	6.33	46.00	3.20	
	国际机构债	9	11.39	170.00	11.82	
交易所债券市场	上海	公司债	14	17.72	182.00	12.65
		私募债	27	34.18	586.40	40.77
	深圳	私募债	3	3.80	42.80	2.98
总计		79	100.00	1438.20	100.00	

数据来源：WIND Database。

(1) 熊猫债券市场发行人及债项特点

债券评级是债券发行的重要基础，由于我国熊猫债市场尚处于发展初期，吸引到的融资者中，部分融资者在发行初期并未取得债项评级结果。在取得债项评级结果的熊猫债中，83%获得了国内或国际评级机构给予的 AAA 级评价，余下的 AA+和 AA 级别各占 15%和 1.6%。从发行规模和发行票面利率来看，与其他债券品种类似，债项级别越高，募集的资金越多，债券的发行息票率越低。

表 7 债项评级与熊猫债券发行

债项级别	2005~2014 年			2015 年			2016 年前 11 月		
	发行数量	发行规模	加权息票率	发行数量	发行规模	加权息票率	发行数量	发行规模	加权息票率
AAA	2	20	3.77	6	75	3.45	41	837	4.12
AA+				2	5	7.10	7	141	5.19
AA							1	6.8	7.50
无级别	4	40	4.03	3	50	4.35	13	263.40	3.58

数据来源：WIND Database

(2) 熊猫债券期限结构及平均票面利率

债券的期限结构是债券市场发展的重要考察因素，在已发行的 79 只熊猫债券中，早期的熊猫债券以 5 年以下的品种为主，近一年来，6 至 10 年期的长期债项开始增加。新世纪评级公司认为，这一方面与发行人试水，短期多发有关，另一方面与发行人所处的行业周期相关²。从熊猫债券的息票率来看，2015 年以前，长期债项的加权息票率高于短期债项，2016 年开始，考虑到长期的利率走向，债券的加权息票率与债券期限呈正相关。

表 8 期限结构与熊猫债发行

年份	2 年及以下			3~5 年			6~10 年		
	发行数量	发行规模	加权息票率	发行数量	发行规模	加权息票率	发行数量	发行规模	加权息票率
2005~2014	2	20.00	4.75				4	40.00	3.54
2015	4	55.00	4.23	7	75.00	3.74			
2016	8	217.00	3.23	11	796.90	4.23	40	48.18	4.83

² 曹曼茜（2016）：《从国际市场比较视角看熊猫债的发展》，上海新世纪资信评估服务有限公司。

数据来源：WIND Database。

（3）熊猫债券的行业分类

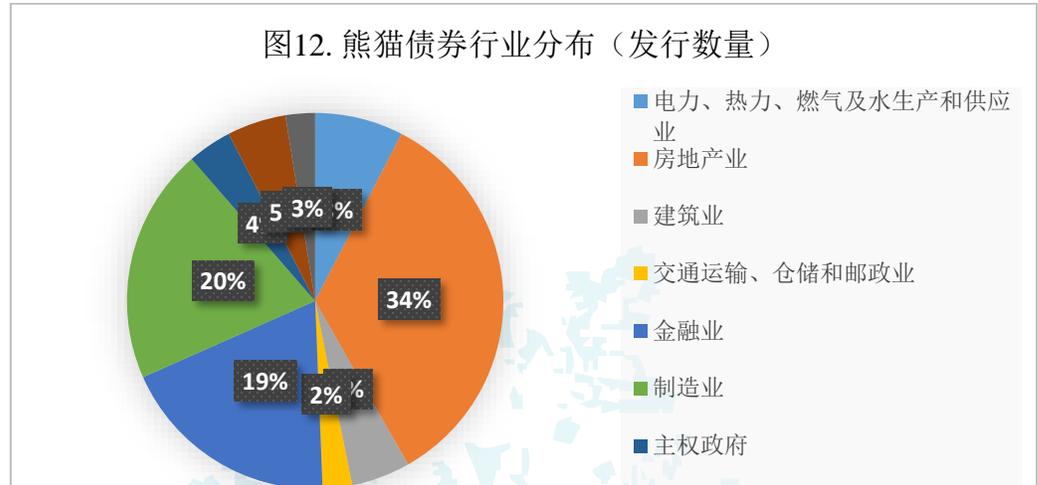
从熊猫债券发行人的行业分布看，目前的发行人已经涵盖房地产业、建筑业、交通运输、仓储和邮政业、金融业、制造业等九个大类行业，其中房地产业、制造业和金融业占比最高，发行数量占比分别为 34%、20%和 19%，发行规模占比分别为 42%、21%和 14%。

与其他外国债券市场不同的是，我国熊猫债券市场的房地产业与建筑业的发行数量和发行规模显著高于金融业，这是由我国经济环境中的微观主体结构决定的，许多外资公司缺乏多元化的融资渠道。以香港“九龙仓集团”为例，该公司进入我国境内开展业务已经超过十年，境内资产超过 1000 亿元人民币。过去受到信贷政策的限制，人民币负债仅有四五十亿元，集团人民币负债比例过低，境内融资渠道单一，严重制约了企业的发展空间³。从 2015 年开始，随着人民币国际化的推进，我国监管机构正在逐步开放国内的债券市场，这对于外资公司意味着，在我国开辟了新的规范融资渠道。

同时不容忽视的是，熊猫债券市场虽然属于国际债券市场，以境外机构为主要融资方，但是目前房地产业和制造业中的大多数发行人实际上来自大陆和香港地区，例如注册地在香港的招商局集团(香港)有限公司、海航集团(国际)有限公司，注册地在开曼群岛的华润置地有限公司、碧桂园控股有限公司和世茂房地产控股有限公司等。如何真正吸引更多的国家和境外机构在熊猫债券市场发债，丰富发行人主体结构，推广人民币在跨境贸易结算中的使用范围，仍需要进一步探索。

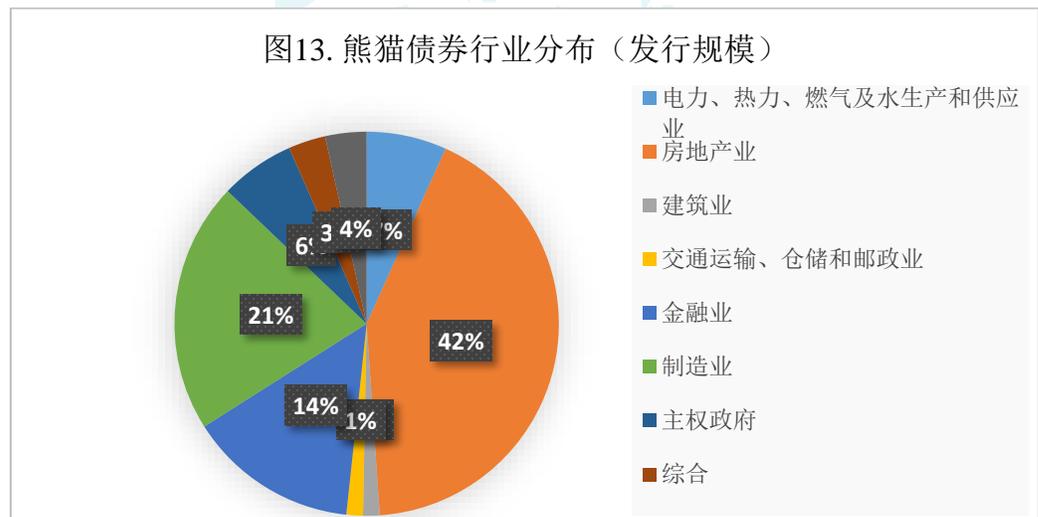
³ 第一财经日报，2016 年 10 月 20 日，第 A05 版，《外资房企银行间首发债，人民币国际化加速“熊猫债”扩容》。

图12. 熊猫债券行业分布（发行数量）



数据来源：WIND Database。

图13. 熊猫债券行业分布（发行规模）



数据来源：WIND Database

（五）建立人民币跨境交易结算系统

货币跨境支付结算体系是货币国际化的基础设施建设。中国原有的人民币跨境支付结算主要依赖港澳人民币业务清算行和境内代理行两种渠道，他们在境内通过中国国家现代化支付系统（China National Advanced Payment System，以下简称 CNAPS）完成清算，该系统由大额支付系统（HVPS）和小额支付系统（BEPS）组成。境外银行在代理行或清算行开立人民币清算账户，通过与环球同业银行金融电讯协会（SWIFT）传递跨境支付信息。受系统运行时间和电文转换的影响，原有人民币跨境清算渠道效

率较低。此外，CNAPS 系统无法隔离境内银行间支付业务与跨境人民币支付清算业务，难以保障系统安全。

自 2009 年我国跨境人民币业务试点启动以来，已有 174 个国家先后与我国发生跨境人民币支付业务，人民币跨境贸易结算金额从 2010 年不到 2000 亿元提升至 2016 年前十个月的 4.4 万亿元，使用 CNAPS 系统无法完全满足人民币业务的发展需求。需要进一步整合现有人民币支付结算渠道和资源，加强金融系统基础设施建设。为确保人民币跨境支付结算业务安全、稳定、高效进行，中国人民银行遵循《金融基础设施原则》等国际标准，于 2012 年开始推动建设人民币跨境支付系统（Cross-Border Interbank Payment System，以下简称 CIPS）。历时三年，CIPS（一期）于 2015 年 10 月 8 日正式上线运行。

CIPS（一期）的主要功能包括：为境内外机构的人民币跨境支付业务提供资金结算服务，支持人民币跨境结算、跨境直接投资、金融市场的跨境融资和个人汇款等业务。通过与 HVPS 系统等的连接，CIPS 可以为参与者提供跨境、跨时区、跨币种的高效支付结算服务。

CIPS（一期）主要在以下方面提高了清算效率：一、CIPS（一期）从 HVPS 和同业拆借获得流动性支持，采用实时全额结算方式处理客户汇款和金融机构汇款。二、CIPS 为境内直接参与者提供专线接入方式，各直接参与者一点接入、集中清算，缩短了清算路径。三、CIPS 采用国际通行的 ISO20022 报文标准，采纳统一规范的中文四角码，支持中英文传输，充分考虑了与现行 SWIFT 报文转换的需要，提高了电文转换速度。四、CIPS 运行时间延长为 9:00 至 20:00，满足了更多时区人民币业务的发展需要。

（六）小结

自 2009 年至 2016 年，得益于国际社会对于多元货币体系的真实需求、中方政策推动，以及人民币升值预期，人民币国际化取得了重大进展。2016 年 10 月，人民币正式被纳入国际货币基金组织（IMF）的特别提款权（SDR）货币篮子，这意味着数年来人民币国际化的成就得到了世界的认可。

归纳起来，人民币国际化的成绩表现在以下几个方面：

第一，经常账户下跨境人民币结算发展迅速。跨境贸易人民币结算的绝对规模，已经由 2009 年第四季度的 36 亿元人民币上升至 2016 年第三季度的 1.3 万亿人民币。

受欧债危机影响，跨境贸易人民币结算规模在 2011 年下半年至 2012 年初一度陷入停滞，2012-2013 年重新恢复快速增长。2014 年 3 月，人民币汇率波幅从 1%扩大至 2%，跨境贸易人民币结算规模开始出现较大波动。2015 年“8.11”汇改后，人民币跨境贸易结算增速下滑较为明显。作为内地参与全球贸易的重要转口基地，香港在跨境贸易人民币结算中扮演着重要角色，自 2009 年第四季度至 2015 年第一季度，大约 80%的跨境贸易人民币结算均通过香港进行。

第二，资本账户下跨境人民币业务不断突破。人民币跨境流入的渠道越来越丰富，主要包括，RQFII（人民币境外合格机构投资者）、RFDI（外商人民币直接投资）、三大境外机构进入银行间债券市场、跨境人民币贷款、沪港通等。资本项目人民币流出渠道主要包含 RQDII（人民币合格境内机构投资者）和 RODI（境外人民币直接投资），以及企业对境外关联子公司的人民币贷款。其中，跨境直接投资（RFDI）和人民币境外合格机构投资者（RQFII）是资本项目下境外人民币回流的主要渠道。2016 年第三季度中国跨境直接投资人民币结算规模为 1.8 万亿元人民币，其中对外直接投资人民币结算规模为 8300 亿元，外商直接投资人民币结算规模为 10040 亿元。目前中国大陆已向 6 个国家和地区累计批准 3298 亿元人民币 RQFII 额度。证监会还会进一步深化 RQFII 制度改革，突破 10 亿美元额度上限，增加资本进出的便利性。

第三，离岸人民币市场建设进展迅速。人民币离岸市场迅速发展。香港成为全球最重要的人民币离岸中心，新加坡、台北、伦敦、卢森堡、巴黎和法兰克福等地人民币业务正在兴起。人民币清算行遍布亚洲、欧洲、美洲、非洲和大洋洲的主要金融市场。在 2015 年 10 月，中国人民银行更是建立了人民币跨境支付系统（CIPS），为境内外金融机构人民币跨境和离岸业务提供便利，是人民币国际化进程中重要的基础设施建设。自 2010 年 7 月以来，香港人民币存款从不足 1000 亿元增长至 2016 年 10 月的 6625 亿元。这缘于香港是大陆最重要的转口贸易港口，同时，中国人民银行与香港金管局合作，推出了一系列便利政策，极大地拓宽了香港人民币业务的空间。然而，香港人民币存款规模与跨境贸易结算相似，在 2011 年下半年至 2012 年初一度出现持续负增长的现象。2015 年“8.11”汇改后，香港人民币存款增速开始出现较大规模负增长。值得注意的是，在香港人民币存款中，定期存款占比从 2009 年的 30%攀升至 83%左右，这表明，当前香港人民币存款来源于跨境贸易结算资金流出，而且缺乏其他金融投资工具。

人民币国际化取得了巨大成就，但是发展基础并不稳固。根据 SWIFT 统计，人民币已经成为全球第五大支付货币，仅次于美元、欧元、英镑和日元，市场份额达到 2%。根据国际清算银行三年一次的统计，人民币占全球外汇交易额的比重从 2004 年的 0.1% 提高到 2016 年的 4%，排名在同期从第 35 位上升至第 8 位。显然，人民币已经成为国际货币舞台不可或缺的角色。然而，在资本账户尚未完全开放前提下推进人民币国际化，境内外汇差和利差是重要推动力之一。随着人民币汇率趋于均衡水平，境内外汇差逐渐消失，而人民币汇率波幅扩大则进一步压缩了境内外套利的空间。在人民币国际化具备内生增长动力之前，不可避免的会出现短期波动甚至倒退。

“8.11” 汇改后，人民币国际化业务暂时陷入低迷。2010 年-2014 年间，人民币跨境贸易结算的平均增速为 55%，香港人民币存款平均增速达到 120%。然而，在 2015 年“8.11” 汇改至 2016 年 10 月，月度人民币跨境结算总额从 7750 亿元下降至 3600 亿元，月度平均同比增速降至-30%；同期香港人民币存款从 1 万亿元下降至 6625 亿元，月度平均同比增速降至-25%。2016 年新发行点心债为 469 亿元，增速下降 50%。人民币国际化业务的低迷原因，主要有以下三点。

其一，人民币汇率波动幅度扩大，人民币升值预期消失，跨境套利空间不复存在。在 2012 年 9 月至 2014 年 3 月，人民币中间价的定价相对在岸和离岸即期汇率较低，而且在岸即期汇率相对离岸汇率定价也相对较低，表明人民币汇率有较强的升值预期。2014 年 3 月，人民币波幅扩大至上下 2%，人民币升值预期陡然下降，至 2015 年“8.11” 汇改后，在岸即期汇率定价开始高于离岸汇率，人民币出现贬值预期。短短一年时间，人民币从升值预期转为强烈的贬值预期，很大一部分基于跨境套利的人民币国际化业务也出现了下滑。

过去人民币跨境贸易结算的比重虽然不断上升，但是采用人民币结算并不一定是以人民币计价。当人民币由升转贬的时候，很多原本采用人民币结算的国内进口商，会被外商要求支付美元；国内出口商则被外商要求支付人民币。而且，当离岸市场的人民币更便宜的时候，很多国内出口商会倾向于在离岸市场用美元结算，然后将人民币回流至大陆。从历史数据来看，香港离岸人民币存款的累积很大程度上都是源于人民币跨境套利活动。随着人民币升值预期消失，双向波动加剧，这类套利活动迅速下降，香港离岸人民币存款也随之减少。

其二，美元周期性上升降低了人民币的吸引力，境内外主体持有美元意愿上升。

2015年第三季度数据表明，银行代客结汇占银行涉外总收入的比重下降至43%，而银行代客售汇占银行涉外总支出的比重上升到67%，这反映企业获得美元后愿意留存或者购买美元，持有美元意愿上升。这一方面缘于美元处于升值通道，境外的出口商更愿意以美元结算，所以我国企业进口商需要向银行购买外汇支出，涉外支出的售汇比率随之大幅上升。另一方面，由于香港离岸人民币相对在岸人民币贬值，企业在大陆购买外汇最划算，所以企业购汇上升，向银行结汇减少。

其三，境内外人民币融资成本逐渐趋同，点心债对境内企业的吸引力下降。在国际货币体系中，目前人民币仍然是一个风险货币。在货币套利策略中，投资者倾向于使用日元或者美元作为融资货币，选择澳大利亚元或者新兴市场货币作为投资货币。人民币是高收益的风险货币，在大多数时候都是投资货币。人民币有升值预期时，持有点心债的投资者不仅可以获得利息收入还有潜在的升值收益。人民币出现贬值预期时，持有点心债的投资者则会要求更高的利息收入，用于弥补未来潜在的汇率损失。所以，点心债的利率水平会跟着贬值预期水涨船高。

在2013年，中国货币市场流动性比较紧张，很多企业倾向于在离岸市场发行点心债融资。当时有升值预期，而且国内利率较高，所以大家发债的热情也很高。现在转为贬值预期，国内短期利率也维持在低位，在岸和离岸的人民币利率水平逐渐趋同，大陆企业赴港发债的热情也逐渐下降。2016年，点心债发债规模仅为469亿元，增速下降50%。如果不打破贬值预期，点心债市场还会继续萎缩。

人民币国际化已经进入了一个新阶段。从长期看，中国经济发展仍有很大潜力，中国市场化改革尚有较大空间，全球金融稳定需要货币多元化的支持，这从根本上形成了人民币继续走向国际化的大趋势。但是，短期内人民币国际化面临挑战，需要调整发展模式。市场主体是否使用和持有人民币取决于能否获得收益或者降低风险，近期市场变化的趋势是在不断降低持有人民币的边际收益。一方面，随着中国经济增长放缓、进出口贸易已趋平衡，人民币基本处于均衡合理水平，短期内升值空间有限；另一方面，全球流动性和人民币流动性出现逆转，未来一段时间中美货币政策的分化会进一步加剧，中美利差下降和美元汇率上升将会继续降低人民币的吸引力。此外，从贸易渠道来看，中国的外贸依然是以加工贸易为主导，产品定价权普遍较弱，很难继续增加人民币计价的比率。从资本流动渠道来看，官方对外援助或投资可以在一定程度上释放人民币流动性，但是国内金融机构的国际竞争力较弱，管理汇率风险的经

验不足，对人民币国际化业务的推动作用相对有限。各方证据均表明人民币国际化已进入平稳发展的新阶段。未来需要通过逐步升级实体经济中产业和贸易结构，来提高人民币国际化的潜力，而且在开放资本账户的过程中，需要保持足够的审慎监管工具，避免跨境资本以金融泡沫的方式来推动人民币国际化。

三、金砖国家推动本币国际化的合作策略

（一）推动本币债券市场发展

金砖国家经济发展过度依赖银行体系（如中国与俄罗斯）或者是外币融资（如印度和巴西），其本币债券市场均不够发达。中国和俄罗斯，虽然拥有巨额外汇储备，却主要投向西方发达国家的债券市场。这些因素导致了金砖国家金融体系的货币与期限双重错配。如果通过大力发展本币债券市场，增强各国本币债券市场的投融资功能，将在较大程度上扭转金砖经济体在融资上对银行业或者是外币融资的过度依赖，以及在对外金融投资上对美元资产的过度依赖。

本币债券市场是降低金融风险、促进长期资本形成的主要场所，债券市场天然具有固定收益性、低波动性、合格机构投资性、交易大宗性，是较好的对外开放、吸引低风险偏好投资者的交易平台。作为基础性市场，债券市场可以在筹资和投资两方面发挥对外开放的渠道优势。而目前，从债券产品的结构和投资者结构来看，金砖国家本币债券市场尚有巨大的发展空间。

从推动本币国际化的角度来看，金砖国家发展本币债券市场的价值就更为显著。如上文所述，货币国际化的重要标志之一，是该种货币成为国际储备货币。国际储备的大部分并不会以现金形式存放，而是以该种货币计价的债券（通常是政府债券，也包括少量的大型金融机构债券和大型企业债券）形式存在。因此，只有当金砖国家的本币债券市场获得巨大发展之后，该种货币才有可能成为国际储备货币。从这个意义上讲，本币债券市场发展是金砖国家实现货币国际化的重要途径之一。

1. 增信担保机制建设

本币债券市场对投资者的吸引力取决于多方面因素，包括其所发行债券的风险和收益水平，本币债券市场的规模和流动性，货币发行国的金融开放程度，计价货币的国际化程度和汇率预期，等等。其中，债券的风险和收益水平是一个基本要素。从这一角度来看，信用评级机构对于融资者的信用评级直接决定了发债能否成功及融资成

本的高低。因此，发展金砖国家债券增信担保机制，提高金砖国家政府和企业债券的信用等级，对于本币债券市场的发展十分重要。债券的信用等级一般由债券的发行人和担保人中较高者决定，当发债主体与外部担保主体完全相互独立时，二者的联合偿付能力大幅提升，降低债券违约概率的同时也降低了债券的发行成本⁴。我们认为，可以从两方面加强担保机制建设，第一，由金砖银行为本币债券发行提供担保；第二，建立金砖担保基金为本币债券发行提供信用增级。

首先，金砖银行可以凭借自身的较高信用等级为本币债券发行提供担保服务。在此领域欧洲投资银行（EIB）及其下属的欧洲投资基金（EIF）的经验值得借鉴。EIB 和 EIF 通过广泛的传统担保工具支持着欧洲中小企业融资，其业务对象包括初创企业、创新型中小企业以及其它满足特定项目要求的中小企业，而担保（及反担保）涵盖的范围包括贷款、融资租赁及债券发行。此外，EIF 在新兴的资产证券化领域，十分注重担保工具的创新，通过为证券化产品的发起人提供担保，以帮助它们实现资金来源的多样化，以转移信用风险的方式降低经济成本和监管成本。近年来，EIB 和 EIF 已经成为欧洲中小企业信用增级的领导者，其多边开发银行的地位和 3A 评级使得与之合作的金融机构能够对其担保的资产采用 0% 的风险权重。仅 2015 年，EIF 因担保业务获取的净收入高达 4956.1 万欧元。

其次，可以通过建立金砖国家信用担保基金对本币债券的发行提供担保。除去上述欧洲投资基金 EIF 外，日本信用保证协会为本国企业融资和债券交易提供担保便利的经验也值得借鉴。2004 年日本宣布建立“亚洲债券保险制度”，为在东亚国家投资的日本企业发行外国债券提供担保，帮助日本企业在投资国筹集资金，这项举措为日资企业在东亚各国通过发行债券筹集资金开辟了道路。金砖国家通过合资建立金砖担保基金，完全可以发挥类似日本信用保证协会的功能。该基金可以建立在金砖银行旗下，这样在运作上就成为欧洲投资银行及欧洲投资基金的模式。

2. 加强金砖国家银行间市场合作

银行间市场的建设，是一个国家债券市场发展的核心要素之一。目前，金砖各国债券市场仍然处于严重分割状态，各金砖经济体债券市场的制度法规、资信评级、会计风险审核及交易、清算结算系统等方面存在明显差异，债券市场的成熟度参差不齐，

⁴ 根据本文的统计，在内资房企发行的海外债券中，有担保债券的平均发行利率比无担保债券的平均发行利率低 316 个基点。

金砖国家债券市场的互联建设并没有随着债券发行量和交易量的提高而有所突破。以商业银行、保险公司为主的投资者结构，导致债券市场的交易倾向于安全资产，市场资金无法充分流动，限制了债券市场筹融资功能的充分发挥。建议加强金砖国家银行间市场合作，具体措施包括：建设高效的金砖国家跨境清算结算体系；通过协商加强金砖国家会计准则和相关法律法规的兼容性；放宽金砖国家之间投资者准入条件从而丰富投资者结构，实现各金砖国家投资者在资金、信息、技术等方面的互补合作。上述措施的推进，将有助于投资者在金砖国家银行间市场实现多样化的投资收益并降低投资风险，有效扩大金砖国家银行间市场的交易规模，切实提高债券交易的换手率，带动资金的合理流动，促进各金砖国家债券市场的成熟稳定发展。

（二）增强金砖国家（跨境）本币投融资业务

促进金砖国家（跨境）本币投融资可以有多种模式：一是境外金融机构在某一金砖国家以该国货币融资，然后到境外（主要是另一金砖国家）进行投资；二是某一金砖国家金融机构在该国进行本币融资，然后到境外（主要是另一金砖国家）进行投资；三是金融机构在某一金砖国家以另一金砖国家货币进行融资，然后到境外进行投资，具体如表 4 所示。此外，在以上三种模式的基础上，可以衍生出另外三只模式，即融资金融机构不是对一国进行投资，而是以提供信贷融资的形式进行投资，所以可以有六种形式促进金砖国家跨境本币投融资。

表 9 金砖国家跨境本币投融资模式

	融资机构	融资国家	币种	投资对象国
模式一	金砖国家 A 之外的金融机构	金砖国家 A	金砖国家 A 的货币	对除国家 A 外任一金砖国家进行投资
模式二	金砖国家 A 的金融机构	金砖国家 A	金砖国家 A 的货币	对除国家 A 外任一金砖国家进行投资
模式三	金砖国家 A 之外的金融机构	除国家 A 外任一金砖国家	金砖国家 A 的货币	对金砖国家（也包括金砖国家 A）进行投资

根据以上模式，为促进金砖国家（跨境）本币投融资，特提出以下建议：

第一，积极推动金融机构在某一金砖国家以发行该国货币计价债券的形式进行融

资，然后以该笔融资对该国或者另一金砖国家进行投资。例如金砖银行可以在中国市场发行人民币计价债券，然后将所得资金在金砖国家进行投资。2005年和2013年，世界银行旗下的国际金融公司和亚洲开发银行等国际开发机构曾先后在中国银行间债券市场发行人民币债券（熊猫债），将资金投资于中国地区。未来考虑到人民币国际化、中国企业走出去以及中国在基础设施建设等领域的优势，在其他金砖国家以人民币进行投资是完全可行的。

第二，积极推动金砖国家相关机构以其他金砖国家货币进行融资，然后对本国进行投资或提供信贷支持。例如，近期俄罗斯财政部决定将在俄罗斯发行离岸人民币债券。因此，如果其他金砖国家商业银行或其他非金融机构发行人民币债券，将会为他们提供更多的融资来源。

第三，以金砖银行为依托在五个金砖国家建立本币投资基金。这些基金由金砖银行负责运营，其具体的投资方向和业务模式可以与各国的实际需求相结合，例如可以成立基础设施投资基金、气候变化投资基金等。各基金融资来源可以有多种形式，例如可以在五国发行各自币种的债券，从而支持金砖国家本币债券市场建设。

（三）进一步推动货币互换和本币直接交易

当前，金砖国家虽建立有金砖国家应急储备安排，但这一安排着眼于金融稳定，主要在成员国面临国际收支压力时提供短期流动性支持，同时，这一安排下的货币互换是美元与各金砖国家的本币互换，而非金砖国家之间的本币货币互换。当前，中国已经同巴西（但已失效）、俄罗斯、南非建有货币互换协议，未来应进一步完善金砖国家两两之间的本币互换网络，对于中国来说，应尽早重启同巴西的货币互换，同时积极探索与印度建立货币互换的可能。对于其他国家来说，也应积极探索彼此建立双边货币互换的可能。当前金砖国家货币中，人民币已经与卢布、兰特建立了直接交易，未来应继续推动在其他货币间建立直接交易关系。

（四）促进大宗商品的人民币结算

当前全球政治经济环境极不稳定，导致大宗商品的价格随之剧烈波动。由于国际上绝大多数大宗商品都是采用美元定价，包括原油、天然气、铁矿石、铜矿、镍矿、粮食等大宗商品，这就使得金砖国家的企业只能被动接受价格的剧烈波动，这给企业的生产经营带来了较大风险。面对这一现象，金砖国家有必要尽快实现大宗商品人民币结算，提高各国本币在全球大宗商品定价体系中的地位，推进大宗商品结算货币的多

元化，这对于稳定金砖国家制造业价格和降低成本具有非常大的意义。如实现国际贸易中能源、矿产、粮食等与居民生活息息相关的大宗商品的本币计价，金砖国家不仅能够规避汇率波动对国内通胀的影响，还能减少因结汇、购汇等带来的企业交易成本，降低居民消费这些商品的生活成本。同时，金砖国家实现大宗商品本币结算，实际上也是为国际货币体系的多元化做出贡献。国际货币体系的多元化，很重要的一个方面就体现在大宗商品国际结算货币的多元化。

在金砖国家当中，中国和印度均是原材料需求大国，而俄罗斯和巴西则是原材料出口大国，这对于在金砖国家之间形成需求与供给对接，在大宗商品交易中采用金砖国家货币计价结算是十分有利的。金砖国家的资源禀赋和巨大的经济发展空间，从根本上决定了其国际大宗商品结算货币多元化的改革中扮演核心角色。应充分发挥这一优势，做好顶层设计，多手段推进大宗商品领域的本币计价。

首先，金砖国家应加快大宗商品国际交易平台建设，搭建以现货、场外、期货等多层级市场相结合，境内、境外投资者都可以参与的大宗商品市场体系，尤其是完善现货、期货、期权、远期、掉期交易的市场功能。

其次，应扩大本币计价商品的国际化应用。具体来看，应推动各国国际交易所的建设，促使各国境内期货交易所、现货交易市场加快铁矿石、棕榈油等本币计价商品合约的国际化交易进程，吸引境外投资者，扩大交易规模。此外，还可考虑各国碳排放的实际情况，主动开发碳交易中的各种本币标价的金融产品。

最后，还应完善大宗商品领域的配套金融服务。具体来看，一是需要建立金砖国家本币跨境清算支付系统（下一节还将详细论述）；二是加强金砖国家商业银行在大宗商品领域的金融创新力度，例如，可以与商品期货交易所、现货交易平台、场外衍生品市场深化业务合作，支持其推出针对境内外投资者的本币计价商品标的，同时，为交易商提供集账户、兑换、结算、融资、理财、经纪、咨询于一体的综合金融服务；三是推动“金砖银行”为大宗商品交易提供金砖国家本币贸易融资以及设计相应的本币对冲工具等方式，来提升金砖国家货币对大宗商品的标价能力，为企业提供大宗商品结算所需要的风险管理工具。

（五）以区块链技术推进金砖国家跨境金融基础设施建设

本文认为，利用区块链技术建立金砖国家跨境支付结算系统，有可能成为金砖国家跨境金融基础设施建设的关键环节之一，这不仅能够大幅提升金砖国家之间跨境本

币结算的效率，并将对国际货币金融体系产生根本性的影响。

在当前国际货币体系下，美元是各国跨境支付和结算的主导货币。国际贸易的美元支付和结算主要通过“环球银行间金融电讯协会”(SWIFT)和“纽约清算所银行同业支付系统”(CHIPS)进行。SWIFT 是全球银行业的神经中枢，与全球 210 个国家和地区保持密切的业务往来，每天提供跨行交易、金融信息交换服务的银行和金融机构高达 1 万多家，涉及金额高达 6 万亿美元。

区块链技术有可能从根本上改变现行国际支付结算体系。区块链本质上是一个去中心化的巨大分布式账本数据库。作为一种基于开源软件和建构上的 P2P 网络，在和货币相关的例如交易支付等领域，相比传统网络的支持方式，区块链具有许多特点，包括：去中心化、无须信任系统、去中介化、不可篡改、加密安全性。区块链的特性将改变传统金融体系运作的“中心—外围”模式：在金融机构上，以央行为中心，商业银行是外围；在跨境支付结算平台上，以 SWIFT 和 CHIPS 系统为中心，其余系统是外围。区块链因其安全、透明、分布式及不可篡改的特性，金融体系间的信任模式不再依赖中介者，许多银行业务都将“去中心化”，实现实时数字化的交易。

尽管区块链技术尚不完善，但是各方均认为区块链在跨境支付结算上有广阔的应用空间。当前的跨境支付结算时间长、费用高、又必须通过多重中间环节。区块链可以摒弃中转银行的角色，实现点到点快速且成本低廉的跨境支付。通过区块链的平台，不但可以绕过中转银行，减少中转费用，还因为区块链安全、透明、低风险的特性，提高了跨境汇款的安全性，以及加快结算与清算速度，提高资金利用率。未来，银行与银行之间可以不再通过第三方，而是通过区块链技术进行点对点支付。省去第三方金融机构的中间环节，意味各国跨境支付可以不再依赖 SWIFT 和 CHIPS 系统。

区块链技术自身去中心化的特点，不需要第三方机构参与即可完成支付。这种方法颠覆了传统金融系统对于中心的依赖，降低了全球“信用”的建立成本。在美元霸权的国家货币体系下，美元作为国际货币的信用来源于美国的经济实力。其他国家信任美元体系，才会采用美元作为中介进行支付和清算。而区块链由于具备安全、透明及不可篡改的特性，金融体系间的信任模式不再依赖中介者。这将会从根本上动摇美元在国际支付结算领域的统治地位。

海外机构已经意识到区块链对跨境支付结算的重要意义。当前，除了瑞银等提出的跨境支付清算“多功能结算币”(utility settlement coin)，美国 Ripple 公司是

最早开展基于区块链概念进行跨境结算的金融科技公司，全球已有 17 个国家的银行加入合作，通过该公司的网络，可以直接进行点对点跨国转账。与此同时，SWIFT 也在努力构建自己的分布式账本平台，探索如何把分布式账本融入自身支付系统，运用区块链技术彻底改造自己。

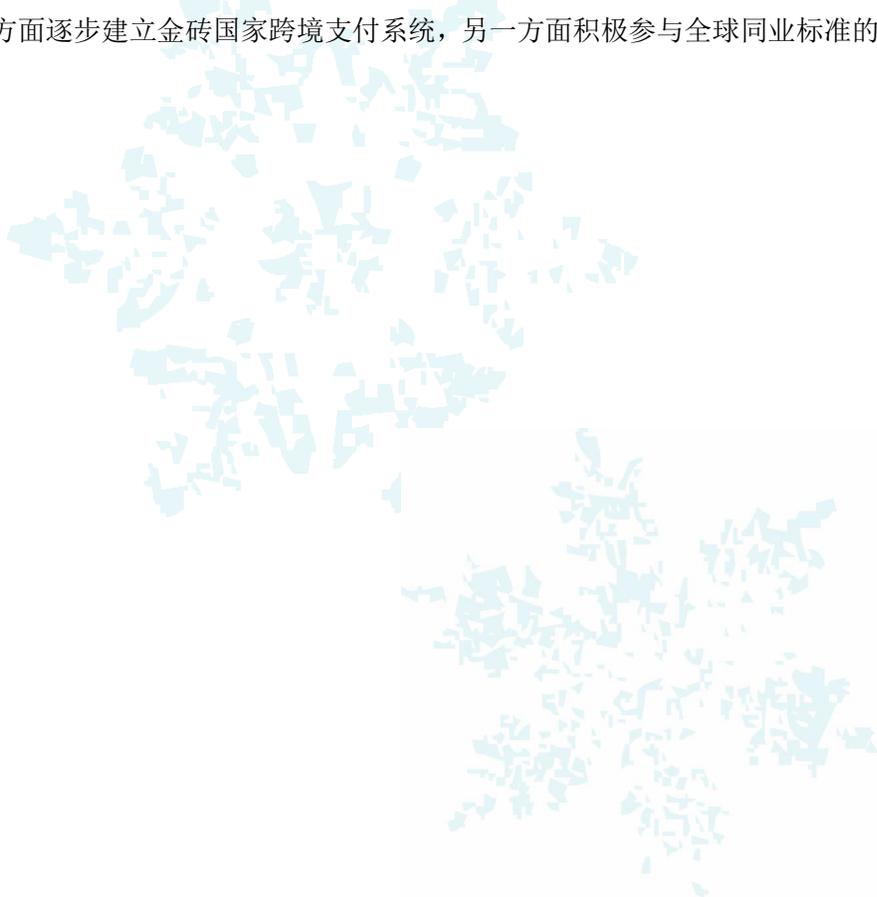
由于区块链在监管方面仍然存在不足，金砖国家的金融机构并没有深度参与区块链跨境支付结算。但是，考虑到区块链技术对于国际支付结算体系可能产生的巨大影响，金砖国家内部应该积极推动建立基于区块链技术的跨境支付结算体系，并以此为契机在国际货币金融体系改革当中占据有利地位。

首先，应继续跟踪区块链技术的发展进程，逐步拓展区块链技术的应用范围。根据区块链科学研究所(Institute for Blockchain Studies)创始人梅兰妮·斯万(Melanie Swan)的观点，目前由区块链技术所带来的已有和将有的革新主要分为三类：区块链 1.0、2.0、以及 3.0。1.0 对应的是数字货币，这方面的应用和现金有关，包含例如货币转移、汇兑和支付系统等。2.0 对应的是智能合约，这方面的应用主要在经济、市场、金融领域等，但其可延伸范围比简单的现金转移要宽广，可以涵盖例如股票、债券、期货、贷款、按揭、产权、智能合约和智能合约等。3.0 则对应的是超越货币、金融、市场以外的应用，主要在政府、健康、科学、文化和艺术方面。金砖国家对区块链的理解尚停留在数字货币第一层次，未来应该逐步鼓励区块链技术在金融领域的使用，加强金砖国家之间区块链机构的合作沟通。

其次，参与国际跨境支付清算区块链监管讨论，制订行业标准。金砖国家货币当局和金融机构应集合价值主张，共同建立行业标准，引导国际监管并制定金融体系新规则。目前，全球银行业区块链应用还在发展的初级阶段，面临一系列技术与模式选择，存在监管合规以及应用领域等多种不同的可能性。包括区块链金融科技公司、大型银行以及监管机构在内的三股力量，未来将会极大影响银行业区块链的应用方向及标准，其中监管将成为区块链技术应用的一支主导力量。当金砖国家内部实施区块链合作后，未来在参与国际规则谈判过程中可以发挥更大的影响力。金砖国家之间可以通过监管机构协商，建立行业监管及相应的技术标准，制定游戏规则，从而把握市场先机。

最后，建立金砖国家区块链合作平台，鼓励金融机构与金融科技合作，争取尽早建立基于区块链技术的金砖国家跨境支付系统。尽管美国和欧洲纷纷成立以区块

链为基础的跨境支付公司，但是内部技术应用仍然存在较大不足。例如美国 Ripple 公司发行的瑞波币（XRP）在流通中就遇到了很大问题，30%的货币由创始人和慈善机构持有。区块链跨境支付技术尚处于发展的初步阶段，或许还需要几年、甚至十几年才能真正大规模应用。当前，金砖国家可以通过建立区块链合作平台，组织金融机构成立区块链实验室，与金融科技公司合作，发展应用于核心业务的技术，建立共同的行业标准，一方面逐步建立金砖国家跨境支付系统，另一方面积极参与全球同业标准的制定。



参考文献

1. 刘东民 (2016), 《应推动地方债离岸发行》, 《中国金融》第 17 期。
2. 宋爽, 刘东民 (2016), 《欧洲投资银行的中小企业非贷款业务及其对亚投行的启示》, 《银行家》第 10 期。
3. 吴宇 (2013), 《人民币国际化之货币互换路径分析》, 《上海金融》第 4 期。
4. BIS (2015), “Digital Currency”, Committee on Payments and Market Infrastructures of BIS, <http://www.bis.org/cpmi/publ/d137.pdf>
5. Christine Lagarde (2017), “Fintech—A Brave New World for the Financial Sector?”, IMF Blog, <https://blogs.imf.org/2017/03/21/fintech-a-brave-new-world-for-the-financial-sector/>
6. Dong He, Karl Habermeier, etc. (2016), “Virtual Currencies and Beyond: Initial Considerations”, IMF Staff Discussion Note, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2016/sdn1603.pdf>
7. Gao, H. and Yu, Y. (2012), ‘Internationalization of the Renminbi’, Bank for International Settlements, BIS paper No.61, pp. 105–24, <http://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.05.pdf>.
8. Javier Sebastian Cermeno, 2016, Blockchain in financial services: Regulatory landscape and future challenges for its commercial application”, working paper, BBVA Research, https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2016/12/WP_16-20.pdf
9. Joseph S. Nye (2013), "BRICS without Mortar," Project Syndicate, April 3, <https://www.project-syndicate.org/commentary/why-brics-will-not-work-by-joseph-s-nye?barrier=accessreg>
10. Liu, D. (2016a), “Internationalization of China’s Bonds Markets, Development of Offshore RMB Center and Provision of Global Safe Assets”, in Enter the Dragon: China in the International Financial System, CIGI Press, ISBN-13: 9781928096153
11. Liu D., Gao H., Xu Q., Li Y. and Song S. (2017), “China’s Next Steps in Renminbi Internationalization: The Renminbi as a Reserve Asset and an Investment Vehicle, the ‘Belt and Road’ Initiative and the Role of London”, Chatham House, ISBN: 9781784131883.
12. Thorsten K, Jeremy K (2017), “Blockchain Technology – What’s in Store for Canada’s Economy and Financial Markets?”, C.D. Howe Institute, <https://www.cdhowe.org/public-policy-research/blockchain-technology-%E2%80%93-what%E2%80%99s-store-canada%E2%80%99s-economy-and-financial-markets>
13. WEF (2016), “The future of financial infrastructure”, An Industry Project of the Financial Services Community, the World Economic Forum, http://www3.weforum.org/docs/WEF_The_future_of_financial_infrastructure.pdf

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。