

全球金融危机下的人民币国际化路径研究

陈 晞 虞红霞

(厦门大学, 福建 厦门 361005)

摘要: 2008 年全球金融危机使改革以美元为核心的国际货币体系成为共识, 这也为人民币实现区域化、国际化开创了一个历史契机。本文认为, 应以人民币债券为突破口, 推动香港成为人民币离岸金融中心, 推动人民币成为区域储备与投资货币, 实现区域化; 在此过程中, 香港应首先成为人民币国际结算中心, 而后建立成清算型的人民币离岸中心, 为人民币、港币、澳币事实上的一体化及人民币国际化奠定基础。

关键词: 全球金融危机; 人民币国际化; 路径

Abstract: In 2008 global financial crisis the international monetary system with US dollar as a core needs reform is a common sense, which created a historical chance for RMB regionalization and internationalization. The article holds that is important to push Hong Kong to become RMB offshore financial center with breakthrough of RMB bonds and accelerate the speed of process of RMB regionalization as a reserve and investment currency. Meanwhile, Hong Kong will first become RMB international settlement center and then evolves to BIS-based offshore center for the RMB and lay the foundation for RMB, Hong Kong and Macau dollar de facto integration and the internationalization of RMB.

Key Words: global financial crisis, RMB internationalization, path

中图分类号: F822.1 文献标识码: A 文章编号: 1674-2265 (2009) 05-0045-03

一、引言

2008 年, 由美国次贷危机引发的全球性金融危机使世界经济陷入衰退, 究其深层次原因则是以美元为主导的国际货币体系存在重大缺陷, 美国可凭借美元的国际货币地位任意转嫁国内危机, 从而使危机蔓延至全球。因此, 改革以美元为核心的国际货币体系成为世界各国的共识, 同时这也为人民币尽早实现区域化、国际化开创了一个历史契机。

2008 年末, 中国相继推出多项政策, 如对广东和长江三角洲地区与港澳地区、广西和云南与东盟 (Association of Southeast Asian Nations) 的货物贸易进行人民币结算试点; 与韩国签署双边货币互换协议; 允许“在内地有较多业务”的香港企业及香港金融机构, 在香港发行人民币债券; 与香港金管局 (Hong Kong Monetary Authority) 签订货币互换协议等, 充分显示出中国政府有意识加速人民币国际化进

程, 并且对于国际化的路径安排已有了较为清晰的认识与定位。

而其中, 在 2007 年初允许内地金融机构在港发行人民币债券的基础上, 进一步推出在内地有较多业务的香港企业或金融机构在港发行人民币债券, 并与香港签订双边货币互换协议等措施, 不仅及时缓解了香港企业资金压力, 帮助它们渡过危机, 而且增加了人民币储备和投资的功能, 进一步加速香港人民币离岸金融中心的形成, 在当前的国际金融局势下, 对于推进人民币区域化、国际化, 尤其突显出迫切性与重大的战略意义。

二、香港债券市场的现状与发行人民币债券的必要性

香港作为一个国际金融中心, 本应发挥其应有的作用, 但由于香港特殊的经济体性质、香港政府财政储备充足以及在审慎理财的原则下, 政府发行债券动

收稿日期: 2009-4-23

本文为教育部规划基金项目“香港金融市场管理与运行机制研究”的阶段成果 (项目编号为 96JAQ790102); 获福建省新世纪优秀人才资助计划 (NCETXMU) 资助。

作者简介: 陈晞 (1978-), 男, 厦门大学金融系博士生; 虞红霞 (1981-), 女, 厦门大学金融系博士生。

力不足；在联系汇率制度下，外汇基金只有在资金流入时才可发行新的债券，因此发行规模远跟不上金融资产增长速度；此外，香港大企业多数为家族企业，不愿向公众披露财务状况，且债券发行成本高、程序复杂、税费高等特点，使得企业主要依靠银行贷款与股权融资。

因此，香港的债券市场远远滞后于与其金融中心地位相匹配的水平，市场规模小且潜力不足。截至2006年底，香港市场债券余额为7481亿港元，虽然与1997年亚洲金融危机时相比已增长111%，与GDP之比达到50.8%，但还远低于世界上其它成熟经济体，如美国、日本等。

而且，香港债券市场内区域经济体筹资只占有极小的比重，部分丧失了作为金融中心应为区域各经济体筹集资金的功能，而成为欧美国家筹集亚洲资金的主要市场。

显然，香港债券市场的发展必须借助外力才能有所突破，且该市场发展滞后不利于香港国际金融中心地位的维持，香港目前仅股市的流动性居亚洲前列，在期货、债券和外汇方面的流动性均与其地位不符。对香港而言与内地债券市场的合作将大大提升香港债券市场规模，维护其国际金融中心的地位。2007年1月中央允许内地金融机构在香港发行人民币债券，已有5家内地银行^①在港发行了220亿元人民币债券，“内地金融机构在香港发行人民币债券，扩大了由中国香港居民及企业所持有的人民币回流内地的渠道，促进了中国内地和中国香港的经济金融往来，同时也将为中国香港金融市场增加新的债券币种，无疑将进一步巩固和加强中国香港的国际金融中心地位”（吴晓灵，2007）。

两地债券市场的合作已经历了从平行发展至现阶段的有限交叉模式，未来将实现向一体化融合模式的转化。2007年，两地债券市场在各自发展的基础上，内地已选择合格的发行人和投资者参与香港市场；2008年，香港也将选择合格的发行人发行人民币债券；短期内，内地将允许更多的合格发行人和投资者参与，即可开放内地国债及合格的非金融机构来港发行人民币债券；两地市场合作的中长期目标，应是逐步加深两地市场的融合，最终形成以人民币为主的多币种的国际化债券市场。

三、人民币债券与人民币国际化路径

2008年，全球金融危机爆发使得改革现有国际货币体系、推进国际货币体系多元化成为广泛共识。人民币尚未成为国际货币，无法发挥资源配置的功

能，只能被动承受危机的弊端。2008年9月中国成为第一大美国国债持有人，且以美元计价的资产占外汇储备总额超过50%。在此情况下，尽快实现人民币国际化成为摆脱困境的有效途径。

就人民币如何实现国际化，目前已有了一个较为清晰的路径：人民币成为亚洲区域贸易的结算货币；在香港发行以人民币计值的债券，培育开放式、区域性债券市场，使得人民币具备储备与投资功能；通过债券市场的发展，拓展香港人民币离岸市场的深度，扩大离岸人民币资产类业务的经营范围，推动人民币在国际收支资本项目的可兑换，使香港成为真正意义上的人民币离岸金融中心，助力人民币国际化。

关于这一路径，已有学者研究得出类似的结论。钟伟（2002）指出，美元受益于国际化程度最高的国债市场，人民币的国际化应有相应的人民币“资产池”的国际化为支撑，而且香港是建立人民币国际化“资产池”的最佳选择。所谓的人民币国际化的“资产池”实质就是国际化的以人民币计值的债券市场。债券作为金融市场中规模最大的一个部分，是货币交易和储藏的主要载体，其国际化程度如何，对货币的国际地位具有重要影响。

因此，发展人民币计值债券市场国际化，已成为当前人民币国际化进程中的关键。人民币在国际化进程中的第一步，即充当区域贸易结算货币方面，已取得实质上的突破。过去以人民币作为结算货币仅是市场的自觉行为，而近年来，政府已有意识地推动人民币为结算货币。截止到目前，中国已经与俄罗斯、蒙古、越南、缅甸等8国签订了自主选择双边货币结算协议，与港澳、东盟国家实行人民币结算试点；2008年12月，中国与俄罗斯还就加快促进两国在贸易中改用本国货币结算进行磋商；而在储备货币方面，由于受限于人民币非兑换货币，只有少数几个国家官方承认人民币为储备货币。在官方正式推进人民币为结算货币前，人民币已事实上成为周边国家的“硬通货”，再加上CEPA的实施，以及中国已和多个周边国家签订货币互换协议，离岸人民币已形成一定规模。由于缺少相应的离岸金融业务，人民币持有意愿低，使得人民币无法成为储备与投资货币。因此，通过香港发行人民币债券，可为人民币持有者提供资产选择，有助于人民币成为区域内的储备和投资货币，进而成为亚洲国家的主要储备资产、区域性货币。

香港是推行人民币债券市场国际化的最佳选择。Eichengreen和Luengnaruemitchai（2004）认为，资本管制是阻碍债券市场发展的主要因素，香港是世界上

最自由的经济体，有利于债券市场的发展；香港债券市场的国际化程度高，且基础设施完善。虽然截至2008年10月，香港的人民币存款为661亿元，远少于内地数十万亿的人民币存款，但是内地与东盟、港澳货物贸易以人民币结算，以及内地分别与韩国及香港的货币互换协议，解决了香港人民币存款不足的难题，为香港发展人民币金融产品奠定了基础。香港作为国际金融中心，也将吸引滞留于亚洲各国的人民币资金，尤其是新加坡、日本等离岸人民币资金经香港回流内地。此外，2007年内地金融机构已发行人民币债券，也为目前放开人民币债券市场发展奠定了基础。总体而言，在香港发行人民币债券的时机已经成熟。

四、香港人民币离岸金融中心的形成与定位

自2003年CEPA实施、2004年推行人民币业务以来，香港是否能形成人民币离岸金融中心一直是各界关注的焦点。当前在人民币尚未自由兑换的前提下，重点应是如何扩大在港的人民币业务，从而将香港建成人民币离岸金融中心。

离岸市场的职能是对非居民资金的筹措和运用。2004年后，虽然逐步扩大了人民币业务，但由于缺乏以人民币计值的资产，香港不存在对人民币的需求，人民币交易市场难以形成，香港也始终不能成为真正的人民币离岸中心。因此，香港必须发展离岸人民币资本市场业务，从而才能建立起真正意义上的人民币离岸中心。

在2007年允许内地金融机构在港发行人民币债券的基础上，2008年允许在内地有业务的香港企业或金融机构发行人民币债券，为持有人民币的非居民提供了可供储备和交易的人民币资产，从而绕过当前中国汇率制度和资本与金融项目的管制障碍，将香港打造成亚洲区域内的离岸人民币债券市场，并使香港离人民币离岸金融中心又近了一步。

对于香港人民币离岸金融中心的定位，多数意见是建成全能型离岸中心。鉴于内地金融体系尚不健全、监管不完善、利率汇率还未实现市场定价，一旦香港建成全能型的离岸中心，势必会给内地金融市场甚至实体经济造成较大冲击。在现阶段，可参照新加坡经验，将香港建成清算型的人民币离岸中心。事实上，香港一直是充当在岸资金与离岸资金间的循环渠道，近期在港澳推行人民币结算，使得香港未来可能成为人民币国际结算中心，而这是清算型离岸中心的雏形。虽然清算型离岸中心在设施、市场规模和发育

程度、功能等方面与全能型中心仍有一定的差距，仅是离岸资金的主要中转场所，但随着条件成熟，仍可发展成为全能型的离岸中心。

五、结论

当前，在港发行人民币债券的条件已经成熟，而这一措施一方面能够解决香港企业的资金问题，更重要的是，拓展了香港人民币金融业务，为非居民提供了人民币计价资产，推动香港成为人民币离岸中心，促进人民币成为区域内储备与投资货币，实现区域化；而随着人民币在区域内地位的提升及内地与香港经济融合的进一步加深，为港币脱离盯住美元而转向“人民币化”创造了条件，港币由于实行盯住港币的固定汇率制度，将实现间接“人民币化”，从而人民币、港币、澳币将形成事实上的货币一体化，这又将反过来增强人民币的国际地位和国际储备货币的竞争力，人民币也将借此从区域货币升级为国际储备货币。

注：

①五家银行分别为：中国国家开发银行、中国交通银行、中国建设银行、中国进出口银行与中国银行。

参考文献：

[1]Barry Eichengreen Pipat Luengnaruemitchai, Why doesn't Asia have bigger bond markets?, HKIMR, Working Paper No.24/2004.

[2]邝梅,李牧晴.亚洲债券市场与中国[J].国际经济评论,2007,(5).

[3]钟伟.略论人民币的国际化进程[J].世界经济,2002,(3).

[4]钟伟,沈闻一.崛起中的人民币:如何改写21世纪国际货币格局——钟伟教授访谈[J].学术月刊,2004,(10).

[5]胡颖,胡浩.亚洲金融合作的重点:发展亚洲债券市场[J].国际金融研究,2004,(5).

[6]Ji Min, Guan Shengyi, "Co-operation between the bond markets of Hong Kong and Mainland", HKMA, Working Paper, Number 2/08, June 2008.

[7]巴曙松.人民币国际化的边贸之路[J].浙江经济,2003,(15).

[8]李杨.剖析香港离岸中心缓行之谜[J].中国审计,2003,(22).

[9]谭雅玲.人民币离岸中心能否暂缓施工?[J].银行家,2003,(12).

(特约编辑 王 馨)