

中国为推进人民币国际化所做的努力

CHINA'S EFFORTS TO EXPAND
THE INTERNATIONAL USE OF THE RENMINBI

作者：Eswar S. Prasad

翻译：第一财经研究院

总校译：田慧芳

2016年2月



01 简介与概述	6
02 资本账户开放	8
03 汇率制度	18
04 中国国内金融市场	24
05 人民币跨境使用与国际化	33
06 人民币“国际储备货币”角色	42
07 人民币加入国际货币基金组织特别提款权（SDR）货币篮子的影响	49
08 改革次序与转型风险	55
09 人民币的国际影响	61
10 结论	65
附录 A 国际货币基金组织汇率安排与外汇管制年度报告中的资本账户类型	66
附录 B 2004 年 – 2015 年资本账户政策和人民币国际化的发展选择	67
附录 C 对保税区的投资限制	85
参考文献	90

¹ 作者系美国康奈尔大学教授、布鲁金斯学会及美国国家经济研究局（NBER）高级研究员。在此，作者向美中经济与安全评估委员会成员及有关工作人员在报告撰写过程中给予的建设性建议表示衷心感谢。感谢 Audrey Breitwieser、Karim Foda 及 Tao Wang 为本研究提供了大力支持。感谢 William Barnett 和 Christina Golubski 帮忙对文本进行修订。本报告只反映作者个人而非作者所属机构的观点。



本报告从三个即相关联又有区别的角度分析了人民币在国际货币体系中的作用，描述了中国政府在这三方面所付诸的努力：

- 国际化：指人民币在跨境贸易和金融交易中的计价和结算作用，即作为国际汇兑媒介货币的作用。

- 资本账户可兑换：指国家层面对金融资本流动的限制。

- 储备货币：指人民币是否被外国央行持有来抵御国际收支危机。

中国推动人民币国际化的努力包括以下内容：

- 允许使用人民币进行贸易结算。2015 年，以人民币计价的贸易结算额约为 1.7 万亿美元，接近中国全年贸易量的四分之一。

- 允许在香港和其他金融中心发行人民币债券。2015 年在香港发行的未到期人民币债券接近 4000 亿美元。

- 允许部分银行提供离岸人民币存款账户。

- 成立了 15 个离岸人民币清算中心，包括法兰克福清算中心、巴黎清算中心和伦敦清算中心。

- 跨境人民币交易支付系统建成并投入运营。

目前来看，尽管规模还不太大，但这些举措的效果正在逐步释放。人民币在全部支付货币中的重要性排名已经上升至第五。但人民币在全球跨国贸易和金融交易中的所占份额仍不到 3%，在全球外汇交易额中的占比也不足 2%。

为了缓解人民币的升值压力，中国自 2000 年起开始对外汇交易市场进行干预，防止人民币对美元升值过快。这一举动直接导致中国外汇储备在 2014 年 6 月增至 4 万亿美元。2014 年夏人民币开始出现温和贬值压

力，随后中国外汇流出大增。2015 年 8 月，人民币汇率表面上朝着更加市场化的方向发展，但人民币兑美元的报价事实上仍被中国人民银行所掌控。随着人民银行开始遏制人民币对美元的贬值势头，2015 年底中国的外汇储备下降到 3.3 万亿美元。

影响人民币作为储备货币前景的因素主要有：

- 经济体量：国家大小和其在全球贸易和金融中的份额是决定储备货币地位的重要因素。按市场汇率测算，中国国内生产总值（GDP）占全球的 13%，按购买力平价测算则达 16%，同时，中国货物贸易额占世界的 11%。

- 宏观经济政策：拥有一国主权资产的投资者必须对该国维持较低通胀和可持续的公共债务的承诺有信心。与多数主要储备货币经济体相比，中国的显性公共债务占 GDP 的比率较低，且近年来通胀率一直保持在适度水平。

- 资本账户开放：储备货币必须能在全球金融市场自由交易，且不存在对资本流动的管制。中国正在逐步有选择性的放开对资本流出的管控限制。从事实测度 (de-facto) 看，人民币资本账户开放程度正在逐步提高，尽管管制仍然广泛存在。

- 灵活的汇率：储备货币必须能够自由交易，由国际市场决定其外部价值。目前尽管中国央行仍然会在外汇市场上对人民币对美元汇率进行干预以保证人民币的稳定，但人民币汇率的灵活性已经有所增加。随着资本账户开放步伐加快，汇率管理难度将越来越大。

- 金融市场发展：一个健全的金融市场要能为国际投资者提供以本币计价的多样化的金融资产。目前中国政府和公司债市场层级相对单一，交易量小，股票市场也存在剧烈波动。



无论是从法定视角还是从实践视角，人民币都已经走在成为全球储备货币的道路上：

- 人民币以 10.9% 的权重被纳入 IMF 特别提款权，正式成为官方储备货币。

- 在外汇储备资产中，已经有部分央行持有人民币计价资产，也有部分央行表示未来将持有人民币资产。全球外汇储备资产中约有 1% 是人民币资产。

- 中国人民银行已经和 34 个央行达成了货币互换协议。

中国目前主要面临两大国内挑战，可能会影响人民币在全球货币体系中的地位，并决定中国未来的增长能否平稳且可持续：

- 资本账户开放与其它经济改革政策（如汇率市场化、金融市场发展等）的先后次序：在国内金融市场未完善前允许资本跨境自由流动并放开汇率管制，将加剧资本流入和流出的波动性，威胁到中国的金融稳定。

- 金融市场发展：采取措施健全中国的银行体系，加强监管推动股票和债券市场平稳健康发展，对优化中国资源配置意义重大。

近期中国股市和汇市的剧烈波动表明，单纯的金融市场改革，如果没有相应的市场化改革和制度改革予以配合，可能引发市场波动，导致收效甚微。实体经济改革，如国企改革和服务业的自由化改革等，是金融市场和资本账户改革的重要补充。制度层面的改革，包括推动更有效的公司治理、加强审计和会计标准化建设，建立强有力的监管框架等也是金融市场改革的重要保证。此外，经济增长放缓，未来增长情况变得更加复杂，甚至有可能停滞，这些都需要中国继续推

进改革。没有大范围的改革，资源配置效率低下、生产率增长放缓以及投资资源浪费的状况就会持续下去。这无疑会拖累增长，恶化债务负担，增加金融系统的风险。近期为了控制资本外流和人民币贬值而加强的资本管制也会打击投资者信心、阻碍人民币的国际化进程。

本报告主要前瞻性结论包括：

- 在未来三到五年，中国资本账户开放程度将有较大提升，对资本流动的直接管制将最大限度减少，转向通过报告及注册要求等的“软性”管理方式。

- 随着人民币在跨境交易中被越来越多的使用，其在全球贸易和金融市场中的重要性将不断提高。

- 中国金融市场发展的滞后将成为人民币在国际金融市场中影响力提升的主要制约因素。

- 在能有效实施和控制好转型风险的前提下，当前领导层对金融市场和其他市场化改革的决心将推动人民币逐步成为重要的国际储备货币。

对美国的影响如下：

- 中国居民、企业和机构投资者逐渐成为中国资本外流的主体，他们对于投资组合多元化的需求将使中国的资本流出生结构性变化，从政府购买美国国债转向外商直接投资和股债组合投资。

- 人民币作为国际货币影响力的不断提高将削弱美元作为国际贸易计价和跨境金融交易结算媒介的作用。

- 虽然人民币正在逐步成为重要的储备货币，但要成为避险货币还需要中国进行一系列政治、法律和制度改革。没有这些大范围的改革，人民币的崛起只能削弱美元作为主要全球储备货币的作用而不会对其地位造成严重威胁。

中国是世界第二大经济体，也是全球增长的核心牵引力。但直到最近人民币才被认定为官方储备货币。能迅速发展成为一种国际货币，人民币并非史无前例²。一国货币要在国际金融市场中占据主导地位首先要具备灵活的汇率制度，同时放开资本账户。而这两大条件目前在中国都未完全具备，因此谈论人民币的崛起还为时尚早。

本报告首先展示了中国政府近年来推动人民币国际化及与之相关的中国资本账户开放进程中所做的努力。这些努力在中国在全球 GDP 和贸易中的份额不断上升的大背景下，将提升人民币在未来国际贸易和金融市场中的地位。其次，报告回顾了这些变化对中国资本流入与流出的潜在影响。此外，报告还评估了中国金融市场改革取得的各方面进展，以及各项改革与资本账户开放和人民币的国际化之间的密切关系。最后报告探讨了人民币作为国际储备货币的前景，及其对全球储备货币的配置比例和美国经济的影响。

中国政府在推动人民币的跨境使用进程中所采取的一系列举措与中国国内的宏观经济管理和金融市场发展政策是紧密相关的。人民币对全球货币体系的影响力，尤其在积极稳定全球金融方面，取决于中国资本账户开放、金融市场发展和其他辅助性政策改革的速度和方式，以及中国自身的增长和稳定。

报告从三个方面分析人民币在国际货币体系的角色

与作用：1. 人民币国际化的路径选择；2. 实现人民币可自由兑换的可能性和时间表（完全放开资本账户，不限制资本的流入和流出）；3. 人民币成为国际主要储备货币的前景。

报告将在一个统一的概念框架下评估这三个既相关又独立的问题，并从两个维度衡量其影响：一是中国自身经济平衡和可持续发展的维度；二是人民币崛起对全球货币体系的影响，包括对占据统治地位的美元的影响维度。

1.1 基本概念

围绕人民币有很多夸张的言论，有些评论员高谈阔论声称人民币即将取代美元成为最主要的储备货币³。在评价这些言论之前，我们首先需要概念澄清。目前围绕人民币在国际舞台上的崛起和人民币在国际金融市场中作用，常被谈及的有三个既相关又有区别的概念。

●国际化：它强调一国货币作为国际汇兑媒介货币的作用，即在跨境贸易和金融交易中是否被用于计价和结算。

●资本账户可兑换：它反映一国对金融资本流入和流出的管制水平。一个完全开放的资本账户不会对跨境资本流动设限。

●储备货币：即一国货币是否被外国央行持有用以防范国际收支危机。

²Eichengreen and Flandreau（2009）记录了美元赶超英镑的速度。
³Prasad and Ye（2012）就中国在人民币成为国际货币各维度的进展给出了系统的评价。Chen, Peng, and Shu（2009）和 Subramanian（2011）认为人民币正在逐步成为主要储备货币，即使还不是最重要的。Dobson and Masson（2009）、Eichengreen（2011b）和 Kroeber（2011）持有略微不同的怀疑态度。Angeloni et al.（2011）讨论了多种可能性，如果欧元不能对美元的统治地位产生严重威胁，人民币的地位会明显上升。

货币的国际使用和可兑换是两个不同概念，二者之间不存在充分或必要关系。以人民币为例，尽管中国对资本项目进行管制，但人民币在国际交易中的使用量仍在不断提高。也有很多资本账户完全开放的经济体的货币并没有在全球市场得到广泛认可，比如香港，它的资本账户开放程度较高，但采用了联系汇率制度，导致其汇率灵活性不足。

资本账户可兑换、浮动汇率制和货币的国际化是一国货币成为国际储备货币的必要条件。基于此，本报告着重考察中国在这几方面所取得的进展，并探讨三者之间是如何有机联系互动发展的。

我们认为，一国货币要成为储备货币应该具备以下先决条件：

●经济体量：尽管一国 GDP 和其在全球贸易和金融市场中的份额不是成为储备货币的决定性因素，但会对一国货币的国际地位产生重要影响。

●宏观经济政策：拥有一国主权资产的投资者必须对该国维持较低通胀和可持续的公共债务的承诺有信心，从而保证币值的相对稳定。

●资本账户开放：储备货币作为支付媒介，在国际贸易和金融交易中必须被交易伙伴所接受，这需要该货币首先能便利地在全球金融市场进行交易。

●灵活的汇率制度：储备货币必须能够自由交易，由国际市场决定其外部价值，但这不妨碍央行偶尔对汇率市场进行干预。这里要强调的是，资本账户开放并不等同于汇率自由浮动。

●金融市场发展：一国需要具备一个良好全面的金融市场，尤其是政府债券市场，从而能为包括各国央行在内的国际投资者提供充足的、高质量金融资产。其中

债券市场的成交量是非常重要的指标，它决定了投资者进入和退出债券市场的难易程度。

报告将定量评估中国在这些方面取得的进展。在逐一讨论与人民币相关的这些标准时，报告还会讨论中国面临的两大挑战：

●资本账户开放与其它经济改革政策（如汇率市场化、金融市场发展等）的先后次序：报告将从成本和收益两方面进行综合权衡。

●金融市场发展：包括健全银行体系，推动政府和公司债市场、外汇现货和期货市场股票和债券市场全面有序的发展。

国内金融市场的发展是决定该国货币国际地位的重要因素之一。衡量金融市场发展的维度包括：

●宽度：具备多样化的金融工具，包括风险对冲机制和工具。

●深度：具备一定数量的特定金融工具。

●流动性：具有较高的成交水平（交易量）。

债券市场规模不够大，人民币在国际交易中的可信度就不高。股票和固定收益债券（国债和公司债）市场中的人民币资产没有足够的流动性，就无法吸引海外投资者，尤其是机构投资者和各国央行。同时，资本账户开放带来的汇率波动如果没有外汇衍生品市场做对冲，可能引发进口商和出口商的担忧。

鉴于金融市场的发展对人民币成为储备货币有重要影响，本报告将对中国金融市场发展的现状和未来改革进行全面评估，同时评估人民币崛起对美国经济、国际金融市场以及美元的潜在影响。

本章将对中国的资本项目开放的程度从法定和事实标准两方面进行文件梳理和评估，⁴ 并对中国资本账户自由化的衡量方法进行分析。

这里首先需要回答的问题是，在面临诸多国内经济挑战，比如经济增速放缓、金融系统薄弱、增长严重依赖投资之际，为什么中国还要优先开放资本项目？

我们认为，资本流出的自由化可能会给中国经济带来一系列间接的附带收益，助力中国金融市场的发展，从而促进中国经济稳定增长。⁵ 资本流出的自由化也给中国居民提供了多样化配置其储蓄投资组合的机会，也给对目前还依靠垄断性国内资金来源（如家庭和企业存款）的银行业带来更多竞争冲击，倒逼国内金融改革。但目前鼓励企业资本外流的倡议主要针对大型国有企业和自然资源等少数部门。⁶ 要使人民币在国际上发挥更大作用，需要调动私人部门的积极性，扩大证券投资和外国直接投资的流出规模。

资本流入的自由化也是有效获取资本项目开放收益的重要一步。⁷ 资本项目开放已经并将继续使外国投资者在中国金融市场发展和深化中发挥更大作用。大量证据表明，证券投资组合的自由化有助于提高新兴市场国家国内股票市场的流动性。而外资银行的进驻会加剧银行业间的竞争，有利于保护私人储户和借款人的利益。当前中国的其他金融行业（包括保险业在内）高度依赖资本管制和其他准入限制等保持竞争力。资本流入的放开将使这些行业面临激烈竞争，从而在有效监管前提下，提升国内金融系统的效率。

资本项目的自由化还有其他好处。资本项目开放会加速上海成为国际金融中心的进程。资本项目开放如果附以更灵活的汇率机制，将加快中国国内经济结构调整步伐，促进金融部门改革，推动经济增长从依靠出口和投资拉动向更多依靠内需驱动的均衡增长模式转变。金融部门改革是优化资源配置效率的关键。更加灵活的汇率形成机制会减轻货币政策的压力，有助于实现国内宏观经济目标，比如把通胀率维持在低而稳定的水平上。⁸

2.1 资本账户开放的法定 (De jure) 测量

一般用于衡量资本账户开放的指标是国际货币基金组织（IMF）《汇率安排与外汇管制年度报告（AREAER）》中的二元指标。这些二元指标可以反映在各种各样的资本流入和流出中是否存在资本管制。只有当特定的资本账户项目发生重大政策变动时这些指标才会发生变化。《汇率安排与外汇管制年度报告》表明，2014 年，15 类资本流入和 16 类资本流出指标中，中国相应对其中的 14 类和 15 类进行了管制，管制覆盖面非常广（见附录 A 中）。中国唯一没有限制的是商业信贷的流入和流出。相反，美国和其他主要的发达经济体的资本项目几乎完全放开。

年度报告中有关金融开放度的其他指标数据显示，如果按照严格的法定测量，中国过去十年的资本项目开放度基本没有发生变化。例如，非常知名的 Chinn-Ito 指数（Chinn and Ito（2008），及后续更新）显

⁴ 关于中国的汇率管理和资本项目开放的文獻数量增长迅速，包括 Frankel（2005，2011），Eichengreen（2011b），Lardy and Douglass（2011），Yam（2011），以及 Yu（2011，2015）。

⁵ 见 Prasad and Rajan（2008）。

⁶ 见 Rosen and Hanemann（2009）以及 Scissors（2011）。

⁷ Kose, Prasad, Rogoff, and Wei（2009）一文对本段中的观点进行了讨论和证据的汇总。

⁸ Prasad（2009）中对这些问题有更详细的讨论。

示中国自 1993 年以来开放度的变化寥寥。该指数是将 AREAER 数据覆盖的不同种类信息进行加总后计算而得，指数值范围从 2.39（金融开放度最高）到 -1.89（金融开放度最低）。数值越高表明资本开放度越高。作为国际储备货币的发达国家（包括加拿大、日本、瑞士、英国和美国）的指数值都是最高值（2.39），属于资本账户完全开放的国家。2013 年中国的指数值为 -1.19，而新兴市场经济体的平均值为 0.3，欠发达国家的平均值为 0.1，都比中国更接近最高值。1993 年，中国的指数值从 -1.89 上升到 -1.19，之后一直没有变化，表明中国的资本账户相当封闭，在理论上存在广泛而严格的资本管制。

标准的法定 (De jure) 指标的缺点是无法反映资本账户开放中诸多细微变化，因为这些变化往往在统计不同类型的资本流入或流出时被加总了。附录 B 详细记录了过去十年《汇率安排与外汇管制年度报告》中资本账户管制的显著变化。从记录中可以看出，随着人民币国际化进程的积极推进，中国资本账户管制的数量和力度在过去几年中均有所松动。但大多数资本流入和流出的管制只是变得相对宽松，并没有完全取消。

2.2 资本账户开放的事实 (De Facto) 测量

衡量一个经济体金融开放度的另一个补充方法是分析其与全球金融市场的融合度。图 2-1 显示了 2004 年到 2015 年第一季度中国的对外（国外）资产、负债、以及净资产总额。中国现在有 6.4 万亿美金的对外资产和 5 万亿的对外负债。过去十年资产和负债增长都非常快。

⁹ 见 Kose, Prasad, Rogoff, and Wei（2009）。

¹⁰ 见 Prasad and Ye（2012）。

图2-1 中国的对外资产和负债

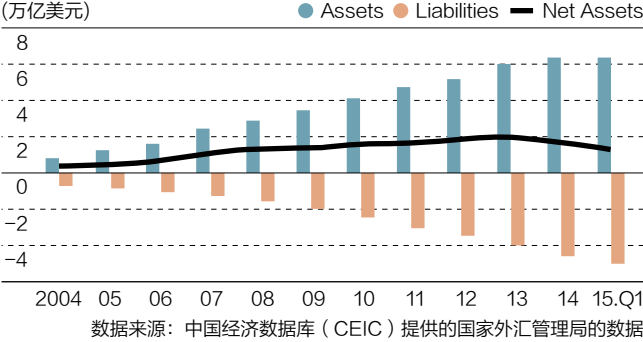
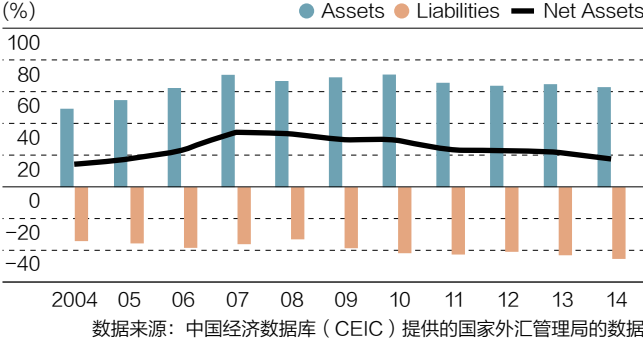


图 2-2 表明，2014 年中国对外资产总额占 GDP 比重约为 62%，而中国对外负债总额占 GDP 比重约为 44%。学术研究文献中广泛使用的金融开放度指标是用一国的对外金融资产负债总额（即对外总头寸）的绝对值，或者对外金融资产负债总额占 GDP 的比重来衡量。⁹ 中国目前资产负债总额占 GDP 的比例已经超过 100%。从绝对值来衡量，中国的对外总头寸高于其他新兴市场国家，也高于瑞士。在新兴市场国家中，中国的实际开放度相当高，超过了巴西和印度。¹⁰ 但从相对值来衡量，中国的开放度则远低于成为国际储备货币的国家。

图2-2 中国对外资产和负债占GDP的比重



自 2015 年起，中国开始根据 IMF 最新的《国际收支平衡表和国际投资头寸手册》（第六版）（BPM6）公布国际投资头寸（IIP）数据。据国家外汇管理局表示，最主要的变化是最为关键的国际投资头寸表的编制使用了市值度量法而不是历史资本流动累计值方法。由于 2014 年以前的数据是根据 BPM5 编制的，因此 2015 年数据与之前年份的数据无法比较。应当注意的是，外汇管理局在更早以前就开始以 BPM6 标准公布收支平衡表的数据，因此 2015 年前后的收支平衡表数据具有可比性，但数据标准的变化还是给更早年度的流量和存

量指标的匹配带来不小的困难。

翻开 2015 年末的中国国际投资头寸表，可以发现一些有趣的现象（表 2-1）。中国的外汇储备占到对外总资产的 58%。外商直接投资占到中国对外总负债的 57%，股本证券占到对外总负债的 14%，而债务证券和其他投资（主要是银行信贷）仅占到对外总负债的 29%。也就是说中国对外负债中外债的比例很低，且中国的外汇储备足以偿还对外债务，因此过去曾在许多新兴市场国家上演的债务危机在中国发生的可能性不大。

表 2-1. 中国国际投资头寸（十亿美元）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015H1
净头寸	276	408	640	1188	1494	1491	1688	1688	1866	1996	1776	1471
资产	929	1223	1690	2416	2957	3437	4119	4735	5213	5986	6409	6430
在国外直接投资	53	64	91	116	186	246	317	425	532	660	744	1013
证券投资	92	117	265	285	253	243	257	204	241	259	263	276
股本证券	0	0	1	20	21	55	63	86	130	153	161	178
债务证券	92	117	264	265	231	188	194	118	111	105	101	98
其他投资	166	216	254	468	552	495	630	850	1053	1187	1503	1370
储备资产	619	826	1081	1547	1966	2453	2914	3256	3388	3880	3899	3771
外汇储备	610	819	1066	1528	1946	2399	2847	3181	3312	3821	3843	3694
负债	653	816	1050	1228	1463	1946	2431	3046	3347	3990	4632	4959
来华直接投资	369	472	614	704	916	1315	1570	1907	2068	2331	2678	2827
证券投资	57	77	121	147	168	190	224	249	336	387	514	900
股本证券	43	64	106	129	151	175	206	211	262	298	369	673
债务证券	13	13	14	18	17	15	18	37	74	89	145	227
其他资本	227	267	315	378	380	442	637	891	943	1272	1440	1232

来源：从 CEIC 获取的国家外汇管理局数据

总的来说，资本管制在中国依然广泛存在，但中国已经有选择地、谨慎地放松了管制。许多对跨境资本流动的管制随着时间的推移也已经逐步被放开，以呼应人民币国际化的目标。对大部分资本的流入和流出的管制也进一步放松，但还没有被完全取消。尽管与许多储备货币国家相比还有一定差距，中国的资本账户毫无疑问已经呈现出越来越开放的态势。

2.3 受限的资本账户自由化

中国政府制定了一系列的计划渐进式推动资本账户的开放。这些计划在促进资本自由流动和金融开放的同时产生了许多附加效益。表 2-2 总结了近期制定的有关开放资本流入、流出及双向流动的主要计划。表格后有对于每一项计划的详细说明。¹¹

表 2-2. 近期开放跨境资本流动的计划

资本流入渠道 ●合格境外机构投资者（Qualified Foreign Institutional Investor, QFII）计划：2002 年启动。允许合格的境外机构将外汇换成人民币并投资于中国股市（A 股和 B 股）和其他人民币计价的金融证券。截至 2015 年 10 月，277 家境外机构总共被授予 789 亿美元的额度，这些机构包括八家中央银行和十个主权财富基金。 ●人民币合格境外投资者（Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor, RQFII）计划：2011 年启动。允许合格的机构使用离岸人民币资金投资于中国股市和其他人民币计价的金融证券。2015 年 7 月，135 家境外机构总共被授予 684 亿美元的额度。 资本流出渠道 ●合格境内机构投资者（Qualified Domestic Institutional Investor, QDII）计划：2006 年启动。允许中国境内的金融机构——商业银行、证券公司、基金管理公司和保险公司——投资离岸金融产品，包括证券和债券。截至 2015 年 11 月，132 家金融机构总共被授予 900 亿美元的额度。 ●合格境内个人投资者（Qualified Domestic Individual Investor, QDII2）计划：2013 年提出，尚未启动。将允许中国国内拥有至少一百万元人民币（合 16 万美元）资产的个人投资者投资离岸金融产品，如证券和债券。 双向流动渠道 ●自由贸易区（FTZs）上海自贸区启动于 2013 年 9 月，2015 年 4 月新设立了广东、天津和福建自贸区。这些自贸区使用“负面清单”方法来监管国外投资——外资投资于不在清单上的行业基本不受限制。自贸区内放开跨境资本交易，允许自由设立各类金融机构。 ●沪港通：启动于 2014 年。允许中国大陆的投资者购买香港交易所上市的特定的香港和中国公司的股票。允许外国人购买上海证券交易所上市的 A 股。香港到上海的年度额度为 3000 亿元人民币（合 470 亿美元）；每天的额度为 130 亿人民币（合 20 亿美元）。上海到香港的年度额度为 2500 亿元人民币（合 390 亿美元）；每天的额度为 105 亿人民币（合 16 亿美元）。 ●中港基金互认：2015 年 7 月启动。允许合格的大陆和香港基金以更简化的流程在两地市场上出售。内地与香港购买对方公募基金的额度都是 3000 亿元人民币。
--

来源：国家外汇管理局，中国证监会

¹¹ 该表以及后文中美元对人民币的汇率均基于 2016 年 1 月 4 日的汇率（1 美元 = 6.5 人民币）

资本流入的渠道

●合格境外机构投资者计划

QFII 计划于 2002 年 12 月启用，允许合格的境外机构投资者将外汇转换成人民币并投资于沪深两个交易所上市的 A 股以及证监会批准的其他人民币计价的金融产品。¹² 该计划寻求吸引高质量以及稳定的（中长期）外国投资头寸并阻止短期外国资本的投机性流入。该计划的主要目标之一是推动中国证券市场的发展。

中国证监会和国家外汇管理局共同对中国的 QFII 计划进行监管。中国证监会负责审批牌照申请，国家外汇管理局负责制定投资额度。中国证监会和国家外汇管理局为 QFII 资格的申请人设立了一系列的资格标准，旨在防范短期、投机性的资本进入，同时吸引具有长期眼光的投资者如养老基金、保险基金、共同基金和慈善基金等的加入。申请 QFII 资格的境外机构投资者必须达到最低的标准才能申请，比如运营年数、以美元计价的资产管理规模、良好的财务状况和公司治理等。境外机构投资者所在国还必须具备良好的法律和监管体系，并且其证券市场监管当局已经和中国证监会建立了谅解备忘录。

QFII 通常是外国基金管理机构、保险公司、证券公司、以及其他具有证监会牌照和外汇管理局额度批准的可投资中国金融市场尤其是 A 股市场的资产管理机构。QFII 的资格指标中关于最低运营年限和上一财年最低资产管理规模的规定已经逐渐被放松，以吸引更多规模小、知名度不高的外国机构投资者到中国进行资产组合投资。

外汇管理局通过 QFII 渠道放松了对外国资产投资组合流动的管制，增加了 QFII 的总额度并提高了单个 QFII 的投资额度上限。截至 2015 年 10 月，通过该计

划颁发的总投资额度已经达到了大约 789 亿美元，覆盖了 277 家机构。中国证监会也宣布会将 QFII 总额度从 800 亿美元提高到 1500 亿美元。

外汇管理局也逐渐提高了单家 QFII 机构投资额度上限。从 2003 年 1 月到 2009 年 9 月间，每家 QFII 机构的投资额度最高为等值 8 亿美元。2009 年下半年，这个上限被提高到了 10 亿美元。只有少数几家央行、主权财富基金、和货币当局有权投资超过 10 亿美元。为了进一步放开资本市场，推动结构性改革进程，2015 年 3 月，国家外汇管理局进一步上调了海外基金管理公司的 10 亿美元投资额度上限。

从国别分布看，来自发达工业国家的 QFII 机构仍然占据主导地位。251 家 QFII 中仅有 10 家来自新兴市场和发展国家，比例不足 5%。来自香港的 QFII 数量最多（45 家，占 18%），其次是美国（38 家，占 15%）和英国（27 家，占 11%）。据估计，QFII 持有的资产中有三分之二是 A 股。¹³ 但 QFII 在 A 股的投资与市场总规模相比规模仍然很小，仅占 A 股市场可交易股票金额的 2% 以下。目前来看，QFII 制度对中国证券市场发展有一定的促进作用，但难以产生实质性影响。

计划推出初期，规定 QFII 每家持有的股票或者与股票相关的投资工具在总资产中的规模不得低于 50%，持有现金的比例不得高于总资产的 20%。这些限制旨在限制 QFII 将大量资产投资于固定收益资产以及现金炒作，抑制对人民币升值的投机行为。2012 年后，中国证监会取消了 QFII 投资组合至少 50% 要投资于股票的限制，但仍然规定 QFII 不能持有超过总资产 20% 的现金。此外规定 QFII 投资于单个公司的金额不能超过总股份的 10%，所有 QFII 累计投资于一家

¹² 本小节的资料来源于 Sharma(2015)。在 2002 年之前，A 股市场是不对外国投资者开放的。

¹³ 见 Sharma (2015)。

公司的股份不能超过总股份的 20%。

●人民币合格境外机构投资者（RQFII）计划¹⁴

RQFII 计划于 2011 年由证监会、国家外汇管理局、和中国人民银行共同发布。QFII 和 RQFII 计划的关键不同点是 RQFII 可以使用离岸人民币来直接投资于大陆市场。而 QFII 必须先将外汇换成人民币才可以购买在岸市场的股票和证券。因此，RQFII 计划可以看做是中国政府为了应对离岸人民币资金池规模的扩大而采取的行动。这个计划像 QFII 计划一样，需要金融机构从证监会申请牌照，从外汇管理局申请投资额度，并且将所有相关的材料上报给中国人民银行。审核通过的机构需要在国内托管银行单独开设特别的人民币账户来投资于外汇市场、银行间债券市场、以及股指期货。此外，机构自由资金的账户以及客户的账户必须分开设立。¹⁵

RQFII 计划下的基金流动受到各种限制。可以汇入的资金包括海外汇入的投资本金、相关需要支付的税费、和其他由中国人民银行和外汇管理局许可汇入的人民币资金。可以汇出的资金包括出售境内证券所得、现金股息、利息等资金以及其他由中国人民银行和外汇管理局许可汇出的人民币资金。这些资金能够以人民币形式汇出或者以人民币兑换成外汇形式流出。

最初只有设在香港的中资金融机构子公司才有资格领到 RQFII 牌照。自 2014 年以来，计划覆盖面扩大到港资银行、基金管理公司以及之后的英国、新加坡、韩国、法国、德国、澳大利亚、瑞士的金融机构。截至 2015 年 7 月，135 家金融机构，包括外资机构和中资

金融机构在海外的分支机构，被授予了总计 684 亿美元的投资额度。来自香港的金融机构，很多是大陆金融机构在香港的分部，仍然是主要的参与者。香港占到分配的 RQFII 总额度的 430 亿美元，韩国占 80 亿美元。¹⁶ RQFII 的引入产生了几家人民币计价的 A 股 ETF。RQFII ETF 将在大陆境外筹得的人民币直接投资于 A 股，追踪 A 股指数的表现。

资本流出的渠道

●合格境内机构投资者（QDII）计划¹⁷

QDII 计划允许中国境内金融机构（大部分为国有）投资于证券和债券等离岸金融产品。该计划起源于中国政府 2004 年 9 月允许平安集团等保险公司投资于海外资产的决定。该计划于 2006 年正式启动，允许经过挑选的商业银行、证券公司、基金管理公司和保险公司有条件地投资于外国的资本市场。

金融机构须先根据主营业务的种类从相关的监管机构（包括证监会、银监会、保监会）申请 QDII 牌照，然后从外汇管理局领取配额。QDII 的总体要求包括（1）良好的财务和信贷状况；（2）具有相关的资产管理和风险评估资质的人员配备；（3）稳健的治理结构和内控系统；（4）没有受到过相关监管机构的重大惩罚。针对不同类型的机构还有一些特殊要求。例如，具备资格的基金管理公司净资产至少为 2 亿元，至少有两年基金业务管理经验，且最近一个季度末的资产管理规模超过 200 亿元。

QDII 计划对机构的投资范围给予一定限制，允许

¹⁴ 本小节的资料来自于下列官方来源：中国证监会关于《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；中国人民银行关于实施《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》有关事项的通知。

¹⁵ 中国人民银行关于实施《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》的通知。

¹⁶ 投资额度占前五的 RQFII（达到大约 200 亿美元）都在香港，包括南方东英资产管理公司；易方达基金管理公司（香港）；华夏基金（香港）有限公司；嘉实国际资产管理；以及海通国际投资有限公司。

¹⁷ 本节和下一节的资料来源于：中国人民银行行长周小川在 IMF 的声明，<https://www.imf.org/External/spring/2015/imfc/statement/eng/chn.pdf>；“China may let individuals in Shanghai FTZ invest abroad in H1—Sources” Reuters, April 29, 2015; and “Shanghai trade zone aims for QDII2 trial this year—Official” Reuters, March 17, 2015

他们投资银行存款、债权、股票、债券以及金融衍生品，但不能投资于房地产和贵金属。规定投资资金在各资产品种间的分配比例必须符合监管要求。获批的投资目的地包括香港、英国、美国、新加坡、日本、韩国、卢森堡、德国、加拿大、澳大利亚和马来西亚。这些国家基本都是发达国家，都拥有良好的金融市场和良好的金融监管体系。

2015 年 11 月，132 家机构被授予 QDII 牌照，总投资额达到 900 亿美元。额度根据机构类型划分如下：证券公司（380 亿美元），保险公司（310 亿美元），银行（140 亿美元），信托公司（80 亿美元）。

●合格境内个人投资者（QDII2）计划

即将推出的合格境内个人投资者计划，也称为 QDII2，会将 QDII 计划的规模从机构投资者扩大到个人投资者。计划最初在 2013 年年初由中国人民银行提出，在当年 5 月经国务院讨论。2015 年 4 月，中国人民银行行长周小川在对国际货币基金组织的国际货币和金融委员会（International Monetary and Finance Committee）的讲话中证实了中国将会推出 QDII2 试点，但计划尚未正式推出。2015 年 6 月，上海政府的官方网站表示上海将在年底前在自贸区推出该项目的试点。该计划也在同月央行发布的人民币国际化报告中被讨论。¹⁸

该计划预计将在至少六个城市试行，包括上海、天津、重庆、武汉、深圳、和温州。但项目具体的框架和时间表还没有公布。新闻报道表明新的试点计划将允许资产规模至少为 100 万元（大约 16 万美元）的私人投资者直接投资海外的证券、股票和房产。目前个人每年的购汇上限为 5 万美元。这个限制对 QDII2 计划中的投资者不适用。¹⁹

2.4 自贸区

中国在资本账户开放的改革中继续沿用了一贯的渐进式、“干中学”的模式，最典型的就是在国内设立资本账户可自由兑换的自贸区。这些自贸区设置目的是更大程度放开资本项目，同时又将其控制在特定的地理区域。

中国上海自贸区的试点于 2013 年 9 月 23 日正式推出。2015 年自贸区的范围扩大到了该市的金融区——陆家嘴。2014 年 2 月底，中国人民银行和外汇管理局发布了两项法令放松对外汇交易的管制，扩大上海自贸区人民币的跨境使用。银行、证券、保险行业的监管者都发布了法令支持扩大自贸区金融服务业的开放。²⁰

2015 年 4 月，中国启动了三个新的自贸区，每个自贸区均覆盖一些特定的行业。广州南沙新区（包括南沙保税港区）覆盖渔业、物流、金融行业、国际贸易以及高端制造业。深圳前海开发区覆盖金融行业、现代物流业、信息服务和科技服务。珠海横琴新区覆盖旅游业、

¹⁸ 相关文件如下：人民币国际化报告（中国人民银行，2015 年 6 月）；2015 年 10 月中国人民银行、商务部、银监会、证监会、保监会、国家外汇管理局和上海市人民政府联合印发的《进一步推进中国（上海）自由贸易试验区金融开放创新试点加快上海国际金融中心建设方案》。

¹⁹ 见“China to launch QDII2 overseas investment scheme soon in six cities,” Reuters, October 26, 2015; and “China to allow individuals buy overseas financial assets,” Financial Times, October 29, 2015.

²⁰ 本节中相关的链接和官方文件来自于以下来源：国务院信息网：中国自贸区外商投资负面清单 http://english.gov.cn/policies/infographics/2015/04/21/content_281475093149079.htm。中国人民银行上海总部关于支持在中国（上海）自由贸易试验区扩大人民币跨境使用的通知 <http://en.china-shftz.gov.cn/Government-affairs/Laws/Banking/265.shtml>。国家外汇管理局上海分局关于引发《进一步推进中国（上海）自由贸易试验区外汇管理改革试点实施细则》的通知。

<http://en.china-shftz.gov.cn/Government-affairs/Laws/General/255.shtml>。

中国人民银行上海总部关于在中国（上海）自由贸易试验区放开提高小额外币存款利率上限的实施意见

<http://en.chinashftz.gov.cn/Government-affairs/Laws/Banking/264.shtml>。中国银监会关于中国（上海）自由贸易试验区银行业监管有关问题的通知

<http://en.china-shftz.gov.cn/Government-affairs/Laws/Banking/191.shtml>。

保监会支持中国（上海）自由贸易试验区银行业建设

金融服务以及文化、教育和高科技行业。²¹

自贸区有以下关键特征：（1）无需中国人民银行批准，自贸区的银行即可自由地对经常账户下以及涉及实体直接投资的人民币进行结售汇操作；（2）自贸区内的公司可以在离岸市场上借入人民币，但是这些资金不能在自贸区以外使用，也不能用于证券投资或者申请贷款展期；（3）自贸区内的外商投资企业可以按需自由地进行结售汇；（4）合格外商投资银行可以设立子公司、分支机构或特殊的机构对现有的子分支机构进行升级；（5）合格私营投资者可以投资自贸区的银行业并设立银行、金融租赁公司、消费者金融公司以及其他金融机构；（6）政府有意支持自贸区的银行机构开展跨境金融服务。

尽管名称叫“自由贸易区”，自贸区并不完全对境外投资者开放。上海自贸区使用“负面清单”结构来监管外国投资，于 2013 年推出了第一批负面清单。意味着投资于清单以外的行业不再需要逐项进行前置审批，只需要备案即可，大大简化了外商投资企业的审批过程。

2015 年 4 月 20 日国务院公布了第三版负面清单，同时适用于四个自贸区。尽管由于定义和分类的变化，2014 年的清单与 2015 年的清单涉及的领域不完全可比，但是 2015 年的负面清单包括了 122 个被禁止或受限的领域，数量上比 2014 年清单的 139 项有所减少。附录 C 列举了负面清单的主要内容并指出了相对于以前版本的主要变化。

新版本的负面清单去除了对于矿业、空中交通管理系统管理、医药用品制造、电信行业、房地产投资、建筑、纺织业的限制，也减少了对制造业、零售和批发贸易的限制。外商投资于石油天然气开采开发、民用飞机设计和稀土冶炼等行业仍须以中外合资的形式进行。中资和外资公司都无法投资的行业，例如武器和军火，都不在清单中。

如果自贸区内的外资公司想投资“敏感性的行业、

技术及区域”，将受到国家安全审查。根据 2015 年 5 月生效的法规规定，如果外资公司投资于“可能影响国家安全的军工产业、特定农产品的生产行业、重要的能源和资源行业、重要的基础设施建设项目、以及电信产品”，就须受到安全审查。对需要接受安全审查的公司类型和审查过程的结构详细描述请见附录 C。在习近平主席 2015 年 9 月访美期间，中国承诺会限制国家安全审查的范围。然而外界对于安全审查会如何影响外商在自贸区的投资仍存疑虑。

2.5 沪港通

另一种循序渐进推动资本账户自由化的方式是为包括散户在内的各类型种投资者建立一个跨境股权投资渠道。2014 年 11 月 17 日“沪港通”这一连接上海和香港两地股票交易所的通道正式启用。这一项目允许大陆的中国投资者购买在港交所上市的香港和内地公司的股票（南向投资），同时放开了外国投资者购买上海交易所 A 股（北上投资）的限制。这个项目每个方向的交易都设定了最高跨境投资额度（即总额度），以及每日的额度。北上投资总额度被设定在人民币 3000 亿元（大约 450 亿美元），每日额度大约在人民币 130 亿元（大约 20 亿美元）。南向投资总额度为人民币 2500 亿元（总额度，约合 400 亿美元），每日额度为人民币 105 亿元（约合 17 亿美元）。上证交易所和港交所负责对双向的额度使用情况进行监控。

额度的余额通过每个交易日的净购买额计算而得：总额度的余额 = 总额度 - 总买入量 + 总卖出量。每日的额度实时更新，并为每日净跨境交易额设定上限。当总额度的余额低于每日额度时，第二个交易日所有的买单都会被停止交易，而卖单仍然被接受。每日额度的控制机制如表 2-3 所示。

²¹ 本小节的资料来源于 China Briefing，是由 Dezan Shira & Associates 提供的在线资源。

表 2-3. 沪港通计划下每日额度的控制方法

	集合竞价	连续竞价
余额 <=0	新的买单将被拒绝交易直至余额为正	同一交易日不再接受买单
	卖单会被允许交易	

来源：上交所

日常和年度配额通过结算系统进行管理。香港中央结算公司（HKSCC）和中国证券登记和结算公司互为结算参与人，并按照交易净值承担结算职责。最为重要的是，结算在每日交易结束后进行。另外，沪港双边的股票交易所都要对买卖交易以及每日的余额进行跟踪。通过这些机制，监管者可以实时掌握交易量以及额度余额信息。

沪港通这一新的投资渠道目前已经被广泛使用。北上投资的每日额度在沪港开通当天即被用完，且一直持续保持了较高水平（直到 2015 年中国股票市场开始暴跌）。而南向投资的每日额度在 2015 年 4 月才第一次被用完。中国政府称有计划在大陆的其他城市和香港之间建立更多股票通计划，但是尚未给出具体日期。

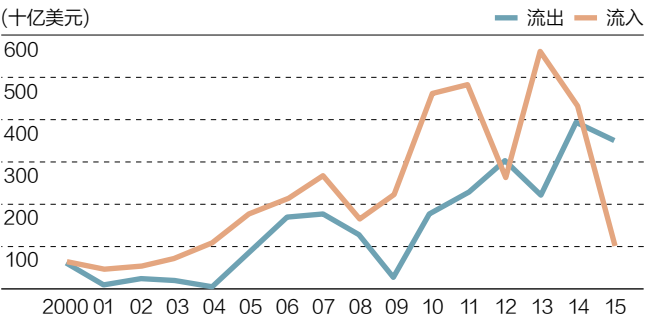
2.6 对资本流动规模与结构的影响

简而言之，尽管资本管制仍然很严格，但是中国已经在有选择性地、谨慎地放松了管制，中国资本账户开放正进入实质性阶段。这一趋势对资本流入和流出的规模和构成都将造成一定影响。

图 2-3 表明，资本账户流入和流出的总额（不包

括官方积累的外汇储备）自 2000 年以来不断增加。总资本流入从 2000 年的 580 亿美元一直上升到 2013 年的 5630 亿美元，达历年最高峰值。随着对中国短期增长前景的担忧，资本总流入在 2014 年和 2015 年急剧下降（为了方便各年之间的比较，2015 年总流入数据是将上半年数据乘以二得到）。相反，资本总流出在 2014-2015 年一直势头强劲。2014 年资本总流出达到近 4000 亿美元，而 2000 年仅为 560 亿美元。

图2-3 总的资本流入和流出状况



注：2015年的数据是将上半年数据乘以二得到的

图 2-4 表明资本流入结构随着时间推移发生了显著变化。2000 年以来的大多数年间，由于政府减少了对 FDI 流入的限制而加强了对其他类型资本流入的管制，外商直接投资一直是我国资本流入的主要方式。²²2010 年和 2011 年，随着政府放松对其他资本流入的管控，银行贷款和其他投资的规模出现了快速增长。QFII 计划的实施和额度的增加以及 RQFII 计划的推出，使得 2012 年证券投资开始增加，但相对于资本流入总额，证券流入的规模仍然较小。FDI 流入在 2015 年上半年继续保持了良好势头，但银行贷款和其他投资却有所下降。²³

²² 见 Prasad and Wei (2007)。

²³ 尽管该图表显示的是资本总流入的情况，境外投资者将以前的资本流入汇出是被记作收支平衡表的负项。

图2-4 中国总资本流入的构成

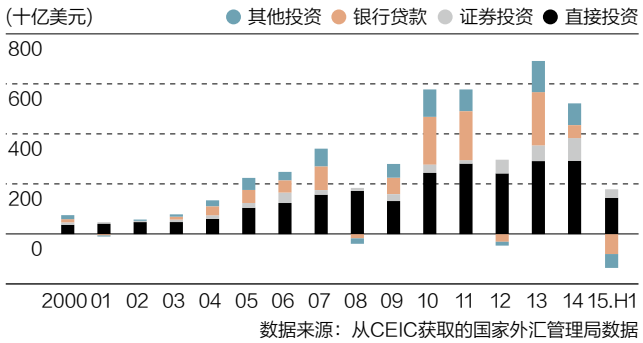
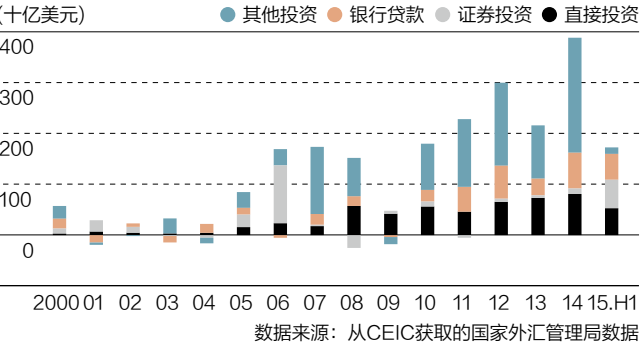


图 2-5 列出了总资本流出的构成（不包括中国人民银行的外汇储备积累）。从 2007 年开始，“其他投资”开始成为中国资本流出的主要方式。2008 年后，直接投资流出量开始增加，平均每年达到大约 600 亿美元。2015 年上半年，证券投资流出规模显著上升，这可能与可供中国投资者向外投资渠道的增加以及中国股市自 2015 年 6 月开始下跌有关。

图2-5 总资本流出的构成

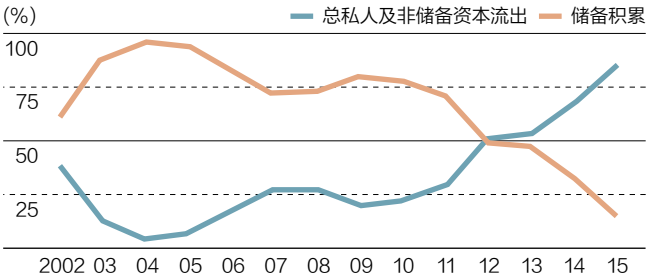


中国家庭、企业和机构投资者对外投资的不断上升导致中国金融资本的整体输出状况发生明显转变，其中不仅包括上面提到的总资本流动的构成变化，也包括外汇储备积累的变化。我们将总资本外流构成分成（i）储备积累及（ii）总私人部门和非储备性质的官方流出加上（负）净误差与遗漏。其中第二类还包括了中国投资有限责任公司（中国的主权财富基金）以及其他国有金融和实体企业的对外投资。图 2-6 显示了这两大构

成在总资本流出中所占比重的三年移动平均值。图表显示，总流出的构成呈现明显变动趋势：储备积累的比例逐渐下降，而私人部门和国有部门官方和非官方的资本流出比重逐渐上升。这种转变是与中国外汇管理局将央行资产负债表的外汇风险转移到家庭、公司和国有企业如主权财富基金的政策调整目标相一致的。

“藏汇于民”（而不是央行）的目标将对中国未来资本外流的构成产生显著影响。尽管拓展多样化的国际资产组合投资表明了中国政府的积极态度，但是由于对国内证券市场和多样化的资产组合机构投资者缺乏有效监督，这种多样化也预示着家庭和企业资产负债表风险的上升。

图2-6 中国的总资本外流结构



注：本图显示了净储备积累和所有其他流出，包括私人流出以及中国官方机构（包括主权基金）的对外投资在总资本流出中占比的三年移动平均值。2015年数据是基于上半年的数据计算得出的

数据来源：国家外汇管理局和CEIC

尽管政府采取了多项措施推动资本账户开放，但最终目标仍然不够清晰。看上去政府的最终目标似乎是尽可能实现资本账户的全面开放，但又不能排除将进行某种程度的行政控制。香港金融管理局前总裁任志刚（2011 年）认为中国的长期目标应该是资本账户完全可兑换。他将资本账户完全可兑换定义为放松资本管制但同时保持对跨境交易的注册和报告的“软”控制。他对资本账户完全可兑换和一个完全不受约束的资本流动账户（资本项目完全自由可兑换）进行了细分。这种细微而重要的区分符合中国政府一贯的领导风格，它为资本账户完全可兑换提供了一条可能的开放路径，同时又能保证政府对市场的控制力。

本章介绍汇率制度的发展、人民币兑美元和其他货币的演变、以及中国外汇交易系统的结构。自本世纪初以来，中国一直采取干预外汇市场而使货币币值被低估的做法倍受美国和国际机构如国际货币基金组织的批评。在很长一段时间里，中国都保持了巨额的贸易盈余及金融账户盈余，说明中国存在大额资金的净流入。为了防止双顺差可能导致的货币升值，中国主要通过购买外汇对外汇市场进行干预，并将外汇投资于发达经济体的政府债券。虽然币值被低估的程度很难被准确度量，但过去十年半中，人民币币值被低估的一个明确的标志就是外汇储备的迅速积累。到2014年6月，中国的外汇储备已经达到3.99万亿美元峰值。

在分析这些进展时，有两点值得注意。首先，尽管中国的确采取了大力干预外汇市场以缓和货币升值的措施，但是自2005年以来，人民币相对于美元和其他贸易伙伴的货币还是出现大幅升值。其次，自2014年夏天以来，人民币升值压力出现逆转，尤其近几个月来，央行实际上采取的是反向干预，即通过消耗其硬通货储备来防止人民币迅速贬值。自2014年6月以来，中国的外汇储备已经下降了大约12%，2015年10月的余额为3.53万亿美元。

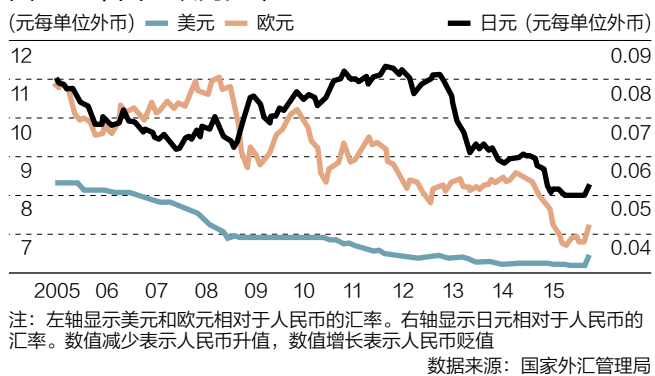
3.1. 汇率管理

自1990年代中期以来，人民币的价值一直与美元紧密挂钩，但自2005年7月起它被允许对美元逐步升值（图3-1）。法定测度上讲，自那时起中国人民银行就开始实施有管理的浮动汇率机制，通过市场供求关系并参考一篮子货币决定人民币币值。中国人民银行每天宣布基准汇率（相对于美元），被允许的日内波幅为正

负0.3%。但在实际操作中，人民币汇率仍然继续以美元为参考，每日波动幅度相当有限，并且逐步进入对美元的升值通道。

2007年5月，人民币单日交易双向波幅相对于基准汇率均扩大至0.5%。随着美国房地产市场于2007年底开始下跌，并最终在2008年下半年引爆全球金融危机，人民币在2008年7月重新钉住美元，直到2010年6月才再次脱锚。2012年4月，人民币兑美元汇率的单日波动区间扩大至央行设定的基准汇率加减1%。2014年3月，单日双向波幅进一步拓宽至2%。尽管中国人民银行尚不允许外汇市场自由决定人民币的价值，但自2005年6月人民币与美元脱钩以来，人民币相对于美元实际上已经升值了约35%。

图3-1 中国：双向汇率



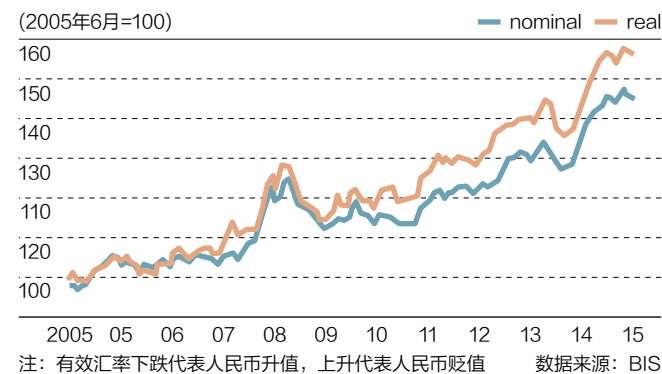
这些举动表面上增加了汇率的灵活性，在过去十年中，以月度汇率变化的标准差来衡量的人民币对美元的名义汇率的波动性在主要新兴市场中是最低的。²⁴ 中国贸易加权有效汇率比名义汇率波动要大一些。²⁵ 尽管用贸易加权有效汇率来衡量的汇率的波动性差距有所减小，但中国的汇率波动在主要新兴市场中依然最低，这

²⁴ 见 Prasad and Ye (2012)。

²⁵ 贸易加权汇率指数是由人民币与主要贸易伙伴的双边汇率计算的加权平均指数，权重反映了在中国外贸总额中每个合作伙伴所占的份额。这个“有效”汇率可以只用双边名义汇率计算得到（即名义有效汇率），也可以通过调整中国及每个贸易伙伴之间的通胀率差异得到（实际有效汇率）。

表明人民币汇率的灵活性要比其它新兴市场国家低。换句话说，中国的有效汇率灵活性更高，但这种灵活性非常有限。自2005年6月以来，以贸易加权来衡量的人民币汇率已经升值了47%（图3-2）。如果考虑通胀因素，人民币在此期间升值幅度更大，约为57%。

图3-2 中国的有效汇率



中国的外汇汇率管理制度具有三个特征：

- 参考定价机制，中国人民银行授权上海中国外汇交易中心（CFETS）每天早上公布当日开盘交易价格。
- 人民币兑美元汇率中间价在上下2%的区间内浮动，从而决定了单日人民币 - 美元汇率波动幅度。
- 有管理的浮动，中国人民银行认定任意一侧的汇率波动过度时会采取措施防止汇率过度波动。²⁶

2015年8月11日，人民银行修改了汇率管理制度特征中的第一条，允许人民币相对于美元贬值1.9%，而另外两个特征保持不变。²⁷ 直至那时，中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的开盘价才被允许可以和前一交易日的收盘价不同。换句话说，8月11日前，人民币单日交易价格相对于开盘价可以上下浮动2%，但

第二日上午的开盘价往往和前一开盘价相同。但8月11日之后情况发生了变化。随着人民币开始在其他时区比如伦敦进行交易，开盘价虽然不要求非得与前一天的收盘价保持一样，但开始与收盘价挂钩。最关键的变化是人民币对美元汇率走势现在更多受市场力量的影响。

8月11日，中国人民银行宣布完善人民币汇率中间价，向市场决定的汇率水平靠拢，从而人民币出现大幅贬值。原则上，这一举措有助于平息所谓中国精心策划了一场货币贬值游戏的批评，因为央行所做的正是减少对外汇市场的干预从而使人民币成为更加自由浮动的货币。此次汇率改革也是相对适度 and 具有防御性的人民币汇率改革策略，目的是释放信号，暗示国际社会，如果美元继续对其他主要货币升值，人民银行将不会坚持让人民币汇率盯住单一的美元。事实上，在2015年汇改之前，人民币贸易加权的有效汇率已经大幅升值（图3-2）。

中国经济增速的快速下滑以及2015年6月中国股市的动荡原本已经引起投资者的恐慌，此次汇率政策的变化更是一石激起千层浪，给已经风声鹤唳的金融市场带来了负面连锁效应。世界各国股市，包括美国股市在内，都出现了大幅下跌，中国的政策被当成是中国应对国内经济疲软的临时之举而不是以市场为导向的基本制度性变革。此举也在全球货币市场也引发广泛反响，被解读为中国央行欲同其他央行诸如欧洲央行和日本央行一样，试图通过让货币贬值的策略来刺激中国国内出口和内需。²⁸

2015年12月11日，中国人民银行在其网站上发文称中国外汇交易中心将开始发布一组贸易加权的人民币指数，间接暗示中国的汇率政策可能会有其他变化。此文的逻辑是：

²⁶ 这个特征摘自中国人民银行首席经济学家马骏在一次会议上的发言。

²⁷ 中国人民银行关于完善人民币兑美元汇率中间价报价的声明，2015年8月11日。<http://www.pbc.gov.cn/english/130721/2941603/index.html>

²⁸ 见“China moves to devalue yuan” Wall Street Journal, August 11, 2015.

“长期以来，市场观察人民币汇率的视角主要是看人民币对美元的双边汇率，由于汇率浮动旨在调节多个贸易伙伴的贸易和投资，因此仅观察人民币对美元双边汇率并不能全面反映贸易品的国际比价。也就是说，人民币汇率不应仅以美元为参考，也要参考一篮子货币。”该文还明确指出发布该指数的目的是“转变公众和市场观察人民币汇率走势的视角。”²⁹

外汇交易中心随后表示将发布三个汇率指数：一是参考 CFETS 货币篮子计算的人民币汇率指数，具体包括在中国外汇交易中心挂牌的 13 种人民币对外汇交易货币；二是参考国际清算银行（BIS）货币篮子计算的指数，该指数包含的货币种类更加多样化；三是参考 SDR 货币篮子，主要是四种储备货币（美元，欧元，日元和英镑）计算的指数。在这些指数中，人民币兑美元汇率的权重最高会达到 42%。相比而言，BIS 指数中的美元的权重仅占 18%，比较符合目前中美贸易的状况。³⁰

此次汇改反映了中国人民银行在实践和交际层面的战略变化。首先，央行将自 2005 年以来原本早就该实施的一项政策最终付诸实践，从而使人民币与美元脱钩变得更容易。其次，如果美元持续走强，此举可以让市场做好应对短期内人民币相对于美元进一步贬值的准备，并集中精力构建一种反映未来人民币走势的基准价格形成机制。但中国人民银行并未透露人民币参考的货币篮子的具体种类以及货币权重。

3.2 在岸和离岸人民币汇率

在第 2 章中我们描述了如何对资本账户进行管制从而限制资金跨境流动以控制汇率波动的节奏。目前人民币交易市场分为在岸（CNY）市场和离岸（CNH）市场。在岸市场交易实际上由中国人民银行管理，通过

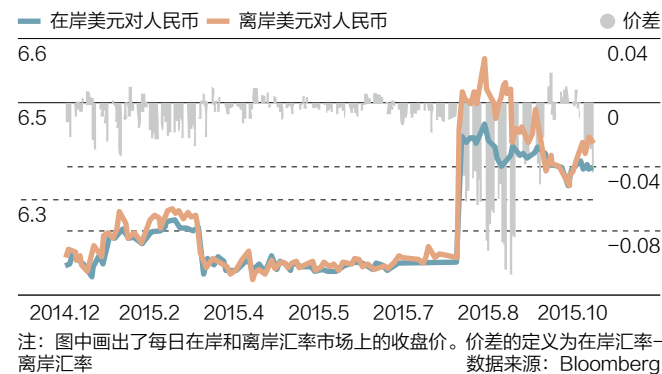
中国外汇交易中心交易系统在银行间外汇市场开展。离岸交易主要在香港银行同业市场进行，大陆政府授权这些独立的从业机构交易人民币。在岸市场受当局监管，因此在岸市场人民币汇率在某种程度上受中国人民银行管控。相反，离岸市场一般不受央行的干预或直接的行政约束。

2010 年以前，离岸市场人民币相关交易非常有限，常常出现离岸市场与在岸市场人民币汇率的明显偏离。2010 年第四季度出台的一系列政策推动了以人民币计价的金融交易的发展，这两个汇率的联系也因此变得更加紧密。这些政策包括批准在港金融机构和银行开设人民币账户、允许香港银行进入境内银行间市场、启动中国人民银行与香港金融管理局的货币互换、以及发行大批人民币计价的债券等。这些措施降低了符合条件的金融市场参与者进入这两个市场的交易成本。因此 2010 年底后，离岸汇率和在岸汇率的走势逐步趋于一致，表明中国在岸和离岸金融市场的融合度增加。

图 3-3 显示，2015 年 1 月至 7 月间，离岸汇率和在岸汇率的变动方向基本一致，两者之间的差距非常小。但这一趋势在八月发生了急剧变化。汇率制度的转变加上 2015 年 8 月 11 日人民币开始贬值，导致两种汇率的走势出现了严重分化。在 8 月剩下的交易日中，人民币离岸市场价格要低于在岸市场价格，反映了人民币的下行压力，很大一部分原因是市场已经将中国领导层的举动解读为政府可能要通过本币贬值提振出口进而促进经济增长。通过干预人民币在岸市场，政府能够限制人民币兑美元汇率的下行压力，但代价是使在岸和离岸汇率之间出现了价差。2015 年九月中旬后，在岸和离岸人民币汇率之间的差距又开始消失。据报道，疑似这是中国人民银行通过中国国有商业银行购入人民币对离岸

市场进行直接干预的结果。³¹ 人民银行是打算继续通过强制干预使两个汇率趋同持续下去，还是打算让在岸汇率更自由地浮动从而使两个汇率在市场的主导下自然而然地趋同，还有待我们进一步观察。

图3-3 在岸和离岸即期人民币对美元汇率

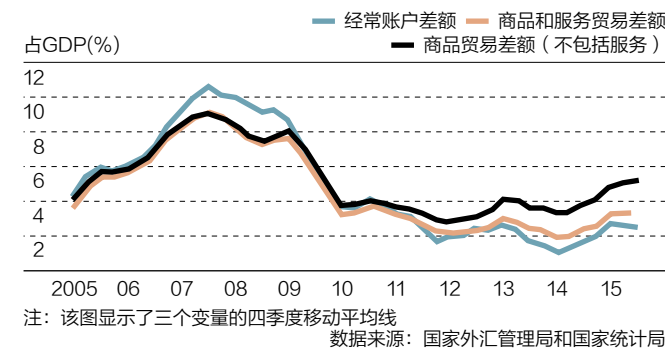


3.3 外部平衡和外汇储备

中国的经常账户顺差和贸易顺差均在 2007 年达到峰值，分别占到 GDP 的 10.1% 和 7.6%。全球金融危机发生后，两项顺差均有所下降，中国的外部失衡状况在很大程度上得到缓解。这两大比率的四季度移动平均值在 2015 年第三季度分别为 2.8% 和 3.4%（图 3-4）。商品贸易差额（仅货物贸易）占 GDP 的比例在 2015 年上升到了 5.5%，表明在年底进口出现下降而出口略微回升。进口价格下降，特别是大宗商品价格下跌是进口金额下降的主要原因。³²

从图上可以看出，中国的外汇储备在 2014 年第二和第三季度达到峰值（4 万亿美元），2015 年 10 月下降到 3.53 万亿美元（图 3-5）。事实上中国的外汇储备连续数年一直在稳步上升，直至 2014 年下半年，随后下跌 1500 亿美元。下跌的部分原因是估值效应导致，

图3-4 中国：经常账户和贸易差额



即中国持有非美元计价的资产如欧元和日元分别对美元贬值，因此把它们转化为美元后估值下降。还有部分原因是由于国际收支的较大变化，中国人民银行采取了干预措施以维持人民币对美元的币值稳定。

2015 年中国外汇储备下降速度增加，2015 年 8 月的降幅高达约 940 亿美元，9 月降幅为 430 亿美元，10 月情况持稳，但 11 月和 12 月外汇储备下跌趋势再度回升，跌幅达到 1950 亿美元，人民币贬值压力加剧。2015 年全年外汇储备损失了 5120 亿美元。³³

外汇储备积累模式的转变归因于两个因素。首先，近几年中国的贸易顺差减少，资本账户出现赤字，这意味着资本（除外汇储备以外）的流出要大于资本流入，表明中国整体资本输出（大致相当于经常项目盈余）状况发生了重要变化。国际收支平衡表的数据显示，2014 年中国的经常账户盈余为 2140 亿美元，而国际储备增加了 220 亿美元（即官方资本流出额），这意味着，私人资本净流出达 1920 亿美元。

资本账户赤字已经引发了人们对资本外逃的担忧，明显的现象是一些国内居民和企业出于对中国国内宏观经济金融形势的担心，正在将资本转移到国外。但换个

²⁹ 中国人民银行“观察人民币汇率要看一篮子货币”2015 年 12 月 11 日，<http://www.pbc.gov.cn/english/130721/2988680/index.html>。

³⁰ 中国人民银行“观察人民币汇率要看一篮子货币”2015 年 12 月 11 日，<http://www.pbc.gov.cn/english/130721/2988680/index.html>。

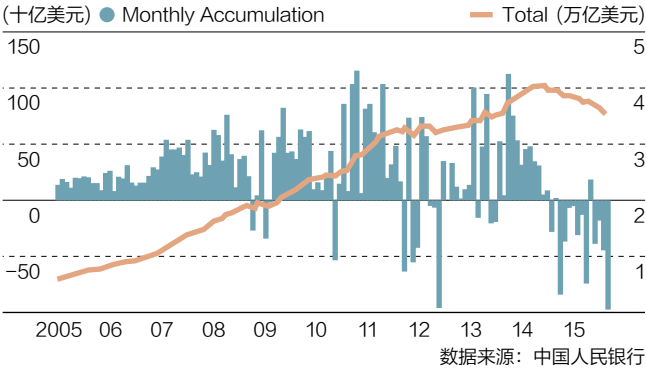
³¹ 见，例如，“China central bank seen ready to intervene again if offshore pushes yuan too far,” Reuters, September 11, 2015, 以及 “China’s offshore currency rate jumps in late trade,” Financial Times, September 10, 2015。

³² 见 “China trade surplus swells as exports rise in boost for yuan,” Bloomberg News, January 12, 2016。

³³ 数据来源于从 CEIC 获取的国家外汇管理局数据。另见 “PBOC in a Quandary Over Capital Controls,” Financial Times, January 25, 2016。

角度看，资本外流也是中国放开资本账户，不断取消对资本流出限制的自然结果。随着中国经济的不断完善和金融市场的持续发展，国内个体和机构投资者必然会考虑投资国外证券来多样化其投资组合。此外，中国企业和金融机构也加快了境外投资步伐以推动其业务的多元化，同时建立获取国外先进技术和经验的新渠道。第 2 章的讨论表明，这是政府坚持资本账户开放的必然结果。但是近几个月对经济增长放缓和股市下跌的担忧的确引发了人们对资本外逃的忧虑，对此问题，我们将在第 8 章详细讨论。

图3-5 中国的外汇储备



3.4 外汇交易

中国人民银行于 1994 年 4 月成立了银行间外汇市场，即中国外汇交易中心，总部设在上海³⁴。中国外汇交易中心受人民银行直接领导。中国外汇交易中心最初的交易系统主要发布人民币对美元的汇率，随后不断扩大，2005 年推出一系列货币买卖。外汇交易中心的功能包括：为银行间同业拆借市场、债券市场、外汇市场等提供交易、交易后处理、信息、基准、培训等服务；

监测市场交易；为央行货币政策的实际操作和传导提供服务；以及其它经人民银行批准的业务。

人民币国际化的顺利推进需要一个能保证多币种交易、流动性充足、具备大量市场参与者和做市商的有序市场。为此，中国政府近年来已经采取了一系列步骤以改善中国外汇交易中心的运作。

目前外汇 / 人民币即期市场上的交易品种包括 12 种货币，有美元、欧元、日元、港币、英镑、澳元、新西兰元、新加坡元、加拿大元、马来西亚林吉特、俄罗斯卢布和泰铢。一些非人民币货币也可以进行直接兑换，如美元兑欧元、美元兑日元，以及欧元兑日元。

外汇交易中心的会员按照合约约定的币种、金额、汇率兑换人民币和外汇，并在两个工作日内结算或者交割。外汇交易中心可以执行两种类型的交易：竞价交易和双边询价交易。在竞价交易中，交易机构根据中国人民银行每天设定的中间价发布买入价和卖出价，中国外汇交易中心的集中平台对出价进行匹配，并作为“中央对手方”提供清算服务。在双边询价交易中，外汇交易商或做市商从其他交易方手里买进或卖出外汇来促成交易，并分别和买方和卖方根据协议约定进行清算和结算。目前境内外机构之间的操作规则和程序没有差别。

中国外汇交易中心最初的市场参与者只有一小部分国有银行。随后几年，该系统的规模不断扩大。截至 2015 年 11 月，已经有 499 家金融和非金融机构成为会员，获准在即期外汇市场上交易。金融机构的成员不仅包括境内外银行机构的控股公司，还包括这些银行在选定省市成立的本地和外资分支机构。获批的成员中有近 100 家外商投资的金融机构，其余均为境内机构。

³⁴ 外汇交易中心总部设在张江，外滩有一个备用中心，北京有一个远程备用中心。外汇交易中心的子中心设立在 18 个省会城市以及国家主要的经济中心城市，包括成都、重庆、大连、福州、广州、汉口、济南、南京、青岛、汕头、沈阳、深圳、天津、武汉、厦门、西安和珠海。

表 3-1. 在中国外汇交易中心获得运营牌照的成员类别

类别	例子
大型商业银行	工商银行（ICBC）、中国银行（BOC）、农业银行（ABC）、中国建设银行（CCB）
国内商业银行的地方分支机构	工商银行广西分行、工商银行云南分行
国内商业银行的境外分支机构	中国银行巴黎分行、中国银行马尼拉分行、交通银行首尔分行
国内股份制银行	招商银行、光大银行、华夏银行、广发银行、平安银行
政策性银行	中国进出口银行、中国开发银行、农业发展银行
农商银行	天津农商银行、上海农商银行
城商行	北京银行、重庆商业银行
大型国有企业的金融子公司	海尔金融集团
外资银行	摩根大通银行（中国）有限公司、法国巴黎银行（中国）有限公司、华美银行（中国）有限公司、巴克莱银行上海有限公司

来源：外汇管理局

表 3-2. 外汇现货市场做市商

国内银行作为人民币 / 外币现货市场做市商（19 家）	外资银行作为人民币 / 外币现货市场做市商（11 家）
工商银行、中国银行、农业银行、建设银行、交通银行、中信银行、招商银行、光大银行、华夏银行、广发银行、平安银行、兴业银行、民生银行、中国开发银行、邮政储蓄银行、上海银行、南京城市商业银行、宁波银行、上海浦发银行。	法国巴黎银行（中国）有限公司、星展银行（中国）有限公司、美国银行－上海、汇丰银行（中国）有限公司、蒙特利尔银行（中国）有限公司、花旗银行（中国）有限公司、渣打银行（中国）有限公司、三井住友银行（中国）有限公司、德意志银行（中国）有限公司、瑞穗实业银行（中国）有限公司、三菱东京 UFJ 银行有限公司上海分行

来源：外汇管理局

表 3-1 中按机构类别列出了机构名单。

2005 年，中国外汇交易中心推出了做市商制度。在这一制度下，一组具备一定实力和信誉的参与者被指定为做市商，发挥促进交易的作用。这些机构是市场顺利运行的重要力量，因为他们随时准备买卖市场上交易的外汇，为市场提供流动性（比如在交易时间内，他们总是为数额较小的交易提供持续的买卖报价）。无论是境内还是境外的金融机构，要申请成为做市商必须持有市场会员资格两年或两年以上，并通过另一个两年的试用期。其他基本要求还包括上一年度银行资本充足率至

少达到 8%（这是在交易规模方面一个很高的排名）并且没有不良的前监管违规记录。

目前外汇现货市场的做市商有 30 家银行，包括几个主要的大型国有商业银行、政策性银行如国家开发银行，股份制银行如光大银行和民生银行、地方级城市商业银行如上海银行和南京城市银行以及外资银行如美国银行（中国）有限公司、花旗银行（中国）有限公司和汇丰银行（中国）有限公司。还有另外四家外资银行，如摩根大通（上海）有限公司等也是试点做市商。做市商的完整名录见表 3-2。

一国国内金融市场的发展是决定该国货币国际地位的主要因素。³⁵ 纵观历史，各储备货币都是在特定环境下受多种因素影响而登上国际舞台，但无一例外的是，这些货币的所有国都拥有能满足本国及外国投资者需求的金融市场。而这样一个金融市场往往需要满足三个条件：

- 宽度：具备多样化的金融工具，包括风险对冲机制和相关工具。

- 深度：具备一定数量的特定金融工具。

- 流动性：具有较高的成交水平（交易量）。

没有大规模的、流动性充足的债券市场，人民币就无法在国际交易中被广泛使用。要增加人民币对外国央行和大机构投资者的吸引力，必须允许他们投资人民币计价的政府债券和企业债券等“安全”资产。而进口商和出口商担心的是资本账户开放带来的汇率波动，他们需要通过外汇衍生品市场降低汇率波动风险。因此，宽度、深度和流动性是一国金融部门评估是否可以开放资本账户开放并将该国货币升级为储备货币时需要考虑的因素。

4.1. 银行系统

中国仍然是以银行为主导的金融体系，银行大部分为国家直接控股。国内贷款发放主要由国有银行决定，绝大部分流向了企业，尤其是国有企业，而非家庭。贷款发放的主要来源是银行系统的巨额存款。2014 年银行存款占 GDP 的 179%（图 4-1），企业存款占 GDP 的 89%，家庭存款占 80%。2014 年 M2/GDP 比值为 193%。³⁶

全球金融危机后，经济刺激效果开始显现，银行

贷款和货币供给增速曾在 2009 年分别创下 34% 和 30% 的历史最高，自 2012 年后一直被维持在 10%–15% 的区间内（图 4-2）。但随着 2009–10 年信贷规模的激增，存量基数增大，意味着银行贷款存量将持续大幅上升。

图4-1 中国：银行存款及货币供应

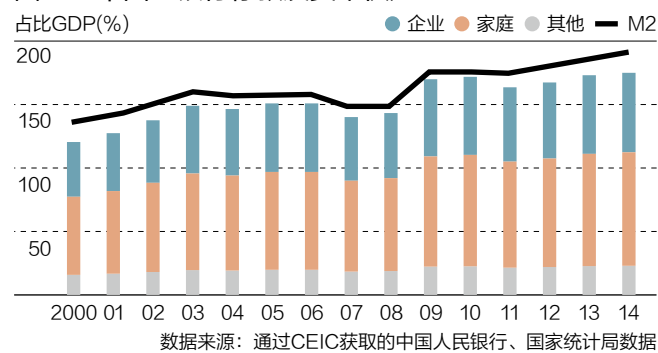
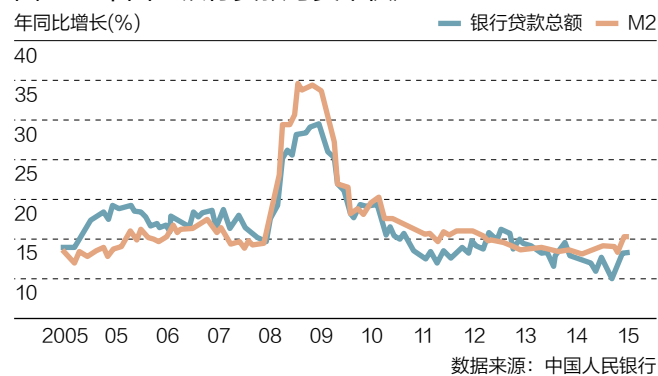


图4-2 中国：银行贷款与货币供应



中国银行业无论规模还是信贷结构看起来尚不足以支撑人民币在国际上的大范围内使用。央行通过设立银行贷款利率下限和存款利率上限，支持了银行部门的发展，但这一利率结构政策抑制了竞争，损害了广义金融

市场的发展。

意识到这点，中国政府这几年来制定了大量改革方案。银行存、贷款利率到现在已经完全市场化。尽管央行仍然给出参考利率，商业银行已经可以完全自主设定利率。自2015年5月起，银行存款保险制度也开始实施。这一制度将政府从原先扮演银行存款隐性担保的角色中解脱出来，把银行推向了市场。保险公司覆盖的存款上限为50万人民币，是中国人均收入的近13倍。尽管存款保险制度覆盖了99.6%的存款账户，但也只相当于存款基数的一半。主要是因为中国大约50亿个银行账户都是小额存款账户（即很多家庭拥有很多个账户），基数较小，而拥有大额存款的企业、机构和富裕阶层占了存款基数的大部分。《存款保险条例》强制所有在中国境内设立的吸收存款的金融机构参加存款保险，保费的大小视银行风险而定，参考因素包括资金充足率、公司治理结构等。存款保险制度有助于银监会及早对有问题银行采取干预措施，帮助问题银行及时发现并解决问题，从而防止出现银行业危机。

总的来看，改革正朝着正确的方向一步步迈进。未来持续深化改革、进一步完善银行体系对包括企业债市场（Haley, 2007）在内的中国新兴金融市场的壮大意义重大，同时也有助于推动中国经济向纵深发展。因为银行信贷体系的扭曲已经阻碍了最具竞争活力的私营企业的发展，而缺少私营企业和家庭的积极参与，很难建立起具有高度流动性的债券市场。

4.2. 影子银行³⁷

影子银行指的是传统银行系统的表外金融活动。金融稳定委员会把影子银行定义为游离于银行监管体系之外的信用中介体系（包括各类相关机构和业务活动）。

该定义暗示银行自身也可以参与吸储放贷等传统业务之外的影子银行业务。

中国影子银行业扩张非常迅速，由于传统银行体系受到诸多监管，直到最近才放开利率管制、高存款准备金率要求，再加上传统金融机构的服务和产品（存、贷款）无法满足社会不断提高的对金融中介服务的需求，催生了影子银行的发展。

对影子银行体系的定义目前尚未达成一致，但主要类别不外乎下述几项：

- 委托贷款：非金融行业的企业是贷款的借方或者贷方，银行只在其中充当金融中介角色，无需承担任何信用风险。

- 信托贷款：不受银行监管的信托公司从事的金融交易，具有银行和基金经理的特征。

- 银行承兑汇票：银行发行的，承诺在一定期限内向持有者支付特定金额的金融工具，承兑汇票由出票人存款作为背书，其本身也可以被用于商业交易抵押。

影子银行体系的定义中还包含大量的其他金融工具，包括银行发行的回报率高于传统银行储蓄收益的各种理财产品（WMPs）。还包括担保、P2P贷款、金融租赁，以及由典当行和其他非官方贷款公司提供的信用产品。

在IMF的定义中，影子银行主要包含上述三项内容：委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票。根据这一保守定义，中国目前的社会融资水平约占到GDP的34%（图4-3）。若按照影子银行的广义定义，考虑其他各种信用工具，甚至把企业债市场也计算在内，那么中国影子银行系统的规模还会更高。另一方面，虽然中国影子银行的增长速度是主要经济体中最快的，但规

³⁵ 本国金融市场发展对该国货币成为储备货币的重要性，见 Tavas (1991)，Chinn and Frankel (2007)，Forbes (2009) 以及 Obstfeld (2011)。

³⁶ M2 是货币供应量的总和，包含现金、活期存款、储蓄存款、货币基金和小面额的定期存款（小于 10 万美元）。

³⁷ 本小节的讨论和数据参考 IMF (2015)，Elloit, Kroeber and Qiao (2015)，Jiang (2015)。

模上，即使按照最高规模估算，也比很多发达经济体来小很多。哥伦比亚大学根据穆迪数据估算了中国影子银行的规模，其最新发布的报告显示，目前中国影子银行资产总量占 GDP 的比重仅为 65%，而美国这一数据为 150%，世界平均水平按照国家规模加权后的比重约为 120%。³⁸

表 4-1 将社会融资总额（TSF）拆分为银行贷款、影子银行、企业债融资及其他形式的贷款。由于银行贷款在社会融资中的相对重要性正趋于下降，这一划分有助于我们更好的理解中国经济信贷发展状况的变动。2014 年底社会融资总额为 GDP 的 193%。

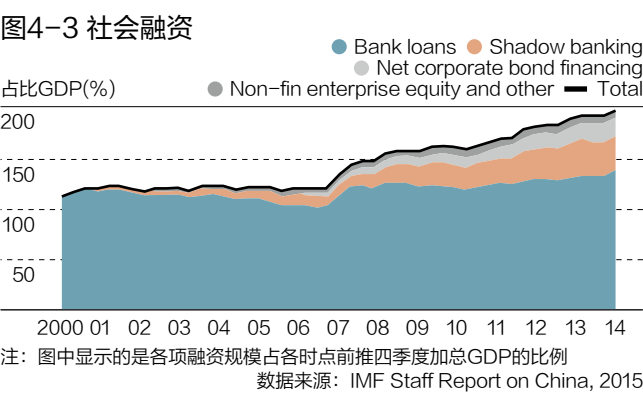


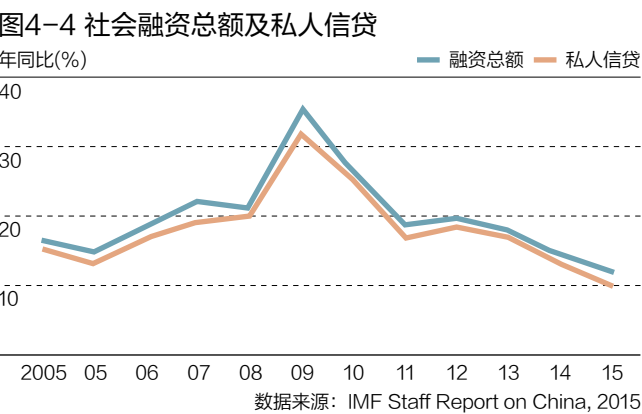
表 4-1. 社会融资总额构成（占比 GDP）

	2003	2008	2014	2008-2014
TSF	119.2	119.9	193.0	73.1
Equity	1.0	4.0	6.0	1.9
LGFV	11.5	16.1	37.1	21.0
Private Credit	106.7	99.8	150.0	50.2
Corporate	88.9	81.7	113.6	31.9
Household	17.8	18.0	36.4	18.4

来源：IMF Staff Report on China, 2015

³⁸ 本见 Jiang（2015）。

从图 4-4 显示，私人信贷和社会融资总额近几年的增长轨迹基本一致。2009 年社会融资总额增速创下最高的 34%，随后持续下跌，2015 年中期仅为 12%。



考虑到影子银行规模扩张可能带来金融稳定性风险，中国当局对银行及非银行金融机构的影子银行活动都进行了更为严格的监管。

比如商业银行的表外业务可能影响到银行的风险状况。而信托公司和其他非银行金融机构背后没有政府的担保，他们的负债很可能变成国家的负债，从而带来更广泛的风险效率损失。考虑到上述任何一种机构出现危机都会影响整体金融系统的信心，政府不得不为这些机构提供“隐性”担保，而这在监管有限的情况下，进一步刺激了这些机构资产负债表的扩张。

2013 年 12 月，国务院颁发内部文件（以下简称“第 107 号文”），明确了影子银行的概念、范围、监管以及政策建议等。该文件主要给出一些宽泛的原则，至于条例的颁布和具体实施还尚待时日。影子银行对金融稳定的影响引发越来越多的关注，如何对该行业进行监管也因此成为备受关注的问题，尤其是针对理财产品的监管。发布的文件还提供了一系列可供选择的重要监管措施，包括：

● 商业银行要为理财产品专设一个部门，并为这些产品建立专门的会计体系。理财产品募集到的资金不能被用于投资商业银行自己的信贷资产³⁹。

● 信托公司必须遵从以下规则：1) 禁止从事“资金池”业务（常见的通过卖理财产品获得现金融资）；2) 因亏损导致资本金下降时必须减少贷款；3) 必须建立风险管理机制，包括延缓高管薪酬激励、限制分红、转让某些业务等⁴⁰。

● 银监会规定保险公司的资产不得低于 30 亿元人民币（约 4.75 亿美元），从而限制保险公司可用做投资的信托基金的范围；规定要对银行间的业务往来加以系统管理，比如对银行间的回购和银行间的借贷进行管理，并对银行间往来业务的资本金、账户和到期日等做出具体规定⁴¹。

● 自 2014 年 7 月底起，商业银行必须向银监会报告理财产品的运行情况⁴²。

● 银监会对信托公司进行评分，并根据其得分采取不同的监管条例⁴³。

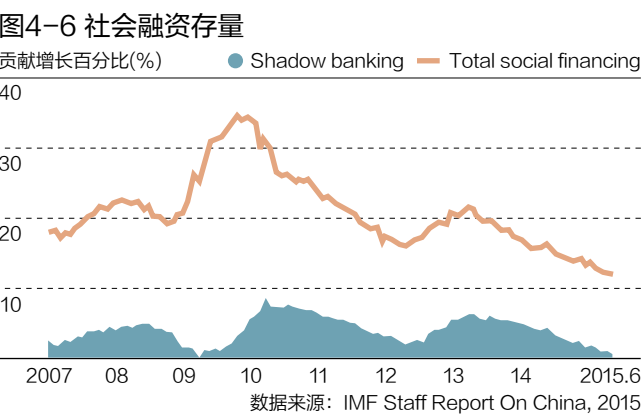
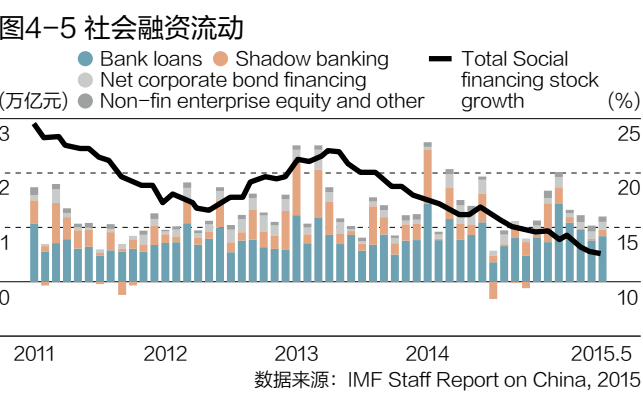
● 中国保险监督管理委员会强调保险投资信托基金的风险，要求信托公司遭受监管条例⁴⁴。

● 中国信托业保障基金公司由中国信托业协会和 13 家信托公司联合创立，注册资本金近 100 亿人民币（约 15 亿美元）。信托公司按照要求拿出管理资产的 1% 作为保险金，在紧急情况下提供短期流动性并帮助陷入困境的信托公司进行重组。⁴⁵

● 商业银行不得承担委托贷款的信用风险。禁止委

托贷款投资于证券、期货、股票和金融衍生品。⁴⁶

这些举措实施后，伴随着影子银行的收缩，社会融资总额的流动性大幅降低（图 4-5）。近几个月来，与影子银行有关的信贷流动已降至低位，甚至为负。这一趋势从图 4-6 可以看出，它表明社会融资总额的逐年下降与影子银行在社会融资总额中比例的降低有密切关系。



³⁹ 中国银行业监督管理委员会，2014 年 2 月

⁴⁰ 中国银行业监督管理委员会，2014 年 4 月

⁴¹ 中国银行业监督管理委员会，2014 年 5 月

⁴² 中国银行业监督管理委员会，2014 年 6 月

⁴³ 中国银行业监督管理委员会，2014 年 8 月

⁴⁴ 中国银行业监督管理委员会，2014 年 10 月

⁴⁵ 中国银行业监督管理委员会，2014 年 12 月

⁴⁶ 中国银行业监督管理委员会，2015 年 1 月

虽然影子银行被视为金融系统中的危险因素，但它同时也扮演着提升经济资源配置的角色。尤其对于很多私营企业，包括中小型企业，他们无法通过传统银行信贷获得贷款，只能依赖影子银行提供贷款。尽管理财产品有其内在风险，但也被当作一种间接推动存款利率自由化的方式。一个受到更好监管的影子银行系统不仅能够开展传统银行业务，还能为该行业带来变革，提升效率。

但影子银行终究不透明，它没有一个像存款保险机制那样的安全后盾。很多影子银行业务本身缺乏严格监管，再加上有些资本市场参与者假定政府会为这些业务做隐性担保，二者一旦合体，非常危险。政府现在已经试图纠正市场参与者的观念，提出允许信托公司和其他机构破产。在目前的形势下，影子银行本身不太可能对整体金融稳定产生很大威胁。但考虑到传统银行与影子银行间在理财产品上的互相关联，风险很可能从影子银行传递到银行系统中，所以政府需要继续关注影子银行业的发展。

4.3. 股市

中国股市的发展是中国取得的众多成就之一。中国两大主要股票交易市场分别为上海证券交易所和深圳证券交易所，两市皆可进行 A、B 股交易。A 股以人民币计价，在 2002 年前，境外投资者不允许购买 A 股。B 股则是以人民币表明面值，以外币认购和买卖（上交所交易单位为美元、深交所交易单位为港币）。中国本土企业可以发行任意类型的股票，但由于 A 股交易量更大，B 股股价一般略低于 A 股⁴⁷。2001 年 B 股市场向境内投资者开放，允许境内居民以合法持有的外汇开立 B 股账户以及交易 B 股。2002 年中国引入合格境外机构投资者机制，境外投资者自那时起获准进入 A 股市场。

⁴⁷ 政府允许之下，中国企业可在香港交易所上市。称为 H 股。

2005 年前，中国股票市场有近三分之二的股票都是政府或国家金融机构直接持有的非流通股。2005 年，中国采取了一系列股改措施，实现了中国企业非流通股的自由流通。此次改革产生了巨大影响，改革后股市市值开始不断攀升，2007 年出现暴涨，但 2008–2009 年的金融危机导致股市大幅下跌（图 4-7）。两市交易量同样在改革后开始上涨。目前，中国股市的市值和成交量已经超过了绝大多数经济体（美国除外，美国依旧在全球股票市值和成交金额中占据主导）。在上海及深圳证券交易所上市的企业数量稳步上升，已经由 2000 年的 1086 家上升至 2015 年 11 月的 2799 家。

图4-7 股市市值

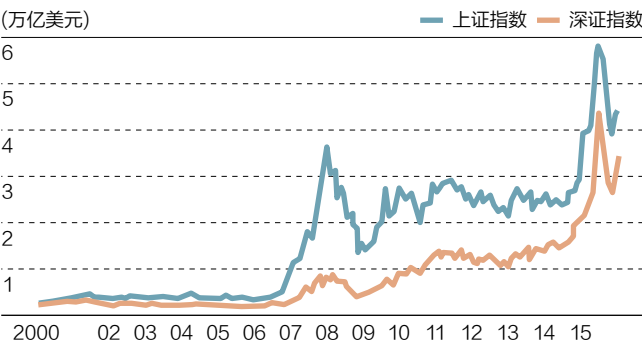
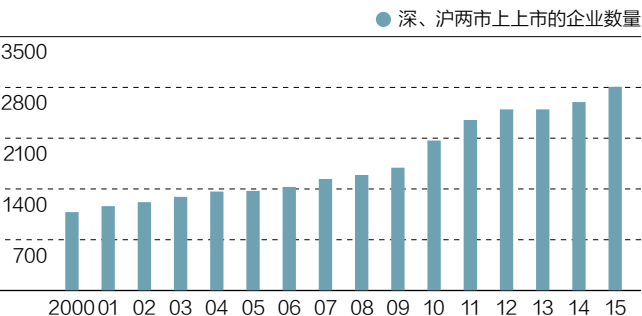


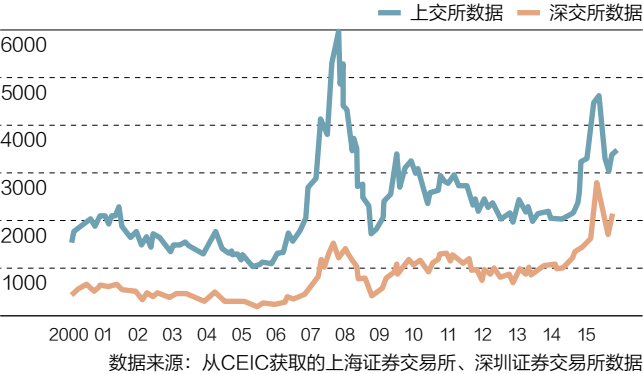
图4-8 在中国股票市场上上市的企业数量



在第 2 章我们曾经提到，原则上中国的股票市场为境内外的投资者皆提供了诸多以人民币计价的投资工具，并且境外投资者可进行投资的渠道也越来越多，甚至可以进入中国 A 股市场。但由于中国对外资的股权投资比例进行了限制，境外投资者在中国股市的整体参与程度依旧有限。

此外，中国股市波动剧烈。自 2014 年年初开始，沪深两大股指均出现大幅上涨，短短一年的时间就涨了一倍多。尽管 2015 年初中国采取了一些限制措施加强对“保证金贷款”（即被用于股票投资的贷款）的管理，但股市仍然维持了上涨态势，直到 2015 年 6 月，才开始回落。并且随着监管的收紧，再加上对中国经济减速的担忧不断上升，股价开始从峰值暴跌（图 4-9）。

图4-9 上证指数、深证指数



⁴⁸ 见 “China Security Ministry to probe ‘malicious’ short selling,” Bloomberg, July 8, 2015; “China rolls out emergency measures to prevent stock market crash,” Reuters, July 5, 2015; “China central bank pledges liquidity support to stock market,” Bloomberg, July 7, 2015; “China stock exchanges step up crackdown on short-selling,” Reuters, August 4, 2014; “China punishes nearly 200 over ‘rumors’ about stocks, blasts and parade,” New York Times, August 31, 2015; “China reporter confesses to stoking market ‘panic and disorder,’” Financial Times, August 31, 2015. Official documents include: “Notice on Modifying Article 15 of ‘SSE Detailed Rules for Implementation of Margin Trading and Securities Lending (Revised in 2015)’” (Shanghai Stock Exchange, August 3, 2015); “SZSE Amends Rules for Margin Trading and Securities Lending” (Shenzhen Stock Exchange, August 4, 2015).
⁴⁹ “China punishes nearly 200 over ‘rumors’ about stocks, blasts and parade,” New York Times, August 31, 2015.

这促使政府推出一系列应急措施来遏制股市动荡。虽被描述为应急措施，但有的措施具有严重的政府干预色彩，已经伤害到政府公信力，并引发对中国市场化方向改革的质疑。这些措施包括抬高股价或者向下打压价格等⁴⁸。

具体而言，减轻股价下行压力的主要措施包括：

- 限制卖空，中国证监会威胁逮捕“恶意卖空”人士
- 自七月起的四个月内暂停新股上市
- 超过一千家股票停牌
- 禁止持有公司 5% 及以上股权的股东出售股票

通过直接干预来抬高价格的措施包括：

- 制定新规定允许养老基金将其净值的 30% 投资于股市（此前养老基金不得投资股票）
- 放宽“保证金融资”规定
- 允许银行使用股权作抵押的企业提供贷款
- 央行通过中国证券金融公司注资券商 2500 亿元（400 亿美元）以应对流动性短缺
- 鼓励国有基金和机构购买股票

其他的宣传措施包括官方媒体发表文章指责“外国势力”引起股市震荡。此外，有近 200 人因散布虚假信息导致市场大跌而被捕。被捕人士包括金融从业人员、监管官员以及财经记者⁴⁹。

但政府稳定市场的措施并没有提振市场信心。2016 年 1 月 4 日，中国证券监督管理委员会（CSRC）出台熔断机制⁵⁰，对市场造成负面影响，主要指数在随后三天里下挫约 14%。在此期间多次触发熔断，而市场参与者试图在熔断触发前抛售所持股票的行为导致情况更加恶化。最后，熔断机制在实行三天后被停用⁵¹。

中国股市一直面临公司治理薄弱、透明度有限、审计标准欠缺及会计账务作假等问题。由于缺乏大范围的机制和监管改革，使得价格发现机制不能有效发挥作用以及整个股市运作效率低下，中国的股票市场始终处于不稳定的状态⁵²。近期的股市波动及政府惯常行事方式加剧了各界对该些问题的担忧。因此，即使允许证券资本自由流入，国际投资者可能依旧不会将巨资投入中国股市。所以中国股市对人民币国际地位的提升助力有限。

4.4. 债市

中国固定收益市场，尤其是企业债市场，较前些年已有了相当发展（表 4-2）。政府债存量约为 3.5 万亿美元，较过去十年上涨了近五倍，相当于 GDP 的三分之一。非金融企业债十年前几乎不存在，现在余额已上升至 1.5 万亿美元左右。但两大债券市场的成交量一直较低。中国对境外投资者投资中国债券市场有一系列的限制，这可能对人民币成为储备货币带来负面影响。最近几年，中国已经开始为国外机构投资者购买中国政府债和企业债券创建渠道，包括出台合格境外机构投资者制度。

表 4-2. 中国政府和公司债权：存量和成交额

(单位: 十亿美元)						
年份	政府债			企业债		
	数量	成交额	周转率	数量	成交额	周转率
2002	328			7		
2003	424			12		
2004	570			22		
2005	788			54		
2006	1038			98		
2007	1426			140		
2008	1898			230		
2009	2062			427		
2010	2349			618		
2011	2459			797		
2012	2725			1176		
2013	2952	496	0.17	1416	263	0.18
2014	3341	1053	0.31	1543	306	0.2
2015	3515	1885	0.54	1570	425	0.27

资料来源: AsianBondsOnline, 亚洲开发银行, 及作者的计算

注释: 成交额指的是二级市场上债券的成交总额。周转率指的是成交总额与每年三、四季度末平均未偿付债券余额之比。回购交易不包含在内。企业债包含金融及非金融企业发行的债券。BIS 于 2012 年修订了债券统计的编制方法。虽然修改后的未清偿债券数据在时间上是前后一致的, 但近期的成交额数据与 2013 年前数据不相符, 因此此前数据在此并未呈现, 缺失的数据用空白表示。2015 年用的是当年 6 月的数据。

⁵⁰ “China’s latest step to curb stocks’ wild ride: Circuit breakers,” CNBC.com, January 4, 2016.

⁵¹ “China Suspends Stock Circuit Breaker Days After Introduction,” Bloomberg News, January 7, 2016.

⁵² See Eswar Prasad, “China’s Fitful Economic Reforms,” The International New York Times, December 2, 2015.

2014 年，中国整个国内债券市场的规模为 5 万亿美元，明显低于美国、日本及欧元区三大储备货币经济体（表 4-3）。美国国内债券市场市值是中国的四倍。有趣的是，中国已发行的国内债券数量比另外两大储备货币经济体——英国、瑞士要高的多⁵³。这表明，中国债券市场的规模原则上不会阻碍人民币走向全球。然而，中国政府债和公司债市场换手率较低，表明中国债市的流动性远不及其他储备货币经济体的债券市场，这恰是境外投资者最关心的一点。投资者更喜欢投资具有较高流动性的市场，方便他们进行大额交易且不用担心交易会引起价格的不利变化。

中国推动人民币成为全球储备货币的雄心能否实现很大程度上取决于中国固定收益市场的发展程度。储备货币经济体往往被寄望于发行高质量、高信誉度的国家债券或国家背书的债券投资工具，以对冲境外投资者国内货币在全球经济下行时的贬值风险。当前中国政府债务水平较其他主要储备货币区域要低。虽然低债务水平提高了政府财政及通货膨胀管控政策的可信度，但安全且具有高流动性的人民币计价资产的供给不足，是人民币成为储备货币的重要制约因素。中国债券市场近期的增长表明，中国金融市场发展的步伐与中国逐步推动人民币成为国际货币的想法和做法是一致的。

表 4-3. 政府债及公司债存量及成交额：国家之间的比较

	政府债			公司债		
	未偿还金额	成交额	周转率	未偿还金额	流通量	周转率
美国	13,063	127,739	9.8	7,718	5,368	0.7
日本	8,216	11,103	1.4	670	37	0.1
欧元区	8,126			3,655		
中国	3,515	1,885	0.5	1,570	425	0.3
德国	1,356	5,919	4.4	267		

资料来源: 美国证券业和金融市场协会的统计摘要（SIFMA）、欧洲央行、德国央行、联邦金融监管局、AsianBondsOnline、CEIC 的数据、印度证券交易委员会、和作者的计算。

注释: 表中数据皆为 2014 年数据。数据不包括货币金融机构如央行发行的债券。政府债包括中央政府及一般政府债务。政府和企业债券未清偿金额及成交额以十亿美元单位计。中国、欧元区、德国和日本的企业债数据包括金融及非金融机构所发行的债券。

⁵³ 见 Prasad and Ye（2012）

4.5 总结：金融市场依旧是薄弱环节

过去十年，中国金融市场在某些方面已经有所改善，但仍有显著差距，尤其是债券市场的发展，无论规模还是流动性相对滞后。更重要的一点，需要尽快健全债务市场的结构，提升市场质量，使人民币成为国际金融交易及外汇储备中被广泛接受的货币。考虑到中国的外债和政府债务水平相对较低，理论上中国债务市场能够迅速扩张，并且不会影响通胀信誉（inflation credibility）或造成经济对外部风险的高度敏感。其中，最重要的是优先加强对企业债务市场的有效监管，这样债券市场的扩张就不会引发金融的不稳定。此外，如果人民币要成为真正的国际货币，为了满足对安全的人民币计价资产的投资需求，要给与境外投资者——官方或个人——更多进入中国债务市场的机会。

本章主要结论是，中国已经在许多领域取得了显著进步，但金融市场发展的某些关键指标还未达标。政府积极提升人民币国际地位的努力很可能因中国金融系统薄弱而中期受阻。

然而，从更广的视角看，虽然过去两年中国改革速

度缓慢且不均衡，但政府的确在金融部门改革上取得了一定进展。金融部门改革是中国政府管理好中国经济，实现资源优化配置，推动高储蓄向生产性投资转化的关键。

政府已经完全放开银行存、贷款利率（虽然中国人民银行依旧设定参考利率）。此前政府一直充当银行存款的隐性担保角色，现在被存款保险制度替代。随着储户对他们存款所在银行财务状况的高度关注，国有银行也越来越受到更多的市场约束。当然，建设更加富有弹性和稳定的现代化金融市场体系还有大量工作要做。目前中国的金融监管体系仍存在诸多监管漏洞；此外，企业债务过高以及影子银行的扩张，都给金融稳定带来较大风险。政府对股市及汇率市场的过分干预在恢复市场稳定的同时也损害了市场信心，给市场带来额外的不确定性。

当前中国政策制定者需要面对的根本问题是能否兑现金融部门改革的承诺，持续深化改革，建立真正的市场经济，为改革发展提供强有力的制度保障。否则，一边想着开放市场，一边又维持政府主导，这种自相矛盾的行为将引发更大的波动性，使改革结果事与愿违。

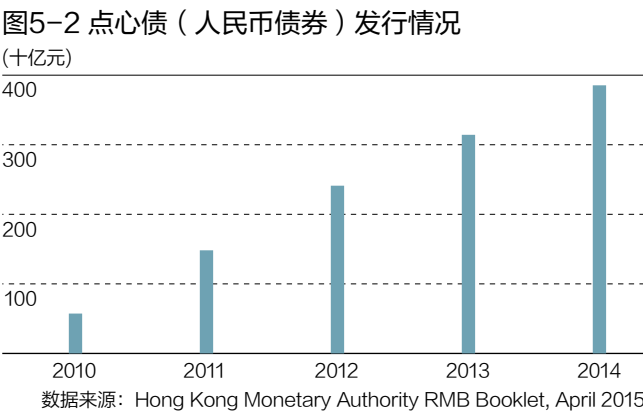
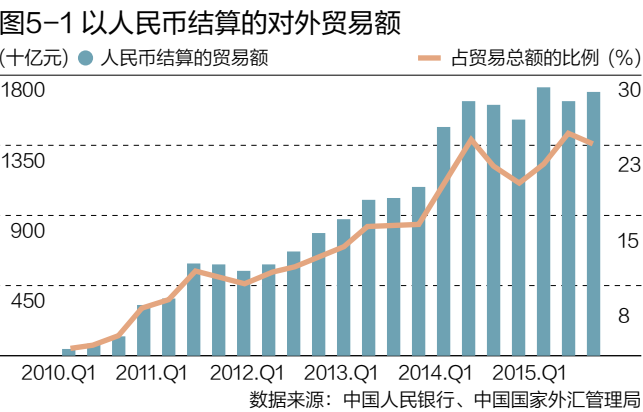
21 世纪初，中国沿用一贯谨慎的渐进式策略开始推动人民币国际化。凭借成熟的金融市场、强有力的监管以及其他制度的配合，香港成为了人民币国际化的最佳试验场。香港做为亚洲地区的国际金融中心，有助于提升人民币的国际影响力。2004 年香港推出个人人民币业务，允许当地居民开设人民币存款账户。2007 年，中国开始借助香港这一平台逐步推动人民币的国际使用：

- 允许使用人民币进行贸易结算
- 放松跨境贸易人民币结算汇款限制
- 允许在香港或其他离岸金融中心发行人民币债券
- 允许特定银行提供离岸人民币存款账户

由于中国对外贸易的高速增长，提高人民币在贸易结算中的使用自然成为人民币国际化的第一步。在很短的时间内，人民币贸易结算额迅速增长。图 5-1 显示，2015 年一季度以人民币结算的贸易额达 1.72 万亿美元，相当于中国贸易总量的 23%，事实上，所有用人民币结算的贸易都几乎与中国有关。人民币结算贸易占比快速上升的走势曾在 2014 年初出现一段时间的停滞，这与当时人民币的升值压力有关。

为支持人民币结算，2006 年 3 月香港启动了银行同业市场的人民币结算系统，提供包括支票清算、汇款处理和银行卡支付服务在内的各种服务。在香港金融机构获准设立人民币账户之前（21 世纪 10 年代中期），人民币清算业务量几乎为零。香港拥有除中国内地之外全球规模最大的人民币资金池，为香港的人民币业务提供了保障。截至 2014 年底，香港有合计 1.1 万亿元（1700 亿美元）的人民币客户存款和银行存单。香港也有人民币融资业务，主要是银行贷款，2014 年底，香港地区的人民币贷款总额为 1880 亿元（300 亿美元）。⁵⁴

另外一个重要进展是人民币债券发行量不断提升。在香港发行的人民币债券又称点心债，截至 2014 年底，已发行点心债券价值为 3810 亿元（590 亿美元），香港成为中国内地之外人民币债券最大的市场，其他人民币债券市场还包括新加坡、台湾地区和英国。图 5-2 显示，2014 年人民币债券发行增速低于往年。人民币债券发行增速趋缓可能隐含着市场对人民币升值预期的转变。截至 2014 年底，42% 的点心债券由中国内地的政府机构、银行和企业发行，40% 的点心债券由海外实体发行（中国内地及香港以外地区）。



⁵⁴ 本段及下段中的部分数据来自香港金融管理局 2015 年 4 月的出版物，“Hong Kong: The Premier Offshore RMB Business Centre”

来自德国、韩国、美国的跨国企业显然认为，通过点心债方式募集人民币然后用于对中国或其他业务投资是一种可接受的方式。

2015 年 10 月，中国人民银行第一次在伦敦发行了 50 亿元（约 8 亿美元）1 年期人民币债券。中国人民银行表示，这是其首次试水离岸人民币债券，这一举动有助于深化离岸人民币市场发展，对于推动跨境贸易和投资的便利化具有积极意义。媒体报道显示，中国财政部准备在不久的将来发行期限更长的人民币债券。⁵⁵

随着离岸人民币市场诸多要素的快速发展，人民币在亚洲地区的贸易和金融交易领域已经占据一席之地。2012 年起，中国政府启动了一系列更为有效的新举措推进人民币国际化。本章接下来的部分将讲述 2012 年之后人民币国际化取得的一项重大进展——离岸人民币清算中心的不断增加，随后从量化角度反映人民币作为支付货币的崛起过程及其在国际金融交易中取得的缓

慢进展。

5.1 离岸清算中心

人民币在国际上能否被广泛使用很大程度上取决于人民币在离岸市场上的流动性和获准从事人民币交易清算的金融中心数量。近年来，中国政府采取了多项措施增加人民币国际清算中心的数量，提升海外交易结算便利度，以推进人民币国际化进程。表 5-1 为已获得中国政府授权的 15 个离岸人民币交易清算中心，它们覆盖的国家十分广泛，其中仅有 5 个离岸清算中心位于亚洲（新加坡、台湾地区、泰国、韩国和马来西亚）。欧洲最主要的 3 个离岸清算中心位于法兰克福、伦敦和巴黎，它们成立于 2014 年。南美洲的 2 个新晋离岸中心位于智利和阿根廷。中国在推动人民币国际化方面可谓雄心勃勃，但美日两国政府和监管机构对人民币的国际化可能缺乏兴趣，这估计也是中国尚未在日本和美国建立离岸清算中心的原因。

表 5-1. 近期离岸人民币清算协议签署情况（不含香港地区和澳门地区）

国家	签署日期（指定清算行日期）	指定人民币清算银行	交易量	人民币支付额占比
新加坡	2012.7.6（2013.2.8）	工商银行	10 万亿元 +（2014.4.8）	6.9%
中国台湾	2012.8.31（2012.12.11）	中国银行	3.1 万亿元（2014.4）	2.6%
德国	2014.3.28（2014.6.19）	中国银行	待定（TBA）	0.6%
泰国	2014.12.22（2015.1.8）	工商银行泰国有限公司	待定	<0.4%
英国	2014.3.31（2014.6.18）	建设银行	待定	5.1%
卢森堡	2014.6.28（2014.9.23）	工商银行卢森堡分行	待定	0.6%
法国	2014.6.28（2014.9.23）	中国银行巴黎分行	待定	1.1%

⁵⁵ 参见 2015 年 10 月 20 日的《金融时报》，“China completes first London debt sale”。

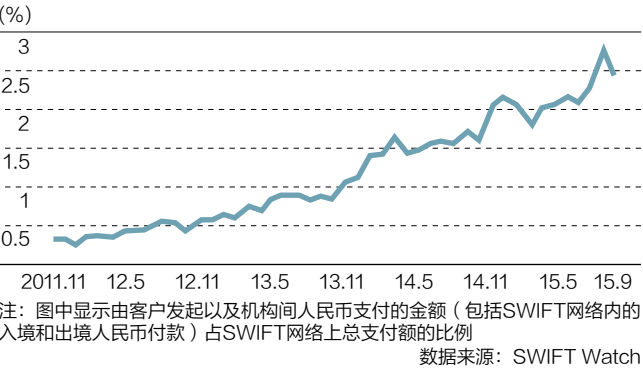
韩国	2014.7.3（2014.7.4）	交通银行	待定	2.3%
卡塔尔	2014.11.3（2014.11.14）	工商银行卡塔尔多哈分行	待定	<0.4%
马来西亚	2014.11.10（2015.1.8）	马来西亚中国银行	待定	0.4%
澳大利亚	2014.11.17（2014.11.17）	中国银行悉尼分行	待定	1.5%
加拿大	2014.11.17（2014.11.17）	工商银行（加拿大）有限公司	待定	<0.4%
瑞士	2015.1.21	待定	待定	<0.4%
智利	2015.3.26	建设银行智利分行	待定	<0.4%
阿根廷	2015.9.17	待定	待定	<0.4%

注：每个离岸清算中心只有一家清算银行；表格第三列显示的是官方授权的人民币清算银行；人民币支付额占比数据来自环球银行金融电信协会 2015 年 7 月公布的 RMB tracker；在列表之外有两个较特殊的成立于十多年前的离岸人民币清算中心，分别是 2003 年 12 月成立的香港清算中心和 2004 年 9 月成立的澳门清算中心，人民币支付额占比分别是 69.8%、0.4%。美国、日本、荷兰尚无人民币离岸清算中心，但这三个国家的人民币支付占比排名前 15 位，分别为 2.68%、0.4%、0.3%。

5.2 人民币作为国际支付货币的使用情况

人民币国际地位提升的一个标志是人民币在支付方面的变化，如在跨境金融交易的清算和结算方面的应用。有关人民币支付的数据主要来自环球银行金融电信协会（SWIFT），它通过统一信息标准的方式，给全世界的金融机构提供金融交易的信息交收网络。金融机构通过它与同业交换电文，从而完成金融交易。尽管 SWIFT 传输金融信息，它并不执行交易的清算和结算。而金融机构有多种手段来交换交易信息，因此 SWIFT 的交易流水数据不代表整个市场或行业的数据，不过，大部分国际间银行同业交易信息还是通过 SWIFT 网络传输。SWIFT 的人民币数据主要记录参与人民币支付业务的机构数量以及全球范围内的人民币入境及出境支付。该数据也可以反映在 SWIFT 网络中人民币支付占全部支付额的比例。图 5-3 表明，近年来人民币支付占支付总额的比例在大幅提高，从 2011 年底的 0.3% 升到了 2015 年 8 月的 2.8%，虽然 2015 年 9 月微降至 2.5%，但上升趋势没有发生根本变化。

图5-3 人民币支付占支付总额的比例



尽管曲线仅表现为温和上升，但它表明，在全球支付系统的重要性排名中，人民币已从 2012 年底的 20 名上升至 2015 年 9 月的第 5 名（图 5-4），仅次于美元（占比 43.6%）、欧元（占比 28.5%）、英镑（占比 8.7%）和日元（占比 2.9%）。2015 年 8 月人民币一度曾超过日元跃升至第 4 名，从目前趋势看，人民币可能在不久的将来重回第 4 名的位置。

图5-4 人民币作为全球支付货币的重要性排名

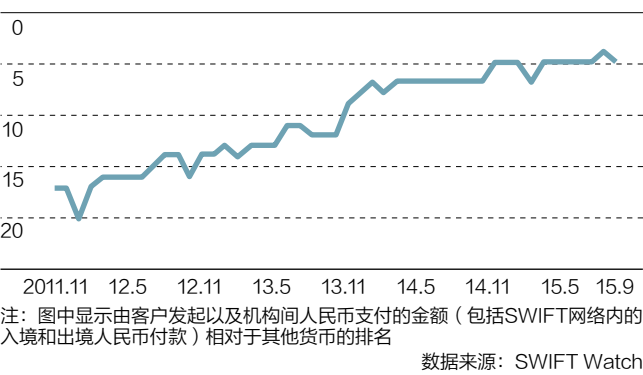


图 5-5 显示的是人民币支付交易发生的区域。2012 年香港占主导地位，约占 SWIFT 网络内交易的 80%，2015 年尽管香港仍占主导地位，但占比降至 70%。

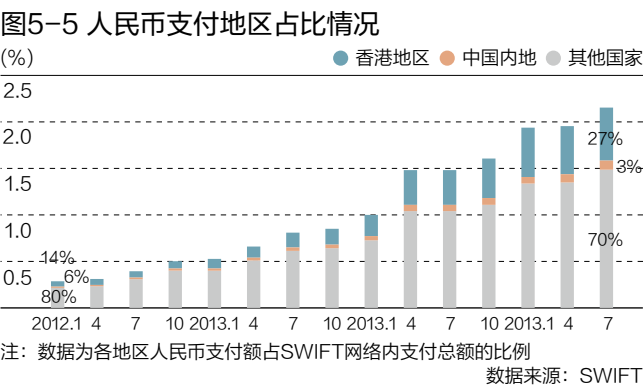
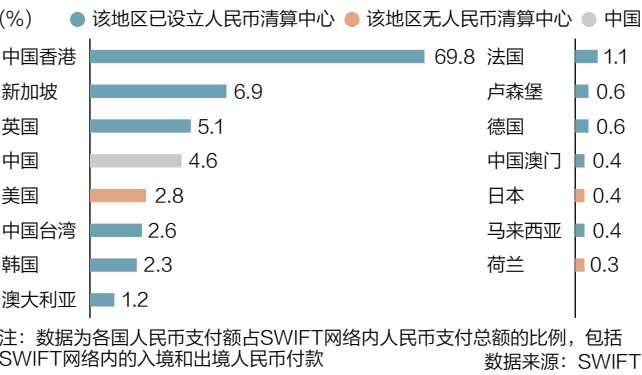


图 5-6 详解了人民币支付总额排名前 15 的地区，新加坡、英国分别占 6.9%、5.1%，中国自身仅占不到 5%，名单上的国家大多成立了人民币清算中心。美国是个例外，美国没有人民币清算中心但它的人民币支付额占 SWIFT 网络内人民币支付总额的比例仍接近 3%。

SWIFT 数据所反映出来的人民币国际地位的上升虽然值得关注，但还有几个问题需要重视：首先，SWIFT 的业务量占到全部跨境支付流量的约 80%（代理银行业务），其余跨境交易需要通过其他渠道而不是

图5-6 人民币支付前15位国家/地区



SWIFT 支付；其次，SWIFT 无法计算金融机构内部的支付情况，因为金融机构可能使用它们内部专用的网络或系统；第三，SWIFT 无法计算一国境内的大量支付交易，比如，通过联邦电子资金转账系统的资金服务（Fedwire funds service）支付的资金不在 SWIFT 的统计范围内；第四，金融流水（信息发送和接收）侧重于跟踪银行与银行间的交易情况，而非实际的商业交易活动，比如，中国和南非通过美国的银行完成的一笔支付在 SWIFT 系统中会变成两条信息，一条是非洲和美国之间，另一条是美国和中国之间，这可能使得这笔交易的金额被重复计算，造成 SWIFT 统计的支付额是实际交易金额的两倍。除去这些因素，SWIFT 的数据确实反映了人民币作为国际支付货币地位的提升，不过人民币要成为能与美元地位比肩的主要国际支付货币仍有很长的一段路要走。

5.3 人民币在国际金融交易中的使用仍然有限

人民币的国际化有赖于其国际金融交易中的使用情况。贸易计价和结算货币的选择与该货币在国际金融交易中的使用范围有关。本节将对外汇市场交易量、衍生品市场和国际债券计价币种的数据进行分析。大部分数据来自 BIS 三年一次的央行调研，最近一次调研为 2014 年，包含 2013 年的数据。⁵⁶

外汇市场交易量是能够较好地反映某一货币成为交易媒介货币的潜力指标。如表 5-2 所示，目前人民币占有所有外汇交易量的比例超过 2%（因为每笔交易都涉及 2 种货币，因此交易总量为 200%）。这个比例虽然看起来很低，但在这样相对较短的时期内，对于一个还不能自由兑换的货币而言，它已经意味着相当大的增幅。照此标准来衡量，美元无疑占据主导地位，2013 年美元占有所有外汇交易量的比例达 87%，四大国际储备货币（美元、欧元、日元和英镑）和澳元、瑞郎合计占有所有外汇交易量的比例高达 169%。其他主要新兴市场货币占比均在 2% 以下。

表 5-2. 全球外汇交易量的币种分布情况 (单位: %)

	2001	2004	2007	2010	2013
美元	89.9	88.0	85.6	84.9	87.0
欧元	37.9	37.4	37.0	39.1	33.4
日元	23.5	20.8	17.2	19.0	23.0
英镑	13.0	16.5	14.9	12.9	11.8
澳元	4.3	6.0	6.6	7.6	8.6
瑞郎	6.0	6.0	6.8	6.3	5.2
印度卢比	0.2	0.3	0.7	1.0	1.0
俄罗斯卢布	0.3	0.6	0.7	0.9	1.6
人民币	0.0	0.1	0.5	0.9	2.2
南非兰特	0.9	0.7	0.9	0.7	1.1
巴西雷亚尔	0.5	0.3	0.4	0.7	1.1
所有货币	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0

来源：BIS Triennial Central Bank Survey

注：所有货币合计比例为 200% 是因为每笔外汇交易都包含 2 种货币，数据剔除了当地和跨境交易商间重复计算的交易，即采用净值基准（“net-net” basis）。

⁵⁶ 关于概念和数据的进一步讨论详见 Prasad and Ye (2012)。

表 5-3. 全球外汇交易量的地理分布情况 (单位: %)

	2001	2004	2007	2010	2013
英国	31.8	32.0	34.6	36.8	40.9
美国	16.0	19.1	17.4	17.9	18.9
新加坡	6.1	5.1	5.6	5.3	5.7
日本	9.0	8.0	5.8	6.2	5.6
中国香港	4.0	4.1	4.2	4.7	4.1
瑞士	4.5	3.3	5.9	4.9	3.2
德国	5.4	4.6	2.4	2.2	1.7
俄罗斯	0.6	1.1	1.2	0.8	0.9
中国	...	0.0	0.2	0.4	0.7
印度	0.2	0.3	0.9	0.5	0.5
巴西	0.3	0.1	0.1	0.3	0.3
南非	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
合计	78.5	78.1	78.6	80.3	82.8

来源：BIS Triennial Central Bank Survey

注：其他占比在 1% 以上的国家还包括澳大利亚、法国、加拿大、丹麦和荷兰；省略号表示该数据当年无法获取；数据剔除了当地交易商间重复计算的交易，即采用净值基准（“net- gross” basis）；外汇交易市场覆盖率在 90%-100% 之间，涵盖大多数国家。

从外汇交易的地理分布来看，中国的优势在于拥有香港这一重要外汇交易清算中心（表 5-3）。香港占到全球外汇交易量的 4%（英国占 41%，美国占 19%），从提升货币国际化程度的角度而言，香港为人民币奠定了良好的基础，使其比其他新兴市场的货币更具竞争力。

总的来看，人民币即期和衍生品交易的确取得了显著发展，但仍欠发达（如表 5-4）。过去人民币在即期交易中的占比相对其他主要经济体要低，但 2010–2013 年情况发生了转变（BIS 三年一次的央行调研数据是从 2010 年起统计）。人民币的外汇衍生品交易量曾经远低于主要国际储备货币，如今也有所改善。中国的商品期货市场在全球也有一定影响力（此处未展示），根据期货 / 期权交易量排序，中国三大商品期货市场都能排进全球衍生品市场前 20 名。这些数据表明，中国在推进人民币国际化方面取得了一定的进展。

在人民币的引领之下，其他新兴市场货币占全球外汇交易量的比例也有所上升（如表 5-5），不过，美元、欧元和日元仍占据即期和衍生品市场的主导地位。人民币已经取得了巨大进步，尤其是在即期、直接远期和外汇掉期市场，虽然从全球占比来看仍然较小，但比其他新兴市场货币的交易量要高的多。

表 5-5. 2013 年 4 月全球外汇交易市场日均交易量 (单位: 十亿美元)

	即期	远期	外汇掉期	货币掉期	卖出期权	买入期权	全部期权	其他外汇交易合约
美元	1691	588	2030	50	189	188	293	4652
欧元	754	178	766	18	48	46	70	1786
日元	612	123	332	11	94	99	153	1231
英镑	227	69	301	5	19	20	29	631
澳元	196	50	183	6	19	19	27	462
瑞郎	84	27	149	1	8	8	14	275
人民币	34	28	40	1	11	11	17	120
南非兰特	19	7	31	0	1	1	2	60
俄罗斯卢布	37	9	37	0	2	2	3	85
印度卢比	15	24	10	0	2	2	3	53
巴西雷亚尔	11	34	1	3	8	7	11	59

来源：BIS Triennial Central Bank Survey

表 5-4. 全球外汇交易量按币种和投资工具分布情况 (日均交易量中的比例, 单位: %)

	即期	远期	外汇掉期	货币掉期	期权及其他工具
美元	36.3	12.6	43.6	1.1	6.3
欧元	42.2	10.0	42.9	1.0	3.9
日元	49.7	10.0	27.0	0.9	12.4
英镑	36.0	10.9	47.7	0.8	4.6
澳元	42.4	10.8	39.6	1.3	5.8
瑞郎	30.5	9.8	54.2	0.4	5.1
南非兰特	31.7	11.7	51.7	–	3.3
俄罗斯卢布	43.5	10.6	43.5	–	3.5
印度卢比	28.3	45.3	18.9	–	5.7
巴西雷亚尔	18.6	57.6	1.7	5.1	18.6
人民币	28.3	23.3	33.3	0.8	14.2

来源：BIS Triennial Central Bank Survey 注：表格显示了每一种货币在 5 种外汇交易方式中的比例, 每行合计为 100%；数据剔除了当地和跨境交易商间重复计算的交易, 即净净值基准 (“net-net” basis)。

人民币在利率衍生品市场的占比也较低。在中央对手清算的交易中，人民币利率衍生品仅占交易总数的 0.9% 以及交易名义价值的 0.2%（如表 5-6，A）。

在全部交易中，上述两项占比低至 0.5% 和 0.1%（如表 5-6，B）。

表 5-6. 2012 年利率衍生品交易情况

A. 由中央对手清算的交易

	名义价值总额		交易总量	
	单位: 十亿美元	占比 (%)	交易量	占比 (%)
欧元	80018	33.9	628417	25.3
美元	75502	32.0	702401	28.3
日元	29271	12.4	267440	10.8
英镑	20526	8.7	234049	9.4
瑞郎	2652	1.1	32221	1.3
南非兰特	1792	0.8	30080	1.2
巴西雷亚尔	776	0.3	15658	0.6
印度卢比	742	0.3	43097	1.7
人民币	435	0.2	22417	0.9
俄罗斯卢布	1466	0.6	6648	0.3
占比	213180	90.3	1982428	79.8
合计	236185		2483499	

B. 所有交易

	名义价值总额		交易总量	
	单位: 十亿美元	占比 (%)	交易量	占比 (%)
欧元	172596	34.8	1103212	25.6
美元	172099	34.7	1320501	30.7
日元	64845	13.1	64845	1.5
英镑	42325	8.5	425289	9.9
瑞郎	5921	1.2	77470	1.8
南非兰特	2387	0.5	49975	1.2
巴西雷亚尔	775	0.2	15658	0.4
印度卢比	742	0.1	43097	1.0
人民币	435	0.1	22417	0.5
俄罗斯卢布	132	0.0	6648	0.2
占比	462257	93.2	3129112	72.7
合计	495889		4302569	

来源：Tri-Optima Trade Repository Report, 2012

注：CCP（中央对手清算制度）是指与中央对手方进行的利率交易，由 G14 和非 G14 交易商根据不同币种交易量加总得出；Tri-Optima Trade Repository Report 现在不再发布这些数据；存款信托及结算机构（The Depository Trust and Clearing Corporation）管理这些数据，但不对外公布。G14 交易商是指全球最大的 14 家交易商，包括：美银美林、巴克莱资本、法国巴黎银行、花旗银行、瑞士信贷、德意志银行、高盛、汇丰银行、JP 摩根、摩根士丹利、苏格兰皇家银行、法国兴业银行、瑞银集团、美国富国银行。

衡量某一货币在国际金融交易中使用潜力的另一个指标是以各种形式发行的该货币国际债券（在货币本国以外发行的债券）占国际总债券的相对规模。表 5-7 显示，现有的国际储备货币占绝对主导地位，美元和欧元合计占未清偿国际债券与票据总量的 82%，前 5 大国际储备货币占未清偿国际债券与票据总量的 95%，人民币仅占 0.5%，其他新兴市场货币也和人民币差不多。

图 5-7. 未清偿的国际债券与票据 (选取 10 种货币)

	2015 年 6 月 (单位: 十亿美元)	比例 (单位: %)
美元	8816	42.7
欧元	8092	39.2
英镑	1988	9.6
日元	402	1.9
瑞郎	295	1.4
人民币	98	0.5
巴西雷亚尔	37	0.2
南非兰特	29	0.1
俄罗斯卢布	21	0.1
印度卢比	7	0.0

来源：BIS Quarterly Review, Detailed Statistical Annex, Table 13B, September 2015

5.4 人民币跨境支付系统（CIPS）

银行同业支付系统是金融市场的基础，大多数国家银行间资金转移和货币清算都依赖这个系统。单个金融机构总能通过代理银行来满足它们资金转移和支付的具体需求，但这一手段效率低、成本高，尤其是在每天交易量巨大，还涉及跨境支付的情况下。支付系统可以提供集中平台帮助银行同业完成境内和境外的交易清算。

中国境内的人民币支付系统是人民币大额支付系统 (CNAPS)，由于其采用的代码与国际标准不一样，大大限制了该系统的应用。因此，近期中国推出了一套新的支付系统——人民币跨境支付系统（CIPS），新系统采用了更多国际公认的标准以适应包括贸易、投资在内的人民币跨境交易。

人民币跨境支付系统的主要功能是为从事跨境人民币业务及离岸人民币业务的金融机构提供清算和支付服务。CIPS 一期于 2015 年 10 月 8 日启用，根据人民币银行的计划，一期的主要功能是便利跨境人民币业务处理、支持跨境货物贸易和服务贸易结算、跨国直接投资、跨境融资和跨境个人汇款业务，营业时间覆盖非洲、亚洲、欧洲和大洋洲时区，提升了跨境人民币结算的可行性；二期将扩展到支持其他形式的人民币跨境活动和离岸资金结算，中国人民银行将与 SWIFT 合作引入 ISO20022 报文标准，支持中英文传输。解决了 CNAPS 固有的局限后，CIPS 有望大大降低信息传输成本，增加人民币的国际使用。

CIPS 首批直接参与机构包括 19 家境内外中资银行，分别是工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、招商银行、浦发银行、中国民生银行、兴业银行、平安银行、华夏银行，汇丰银行（中国）、花旗银行（中国）、渣打银行（中国）、星展银行（中国）、

⁵⁷ 人民币国际化重要里程碑，中国人民银行，2015 年 10 月 14 日。

德意志银行（中国）、法国巴黎银行（中国）、澳大利亚和新西兰银行（中国）和东亚银行（中国）。此外，同步上线的间接参与者包括位于亚洲、欧洲、大洋洲、非洲等地区的 38 家境内外银行和 138 家境外银行。⁵⁷

现在的问题是系统会如何改变原来的交易规则。此前提到，中国人民银行指定了 15 个人民币离岸清算中心（不包含香港和澳门）和主要的大型国有商业银行（工商银行、中国银行和建设银行）的海外分支机构从事人民币清算业务。理论上，由于合格机构无论远近都能直接接入在岸清算银行或中心平台，CIPS 的建立将瓜分离岸清算中心的权利。事实上，CIPS 目前只在几家特定的银行机构中试运行，尚未扩展至全部参与机构，也不清楚设在各离岸清算中心的大型国有商业银行的海外清算分支机构是否会被纳入 CIPS 系统，不过从实际情况来看，CIPS 很可能是现有离岸清算系统的补充而非替代。支付系统虽然是为公共利益服务，但并不意味着它永远是由政府管理的国有机构。以美国为例，美国有两套并存的银行同业支付清算系统，一套是私人银行组织纽约清算所的“银行同业支付系统（CHIPS）”，另一套是美联储的联邦电子资金转账

系统（Fed Wire）。Fed Wire 专注于国内业务，为美联储所有成员银行提供支付和清算服务，CHIPS 同时提供国内和国际业务，仅有 47 个大型金融机构成员。过去，CHIPS 专门从事外汇交易中的美元部分清算，现在它的业务越来越转向国内市场。中国的 CIPS 将类似美国的 CHIPS，不过，控制权仍掌握在中国政府手中，通过这个系统政府能够掌握系统内的交易信息，保持对跨境金融交易的监管。

有必要强调一下国内支付系统和 SWIFT 的区别，SWIFT 并非资金转移系统，而是银行同业的信息交换系统，是 1973 年全球金融机构为更快、更有效的交换信息而设计的一套标准化的信息传输系统。因此，一般情况下，尽管各个国家采用的国内和国际支付系统都依赖 SWIFT，也遵循它的标准，但都不能替代 SWIFT。不过也有另外一种可能，当中国的 CIPS 采用和 SWIFT 相同的标准，CIPS 可能被设计成独立于 SWIFT 的国际人民币交易系统，这个系统将兼具资金转移和信息交换的功能。不论 CIPS 最终采取哪种形式，最重要的一点是新支付系统引入了国际标准，有效促进了人民币在国际上的使用。

获得储备货币地位会带来包括声望在内的无形和有形的效应。发行储备货币的国家从国外获得铸币税收入——通货膨胀减少了国内外投资者持有的货币价值——更易于以较低成本发行以本国货币计价的外债。从这一点来看，这一地位会带来更多以中国本国货币计价和结算的贸易交易，国内进出口企业面临的汇率风险也会降低。而成为储备货币的潜在成本包括对货币外部价值控制力的减弱和汇率更容易波动。因此，原则上，这一地位也带来了更大的责任，因为储备货币国国内的货币政策可能会给其他经济体造成较大的溢出效应。

人民币作为储备货币的前景将受以下标准的影响：

- 经济规模
- 宏观经济政策
- 资本账户开放
- 弹性汇率
- 金融市场发展

本章评估了在前两个标准方面人民币是如何达到要求的，总结了其在取得储备货币地位方面的进展。中国在后面三个标准方面的进展已经在前面章节中进行了阐述。

6.1. 经济规模

一些经济学家已经证明，中国庞大的经济规模和发展活力使其货币可能成为全球储备货币。⁵⁸ 如表 6-1 所示，中国很显然已经成为经济大国，其以市场汇率计算的名义 GDP 在 2014 年占全球 GDP 的 13.4%。以购买力平价（PPP）计算，中国的经济体量已经稍大于美国，占据全球 GDP 的 16.3%。

⁵⁸ 参考如：Chen, Peng, and Shu (2009); Subramanian (2011)。

表 6-1. 2014 年全球 GDP 排名

	名义 GDP		以 PPP 计值的 GDP	
	单位：十亿美元	在全球的占比	单位：十亿美元	在全球的占比
美国	17419	22.5	17419	16.1
欧元区	13391	17.3	—	—
中国	10380	13.4	17617	16.3
日本	4616	6.0	4751	4.4
英国	2945	3.8	2549	2.4
加拿大	1789	2.3	1592	1.5
澳大利亚	1444	1.9	1095	1.0
瑞士	712	0.9	473	0.4

来源：IMF 世界经济展望数据库，2015 年 4 月

备注：PPP 计值的 GDP 是指经购买力平价调整措施调整后的 GDP。

中国过去三十年的经济增长确实是令人振奋的，同时应该看到的一点是，在成为富裕国家之前，尤其是拥有发达的金融市场和被广泛信赖的公共机构之前，中国的经济规模已经变的足够大，影响力已经在不断增强。如果规模是主要的衡量标准的话，那小国家如瑞士也将成为世界主要储备货币国之一，而瑞士的 GDP 还不到中国的十分之一。

实现国际化或者成为储备货币的另一个重要标准是经济体在世界贸易中的份额及其与其他经济体的贸易联系。尽管贸易流量大并非一个国家货币国际化的充分条件或者必要条件，但确实能够提升该经济体的货币作为结算货币的潜力。这是克鲁德曼（1995）货币结算三角模型的潜在含义，即出于规模经济的原因，经济体更倾向于使用大国（按贸易衡量）货币。

目前，中国贸易总额仅略低于两大主要经济体——欧元区和美国（表 6-2）。中国现在占据世界商品和非要素服务贸易的 8.5%(A 格)，仅次于欧元区和美国(欧元区的数据包含区域内部的交易)。如果仅以商品贸易来衡量贸易额，前三名的排名不变，中国的占比提高到 10.5%。相对经济体的规模而言，中国贸易额占 GDP 的比重很高，比欧元区、美国和其他主要新兴市场都要高。这些指标均表明，中国的贸易在世界贸易中的地位日益突出。

除了贸易额，另一个重要标准是经济体通过贸易

与其他经济体的相互联系的程度。这会促进其他国家的交易者采用该经济体的货币进行交易。Errico and Massara (2011) 发现，用贸易流来衡量，2010 年中国在贸易流向方面是第二大最具关联度的国家，2000 年时中国仅排名世界第五。以贸易规模来衡量，中国排名第二位，但贸易系统重要性排名第一。美国贸易规模排名第一，贸易关联度排名 19，贸易系统重要性排名第六。⁵⁹ 这项研究此后没有更新，由于中国在世界贸易份额中比重的不断增加，之后的排名估计保持不变。

表 6-2. 各国在世界贸易中的占比情况 (%)

A. 商品和非要素服务贸易

	出口	进口	贸易总额
欧元区	27.82	26.99	27.42
美国	9.91	12.49	8.62
中国	9.98	9.32	8.48
德国	7.48	6.65	5.77
日本	3.64	4.34	3.22
大不列颠联合王国	3.53	3.91	2.50
俄罗斯	2.38	1.88	1.73
印度	2.05	2.42	1.58
瑞士	1.87	1.60	1.29
巴西	1.12	1.40	0.98
南非	0.46	0.51	0.41

B. 商品贸易

	出口	进口	贸易总额
欧元区	13.92	11.98	12.95
美国	8.76	12.50	10.65
中国	11.51	9.46	10.48
德国	8.00	6.26	7.12
日本	3.75	4.21	3.98
大不列颠联合王国	2.58	3.58	3.08
俄罗斯	2.67	1.62	2.14
印度	1.77	2.14	1.95
瑞士	1.76	1.44	1.59
巴西	1.20	1.22	1.21
南非	0.50	0.52	0.51

来源：IMF 国际金融统计数据，世界银行世界发展指标，欧盟统计局 备注：欧元区数据包括该区域内各国之间的交易

⁵⁹ 荷兰在关联度方面排名第一，虽然这个国家很小，但是非常开放的经济体，拥有广泛的贸易联系。其他一些国家系统性贸易重要性排名如下：德国（2），韩国（7），日本（9），印度（14），俄罗斯（19），巴西（20）。

6.2. 宏观经济政策

宏观经济政策用以稳定长期通胀预期并促进宏观经济稳定，通常是储备货币的重要条件。相对于主要的储备货币经济体而言，中国显性的公共债务水平较低。2015 年，中央政府债务水平约占 GDP 的 17%。从宏观经济稳定的角度来看，这有着积极意义，尽管它意味着人民币计价的“安全”可投资的资产有限。IMF 还计算了一个衡量“增扩”债务（Argument Debt）的指标，该指标涵盖了各种类型的地方政府举债，包括使用地方政府融资工具（LGFVs）通过银行贷款、债券、信托贷款及其他融资渠道进行的预算外借债。根据 IMF 的估算，2015 年，中国公共债务占 GDP 的比值约为 57%，仍然低于发达经济体公共债务与 GDP 比值的中位数。⁶⁰ 此外，近年来，中国政府预算赤字一直很小，2011 年预计为 GDP 的 2.5% 左右。再综合考虑中国的公共债务管理水平，他们预示在应对国内外冲击时，中国有使用财政政策的空间。⁶¹

近期中国通货膨胀率相对稳定，自 2000 年以来，大多数其他主要经济体也是如此。在 2000–2020 年期间，作为储备货币的发达经济体中，年度消费者物价指数（CPI）涨幅的标准偏差均在 1% 左右。这期间，新兴市场通胀的标准偏差在 3% 至 4% 范围内，中国是其中最低的，标准偏差为 2%。⁶² 2014 和 2015 年，CPI 仍旧为正并低于 2%。中国通货膨胀的水平和波动一直保持着良好记录，不会成为中国取得全球货币地位

的阻碍。

作为储备货币的经济体往往拥有不同的国际净头寸。美国海外净负债（负的净资产）巨大，2015 年第二季度达到 6.7 万亿美元。英国和欧元区作为一个整体也存在净负债。相比之下，德国、日本和瑞士净资产为正。中国同样拥有正的净资产，2015 年上半年达到近 1.5 万亿美元。⁶³ 这种差异表明净资产的正负并不是影响一国货币成为储备货币的关键因素。换句话说，正如特里芬难题一样，一个国家没有必要为了使自己的货币成为储备货币而维持经常账户赤字。事实上，2000 至 2007 年期间，除了英国和美国，所有储备货币经济体的平均经常账户余额占 GDP 的比重都是正的（或者至少是零，如在欧元区）。⁶⁴

6.3. 中国在传统储备货币标准方面的进展总结

在已有分析基础上，本部分重点讨论之前提到的获得储备货币地位的各标准的相对重要性，并总结中国的举措。

● 经济规模：一个国家的规模及其在全球贸易和金融中所占的份额是决定储备货币地位的重要因素，但不是决定性的。目前，世界国内生产总值的 13%（如果用购买力平价而非市场汇率计算的话，这一数据为 16%）和世界贸易量的 9% 都是来自中国。据估计，2014 年，中国占据了世界 GDP 增量的大约 1/3。

● 宏观经济政策：投资者投资一个国家的主权资

⁶⁰IMF 为说明扩张的债务引用这一数据作为政府债务的上限。然而，这一数据似乎并不包括国有银行体系中或有负债的估计，这些或有负债可能会增加政府的财政义务。很难准确估计这些或有银行体系负债。

⁶¹ 根据麦肯锡最近的一份报告，中国 2014 年债务总额占 GDP 的 282%。其中包括了政府债务（占 GDP 的 55%，与 IMF 的估算接近），金融机构债务（占 GDP 的 65%），非金融企业债务（占 GDP 的 125%）和家庭债务（占 GDP 的 38%）。报告显示，与之相比，2014 年美国债务总额是 GDP 的 269%，其中，占多数的是政府债务（占 GDP 的 89%）和家庭债务（占 GDP 的 77%）。请参见“债务（并不是很多）去杠杆化”，麦肯锡全球研究院，2015 年 2 月。

⁶² 参见 Prasad 和 Ye (2012)。

⁶³ 关于国际投资头寸的数据来源于 IMF 和 CEIC。

⁶⁴ 更多细节请见 Prasad and Ye (2012) 和 Prasad (2014)。

产时，必须对其能保持低通胀和可接受的公共债务水平具有信心，以确保货币价值没有被侵蚀的风险。中国显性公共债务占 GDP 的比例低于大部分主要储备货币发行经济体，且近几年保持着温和的通胀水平。

● 资本账户开放：储备货币作为支付货币，在贸易和金融交易中要被合作伙伴所接受，这就要求货币必须在全球金融市场中能够顺畅流通。如果一个国家对资本流动加以限制，或者一国的外汇市场薄弱且受政府直接控制，那货币流通将会很难。目前中国正在逐步并有选择性的放松对货币流入、流出的管制，资本账户已经变得越来越开放，但广泛的资本管制仍然存在。

● 灵活的汇率：储备货币通常可以自由交易，且他们的对外价值由市场决定，但这并不妨碍各国央行在外汇市场中偶尔进行干预。中国已经在提升汇率的灵活性，并允许市场力量在外汇市场中发挥更大的作用。尽管出现了一些积极变化，中国的汇率管制仍然比较严格。可以想象，随着资本项目越来越开放，汇率的管制难度将不断增大。

● 金融市场的发展：一国货币要成为储备货币，需要一个具有广度、深度以及高流动性的金融市场，以便国际投资者拥有以其计价的一系列金融资产。目前中国的政府和企业债券市场薄弱、成交量低，证券市场波动明显。

虽然中国在前四个方面积极采取措施，但金融市场的发展仍然落后于主要的储备货币经济体。⁶⁵ 中国正在试图为其货币绘制新蓝图。目前人民币在国际舞台上已经获得了存在感，一部分得益于中国政府的相关政策，

另一部分源于中国在国际金融和国际贸易中的崛起。

6.4. 货币互换协议

自 2009 年以来，为了促进和扩大人民币在国际贸易和金融交易中的应用，中国央行一直积极和其他央行建立双边货币互换协议。事实上，在开始积极推动人民币国际化应用之前，中国就已经和多家亚洲央行建立了货币互换关系。其中大部分是美元和人民币互换协议，即中国提供美元用以兑换对方国家当地的货币。换句话说，当对方经济由于收支平衡问题或金融危机而面临流动性紧缩，像中国这样的经济体的外汇储备通常会充当额外的信用贷款。

中国人民银行早期的互换协议与自 2009 年以来签订的协议之间存在着重要区别。现在的货币互换都是以当地货币的形式开展，也就是说，中国央行承诺将其他国家央行的货币兑换成人民币（即双边本币互换协议）。截至 2015 年 9 月，已经有 34 家国家央行与中国人民银行签订了双边本币互换协议。表 6-3 列出了这些中央银行的名单及他们互换的最高额度。中国人民银行渴望扩大人民币业务并将伦敦作为境外人民币市场的中心，2013 年初，英国央行也签署了这一互换协议，这使其成为第一个与中国央行签署类似协议的 G7 集团国家央行。许多其他发达经济体的央行也纷纷和中国央行签订货币互换协议。

34 个互换协议涉及的总额度达到约 5 千亿美元，相当可观。与香港金融管理局签署的互换额度最大，为 630 亿美元。与韩国央行、新加坡金融管理局和欧洲央行签订的协议额度在 470 至 560 亿美元之间。

⁶⁵Angeloni 等人 (2011) 指出，除了强大的金融市场，储备货币应该有以下因素作为支撑：(1) 规则和机构的可靠性，(2) 财政和货币政策的质量及可靠性，(3) 决策者应对突发冲击的能力，(4) 政治凝聚力。一些作者还认为，网络的外部性很重要，因为它们能扩大经济的规模和范围。详情可见，如 Chinn 和 Frankel (2007)。在国际投资模式中，有相关的经验证明其具有较强的持续性效应。详情见本报告附录 C，“欧元的国际角色，” 2013 年 7 月，法兰克福储蓄银行，德国：欧洲中央银行。

表 6-3. 与中国人民银行签署货币互换协议的央行机构一览表(2008 年 12 月至 2015 年 9 月)

银行	签署日期	规模 (单位: 十亿人民币)	美元等值金额 (单位: 十亿)
1. 韩国银行	2008 年 12 月 12 日	180	28.2
	2014 年 10 月 26 日	360	56.4
2. 香港金融管理局	2009 年 1 月 20 日	200	31.3
	2014 年 11 月 27 日	400	62.7
3. 马来西亚国家银行	2009 年 2 月 8 日	80	12.5
	2012 年 2 月 8 日	180	28.2
	2015 年 4 月 18 日	180	28.2
4. 白俄罗斯共和国国家银行	2009 年 3 月 11 日	20	3.1
	2015 年 5 月 11 日	7	1.1
5. 印尼银行	2009 年 3 月 23 日	100	15.7
	2013 年 10 月 1 日	100	15.7
6. 阿根廷中央银行	2009 年 4 月 2 日	70	11.0
	2014 年 7 月 18 日	70	11.0
7. 冰岛中央银行	2010 年 6 月 9 日	3.5	0.5
	2013 年 10 月 14 日	3.5	0.5
8. 新加坡金融管理局	2010 年 7 月 23 日	150	23.5
	2013 年 3 月 7 日	300	47.0
9. 新西兰储备银行	2011 年 4 月 18 日	25	3.9
	2014 年 5 月 22 日	25	3.9
10. 乌兹别克斯坦共和国中央银行	2011 年 4 月 19 日	0.7	0.1
11. 蒙古银行	2011 年 4 月 19 日	5	0.8
	2012 年 3 月 20 日	10	1.6
	2014 年 8 月 21 日	15	2.4
12. 哈萨克斯坦央行	2011 年 6 月 13 日	7	1.1
	2014 年 12 月 14 日	7	1.1
13. 泰国央行	2011 年 12 月 22 日	70	11.0
	2014 年 12 月 22 日	70	11.0

14. 巴基斯坦国家银行	2011 年 12 月 23 日	10	1.6
15. 阿联酋中央银行	2012 年 1 月 17 日	35	5.5
16. 土耳其共和国中央银行	2012 年 2 月 21 日	10	1.6
17. 澳大利亚储备银行	2012 年 3 月 22 日	200	31.3
	2015 年 4 月 8 日	200	31.3
18. 乌克兰国家银行	2012 年 6 月 26 日	15	2.4
19. 巴西中央银行	2013 年 3 月 26 日	190	29.8
20. 英国央行	2013 年 6 月 22 日	200	31.3
21. 匈牙利中央银行	2013 年 9 月 9 日	10	1.6
22. 阿尔巴尼亚银行	2013 年 9 月 12 日	2	0.3
23. 欧洲央行	2013 年 10 月 10 日	350	54.9
24. 瑞士国家银行	2014 年 7 月 21 日	150	23.5
25. 斯里兰卡央行	2014 年 9 月 16 日	10	1.6
26. 俄罗斯联邦中央银行	2014 年 10 月 13 日	150	23.5
27. 卡塔尔央行	2014 年 11 月 3 日	35	5.5
28. 加拿大央行	2014 年 11 月 18 日	200	31.3
29. 尼泊尔国家银行	2014 年 12 月 25 日	未知	未知
30. 苏里南中央银行	2015 年 3 月 18 日	1	0.2
31. 亚美尼亚中央银行	2015 年 3 月 30 日	1	0.2
32. 南非储备银行	2015 年 4 月 10 日	30	4.7
33. 智利中央银行	2015 年 5 月 25 日	22	3.4
34. 塔吉克斯坦国家银行	2015 年 9 月 7 日	3	0.5
总计		3162	495.8

来源: 中国人民银行和其他参与的中央银行

备注: 美元等值金额基于 2015 年 9 月 9 日汇率水平(一美元兑 6.38 元人民币)。本表格仅显示了初始协议和最新协议的日期(如果初始协议已经更新)。中间的更新情况并没有显示(如与韩国银行和香港金融管理局的协议在 2011 年曾有过更新)。

中国与外国央行签署双边货币互换协议直接推动了人民币在国际市场上的更广泛使用。只是这些双边协议所涉及的金额仍然相对较小。尽管金额不大，中国人民银行的确为了让各经济体的中央银行轻松并熟悉的使用以人民币计价的金融工具而积极做出努力。

6.5. 人民币在外汇储备投资方面的表现

尽管缺乏可兑换性，但人民币已经开始在一些央行的储备资产中发挥作用。⁶⁶ 这一实践自 2011 年下半年起最先在智利、马来西亚和尼日利亚等国展开。2011 年 9 月 5 日，尼日利亚央行发表声明，表示它“已经完成了外汇储备多样化部署，将中国人民币（RMB）纳入原来仅包括美国美元（USD）、欧元（EUR）和英国英镑（GBP）在内的货币组合”。⁶⁷ 此外，智利 2015 年 5 月的货币政策报告显示，智利央行内部托管的投资组合中有 3% 的资产配置以人民币计价。

除了上述三个国家以外，一些国家官方声明和报告也显示，其央行也已经或正在考虑将人民币资产加入其外汇储备中，包括奥地利、澳大利亚、巴基斯坦、南非、瑞士、坦桑尼亚、俄罗斯和英国。打算将人民币加入官方外汇储备或已经与中国人民银行签署双边货币互换协议的国家，大多与中国有着较密切的贸易往来。因此，对这些国家而言，吸纳人民币加入外汇储备不但有利于储备货币的多元化和流动性的增加，还可以有效促进两国间贸易。⁶⁸

世界货币基金组织（IMF）指出，2014 年，人民币计价外汇储备的持有约占官方储备总资产的 1.1%，

这一数据在 2013 年仅为 0.7%。⁶⁹ 2014 年的估算基于 38 个国家的数据（未经 IMF 确认），这些国家报告称他们持有一些以人民币计价的官方外汇储备资产（2013 年报告的国家为 27 个）。这使得人民币在官方外汇储备货币构成中排名第七位。前六位分别是美元（2014 年占 64%，127 个国家报告），欧元（21%），英国英镑（4%），日元（3%），澳元（2%）以及加元（2%）。人民币的份额高于瑞士法郎、纽元和瑞士克朗的 0.2%。

人民币国际化的步伐是温和的，但其崛起的轨迹显而易见。到目前为止，人民币所取得的成就表明国际社会看好人民币的稳定性，也表明人民币在未来国际货币体系中的角色将有所转变。尤其值得称道的是，越来越多的国家，无论大小，无论亚洲还是亚洲以外国家，都对与中国签署双边金融协议表现出浓厚兴趣。

最可能对亚洲金融市场产生重要影响的是中国和日本于 2011 年 12 月签署的双边协议，旨在促进两国货币在双边贸易和投资中的广泛使用。⁷⁰ 由于两经济体之间的双边贸易和金融资本流动并不算高，即使把目前所有用美元结算的交易都变成用这两国货币结算，从全球层面看，对美元这一国际主要交易媒介的地位也不会造成很大影响。当然，随着时间推移，这一影响有可能加大，特别是交易成本和汇率不确定性的下降将极大促进两国贸易和投资的流动。中国也允许日本国际合作银行发行以人民币计价的债券，而日本方面则表示将购买中国政府债券以增加人民币储备资产。这一协议很可能成为中国与亚洲其他国家签订类似双边协议的范本。

⁶⁶ 想购买中国债券作为储备投资的外国央行必须通过 QFII 体系获得中国政府的许可。主权财富基金也需要得到这一许可。为了应对更高的准入需求，2012 年 12 月，中国国家外汇管理局取消了外国主权财富基金、中央银行和货币当局的投资额度上限。

⁶⁷ 尼日利亚批准将人民币纳入外汇储备”尼日利亚中央银行新闻稿，2011.9.5

⁶⁸ 详情请见 Prasad (2014)。

⁶⁹ 请见 IMF, 2015。

⁷⁰ 关于中日协议的详细内容请见“加强中日合作，促进金融市场发展”，中国人民银行新闻稿，2011 年 12 月 25 日。

国际货币基金组织（IMF）的特别提款权是一种国际储备资产，最早发行于 1969 年。自 2001 年，其价值由美元、欧元、日元和英镑组成的一篮子储备货币决定。2015 年 11 月 30 日，国际货币基金组织正式宣布人民币将于 2016 年 10 月正式加入 SDR 货币篮子。

特别提款权（SDR）不是货币也不是对 IMF 的债权，而是对 IMF 成员国可自由使用货币的潜在求偿权。特别提款权是 IMF 根据会员国认缴的份额分配的。目前，份额资金总额约为 2800 亿美元。⁷¹ 理论上说，特别提款权可以在“自由使用”的货币间兑换，但不能直接用于私人交易。这意味着特别提款权库存的增加并不会增加全球货币体系的总流动性，除非实施替代账户。但这种通过发行特别提款权从而增加全球流动性的替代账户目前看是不现实的，部分原因是特别提款权不被全球央行所支持，也没有得到各国财政部门的支持。⁷²

人民币纳入特别提款权篮子的权重为 10.9%，这是一个重要的里程碑；标志着中国在全球金融体系中具有重要地位，也标志着人民币得到 IMF 将其视为一种官方储备货币的认可。本章先讨论人民币纳入 SDR 货币篮子的进程，然后回顾该决定的影响。

7.1 人民币如何“试水”特别提款权

技术层面，特别提款权篮子中的货币需满足两个条件（i）由五年内期间货物和服务出口价值最大的四个（2016 年 10 月 1 日起扩大到五个）成员国或货币

联盟发行（ii）被 IMF 认定为“可自由使用”的货币。后一个条件在 2000 年才被列入正式标准，IMF 对这一标准有公开解释。根据《基金组织协定》，如果 IMF 认定一个成员国的货币在事实上（i）广泛用于国际交易支付，（ii）在主要外汇市场上交易，那么该货币可被定义为“可自由使用”货币。也就是说，可自由使用的货币是一个流动性良好的、可转换的、可用于国际间贸易清算的货币。可自由使用的概念旨在确保成员国能够直接或间接地（不受损失地兑换成另一种货币）利用从 IMF 获得的货币来满足国际收支融资需求。

2009 年 3 月，中国人民银行行长周小川于央行网站上发表了一篇题为“关于改革国际货币体系的思考”的文章。⁷³ 这篇文章提到特别提款权在全球金融中发挥着显著作用并建议特别提款权应加入主要新兴国家的货币以跟上时代变化。该提案被视作一个信号：中国正在通过加入特别提款权的货币篮子展示人民币在国际货币体系中的重要性。

2010 年，IMF 立场鲜明的将执董会对人民币加入特别提款权的讨论结果总结如下：

执董们认为，虽然中国已在五年内保持其世界第三大货物和服务贸易出口国的地位，并努力提高人民币的国际化使用程度，但人民币现在还没有满足自由使用货币的标准，因此在这次评估中不能被纳入特别提款权篮子。执董们敦促该事件可以根据事态发展不断审度。⁷⁴ 由此看来，IMF 似乎要严格执行“可自由使用”这一标准。

⁷¹ SDR 的美元价值由现有的 2040 亿 SDR 存量及 2015 年 12 月 4 日的 1 美元兑 0.72SDR 汇率计算得出。

⁷² 见 Obstfeld(2011)

⁷³ 见 Zhou(2009)

⁷⁴ “IMF Executive Board Completes the 2010 Review of SDR Valuation,” 国际货币基金组织公共信息通告 10/149

2011 年，风向发生转变。这一年各方针对人民币加入特别提款权货币的提议进行了慎重讨论。2011 年，法国政府在担任 G20 主席期间，曾在多个场合推动该提议的讨论，并将其视为国际货币体系改革的重要组成部分。在 2011 年 3 月的 G20 南京会议中，法国总统萨科齐曾发表了如下言论声明：

“今天难道不是一个大家就扩大 SDR 货币篮子，将新兴国家的货币比例如人民币纳入特别提款权货币篮子的时间表达成一致协议的最佳时机吗？谁能否认人民币在国际货币体系中发挥的重要作用？我们要向对中国，这个重要的货币大国，向其经济和政治力量致敬。”⁷⁵

2011 年 11 月 G20 戛纳峰会结束时发表的公报提出：我们认为，特别提款权的组成应继续体现各货币在全球交易和金融系统中所扮演的角色。特别提款权组成的评估应基于现有标准，我们将要求 IMF 进一步阐释这些标准。特别提款权篮子是否拥有更多组成货币将是决定其吸引力的一个重要因素，反过来也会影响其作为储备资产的作用。这将为适宜的改革部署提供参考。为体现货币随着时间推移的角色变化和特点，特别提款权的组成将在 2015 年甚至更早时进行再评估，而符合现有标准的货币才能进入特别提款权的“篮子”。⁷⁶

萨科齐在峰会后的新闻发布会上特别强调：“我

对中国承诺逐步实现资本项目可兑换很满意，人民币是一个明确可以纳入特别提款权篮子的候选者。”⁷⁷

但中国本身对扩大特别提款权货币篮子一事的的前景持更为谨慎的态度。中国人民银行副行长（同时也是国家外汇管理局局长）易纲敦促 IMF 加强对影子 SDR(特别提款权) 的研究，并提议“IMF 在 2015 年再次评审特别提款权时，应考虑将金砖五国（巴西、俄罗斯、印度、中国和南非——全球发展最快速的新兴经济体）以及其他新兴国家的货币纳入 SDR 货币篮子。”不过易纲也强调，“人民币不急于加入特别提款权，因为特别提款权至今只是一个象征性的货币篮子。”⁷⁸

2011 年 11 月，IMF 针对即将加入特别提款权篮子的潜在货币，提议用以下指标进行评估：(i) 外汇现货市场交易量，(ii) 外汇衍生品市场和场外衍生品的交易量，(iii) 以市场为基础的利率工具，(iv) 官方储备的货币构成。⁷⁹

2015 年 8 月 4 日，IMF 发布了一份报告。该报告总结了特别提款权的组成和估值方法，并指出，中国在 2010 年的上一轮审查中出口标准已经符合要求，但人民币当时并未被认定符合“可自由使用”要求。该报告还提到，虽然人民币国际化程度仍不及特别提款权篮子内的其他四种货币，但数据显示人民币的国际使用和交易量已经大幅增长。⁸⁰

⁷⁵ 见“Address by Nicolas Sarkozy, President of the French Republic: Opening of the G20 Seminar on Reform of the International Monetary System,” G20 信息中心，多伦多大学，2011 年 3 月 31 日。

⁷⁶ 见“Cannes Summit Final Declaration” G20 信息中心，多伦多大学，2011 年 11 月 4 日。

⁷⁷ 见“G20 summit - Press conference given by Nicolas Sarkozy, President of the Republic,” 2011 年 11 月 4 日。http://www.ambafrance-uk.org/President-Sarkozy-s-G20-summit

⁷⁸ “China FX Head Proposes Adding BRICS Currencies to SDR,” 路透社，2011 年 5 月 5 日。

⁷⁹ 这些文件总结了基金组织的官方立场：“IMF Executive Board Completes the 2010 Review of SDR Valuation.” 国际货币基金组织公共信息通告 10/149；“IMF Executive Board Discusses Criteria for Broadening the SDR Currency Basket.” 国际货币基金组织公共信息通告 11/137. 对于评估分析的更多细节，见“Criteria for Broadening the SDR Currency Basket.” 国际货币基金组织，2011 年 9 月。

⁸⁰ “Review of the Method of the Valuation of the SDR—Initial Considerations” 国际货币基金组织，2015 年 8 月。

该报告还归纳了对人民币纳入特别提款权的要求：“以市场供求为基础的参考汇率和基准利率是实现特别提款权篮子具体功能和 IMF 金融运作的基础。另外，对冲特别提款权计价头寸的能力对很多 IMF 成员和其他特别提款权使用者来说也很重要。而人民币对在岸市场的准入限制增加了满足这些条件的难度，尽管中国当局已经制定出一些可行的缓解措施并开始付诸实施。”⁸¹

报告还探讨了将当前 SDR 篮子的有效期延期九个月至 2016 年 9 月 30 日的可能性，但未给出评估的时点和结果，预计最终结果可能会在 2015 财年年底给出。理由是在新年的第一个交易日引入新货币篮子将给 SDR 的使用者增加更多风险和成本。更长一段时间的延后将有助于减少 SDR 用户的不确定性并促进与特别提款权有关的操作继续平稳运行。⁸² 这一提议于 2015 年 8 月 20 日得到 IMF 执董会的批准。此次批准被一些媒体误认为是 IMF 想推迟特别提款权篮子货币构成的审查时限。⁸³

对货币在外汇交易中是否被广泛使用的评估主要考察成员国是否能在任意时间内完成大量的货币交易，以及能否保证该货币市场有足够的深度，从而防止货币的大量交易引发汇率的显著波动。外汇市场的交易总额不仅与市场的深度、广度以及弹性相关，还与国际市场上的使用程度等指标有关。目前人民币在全球外汇市场的交易份额已经稳步提升，尽管基数不大。大量的其他指标如官方外汇储备、国际银行负债、股

票和国际债务发行、SWIFT 跨境支付和 SWIFT 贸易融资等的稳步增长也从另一个侧面反映了人民币国际使用的增长。

在应用“广泛使用”这一标准时，先决条件是确定“主要外汇市场”的构成。当前的外汇交易活动几乎一天 24 小时都在发生，大部分的交易可以通过电子交易平台进行，也可以通过参考外汇报价进行。不管哪一种，市场活跃度和交易量都与主要金融中心的营业时间紧密相关。在此背景下，确定“主要外汇市场”的最佳方式是使用三大主要时区（对应亚洲、欧洲和北美洲的市场交易时间），而不是使用市场交易所在的地理位置。货币只需在几个主要市场被广泛使用即可，无需在所有市场被广泛使用。这也解释了为何 IMF 要求储备货币的成员必须至少要在三个主要时区中的两个确保具备足够的市场深度。

该报告还指出了离岸与在岸人民币汇率偏差引发的潜在操作问题，因为两个汇率间的偏差意味着离岸人民币不能完美对冲在岸人民币头寸。⁸⁴ 这也是“8.11”汇改后被广泛关注的问题，因为离岸和在岸人民币汇率偏差在汇改之后显著扩大（见第三章的讨论）。报告对此建议，要进一步放开跨境资本流动，缩小未来离岸 – 在岸人民币汇率的偏差。⁸⁵

特别提款权篮子中基准利率工具的可得性也是人民币加入 SDR 的一项核心操作性问题。依据 IMF 的标准对中国货币市场一系列利率的评估表明，由中央国债登记结算有限责任公司（CCDC）每日发布的三

⁸¹ “Review of the Method of the Valuation of the SDR—Initial Considerations” 国际货币基金组织，2015 年 8 月。

⁸² “Review of the Method of the Valuation of the SDR—Initial Considerations” 国际货币基金组织，2015 年 8 月。

⁸³ 国际货币基金组织新闻发布稿 15/384 “IMF Executive Board Approves Extension of Current SDR Currency Basket Until September 30, 2016,” 2015 年 8 月 19 日。对于媒体将此报告错误解读的例子，见“China was just dealt a major blow to the renminbi,” Business Insider 澳大利亚，2015 年 8 月 19 日。

⁸⁴ “Review of the Method of the Valuation of the SDR—Initial Considerations” IMF，2015 年 8 月。

⁸⁵ “Review of the Method of the Valuation of the SDR—Initial Considerations” IMF，2015 年 8 月。

个月国债收益率曲线利率最适合于纳入特别提款权利率篮子。

对冲 SDR 头寸的能力对于许多 IMF 成员国也很重要。在岸和离岸市场都进行利率和汇率相关的远期、掉期、回购、交叉货币掉期和期权交易。但报告指出资本管制限制了在岸市场的流动性以及长期交易。中国当局目前正在放宽在岸市场的准入条件，这将为 IMF 成员国和其他特别提款权用户进行对冲和其他操作提供便利。

货币的完全可兑换（一个完全开放的资本项目）并不是满足自由使用标准的必要或充分条件，这一点很重要。报告中提到“即使货币发行成员国保留了一些限制，该货币仍然可以被广泛使用和交易。但需要提及的是，一个足够自由的市场，有利于吸引从 IMF 获得融资的成员国充分进入该市场。”⁸⁶ 此外，该报告明确指出，如果资本账户的管制被放开，很多必要条件，例如在岸和离岸市场汇率的趋同、对冲工具的可得性以及外汇市场充足的流动性等，将更容易实现。⁸⁷

报告对此的总体评价是：

技术层面，人民币如果被纳入特别提款权篮子，有许多问题尚待解决。适用于 SDR 估值的汇率及人民币兑特别提款权汇率等操作性问题似乎比较容易解决。由离岸市场和在岸市场汇率偏差引发的操作困难也会随着对投资者准入在岸市场的条件的放宽而逐渐降低。在岸人民币汇率要想在 IMF 操作中被使用，IMF 的成员国必须能够进入中国的在岸市场，且人民币在外汇市场上要具备足够的深度。三个月国债收益

率是人民币入篮的最合适的利率工具，但还需进一步分析验证。此外，市场上可用的对冲工具变得越来越多。中国人民银行最近宣布了该领域的一揽子改革方案，IMF 的工作人员正在评估这些改革举措是否足以确保成员国和特别提款权用户准入中国的在岸市场。中国当局正与工作人员就该邻域的相关事项进行密切磋商与合作。⁸⁸

该报告最后用一段有趣的话对 IMF 的态度进行了总结：

最后的评估将交给执董会，由其对人民币是否入篮作出最终裁决。人民币在国际金融和国际贸易中的使用状况变动飞快，这一特征将给 IMF 的评估带来挑战。执董会还将对“可自由使用”相关的定义及各项量化指标的重要性作出政策判断。⁸⁹

7.2 人民币入篮及其影响

2015 年 11 月 13 日，IMF 总裁克里斯蒂娜·拉加德女士发表声明如下：

IMF 工作人员今天已向执董会提交了一份关于五年一次的 SDR 审议文件。在文件中，IMF 工作人员经过评估认为，人民币符合“可自由使用”货币的要求。执董会审查的重点为人民币是否持续符合纳入特别提款权篮子的出口标准，以及是否还符合其他现有的标准，如货币的“可自由使用”。后者被定义为在国际交易中被“广泛使用”和在主要外汇市场中被“广泛使用”。工作人员建议执董会认定人民币可自由使用，并将其作为除英镑、欧元、日元和美元之外的第五种

货币纳入特别提款权篮子。IMF 工作人员还指出，对于今年 7 月他们向执董会提交的初步分析中指出的所有悬而未决的操作性问题，中国当局均已解决。我本人支持 IMF 工作人员的分析和建议。当然，关于人民币是否应被纳入 SDR 货币篮子的决定将由 IMF 执董会作出。⁹⁰

美国财政部就 IMF 的 SDR 评估发表声明，表示美国支持 IMF 工作人员关于将人民币纳入 SDR 货币篮子的建议。其官方网站上曾提到，在与中国高级官员会面期间，美国财政部长卢（Lew）重申，“只要人民币符合 IMF 的入篮标准，美国便会予以支持。另外，美国正在审核 IMF 的评估文件。”⁹¹

2015 年 11 月 30 日，IMF 执董会发布通告称执董会批准人民币加入特别提款篮子，新的货币篮子将于 2016 年 10 月 1 日正式生效。⁹² IMF 还调整了计算货币权重的公式（总权重相加为 100）。新的公式可以更好地反映贸易流动和跨境资金流动，尤其后者的重要性正与日俱增。新的计算公式还赋予出口和金融指标相同的权重，以分别反映一国贸易在全球贸易中的重要性及其货币在全球金融市场中的重要性。金融指标是一个复合变量，该指标将 50% 的权重分配给以该货币计价的外汇储备比重，25% 的权重分配给该货币的外汇成交量，剩余 25% 的权重分配给以该货币计价的国际银行负债及国际债券之和。⁹³

在新公式中，SDR 货币的权重被调整为：美元占 41.7%，欧元占 30.9%，人民币占 10.9%，日元占

8.3%，英镑占 8.1%。货币篮子的新权重将于 2016 年 10 月 1 日生效。有趣的是，美元的比重在修改前后几乎没有改动（之前占 41.9%）而其他三种货币的比重在修改后大幅下降。

IMF 的这项决定是对中国在过去所做的包括金融市场自由化、开放资本账户和允许人民币汇率市场化等在内的一系列努力的肯定。如前几章所描述，这些领域的进展缓慢且不均，但在相对意义上已经超过了中国其他方面的改革，诸如国企改革、服务业自由化以及针对实体经济的改革。与金融市场改革相比，这些方面的改革进展非常有限。

然而，自 2015 年 11 月起，中国证券和货币市场的走势就对中国持续深化的金融市场改革发起了挑战。2016 年中国股市依然不稳定，自 1 月上半月开始就一直下跌。在此期间人民币兑美元进一步贬值。随着离岸市场汇率相比在岸市场不断下跌，人民币的在岸与离岸市场汇率价差再一次拉大。据悉，中国人民银行于 1 月 12 日斥巨资干预离岸市场，迫使两个汇率趋同，使得人民币在香港的借贷成本大幅上升。⁹⁴ 新闻也曾报道中国人民银行正在限制家庭和企业对美元的购买行为，以限制资本外流，支持人民币升值。⁹⁵ 但这些举措是临时性的，不意味着中国的资本账户开放和灵活汇率制度的改革之路在倒退。

这些举动也不是在技术层面上质疑基金组织对人民币加入特别提款权篮子的决心。然而，这些举动如果持续下去，肯定会对人民币加入特别提款权篮子造

⁸⁶ “Review of the Method of the Valuation of the SDR—Initial Considerations” IMF, 2015 年 8 月。

⁸⁷ “Review of the Method of the Valuation of the SDR—Initial Considerations” IMF, 2015 年 8 月。

⁸⁸ “Review of the Method of the Valuation of the SDR—Initial Considerations” IMF, 2015 年 8 月。

⁸⁹ “Review of the Method of the Valuation of the SDR—Initial Considerations” IMF, 2015 年 8 月。

⁹⁰ 国际货币基金组织新闻发布稿 15/51, 2015 年 11 月 13 日。

⁹¹ 美国财政部。资料读取于美财政部长卢与中国国务院副总理汪洋和财政部长楼继伟在安塔利亚 G20 领导人峰会的发言。2015 年 11 月 15 日。

⁹² “IMF’s Executive Board Completes⁹¹ Review of SDR Basket, Includes Chinese Renminbi,” 国际货币基金组织, 2015 年 11 月 30 日。

⁹³ 之前计算公式的权重取决于货币发行国的出口总量以及篮子中各货币在世界储备资产中的总量。

⁹⁴ “Intervention as Offshore Shorts Get Squeezed,” 彭博新闻网, 2016 年 1 月 12 日。

⁹⁵ “China Steps Up Capital Controls to Stem Outflows,” 金融时报, 2016 年 1 月 8 日。

成一些技术上的困难。离岸和在岸汇率间的偏差将给在岸汇率是“基于市场的汇率”这一定义带来挑战，在岸汇率本应可以代表人民币汇率。正如 IMF 的 8 月报告中所述，“离岸和在岸汇率的偏差意味着离岸人民币将不能很好地对冲在岸人民币相关头寸。”⁹⁶ 如果特别提款权用户可以准入离岸和在岸两个市场以进行即期汇率交易，该偏差对特别提款权用户的影响将减弱。可现在显然还不能做到。

IMF 的正面决策有助于加强中国经济改革决策层的决心，促使其持续推进金融部门的自由化和改革。然而，这方面的进程还具有较大的不确定性。中国国内对金融部门的进一步改革和以自由化为导向的改革举措的反对呼声非常激烈，IMF 的决定本身也不可能持续改变这种平衡。

因此 IMF 的决定不会立即改变游戏规则以使资本大幅流入中国。特别提款权货币占全球储备资产不到 3%，所以人民币加入特别提款权产生的直接影响不会很大。私营金融机构的投资组合并不以特别提款权为基准，故也不会有投资组合再平衡的影响。但人民币加入特别提款权的象征意义是重大的，因为人民币被认可为官方储备货币将鼓励全球的央行开始增持人民

币资产。IMF 的首肯会有所帮助，但人民币作为储备货币的未来发展路径最终还得由是否具备足够多的高质量的人民币计价金融资产以及金融资本账户的开放程度是否足够来决定。

如果 IMF 的决定能促进中国金融改革的深化、资本账户的可兑换和汇率的自由浮动，那人民币加入特别提款权将对全球资本流量产生显著影响。这些改变为更多的资本流入中国打开了大门，并形成对中国家庭、企业和机构投资者对外投资的激励，从而减少中国央行的外汇储备积累，进一步改变中国资本流出的构成。

IMF 认为这项决定无论是对中国还是对国际货币体系都是有利的，称：

从更广阔的背景看，人民币加入特别提款权篮子可以被视为人民币国际化道路中的一个重要里程碑。它认可并将有力推进中国的持续改革进程。随着进程的不断推进和深化，以及与其他新兴市场经济体的不断融合，可能会出现一个更加强大的国际货币和金融体系，这一体系反过来将更好地支持全球经济增长和稳定。人民币的加入也将会加强特别提款权作为国际储备资产的吸引力，使其货币篮子更多样化，也使其组成能更好的代表世界主要货币。

⁹⁶ “Review of the Method of the Valuation of the SDR—Initial Considerations” IMF, 2015 年 8 月。

深刻理解相比其他政策，中国资本项目开放的次序，以及这一次序如何影响资本项目开放的收益与风险非常重要。开放次序对中国经济的增长与金融稳定，乃至人民币在国际市场上的角色都有潜在影响。

比如中国在还未完全实现汇率自由浮动的情况下就推进资本项目开放是否本末倒置？大量证据表明，发展中国家在没有实现浮动汇率的前提下开放资本账户是有风险的。⁹⁷ 固定汇率或者被严格管理的浮动汇率无法发挥减震器的作用，从而使资本流动波动性的应对难度增加。

从时间演进和跨地区两个角度分析中国的国际投资状况可以发现，用外部脆弱性指标来衡量，在资本账户日益开放的情况下，中国经济面临的风险基本可控。自 2000 年起，中国总资本流入大多通过外商直接投资的形式。中国最新的国际投资状况显示外商直接投资所产生的债务占中国收支平衡表债务项的 56%（请见表格 2-1，第 2 章）。外商直接投资与股本证券共占债务项的 70%。外商直接投资通常被认为是资本流入的最佳方式，因为外商直接投资比较稳定并且会带来技术转移及先进的管理经验。而股本证券流入常被认为会间接促进国内权益市场的发展及深化，只是它比外商直接投资的波动性要大。这种以外商直接投资与股本证券为主的债务结构与各国风险共担的目标相符合，即由外国投资者负担投资上的资本与汇率风险。

另一风险源是开放资本账户带来的外债积累。短期以外币计价的债务一直是困扰新兴市场的大麻烦，也是拉丁美洲及亚洲经济体在 1980 年至 1990 年间经济脆

弱性的主要来源。一直以来中国的外债水平都很低，在 2014 年大约为 9000 亿美金，相当于当年 GDP 的 9%，这个比例较其他主要新兴市场都要低很多。⁹⁸ 中国的外币净资产在 2015 年第一季度接近于 1.4 万亿美金，其外部资产负债表显示这个经济体很好地与外部冲击隔离开来。也就是说，中国所持有的外币资产不仅能够偿付所有的外债，还能覆盖其收支平衡表下的负债项目且留有余地。简而言之，在提高汇率灵活性之前开放资本账户并未使中国受到开放引致的传统风险的影响。

中国面临的更大风险主要来自国内。一个被严格管理的汇率制度与一个日渐开放的资本账户的结合，会削弱央行运用货币政策工具如利率来维持国内价格稳定的能力。虽然目前中国的资本账户并未完全开放，但这个约束对中国依然成立，因为中国的资本账户实际上并非密不透风。当中国与世界其他地区的利息差额升高以及国内逃避资本管制的动机增强时，资本账户的漏洞会更明显。⁹⁹ 如果美国利率较低而中国必须依靠上调利率来应对高通胀时，中国央行的升息空间就会被束缚，因为升息会吸引更多的资金流入。事实上，过去几年由于人民币汇率被严格管理引致的人民币升值预期就导致了投机资金的加速流入。这个道理反过来也一样。当国内经济呈现疲态时，资金流出同样会使国内的政策制定变得更复杂。对此我们将在下文中进行更详细的讨论。

另外，放开对资本流动的管制同样会给金融系统带来风险。在维持国内存款利率上限的前提下，进一步放开对资本流出的管制会导致家庭及企业将存款移出国内银行系统。一直以来，由于政府人为地设立存款利率上

⁹⁷ 关于在中国背景下对资本项目开放顺序的讨论，请见 Prasad, Rumbaugh, and Wang (2005) 及其参考文献。Goodfriend and Prasad (2007) 讨论了中国的汇率制度对货币政策形成和实施的影响。有关中国金融系统所面临挑战的描述，请见 Lardy (2011) 以及 Prasad and Ye (2012)。

⁹⁸ IMF, 2015。

⁹⁹ 请见 Goodfriend and Prasad (2007)。

限，导致银行业严重依赖利差收入。目前存款利率上限现在已被取消，2013 年 7 月，央行又全面放开了金融机构的贷款利率管制。而其他原因，比如对银行系统稳定性的担忧也可能引发挤兑风险，一旦发生可能会对银行业造成不良影响，并重创整个国内金融系统。

那么中国应该如何看待这些风险的程度？我们认为，以中国对金融市场的掌控能力再加上具备一定的支撑银行体系的资源，中国应该能够防止这些风险升级到危及整个银行系统或者引发更广泛的金融危机的程度。即使这样，运用额外的政府资源来保证银行系统在困难时期的稳定仍然非常必要。虽然中国金融系统发生系统性风险的可能性不大，但在银行和金融系统中未被监管到的地方，脆弱性依然存在，需要给与足够的重视。日益开放的资本账户会加剧金融市场的脆弱性。那么中国究竟应该如何正确处理其改革的顺序？

有关金融开放的文献指出，只有当一个国家的金融融合程度较高时，金融开放的潜在收益——从风险共担和经济增长两方面考察——才会表现得更加明显。对于一个正处于资本账户开放进程中的国家而言，如果国内金融和相关体制的发展处于一定门槛之下，这个国家在过渡时期将面临巨大风险。但这就产生一个难解的悖论，因为金融开放本身就是推动金融市场发展以及体制改进的催化剂，尤其是在公司治理方面。对于如何正确平衡由于资本项目开放的不成熟而带来的间接收益和风险，目前并没有一致的解决方案。¹⁰⁰ 一些学术文献认为，虽然过渡时期的风险不能被完全消除，但是通过一些辅助条件，如更加灵活的汇率政策以及为了达到特定间接益处而有选择地采取资本账户开放方式，能够缓解这些风险。¹⁰¹

8.1. 通过有管控的资本账户开放来管理过渡时期的风险

一些评论员（包括本报告的作者）曾在过去主张，中国或许并不适合在汇率市场化和资本项目开放这些事情上采取循序渐进的改革措施。¹⁰² 这背后的逻辑似乎非常直接——经济体汇率灵活性的逐步增加可能造成大量资本的流进（或流出），因为投资者会根据这个国家的经济状况抓住机会对该国货币的升值（或贬值）进行“单向押注”，哪怕存在资本管制。一些研究人员也主张中国应将汇率市场化的改革放在资本项目开放之前。¹⁰³

事实上，中国政府正在设法通过一种持续渐进的方式增加其汇率制度的灵活性，所采取的措施某种程度上比资本账户的开放更为激进。正如第二章所讨论的那样，中国政府在 2010 年定量扩大 QDII 的规模以此放开对资本流出的限制。由于 QDII 每年都有特定的投资额度，所以 QDII 方式使得政府可以更好的掌控对流到离岸市场上的资金规模和流出时间。QDII 方式也允许私人资本以一种可控的方式流出经济体。因而这一方式在许多方面都比政府通过官方渠道购买外汇从而导致外汇储备累积这一低效的方式要好的多。总之，QDII 制度降低了对央行干预外汇市场的需求，为私人投资者提供了更多通过增加国外投资来多元化其投资组合的机会，也可以通过提高金融行业的竞争力推动中国银行业的高效运作。

同样地，QFII 与 RQFII 为资本流出提供了更多渠道，而自贸区、中港基金互认以及“沪港通”等计划等都允许资本双向流动，这些都是中国资本项目开放进程中的管控手段。这些举措使中国政府能够控制资本流动的方向和数量，并且在很大程度上掌握其构成。

¹⁰⁰ 关请见 Kose, Prasad, Rogoff, and Wei (2009)。

¹⁰¹ 请见 Prasad and Rajan (2008)。

¹⁰² 请见 Prasad and Rajan (2008)。

¹⁰³ 请见 Prasad, Rumbaugh, and Wang (2005)，以及 Prasad and Rajan (2005, 2006, 2008)。

8.2 资本流出

中国经济在金融危机之后一直保持了相对稳健的增长，是全球经济增长的主要驱动力。但 2012 年夏秋之际的中国领导人换届所带来的政治不确定性依然引发了各方对中国资本外逃的担忧。

事实是在 2012 年，中国的资本流入相对疲弱，而资金流出表现强劲（这包括出口商持有更多外汇收入在外币账户），这使中国的资本流入流出更趋平衡。这些波动与其他新兴市场对经历的情况大同小异。

在 2012 年前半年，随着欧元区债务危机的恶化，全球的投资者似乎更关心投资的安全性而不是高回报，从而使得全球资本大规模从新兴市场撤出，转向传统的资本避风港，尤其是美国、日本与瑞士。2012 年 8 月，欧央行公布了针对欧元区边缘经济体主权债务的直接货币交易计划。这一举措迅速缓解了市场对欧元区危机外溢至全球的顾虑，资本开始回流至包括中国在内的新兴市场。

资本流动在模式和时点上的变化阐释了重要的一点——在导致资金流进或流出的因素上，中国面临和其他新兴市场一样的情况。资本流出的增加与中国政府放开资本流出管制的政策目标是一致的。当中国企业开始寻求海外投资机会，并且金融市场的发展使家庭能够将储蓄投资于海外以分散风险时，非政府因素主导的资金流出将会进一步增加。¹⁰⁴

然而，近期资本流出的规模变动充分显示了市场情绪对经济与金融市场状况变化的迅速反应。当汇率无法自由调整时，资本的大幅流进或大幅流出情况会进一步加剧，货币投机压力也会积聚。

一个典型的案例就是 2015 年 8 月 11 日中国人民银行宣布增强汇率的市场化程度，从而使人民币兑美元

汇率遭遇向下压力。这一举措的直接后果是金融市场的参与者似乎把“汇改”看作中国当局对国家经济心存顾虑的信号，从而导致人民币兑美元一次性贬值将近 2%（正如前文所说）。“8.11 汇改”与自 2015 年 7 月开始的内地股票市场骤跌一起共同加剧了资本的外流。在 8 月下旬，为了使人民币不过度贬值，央行采取措施干预外汇市场，导致中国外汇储备减少。外汇管理局的数据显示外汇减少大约 940 亿美元，但这一数据的变化反映的是中国大规模外汇储备货币的估值变化还是央行进行外汇市场干预的成本，目前尚不清楚。

中国在开放资本项目的道路上已迈出了一些关键步伐，整个开放的进程很难再被逆转。但在中国国内其他改革缺席的情况下，尤其是金融业的发展与市场化改革步伐不足以支撑一个更加开放的资本账户时，放开资本账户往往会伴随大幅波动，且好处寥寥。

8.3 资本外逃

另一种更让人担忧的资本流动是资本外逃，它既可以通过非法渠道也可以通过合法渠道流出。发生资本外逃的可能之一是政府打击腐败从而导致一部分资金因为害怕被没收而逃离，这种可能往往因为一些显而易见的理由而很难得到证实。另一方面，资本外逃也可能是由于之前所提到的出于对宏观经济和金融稳定的担忧而将投资转移至国外。当经济下行和政府打击腐败这些因素同时发生时，这两类资本流出之间就有了千丝万缕的关系，导致很难厘清真正引起资本外逃的原因，而市场对于大量资本外逃的担忧会反过来对金融稳定产生威胁。

澳门的赌场一直以来被视为洗钱和非法资金转移的主要通道。诸多技术被用于赌场洗钱以及个人客户的跨境资金转移之上，这些交易有时甚至不产生实际的资金

¹⁰⁴ 关有关中国对外投资策略的讨论，请见 Rosen and Hanemann (2009) 以及 Scissors (2011)。

流动。¹⁰⁵ 有一篇文章曾对这一现象进行过总结：

“毫无疑问，这一通道同样也可以用于转移非法资金，无论非法资金是来自于腐败还是来自国有或私人实体企业的贪污或是其他来源。因此必须设立相关规则和法律程序对非法的资金转移行为进行侦查。”¹⁰⁶

中国大陆的监管当局长期以来都对这个通道有所了解，并且最近随着资金外逃现象越来越严重而开始采取激烈的措施打击此类非法运作。2015 年 8 月 21 日，中国人民银行与澳门的货币当局签署了《关于防范洗钱和恐怖融资活动谅解备忘录》。在一份官方申明中，中国人民银行称这项协议将加强双方在反洗钱监管、信息交换机制以及现场检查等方面的合作。¹⁰⁷

国家外汇管理局发现了另外一条类似的资本外逃通道，这条通道的度量非常困难但又确实广泛存在。该渠道牵涉到一些非正式金融机构，它们在跨境转账中扮演了中间人的角色。这一系统的运作方式是：在双方协议好的某一汇率下，地下钱庄将外币汇至富人的离岸银行账户并同时通过国内匿名账户接收本币资金，而这一过程往往没有实际资金的跨境流动。通过空壳公司、虚假发票和其他工具就可以在会计上抹平这笔账。按照外汇管理局的说法，在 4 月中下旬，中国人民银行、中国公安部、最高人民法院、最高人民检察院以及国家外汇管理局在全国范围内采取了特别行动，打击离岸公司和地下钱庄之间进行的非法收入转移交

易，破获一批重大地下钱庄案件，对违法者起到了强烈的威吓作用。¹⁰⁸

据报道，中国公安部最近捣毁了一个非法外汇交易网络，涉案金额高达 640 亿美金。根据公安部网站的声明，当局在九月初发现了 37 个地下钱庄的秘密据点，其涉案交易金额可能超过 380 亿美元。¹⁰⁹

进出口伪报是另一种被广泛认知的规避资本管制的方法。高开进口发票或低开出口发票是将资金转移至国外的一种方法。在 2000 年中期时，投机者下注赌人民币升值的动机非常强烈，那时的中国面临与现在相反的情况，即进口发票被低开，而出口发票被高开。这一情况为资本流入中国提供了一个新通道。服务贸易的进出口伪报尤为容易，因为没有实体货物牵涉其中，所以资金的流动很难与实际的贸易结算单证相匹配。¹¹⁰

根据定义很难对非法的资本流动进行衡量。常被广泛使用的测量方法是官方数据中的净误差与遗漏项，即收支平衡表中的残余项，它可以反映资本账户或经常账户中未被记录的交易。当净误差与遗漏项是负值时，通常代表资金通过非官方渠道离开该国。对于中国，净误差与遗漏项自 2009 年起便一直为负（图 8-1）。2014 年，以这种方法测量的资金外流高达 1400 亿美金，而 2015 年仅上半年资本流出金额就达到 900 亿美金。

¹⁰⁵ 这段来自于 Gordinho (2013) 的文本总结了所涉及结算的类型：“简而言之，通过赌场进行洗钱通常有两个目标。主要的目标是使资金在赌场中流通，做法是在入口处购买筹码，将筹码下注，并且为了避免巨额损失通常会同时下注两个对立的选项（如俄罗斯轮盘中的黑色和红色，体育比赛中的两个队等）。赌博的过程最终以将筹码兑换回赌场支票而告终。一个次要的目标是为了保证这些结算（购买筹码、下注、兑现筹码）被分成小额，并且金额不会超过会触发自动记录操作的额度，这种行为在行话中被称为 smurfing，即把非法收入通过拆分等手段使之变成合法的。博彩公司可能会协助将资金转移至澳门的赌场。以贵宾百家乐为例，涉及的金额将会非常大。另外，在许多情况下并没有实际的资金转移发生，而仅仅是中国内地的借方与澳门贷方在会计上平账而已。这也是为什么博彩业在澳门如此发达的原因之一。”

¹⁰⁶ 请见 Gordinho (2013)。

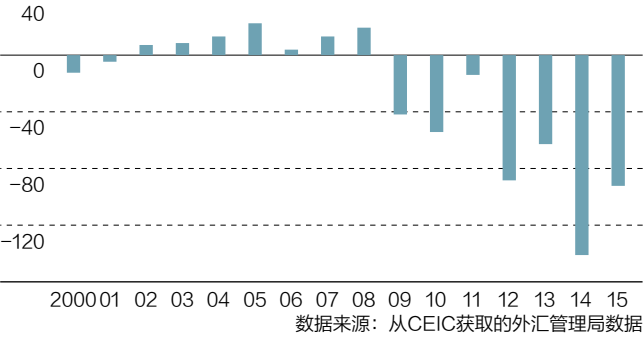
¹⁰⁷ 请“中国人民银行和澳门金融管理局关于防范洗钱和恐怖融资活动谅解备忘录”，中国人民银行新闻稿，2015 年 8 月 21 日。

¹⁰⁸ 有关外汇管理局 2015 年第三季度政策的新闻发布会，<http://bit.ly/1MRsvFV>。

¹⁰⁹ 有关外汇管理局 2015 年第三季度政策的新闻发布会，<http://bit.ly/1MRsvFV>；“China police reveal busted illegal banking operation,” 华尔街日报，2015 年 11 月 20 日；以及“China arrests 75 in crackdown on underground banks”，路透社，2015 年 9 月 30 日。

¹¹⁰ 请见 Andreas Buehn and Stefan Eichler, 2011, “Trade Misinvoicing: The Dark Side of World Trade,” World Economy, Vol. 34:8, pp.1263–1287。

图8-1 中国：净误差与遗漏
(10亿美元)



出于一些其他动机，资本还能通过合法或非法的途径从中国到达美国。动机之一就是购买房地产，这一部分资金转移在中国的反贪腐潮流中迅速增加并且流向资金的避风港——美国。当全世界固定收益类资产的收益率处于低位，而股票的回报率波动过大时，购买房地产反映了中国投资者希望通过投资硬资产（hard asset）来分散投资组合风险的愿望。美国房地产经纪人协会的报告称，出售给中国顾客（包括香港和台湾的顾客）的住宅房地产销售额已经超过了出售给任何一个其他国家顾客的销售额。从 2014 年 4 月至 2015 年 3 月，出售给中国客户的房地产销售额约为 280 亿美金，是 2013 年 130 亿美金的两倍之多，也是出售给其他任何一个国家顾客的两倍之多。¹¹¹ 近年来，流向其他房地产市场，如香港房地产市场的资金量也非常大且呈现不稳定趋势。¹¹²

¹¹¹ “Chinese Pull Back from U.S. Property Investments,” 华尔街日报，2015 年 11 月 27 日。

¹¹² 有关合法及非法资本从中国内地流至香港股权及地产市场的影响分析，请见 Yin-Wong Cheung, Kenneth K. Chow and Matthew S. Yiu, 2015, “The Nexus of Official and Illicit Capital Flows – The Case of Hong Kong,” HKIMR Working Paper No.25/2015。

¹¹³ 请见国际教育协会，“Top 25 Places of Origin of International Students”，<http://www.iie.org/Research-and-Publications/Open-Doors/Data/International-Students/Leading-Places-of-Origin/2013>

¹¹⁴ 这些数据基于 CNNMoney 整理的政府数据。请见“U.S. runs out of investors again as Chinese flood program,” CNNMoney，2015 年 4 月 15 日。

中国政府目前面临的主要挑战是如何稳定市场对于人民币汇率未来变化路径的预期。中国人民银行目前的做法是尝试增加人民币兑美元的双边浮动以阻击投机活动。中国人民银行通过频繁干预在岸和离岸外汇市场来达成目标。但这一策略很可能不可持续且代价高昂，尤其当它和汇率市场化的目标相冲突时。与

之相比，更有效的方法是让汇率更自由地浮动，并且通过实施平衡的宏观经济政策与市场化改革直接化解各方对经济前景的担忧。没有这些改革，如果经济继续丧失增长动力，那么资本流动和汇率变动的管理将变得更加困难，从而增加短期内金融和宏观经济的不稳定风险。

本章分析人民币崛起对全球储备货币竞争格局的潜在影响，并讨论人民币国际化对全球资本流动结构的影响。

9.1 对亚洲及国际货币体系的影响

推动人民币的国际化需要考虑许多复杂的国内及地缘政治因素。在各类政策的配合下，中国正朝着多重目标努力。就现在而言，中国会继续借由香港这一平台推动人民币的国际化使用。当中国政府认为其金融市场最终强大到足以容纳一个更加开放的资本账户时，它可能会优先推动上海成为国际金融中心，因为这与其国内金融市场的发展目标更为契合。

中国政府把香港当作人民币国际化的主要舞台，但同时也致力推动那些渴望参与人民币业务的金融中心之间的竞争。目前曼谷、法兰克福、伦敦、新加坡等地区性和国际性金融中心都有机会从事人民币资金交易。这种竞争使中国在资本账户没有完全开放的情况下仍可以继续推动人民币的国际化进程。

为什么这么多国家迫切要和中国签署货币互换协议，甚至将人民币作为自己的一部分储备资产？与其说这预示着人民币终将向全球主导货币迈进，不如说这是对一种可转换并被广泛接受的潜在全球货币所下的低成本赌注。同样重要的是，一部分经济体预期中国经济实力会增强，因此希望同中国保持良好的经济关系。持有人民币储备或许是能够从中国“购买”到保护的最简洁的方式，换句话说，中国更愿意去帮助那些在早期阶段给予人民币以支持的央行。哪怕金额很小，但象征意义不容忽视。全球的央行都在未雨绸缪，人民币在国际金融中的作用必将日益凸显并且最终变成储备货币。资本

账户的日益开放将推动人民币在亚洲及全球贸易和金融中扮演越来越重要的角色，但中国政府保留对资本流动的适当管制仍然必要。

9.2 人民币崛起会促进地区和全球金融的稳定吗？

经济理论并没有明确告诉我们，对于联系日益紧密的全球经济来说全球有多少种储备货币才是最适宜的。一个拥有多种储备货币但只以某一种货币为首的货币体系，可能会产生一系列的并发症，诸如经常账户的持续失衡等，因此从促进全球金融体系稳定的角度而言并非最优的货币安排。¹¹⁵

如果多元储备货币确实可取，那我们如何看待那些能和美元一争高下的货币的前景？储备货币的兴衰史给了我们一些有用的启示。对于一个国家，最关键的要看该国是否具备完善的经济政策、发达的金融市场以及被国内外投资者都信任的公共机构。这些是决定一国货币是否能够发展成为储备货币的相关标准。

如果世界经济是从一张白纸开始，那么得出在一个稳定的竞争均衡世界中存在多种储备货币的论断是合理的。但从目前金融市场的现状以及国际金融一体化的水平来看，能否得出这一结论还不清晰。金融危机期间的种种事件呈现给世人的恰恰与“储备货币越多更好”这一观点相反。

美元的主导地位使美联储扮演着值得信赖的全球最后贷款人的角色，而其他央行几乎难以与其比拟。但这里存在因果关系混淆的风险。危机期间全球都在寻求美元流动性的原因之一是诸多全球性银行为支持它们全球业务的开展四处筹集大量廉价美元融资。此外，美国

¹¹⁵ 参考 Prasad (2014)。

宽松的货币环境引发了对金融创新带来的高收益的狂热追逐，美国的金融市场则为这种风潮的蔓延提供了肥沃的土壤，这些也是全球性银行对美元流动性如此依赖的重要因素。

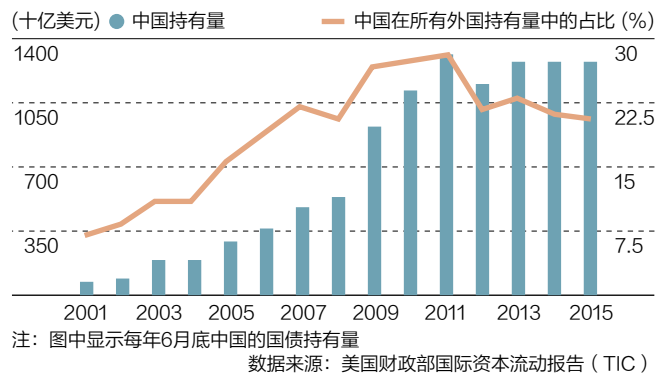
人民币的下一个十年有可能成为一种重要的全球储备货币，但却无法挑战美元的主导地位。中美两国在提供安全、高流动性的资产如政府债券上仍存在巨大差距。当美元地位受到威胁时，美国金融市场的深度、广度和高流动性都可以为美元提供有效缓冲。因此中国面临的挑战不是通过负债来追赶美国，而是完善其金融市场，发展更多高质量的以人民币计价的金融产品。

9.3 人民币崛起对中美资金流动的影响

中国未公开外汇储备的货币构成，但人们普遍认为其中的三分之二是以美元计价的金融工具。来自美国财政部国际资本流动报告（TIC）的数据可以提供部分证据，因为它主要跟踪海外投资者持有美债和其他资产的信息而不是美国的实际投资者的信息。根据TIC数据，2015年7月中国报告的持有的美国国债和机构债券总价值为1.24万亿美元。这一总量约为所有外国投资者（包括央行）持有美国国债价值（6万亿美元）的21%（图9-1）。这一份额比2011年的28%有所下降。

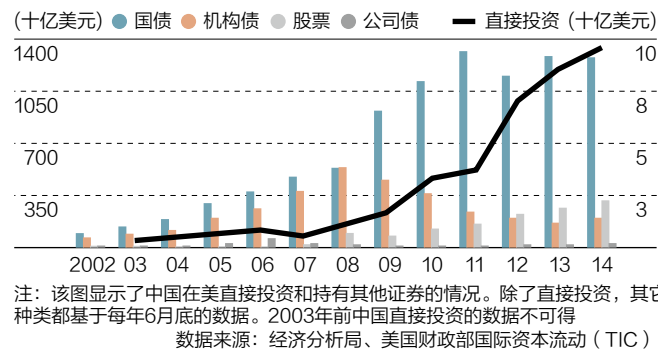
TIC的数据显示，即便中国的外汇储备自2014年6月以来下降了近5000亿美元，中国持有的美国国债绝对量在过去三年里仍保持了相对的稳定。由此看来，中国在阻止人民币贬值时并没有卖出美国国债。中国持有美国国债份额的下降，意味着其它国内外投资者仍对美国国债保持强劲的需求。此外，考虑到美国联邦政府目前融资需求大幅下降（尤其相对金融危机期间和危机后不久），中国减少购买美国国债不太可能对美国国债收益率曲线产生实质性影响。

图9-1 中国持有美国国债



对中国在美的投资状况分析显示，国债和机构债（由美国政府资助的企业发行）继续占主导地位（图9-2）。中国在美国的股票投资迅速扩张，从2007年的290亿美元上升到2014年的3200亿美元。中国对美直接投资也迅速增长，但从绝对值上看，2014年仍处于95亿美元的相对温和水平。

图9-2 中国在美投资状况细分



中国资本账户自由化将会对在美投资的数量及构成产生重大影响。上文的数字显示，资本流向美国的最主要途径是官方外汇储备积累。富有弹性的汇率机制以及较为广泛的金融体系有助于对冲货币风险，同时在减少外汇储备时也会降低“浮动恐惧”（即对货币波动的担忧）。更深更广的金融体系也会降低资本流动大幅波动

引发的风险，从而使中国免于受到资本账户日益开放的冲击。举例来说，丰富的衍生品市场将使包括公司在内的私人机构免受资本流动带来的种种风险所累，从而降低对于外汇储备这一公共保险机制的需求。

外汇储备积累政策的转变，将使中国的对外投资结构发生变化。特别是资本外流会减轻汇率的压力。目前由于缺乏发达的金融市场来推动家庭的对外投资，这一功能在某种程度上被政府其他机构所执行。此外，中国的主权财富基金、中投公司（CIC）和其它大型机构投资者已经开始大规模瞄准那些比美国国债和其它储备货币经济体的政府债等收益更高的投资。中投公司正从政府债转向高收益资产。其投资组合中的股票比例已从2009年的36%上升至2010年的48%。在它多样化的固定收益证券中，2010年大约有1/3是投向公司债的，而在2009年这一比例是13%。¹¹⁶

随着中国金融市场日渐完善，再加上私人投资者国际投资组合多样化的不断提高，中国的对外投资模式将发生显著变化。目前，中国在美股票投资的比例相对较小。但这一现象有可能发生转变，因为资本账户的开放会导致更多资本流出中国去追求多样性和高收益。可以想见，未来将有更多的资本流向美国各类资产市场——从股市到不动产。

因此，助推人民币国际化的各项政策改革同时也将引领中国经济和中国的资本流入与流出模式发生深刻变革，尤其是进出美国的资本流动模式。

9.4 人民币崛起对美元的影响

随着人民币成为主要的国际货币以及人民币和其它

新兴市场货币交易成本的下降，美元作为一种记账单位（用于贸易交易结算）以及交换媒介（用于跨境金融贸易和交易的结算）的突出地位很有可能会下降。这将对美元在国际金融市场中的使用产生影响，但并不必然会对美国经济产生重大影响。但这一系列变化再加上中国开发了自己的支付系统，将会削弱美国金融机构的主导地位，从而影响其金融影响力的继续发挥，因为美元的融资能力主要取决于其在国际金融中的主导地位所决定。

也有人认为，人民币正处在取代美元成为全球主导储备货币的轨道上。¹¹⁷然而，中国漏掉了一个最关键的因素：世界的信任。为了取得货币主导地位，中国需要的不仅仅是经济和军事实力，它需要设置更广泛更值得信赖的公共政治机构。¹¹⁸事实上，在全球金融危机之后，此类机构的重要性不言而喻。尽管当时美国的金融市场几近崩溃，公共债务水平激增，联储被迫采取大规模货币扩张政策来支持经济，但美元和其它大多数货币相比仍然走强。

在全球金融动荡时期，全球投资者为寻求安全的避风港会自动选择美国国债，这才导致了美元的走强。现在外国投资者持有将近6.5万亿美元的收益低证券，更不用提大量的其它美元资产。自危机后美元在全球外汇储备中的份额保持稳定。事实上，IMF最近的数据显示，美元在全球外汇储备中的份额在过去两年中有轻微上升，大概占64%（图9-3）。

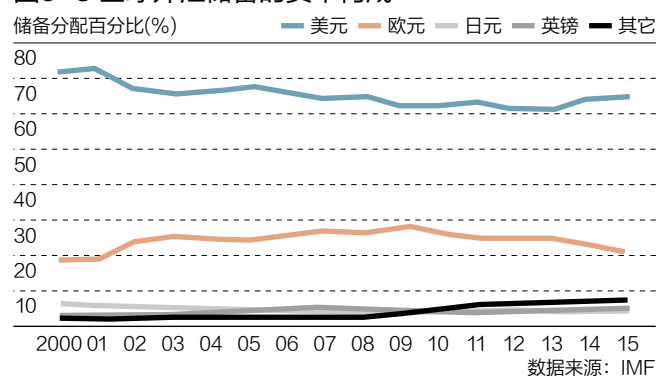
美国拥有全世界发展最发达、流动性最好的金融市场，这可以部分解释美元在全球储备体系中的重要性。但支撑美国货币主导地位的最重要因素是美国政府行政、立法和司法部门间三权分立的制度化体系。

¹¹⁶ 参考 Prasad and Ye (2012)。

¹¹⁷ 参考 Chen, Peng, and Shu (2009)、Subramanian (2011) 及文献。

¹¹⁸ 详细讨论，可参考 Prasad (2014)。

图9-3 全球外汇储备的货币构成



美国公共机构的信任，根植于美国公开、透明的民主程序。美国法律体系独立于美国的行政和立法机构，进一步支撑了美元的国际地位。¹¹⁹

这种制度框架和中国的一党制形成鲜明对比，中国的政府问责制水平要低得多。事实上，尽管中国经济体量很大，中央政府负债很低，国外投资者仍可能由于不信任中国政府从而不愿意进行大规模的投资。在接下来的几年，中国资本流入的增加更多受投资者对多样性和高收益的追求驱动，而不是把中国当成在其它金融市场陷入困境时的“避难所”，因为中国的金融市场还不发达，存在相当大的风险。

人民币能否在不远的将来成为重要的储备货币，取决于中国资本账户开放以及金融市场发展速度的快慢。除非中国领导人在经济改革的同时调整政治和法律制度，否则人民币不可能挑战美元的地位。中国政府也似乎并不愿意为人民币成为安全的避险资产（而不仅仅是种储备货币）而进行必要、广泛的改革。因此未来更为可能的情景是：在持续改革的条件下，人民币在全球货币储备中的份额在下一个十年升至10%

左右，而欧元、日元和英镑等现有储备货币份额相应下降。总的来看，人民币可能会轻微地侵蚀但不可能严重挑战美元全球储备货币的主导地位。

9.5 总结

快速扩张的经济规模以及强大的活力是中国经济的巨大优势，也是推动人民币国际化的有益助力，尤其是在亚洲地区。但金融市场不发达是人民币获得国际储备货币地位的最大制约。此外，由于缺乏足够开放的资本账户和货币的可自由兑换，人民币无法在国际储备货币中发挥突出作用，更不必说挑战美元的主导地位。

但中国仍有可能通过其他渠道增强对资源的配置能力，从而实现其经济目标同时谋求地缘政治利益。中国设立了亚洲基础设施银行，成立了400亿美元的丝路基金，旨在推动对外投资和贸易。作为重要的参与者，中国与其它金砖国家共同提出新开发银行以及应急储备安排两个联合倡议。这些选择使中国能够在传统投资之外进一步实现境外投资的多元化，即产生较好的经济回报，又会在无形中提高中国在亚洲及全球的影响力。同时这些渠道也有助于扩大人民币在跨境交易中的使用范围。

人民币作为储备货币地位的提升原则上可以促进地区及全球金融系统的稳定。反过来也要求中国的宏观政策和金融市场发展及监管必须有利于中国自身的宏观经济和金融稳定。这一皆大欢喜的结果能否出现取决于中国国内金融市场和制度发展是否能够助推人民币成为一种可信、安全的避险资产。人民币被纳入SDR货币篮子可以被看作是IMF及其代表的国际社会制衡中国的一种手段，因为它要求中国在制定国内政策时考虑到可能带来的全球影响，并将影响内部化。

¹¹⁹ 参考 Prasad (2014)。

从经济规模及影响力来看，中国正以一种独特的方式来夯实人民币在全球货币体系中的地位。中国也在努力通过中国式的改革路径推动资本账户的逐步开放。这一举动包括放弃直接的资本流入和流出管制，取而代之以行政的或其他的“软”控制手段。按照目前的发展趋势，中国将会在未来两、三年内实现资本账户的基本开放，从而使人民币在全球贸易和金融中发挥越来越重要的作用。

遵循这样一套渐进的、能够不断校准的方案来实现资本账户自由化无疑是有效的。它既可以提升人民币的国际地位，又可以避免完全的资本账户开放对中国可能造成的不利影响。事实上，人民币已经开始在国际贸易交易中发挥重要作用。人民币也开始进入全球金融市场，并出现在世界多个央行的储备资产组合中。此外，它已经被纳入了IMF特别提款权（SDR）的货币篮子，成为其中的一员。这些改变（有些目前象征意义大于实际意义）会随着时间的推移不断累积

乃至突破，从而使中国有潜力重塑全球货币体系。但如果没有在岸市场的更积极的发展，人民币国际化的全部潜力将无法发挥。没有一个更加开放的资本账户，中国外汇和衍生品市场的充分发展也会很艰难。

人民币能否成为国际储备货币，其前景最终取决于中国的国内政策，尤其是与金融市场发展、汇率弹性和资本账户自由化有关的政策。随着中国金融市场的充分发展以及私营投资者国际投资组合的日益多样化，中国的对外投资模式将会发生显著变化。可以想见，支持人民币国际化的各项政策改革将同时带来中国经济及中国资本流入和流出模式的重大转变。

目前人民币已经开始成为国际贸易和金融交易中被广泛使用的货币。只要中国继续推进金融部门和其他市场导向型的改革进程，人民币将有可能在下一个十年成为一种重量级储备货币，即使不能取代美元，也会侵蚀美元的主导地位。

这部分列举了国际货币基金组织（IMF）《汇率安排和外汇管制年度报告》中使用的分类，共分流入（16项）和流出（16项）。

流入	流出
1. 货币市场（期限为1年及1年以下的债券） 1.1. 非居民境内购买 1.2. 居民境外出售或发行 2. 债券（期限为1年以上的债券） 2.1. 非居民境内购买 2.2. 居民境外出售或发行 3. 股票 3.1. 非居民境内购买 3.2. 居民境外出售或发行 4. 集体投资 4.1. 非居民境内购买 4.2. 居民境外出售或发行 5. 衍生品分类 5.1. 非居民境内购买 5.2. 居民境外出售或发行 6. 担保、保证和备用融资便利 7. 金融信贷 8. 商业信贷 * 9. 不动产分类 9.1. 非居民境内购买 10. 直接投资	1. 货币市场（期限为1年及1年以下的债券） 1.1. 居民境外购买 1.2. 非居民境内出售或发行 2. 债券（期限为1年以上的债券） 2.1. 居民境外购买 2.2. 非居民境内出售或发行 3. 股票 3.1. 居民境外购买 3.2. 非居民境内出售或发行 4. 集体投资 4.1. 居民境外购买 4.2. 非居民境内出售或发行 5. 衍生品分类 5.1 居民境外购买 5.2. 非居民境内出售或发行 6. 担保、保证和备用融资便利 7. 金融信贷 8. 商业信贷 * 9. 不动产分类 9.1. 居民境外购买 9.2. 非居民境内出售或发行 10. 直接投资

注释：分类中标有星号 * 标记那些 IMF2014 年《汇率安排和外汇管制年度报告》中认为中国没有任何资本管制的分项。以上列表没有包含直接投资流动性这一项。
关于分类的更多细节请参考 Fernández, A, M. W. Klein, A. Rebucci, M. Schindler, and M. Uribe (2015) “Capital Controls Measures: A New Dataset,” NBER Working Paper No. 20970.

本附录在参考 Prasad 和 Wei (2007) 以及 Prasad 和 Ye (2012) 有关中国资本管制变化的基础上，将资料内容更新到了 2015 年 9 月，同时记录了有关扩大人民币国际使用和其他金融市场相关发展。以下附录不是一个滴水不漏的记录，而是摘录了关键变化，其中使用了各种官方和非官方的来源。“《汇率安排和外汇管制年度报告》”指 IMF《汇率安排和外汇管制年度报告》；“HKMA”指香港金融管理局；“中国人民银行”指中国人民银行；“CSRC”指中国证券监督管理委员会；和“国家外汇管理局”是国家外汇管理局。IMF《汇率安排和外汇管制年度报告》的细项的来源均是初始来源。

2004 年的变化

- 1月1日，在《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》影响下，（1）香港特区（SAR）银行在内地设立分行的总资产要求从 200 亿美元降至 60 亿美元，（2）香港特区（SAR）银行在内地设立代表处需要该银行在内地成立合资银行或合资创业融资公司的要求也被移除；（3）将香港银行内地分行经营人民币业务的开业年限要求从三年降至两年。（香港金管局）
- 1月18日，大陆居民可持人民币计价的银行卡在香港地区使用旅游等相关支付业务。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2004, 229, 支付和收款业务安排的变化）
- 2月24日，推出香港居民个人人民币业务。（香港金管局）
- 2月25日，在香港提供服务的银行可以向香港的个人和指定商户提供存款、兑换、和汇款业务。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2004, 229, 支付和收款业务安排的变化）
- 2月25日，中国人民银行扩大公开市场业务一级交易商机构范围，增加部分证券公司、保险公司及农村信用合作联社作为公开市场业务一级交易商。（中国人民银行）
- 4月1日，外汇结售时文件中所要求的金额从 2 万美元提高到 5 万美元的等值外汇。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2004, 229, 无形交易和经常转移支付变化）
- 5月1日，合格机构的经常项目外汇账户中可保留外汇的比例由上年度经常项目外汇收入的 20% 提高到 30% 或 50%。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2004, 229, 出口和出口收汇的变化）
- 5月1日，合格的企业被定义为包括特别许可的外汇企业，之前，只包括具有特定外汇量或资本量的企业。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2004, 229, 出口和出口收汇的变化）
- 6月27日，不允许国内外资银行将所得的债务转换为人民币贷款，不允许购买外汇用于还本付息。（中国人民银行）

● 6月27日，作为流入的外国直接投资的资本的转移只有在基于存在外国投资企业签字支付的订单的情况下才能转换成人民币。（中国人民银行）

● 8月12日，中国人民银行提出在澳门特区建立银行间人民币结算和回流机制。（中国人民银行）

● 9月8日，大陆居民可持人民币计价的银行卡在澳门地区使用旅游等相关支付业务。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2005, 235, 支付和收款业务安排的变化）

● 11月1日，中国人民银行允许符合条件的证券公司在银行间市场向合格机构投资者发行短期融资券。（中国人民银行）

● 11月3日，在澳门特区提供服务的银行允许个人和指定商户开设人民币账户，提供存款、兑换、和港元、澳门元与人民币汇款的业务。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2005, 235, 支付和收款业务安排的变化）

● 11月17日，中国发展银行被批准在银行间市场发行以七天回购为基准利率的浮动利率发行债券。（中国人民银行）

● 12月1日，外国继承人，包括港澳特别行政区的在内，可以将其所获得遗产转移至国外，移民（移出）可以转移其合法所获得资产至多20万美元，对于数额巨大的，可以在以2年为一个最短期限之内陆续转移其资产。（中国人民银行）

● 12月28日，中国人民银行首次发行了中央银行远期票据。（中国人民银行）

2005 年的变化

● 1月1日。境内或外国居民可从中国境内带出的人民币金额上限从6000元提至20000元。（中国人民银行）

● 1月1日。在海外学习的个人为了学习可以购买外汇最多2万美元，不包括培训等学习费用，之前，该数额为2万美元，但包括培训等费用在内。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2006, 300, 无形交易和经常转移支付变化）

● 1月10日。中国大陆的居民可以用一定的以人民币为主的银行的银行卡在泰国购买、取款，在韩国和新加坡购买商品。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2006、300, 支付和收款业务安排的变化）

● 1月15日。中国金融机构外汇存款准备金率将统一调整为3%。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2006, 300, 对商业银行和其他信贷机构的具体规定变化）

● 2月18日。中国人民银行和其他政府部门宣布允许符合条件的国际开发机构在国内发行人民币债券。（中国人民银行）

● 4月6日。公布试点办法，允许商业银行设立基金管理公司。（中国人民银行）

● 4月30日。中国人民银行批准泛亚基金进入银行间债券市场，使其成为第一个进入该市场的中国境外机构投资者。（中国人民银行）

● 5月18日。银行间外汇市场正式对外提供外汇交易，中国外汇交易中心（CFETS）推出八对外币买卖业务。（中国人民银行）

● 6月15日。中国人民银行在银行间债券市场上允许债券远期交易。（中国人民银行）

● 6月17日。允许保险公司投资海外股票的通知被发布。（中国人民银行）

● 8月2日。被允许参与远期交易和同业远期交易的银行数量增加，在期限方面的限制也被移除。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2006, 299, 汇率安排变化）

● 8月2日。合格机构的经常项目外汇账户中可保留外汇的比例由上年度经常项目外汇收入的20%提高到50%或80%。；对于上年度没有经常项目外汇收支且需要开立账户的境内机构，开立经常项目外汇账户的初始限额，调整为不超过20万美元等价的外币。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2006, 300, 出口和出口收汇的变化）

● 8月2日。中国人民银行开始在外汇市场上启用人民币互换。（中国人民银行）

● 8月3日，针对私人旅游目的购汇的限额放宽：对于持因私护照个人，出境时间在半年以下的，购汇限额从等值3000美元调整为等值5000美元；出境时间在半年（含）以上的，限额从5000美元调整为等值8000美元。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2006, 300, 无形交易和经常转移支付变化）

● 8月9日。中国人民银行启动信贷资产和抵押贷款证券化的试点，而中国建设银行和国家开发银行作为试点机构。（中国人民银行）

● 8月15日。外汇交易中心（CFETS）银行间市场推出人民币外汇远期交易产品。中国工商银行和中国建设银行当天完成了两起美元兑人民币的远期交易。（中国人民银行）

● 8月16日。外汇管理局发布关于调整境内银行为境外投资企业提供融资性对外担保管理方式的通知，采取年度余额控制以取代个案管理，通知适用于有经营对外担保业务资格的银行和有资质从银行取得融资性对外担保的境外投资企业。（国家外汇管理局）

- 8月30日。国务院批准允许商业银行投资于资产支持证券的政策。（中国人民银行）
 - 9月22日。国家外汇管理局发布通知扩大外汇交易头寸的覆盖。（国家外汇管局）
 - 10月9日。中国人民银行批准国际金融公司和亚洲开发银行在全国银行间债券市场分别发行人民币债券 11.3 亿元和 10 亿元。这是中国债券市场首次引入外资机构发行主体。（中国人民银行）
 - 11月1日。中国人民银行扩大了为香港银行办理人民币业务提供平盘及清算安排的范围，以满足人民币业务发展的需要，参加行可以吸收指定商户的人民币存款，指定商户行业范围扩大至交通、通讯、医疗及教育服务等行业，但指定商户仍然只能将人民币存款单向兑换成港元。此外，中国人民银行还扩大了面向香港居民的人民币业务并提高现金兑换限制额度。（中国人民银行）
 - 12月5日。人民币银联卡在印度尼西亚、菲律宾、越南、德国和法国、西班牙和卢森堡的受理业务近期已开通。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2006、300，“安排收支变化”）
 - 12月8日。中国人民银行批准中国建设银行和国家开发银行在银行间市场试点发行资产支持证券。（中国人民银行）
 - 12月13日。中国人民银行发布通告，简化行政程序、扩大投资者基础以及提高公司债市场透明度。（中国人民银行）
 - 12月15日。人民币计价的银行卡可在比利时和日本使用。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2006，300，关于支付和收入安排的变动。）
 - 12月18日。有做市商资格的银行数量从 13 家增至 21 家。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2006，272，汇兑安排的变动。）
 - 12月28日。引入 13 家银行为外汇做市商。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2006，300，汇兑安排的变动。）
- 2006 年的变化**
- 1月4日。在银行间外汇市场正式启动场外交易和做市商制度。（中国人民银行）
 - 1月24日。中国人民银行宣布了银行间市场人民币利率互换业务试点项目。（中国人民银行）
 - 3月10日。中国外汇交易中心与芝加哥商品交易所签署协议，允许中国的金融部门参与芝加哥商品交易所利率和外汇产品的电子交易。（中国人民银行）
 - 4月13日。国内银行的境外外汇资金管理服务得以扩展；允许合格的银行汇集境内机构和个人的人民币资金，并在规定额

- 度内购买外汇以投资于国外的固定收益类产品；允许合格的基金管理公司和其他证券公司一定限度内汇集境内机构和个人的外汇资金，用于国外资产组合投资（包括股票投资）。保险机构的国外证券投资业务得以扩展，允许合格的保险公司购买外币投资于国外固定收益类产品和货币市场工具，其中外汇购买数额要遵守保险机构总资产的比例规定。（中国人民银行）
- 4月15日。在被批准的前提下，合格的基金管理公司和其他证券管理公司现在可以在一定限度内汇集境内机构和个人所有的外汇资金，并可将资金用于境外资产组合投资，包括股票投资。（AREAER2007,273，“关于机构投资者的专项条例”的变动。）
 - 5月1日。允许居民因经常项目交易的需要每年至多购买 20000 美元的外汇。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2007,272，无形交易与经常性转移项支付的变动。）
 - 7月1日。取消中国企业进行境外直接投资的外汇数量限制。（中国人民银行）
 - 7月6日。中国人民银行发布通告，启动银行间债券市场和借贷市场经纪业务。（中国人民银行）
 - 9月1日。非居民可基于实际需求和个人使用目的而购买国内房产。（中国人民银行）
 - 9月1日。废除《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理暂行规定》，并开始实施《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2007,273，关于机构投资者的专项条例的变动。）
 - 10月20日。按照规章能够进行即期结算的外汇交易，也能够进行远期结算。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2007,272，汇兑安排的变动。）
 - 12月11日。中国为外资银行提供全面的国民待遇。根据中国所签订的国际贸易组织（WTO）协议，外资银行在中国境内设立的分行所能从事的金融服务种类应与中国本土银行一样，包括吸收小额人民币存款，并且也受到与中国本土银行相同的监管和监督。经中国银行业监督管理委员会批准而从事人民币业务的外国银行分行，可以吸收中国境内公民每笔不少于 100 万元人民币的定期存款。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2007,272，关于商业银行和其他信贷机构的专项条例的变动。）
 - 12月29日。中国外汇交易中心成立自己的清算机构，以更好地控制清算风险并提高市场流动性。（中国人民银行）

2007 年的变化

- 1月4日。上海银行间同业拆借利率正式运行。（PBC）
- 1月14日。中国人民银行允许获得审批的国内金融机构赴港发行人民币债券。
- 1月15日。做市商银行的数量从21家增长至22家。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2007, 273, 汇兑安排的变动）
- 11月15日。居民与非居民之间贸易信贷登记管理系统（进口预付款部分）投入使用。（国家外汇管理局）
- 12月1日。居民与非居民之间贸易信贷登记管理系统（出口预收款部分）投入使用。（国家外汇管理局）
- 12月9日。中国银行业监督委员会允许符合条件的商业银行提供跨境并购贷款业务。（Lardy and Douglass, 2011）

2009 年的变化

- 1月7日。中国人民银行银行取消对在银行间债券市场交易流通的债券发行规模不低于5亿元的限制条件。（中国人民银行）
- 3月5日。商务部发布《关于进一步改进外商投资审批工作的通知》，以期缩短审批时间，提高商务部地方分支机构的自主量裁能力（商资函[2009]7号；Lardy and Douglass, 2011）。
- 3月16日。中国人民银行和香港金管局启动跨境多货币支付安排。（香港金融管理局）
- 3月17日。国家外汇管理局发布《关于2009年度金融机构短期外债指标核定情况的通知》，该通知提高了金融机构短期外债额度。（中国人民银行）
- 3月18日。中国人民银行允许基金管理公司以特定资产管理组合名义在银行间债券市场开立债券账户。（中国人民银行）
- 4月8日。国务院宣布一项试点项目，即允许上海、广州、深圳、珠海和东莞五个城市的出口商和进口商使用人民币进行跨境贸易结算。（中国人民银行）
- 5月14日和6月24日。中国人民银行批准东亚银行、香港上海汇丰银行（中国）在香港分别发行的40亿元和30亿元人民币债券。（中国人民银行）

- 7月2日。中国人民银行等国家六部委联合发布了《跨境贸易人民币结算试点管理办法》。
- 8月1日。对于境外直接投资的外汇资金来源的审查从事前审查变为事后登记，并且取消对境外直接投资资金对外汇付的审查和核准要求。在外国投资项目正式启动之前的准备阶段，在外汇管理局的批准下，境内机构可以对外汇出占总投资金额一定比例的款项。（国家外汇管理局）
- 9月28日。中国财政部宣布第一支以人民币计价的主权债券在香港发行。（香港金融管理局）
- 9月29日。对于合格境内机构投资者（QDII），证券交易商对外汇付的用于境外证券投资的资金净额不得超过核准的投资限额。（国家外汇管理局）
- 9月29日。对单家合格境外机构投资者（QFII）机构申请投资额度的上限由8亿美元增至10亿美元，并且将养老基金、保险基金以及开放式基金中长期投资的本金锁定期从6-8个月缩短至3个月。其他机构投资者的本金锁定期则从3年缩短至1年。（中国证券监督管理委员会）
- 11月28日。银行间市场清算所股份有限公司在上海正式成立。（中国人民银行）
- 12月14日。中国人民银行扩宽交易服务范围，可为澳门的银行提供人民币平盘和清算服务。（中国人民银行）

2010 年的变化

- 3月24日。中国人民银行与白俄罗斯共和国国家银行签署双边本币结算协议。这代表着中国首次与非邻国签署该类一般贸易交易协议。（中国人民银行）
- 6月22日。中国人民银行与其他部门联合发布了《关于扩大跨境贸易人民币结算试点范围有关问题的通知》。该措施扩大了人民币结算试点项目的覆盖区域。跨境结算业务范围扩展到货物贸易之外的其他经常项目结算。目前，中国大陆有20个省市与外国的经常项目交易可用人民币结算。此前，经常项目交易必须以可兑换货币结算。（中国人民银行）
- 7月7日。合和公路基建有限公司宣布在香港发行人民币债券，这是首支企业点心债券。（金融时报）
- 7月13日。授权中银香港为台湾人民币现钞业务清算行。（中国人民银行）
- 7月19日，中国人民银行与香港人民币业务清算行中国银行（香港）有限公司在香港签署了新修订的《香港银行人民币业务的清算协议》，明确了香港金融机构包括银行、证券公司和保险公司均可开设人民币账户，向各类企业和机构客户提供更全

面的人民币服务；个人银行业务方面，进一步拓宽资金在香港的使用；2009 年 7 月起，允许与清算有关的境外银行在境内银行开设相应人民币账户。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2011, 631, 非居民账户变化）

● 8 月 17 日。允许外国央行、货币当局、香港及澳门特别行政区的人民币清算银行以及从事人民币贸易结算业务的外国银行投资于中国银行间债券市场。这类投资受到多种限制，但是没有规定最短持有期。（国家外汇管理局）

● 7 月 19 日。允许香港特别行政区的金融机构——包括银行、证券公司和保险公司——开立人民币账户。此外，个人和公司可以在银行之间进行人民币支付和转账，并能够以人民币进行银行间结算。为了方便人民币在贸易交易中的使用，参与该类结算的外国银行自 2009 年 7 月起可在中国的银行开设人民币代理账户。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2011, 631, 非居民账户的变动。）

● 8 月 19 日。麦当劳宣布在香港发行 2 亿元人民币债券，这是外国跨国公司首次发行人民币债券。（金融时报）

● 10 月 1 日。接受中国进口人民币支付的境外非银行机构被批准可使用在中国大陆的银行开设的人民币代理账户，存放此类交易的收入。限额内的贸易融资也可以通过代理账户进行。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2011, 632, 非居民账户的变动）。

● 10 月 1 日。在北京、广东（包括深圳）、山东（包括青岛）和江苏开展出口收入境外存放项目试点。试点区域内合格的国内企业，可向当地外汇管理局分支机构申请开展出口收入境外存放业务，经批准后即可参与到试点项目中来。必须根据相关规定办理境外账户的开立、关闭以及资金收付等业务，并向国家外汇管理局报送相关信息。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2011, 632, 出口和出口收入的变动。）

● 11 月 22 日。中国人民银行授权中国外汇交易中心在银行间外汇市场开展俄罗斯卢布与人民币的直接交易。（中国人民银行）

● 11 月 22 日。通过中央结算系统发行人民币计价主权债。（香港金融管理局）

● 11 月 24 日。卡特彼勒（Caterpillar）宣布发行价值 10 亿元的人民币债券。（金融时报）

● 12 月 8 日。参与人民币结算的中国出口商从 365 家增加至 67359 家。（中国人民银行）

● 12 月 15 日。俄罗斯莫斯科银行间外汇交易所启动人民币－卢布交易。（中国人民银行）

● 12 月 31 日。香港首个人民币债券指数——“中银香港离岸人民币债券指数”发布。（中国银行）

2011 年的变化

● 1 月 1 日。为了提高中国外汇市场的流动性并促进外汇市场发展，国家外汇管理局将外汇市场做市商分为三类：即期交易做市商、远期和掉期交易做市商以及综合做市商。目前有 26 家银行被核准为即期交易做市商、有 18 家银行被核准为远期和掉期交易做市商。目前尚且没有综合做市商。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2011, 632, 外汇安排的变动）

● 1 月 6 日。中国大陆 20 个省市的本地企业可在（接受这种结算方式的国家）对外直接投资中使用人民币。此前，对外直接投资必须使用可兑换货币结算。香港的银行可以提供人民币资金，使这类交易更加便利。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2011, 632, 关于支付和收入的安排的变动，香港金融管理局）

● 1 月 13 日。批准中国银行可在纽约设立人民币存款账户。（中国人民银行）

● 1 月 24 日。境外人民币参与合格境外有限合伙人（QFLP, Qualified Limited Foreign Partner）试点项目在上海实施。（上海市政府）

● 2 月 14 日。中国人民银行允许在银行间外汇市场，进行人民币外汇期权交易。（中国人民银行）

● 6 月 23 日。中国人民银行与俄罗斯联邦中央银行签订了新的双边本币结算协定。（中国人民银行）

● 8 月 23 日。跨境贸易人民币结算境内地域范围扩大至全国，业务范围涵盖货物贸易、服务贸易和其它经常项目人民币结算，境外地域范围没有限制。（中国人民银行）

● 9 月 14 日。汇丰银行宣布成为第一家在台湾地区提供人民币服务的外国银行。（汇丰银行）

● 第三季度。以人民币计价的公司债券的发行量首次超过以欧元计价的公司债券的发行量。（《金融时报》，2011 年 9 月 29 日）

● 10 月 12 日。外国投资者被允许以境外合法获得的人民币依法来中国开展直接投资活动。（国家外汇管理局）

● 10 月 14 日。中国人民银行宣布允许境内银行向境外使用人民币进行直接投资的海外机构提供清算服务。（中国人民银行）

● 10 月 16 日。中国黄金白银交易所在香港推出全球首个以人民币计价的黄金期货合约。（CNBC, 10 月 16 日）

● 10 月 17 日。商务部发布公告，允许境外投资者使用境外人民币进行直接投资。（商务部）

- 11月10日。中国人民银行与奥地利央行签署协议，允许奥地利央行投资于中国的银行间债券市场。（中国人民银行）
- 11月28日。JP 摩根大通资产管理有限公司被批准获得10亿元人民币合格境外投资者（RQFII）额度，是境外基金管理者获得的最高额度。（摩根大通）
- 12月16日。离岸人民币被允许用于购买中国内地证券资产。（金融时报）
- 12月16日。符合一定资格条件的境内基金管理公司、证券公司的香港子公司可以作为试点机构，运用其在港募集的人民币资金在经批准的人民币投资额度内开展RQFII业务。（国家外汇管理局）
- 12月25日。中国和日本签署协议，共同促进本币跨境交易、外汇直接交易和债券市场发展和其他项目。（中国人民银行）

2012 年的变化

- 6月5日。中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、国家税务总局和银监会联合发文，境内所有具有进出口经营资格的企业均可依法开展出口货物贸易人民币结算。（中国人民银行）
- 3月28日。国务院常务会议决定设立温州市金融综合改革试验区，批准实施《浙江省温州市金融综合改革试验区总体方案》，允许温州个人境外直接投资可通过新设、并购、投资等境外非金融企业，试点期间，1个人1个项目不得超过300万美元，1个人年度总额不超过2亿美元。（国务院）
- 4月2日。中国证券监督管理委员会将合格境外机构投资者（QFII）配额已从300亿元人民币提升到800亿元，人民币合格境外机构投资者（RQFII）配额已从700亿元提升到2700亿元。（中国证券监督管理委员会）
- 4月16日。银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由0.5%扩大至1%，外汇指定银行为客户提供当日美元最高现汇卖出价与最低现汇买入价之差不得超过当日汇率中间价的幅度由1%扩大至2%。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2012, 671, “汇兑安排”的变动）
- 4月19日。英国跨国银行公司汇丰银行在伦敦发行首只中国之外的离岸人民币债券。（HSBC）
- 5月29日。经中国人民银行授权，中国外汇交易中心宣布完善银行间外汇市场人民币对日元交易方式，发展人民币对日元直接交易。（路透社 Reuters）
- 5月29日。香港证券及期货事务监察委员会批准在香港推出人民币货币期货。（香港证券期货委员会 SFC）

- 6月15日。香港金融管理局正式对外推出期限为1周的人民币流动资金便利。（香港金融管理局）
- 6月27日。国务院正式批复有关政策，支持深圳前海金融试验区探索离岸人民币市场和资本账户可自由化兑换。（国务院）
- 6月29日。中国证券监督管理委员会和香港证券及期货事务监察委员会核准世界上首只人民币合格境外机构投资者（RQFII）A股ETF在港交所上市。该ETF将直接投资于中国A股，追踪A股指数。（香港证券及期货事务监察委员会 SFC）
- 6月27日。中国证券监督管理委员会修订新条款降低QFII资格要求，其中国际资产管理机构的经营时间由5年降为2年，证券资产规模由50亿美元降为5亿美元。（中国证券监督管理委员会）
- 8月1日。香港银行可以为非香港居民开户和提供各类的人民币服务。（香港金融管理局）
- 12月11日。中国银行台北分行被授权担任台湾人民币业务清算行。（中国银行）
- 12月14日。国家外汇管理局公布对《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》的修改，提高主权基金、央行及货币当局等机构投资额度上限可超过等值10亿美元。（国家外汇管理局）
- 12月17日。为了改善直接投资流动，国外投资者在国家外汇管理局注册后，经过银行审核相关材料后，可直接购买外汇和对外支付。（此前相核准可流程被取消）。（国家外汇管理局）
- 12月17日。银行审核相关材料后，非居民转让境内商品房的可即办理购汇及对外支付手续（取消境外机构设立的境内分支、代表机构及境外个人转让境内商品房的外汇局购付汇核准）。（国家外汇管理局）
- 12月27日。中国人民银行批准深圳跨境人民币贷款，中国企业可以从香港经营人民币业务的银行借入人民币资金。（中国人民银行）

2013 年的变化

- 1月25日。中国人民银行与中国银行台北分行签订《关于人民币业务的清算协议》。协议中规定台湾合格境外机构投资者（RQFII）的投资份额为1000亿人民币以下。（中国人民银行）
- 2月7日。外汇局发布《国家外汇管理局关于境外上市外汇管理有关问题的通知》，企业按要求办理了境外上市相关登记手续后，即可通过银行办理账户开立、资金汇兑等手续，无需再经外汇局核准。获批后境外上市企业境内股东增持（或减持）其境外股份的资金汇兑等业务的时间限制由6个月延展至2年。（国家外汇管理局）

- 2月8日。中国人民银行授权中国工商银行新加坡分行担任新加坡人民币业务清算行。（中国人民银行）
- 3月1日。人民银行、证监会、外汇局修改人民币合格境外机构投资者（RQFII）境内证券投资试点办法， 中国银行和保险公司在香港的子公司以及在香港特区注册和运营的金融机构可运用来自境外的人民币资金进行境内证券投资。此外，资产配置的限制放宽，允许人民币合格境外机构投资者投资于更广泛的金融工具。（《 汇率安排和外汇管制年度报告 》2013, 622, “汇兑安排”的变动）
- 3月26日。中国人民银行与巴西中央银行签署规模为 1900 亿元人民币 /600 亿巴西雷亚尔的中巴双边本币互换协议，有效期 3 年。（中国人民银行）
- 6月21日。两岸签署《 海峡两岸服务贸易协议 》， 允许台资金融机构以人民币合格境外机构投资者（RQFII）方式投资大陆资本市场。（《 汇率安排和外汇管制年度报告 》2013, 622, “汇兑安排”的变动）
- 6月22日。中国人民银行与英格兰银行签署规模为 2000 亿元人民币 /200 亿英镑的中英双边本币互换协议，有效期 3 年。（中国人民银行）
- 6月24日。香港国债市场协会（TMA）发起新的离岸人民币香港银行同业拆息率基准（CNH 银行同业拆息基准），该基准基于 16 个区域和全球银行的贡献率。（香港金融管理局）
- 7月12日。将合格境外机构投资者（QFII）额度增加至 1500 亿美元。（《 汇率安排和外汇管制年度报告 》2013, 622, 资本交易变化）
- 9月29日。中国正式启动中国（上海）自由贸易区试点。（国务院）
- 10月8日。中国人民银行与欧洲中央银行签署规模为 3500 亿元人民币 /450 亿欧元的中欧双边本币互换协议，有效期 3 年。（中国人民银行）
- 10月15日。给予英国 800 亿元人民币合格境外机构投资者（RQFII）额度。（《 汇率安排和外汇管制年度报告 》2013, 622, 汇兑安排的变动）
- 10月22日。给予新加坡 500 亿元人民币合格境外机构投资者（RQFII）额度。（《 汇率安排和外汇管制年度报告 》2013, 622, 汇兑安排的变动）

- 11月6日。加拿大西部大不列颠哥伦比亚省政府发行 1 年期 25 亿元离岸人民币债券，开创外国政府发行人民币债券的先河。（财新传媒）
- 2014 年的变化**
 - 1月10日。境内机构少于 5 万美元的利润汇出审核取消；对大额利润情况，银行为境内机构办理等值 5 万美元以上的利润汇出，应按真实交易原则审核与本次利润汇出相关的董事会利润分配决议（或合伙人利润分配决议）及其税务备案表原件。（《 汇率安排和外汇管制年度报告 》2014, 726, 资本交易变化）
 - 1月10日。对境外借款的目的和期限的限制放宽。（《 汇率安排和外汇管制年度报告 》2014, 726, 资本交易变化）
 - 2月19日。保险公司投资国外与国内不动产类资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 30%。；保险公司购置自用性不动产的账面余额，不高于本公司上季末净资产的 50%。投资单一固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产、其他金融资产的账面余额，均不高于本公司上季末总资产的 5%。投资单一法人主体的余额，合计不高于保险公司上季末总资产的 20%。（《 汇率安排和外汇管制年度报告 》2014,623, 资本交易变化）
 - 2月19日。保险公司投资不动产类资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 30%。账面余额不包括保险公司购置的自用性不动产，保险公司购置自用性不动产的账面余额，不高于本公司上季末净资产的 50%。投资单一不动产类资产的账面余额，均不高于本公司上季末总资产的 5%。（《 汇率安排和外汇管制年度报告 》2014, 726, 资本交易变化）
 - 2月20日。中国人民银行授权上海总部发布《 关于支持中国（上海）自由贸易实验区扩大人民币跨境使用的通知 》（银总部发[2014]22 号），支持在自贸区内开展各项跨境人民币业务创新试点，鼓励建立跨境人民币资金池、借贷、集中收付和结算。（中国人民银行）
 - 3月13日。中国国家开发银行（The China Development Bank）在香港发行 10 亿元 3 年期人民币债券，利率 3.35%，认购倍数达 1.87 倍。（中国国家开发银行）
 - 3月17日。银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 1% 扩大至 2%，外汇指定银行为客户提供当日美元最高现汇卖出价与最低现汇买入价之差不得超过当日汇率中间价的幅度由 2% 扩大至 3%。（《 汇率安排和外汇管制年度报告 》2013, 623, “汇兑安排”的变动）
 - 3月19日。银行间外汇市场完成首笔人民币对新西兰元直接交易。（《 汇率安排和外汇管制年度报告 》2014, 623, “汇兑安排”的变动）

- 3月28日。中国人民银行与德意志联邦银行签署了在法兰克福建立人民币清算安排的合作备忘录。（中国人民银行）
- 3月31日。中国人民银行与英格兰银行签署了在伦敦建立人民币清算安排的合作备忘录。（中国人民银行）
- 5月12日。居民和非居民的跨境担保限制被取消。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2014, 726, 资本交易变化）
- 6月11日。出口交易人民币结算流程被简化。银行依据国内客户提交的收入和支付指令以及“了解你的客户”、“了解你的业务”和“进行尽职调查”三个原则来结算出口交易。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2014, 726, 资本交易变化）
- 6月11日。个人可以使用人民币来结算国际贸易和服务。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2014, 725, 进口和进口收入的变动）
- 6月11日。进口交易人民币结算流程被简化。银行依据国内客户提交的收入和支付指令以及“了解你的客户”、“了解你的业务”和“进行尽职调查”三个原则来结算进口交易。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2014, 725, 汇率安排的变动）
- 6月18日。经中国人民银行指定中国建设银行为伦敦人民币相关交易的清算行。（中国人民银行）
- 6月18日。经中国人民银行授权，中国外汇交易中心宣布在银行间外汇市场开展人民币对英镑直接交易。（中国人民银行）
- 6月18日。中国人民银行授权中国银行法兰克福分行担任欧元区人民币业务清算行。（中国人民银行）
- 6月28日。中国人民银行在巴黎和卢森堡设立人民币业务清算中心。
- 中国人民银行与韩国银行在首尔签订人民币清算安排合作备忘录（MOU），中国人民银行授权交通银行首尔分行担任首尔人民币业务清算行。（中国人民银行）
- 7月2日。人民币对日元、英镑、澳大利亚元、新西兰元、马来西亚林吉特和俄罗斯卢布汇率中间价由中国外汇交易中心根据每日银行间外汇市场开盘前银行间外汇市场相应币种的直接交易做市商报价平均得出。此前，人民币对这些货币的汇率根据美元交叉汇率套算而成。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2014, 623, “汇兑安排”的变动）{发现英文的日期7月14日有错误，更正了错误}
- 7月2日。中国人民银行允许银行根据市场间供需向其客户提供汇率报价（中国人民银行：银发[2014]188号）。此前，人民币对美元的卖买差价不得超过中间价的4%；最高点交换（现金）销售价格和最低的现货交易（现金）购买价格之间的差异，

- 必须包含当天的中间价；在正式的范围内，银行可以独立决定买卖现货和现金交易的价格。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2013, 623, “汇兑安排”的变动）
- 7月9日。中国给予德国和韩国800亿元人民币/129亿美元合格境外机构投资者（RQFII）额度。（中国证券监督管理委员会）
 - 7月14日。关于境内居民通过特殊目的公司境外融资及返程投资外汇管理变动，取消原有融资登记和融资变更登记手续。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2014, 726, 资本交易变化）
 - 7月18日。中国人民银行与阿根廷中央银行续签了规模为700亿元人民币/900亿阿根廷比索的中阿双边本币互换协议，期限为3年。（中国人民银行）
 - 7月21日。中国人民银行与瑞士国家银行签署了规模为1500亿元人民币/210亿瑞士法郎的中瑞双边本币互换协议，期限为3年。（中国人民银行）
 - 9月11日。世界银行（The World Bank）发行12.5亿元人民币债券。（世界银行）
 - 9月26日。境外非金融企业可按规定在境内银行间债券市场发行人民币债务融资工具，募集资金可汇出境外。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2014, 726, 资本交易变化）
 - 9月26日。境外募集人民币资金可用来还本付息。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2014, 726, 资本交易变化）
 - 9月29日。中国人民银行允许中国外汇交易中心（CFETS）在银行间外汇市场开展人民币对欧元直接交易。（中国人民银行）
 - 10月14日。英国政府发行首只人民币主权债券，规模为30亿元人民币，期限为三年。这是首只由西方国家发行的人民币主权债券，也是全球非中国发行的最大一笔人民币债券。（英国政府）
 - 10月13日，中国人民银行与俄罗斯中央银行签署了规模为1500亿元人民币/8150亿卢布的中俄双边本币互换协议。（中国人民银行）
 - 10月24日。亚洲基础设施投资银行（AIIB）在北京正式成立。截至2015年4月15日，几乎所有亚洲国家和大部分非亚洲主要国家加入AIIB，除了美国，日本和加拿大。朝鲜和台湾申请成为创始成员（PFM）被拒绝。（亚洲基础设施投资银行）
 - 10月27日。在银行间外汇市场开展人民币对新加坡元直接交易。（新华社）

● 10月28日。中国外汇交易中心宣布在银行间外汇市场开展人民币对新加坡元直接交易后，首笔新加坡元人民币直接兑换交易已于10月28日完成。人民币对新加坡元汇率中间价由中国外汇交易中心根据每日银行间外汇市场开盘前银行间外汇市场相应币种的直接交易做市商报价平均得出。此前，人民币对新加坡元的汇率根据美元交叉汇率套算而成。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2014, 725, 汇率安排的变动）

● 11月1日。央行发布关于跨国企业集团开展跨境人民币资金集中运营业务有关事宜的通知，跨国企业集团可以根据业务和管理需求，开展跨境双向人民币资金池业务。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2014, 726, 资本交易变化）

● 11月4日。人民币合格境外机构投资者（RQFII）试点地区扩大至卡塔尔，初始投资额度为300亿元人民币/490亿美元。（中国证券监督管理委员会）

● 11月5日。关于人民币合格境内机构投资者的海外投资组合中不同金融工具的总额和份额限制被取消。（中国人民银行就人民币合格境内机构投资者（RMB Qualified Domestic Institutional Investors,RQDII）境外证券投资有关事项发布通知）。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2014, 726, 资本交易变化）

● 11月10日。香港金融管理局宣布向参与香港人民币业务的认可机构提供日内人民币流动性。（香港金融管理局）

● 11月14日。中国政府发公告，确认对合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）和沪港通试点豁免资本利得税。（财政部）

● 11月17日。大陆和香港股票市场交易的互联互通机制正是启动，允许香港和海外投资者经由香港联交所直接购买大陆上市股票，但只有投资和现金账户中拥有50万人民币的内地机构投资者和个人投资者才能投资香港股票。北上（从香港到上海）每年总额度人民币3,000亿元，南下（从上海到香港）每年总额度为2,500亿元。（中国证监会与香港证监会）

● 11月17日。中国人民银行宣布授权中国银行悉尼分行为悉尼人民币清算行。（中国人民银行）

● 11月17日。人民币合格境外机构投资者（RQFII）试点地区扩大至澳大利亚，初始投资额度为500亿元人民币。（CSRC）

● 11月18日。中国人民银行与加拿大中央银行签署了规模为2000亿元人民币/300亿加元的双边本币互换协议（中国人民银行）

● 12月15日。银行间外汇市场开始人民币兑对坚戈（哈萨克斯坦货币）直接外汇交易。每个交易日开盘前向人民币兑坚戈银行间市场区域交易的报价行询价，将报价行的报价平均，得到每日人民币兑坚戈参考价。中国外汇交易中心于每个交易日开盘前向银行间外汇市场会员公布当日人民币兑坚戈参考价。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2014, 725, 汇率安排的变动）

● 12月17日。除敏感国家、地区、敏感行业外，对外直接投资的审批要求被取消，取而代之的是备案制度。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2014, 726, 资本交易变化）

2015 年的变化

● 1月21日。中国人民银行与瑞士国家银行就在瑞士建立人民币清算安排签署合作备忘录（MOU），将人民币合格境外机构投资者（RQFII）试点地区扩大到瑞士，投资额度为500亿元人民币。（中国人民银行）

● 1月28日。境外人民币清算行被允许在银行间债券市场进行债券回购业务。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2014, 727, 支付和收款业务安排的变化）

● 2月13日。外商直接投资和对外直接投资的外汇登记工作是从国家外汇管理局转移银行。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2014, 727, 资本交易变化）

● 2月26日。丝绸之路基金于2014年12月29日在北京注册成立有限责任公司，由中国官方外汇储备、中国国家投资公司（中投）、中国进出口银行和中国发展银行共同发起，并按照中华人民共和国公司法开始运作。（中国人民银行）

● 3月30日。取消外商独资企业兑换人民币的限制。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2014, 727, 资本交易变化）

● 4月29日。人民币合格境外机构投资者（RQFII）试点地区扩大至卢森堡，初始投资额度为500亿元人民币。（中国人民银行）

● 5月25日，中国人民银行与智利中央银行签署了规模为220亿元人民币/22000亿智利比索的双边本币互换协议。同日，双方签署了在智利建立人民币清算安排的合作备忘录（MOU），并同意将RQFII试点地区扩大到智利，投资额度为500亿元人民币。（中国人民银行）

● 5月28日。海外人民币清算银行和非居民参与银行，被允许根据份额投资银行间债券市场进行回购业务来为离岸人民币融资。回购融资的限额与银行所持有的在岸债券金额挂钩。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2014, 727, 资本交易变化）

● 6月11日。中国人民银行发表《2015人民币国际化》报告，该课题由中国政府机构发布的。报告提出了一系列提高人民币的国际使用的计划，包括中国国际支付系统（CIPS），深港通和合格境内个人投资者（QDII2）。（中国人民银行）

● 6月27日。中国人民银行与匈牙利中央银行签署了在匈牙利建立人民币清算安排的合作备忘录和《中国人民银行代理匈牙利央行（MNB）投资中国银行间债券市场的代理投资协议》，并同意将RQFII试点地区扩大到匈牙利，投资额度为500亿元人民币。（中国人民银行）

● 7月1日。经批准国内公募基金产品可在香港地区销售。经批准香港公募基金产品可以在国内该地区销售。（《汇率安排和外汇管制年度报告》2014, 727, 资本交易变化）

● 7月11日。国家外汇管理局发布通知，给予外商投资企业自由选择结汇时机权利。（国家外汇管理局）

● 7月14日。中国人民银行印发《关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》（银发〔2015〕220号），对境外央行类机构简化了入市流程，取消了额度限制，允许其自主选择中国人民银行或银行间市场结算代理人为其代理交易结算，并拓宽其可投资品种。（中国人民银行）

● 8月11日。人民银行发布《中国人民银行关于完善人民币兑美元汇率中间价报价的声明》，自2015年8月11日起，做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。（中国人民银行）

● 9月17日。中国人民银行与阿根廷中央银行签署了在阿根廷建立人民币清算安排的合作备忘录，这是继智利后在与中国签订离岸人民币清算安排的第二个拉丁美洲国家。（中国人民银行）

● 9月21日。中国人民银行批复同意香港上海汇丰银行有限公司和中国银行（香港）有限公司在银行间债券市场发行金融债券，这是国际性商业银行首次获准在银行间债券市场发行人民币债券。（中国人民银行）

自由贸易区（FTZs）投资限制

2015 年负面管理清单

2015年负面管理清单覆盖四个自由贸易区。与2014年上海自由贸易区负面管理清单相比，该名单存在一些变化，但这些改变仅仅源自分类和定义的改变。2015年的新清单还包括其它法律下对外国投资的限制及管制，使得这一版更加全面。后文列出了清单中的一些主要部分，同时也是之前部分管制被移除的部分。¹²⁰

● 农业、林业、畜牧业以及渔业

- 1. 外国投资者禁止从事下列商业活动：发展、培育、种植中国稀有或独特的植物；种植或生产转基因种子农作物和动物；未经许可收集转基因资源和农作物。
- 2. 禁止外国投资者成为开发新农作物或种子公司的实际控制人。
- 3. 禁止外国投资者未经许可在中国水域捕鱼。

● 矿业

一些旧管制被移除，只剩下如下部分：

- 1. 禁止外国投资者未经政府许可探索和开发中国专属经济区或大陆架。禁止外国投资者以合伙人形式与中国本土矿业公司成立公司探索石油和天然气资源。禁止勘探地球稀有资源、放射性物质、钨、钼、锡、锑及萤石。勘探锂、贵金属和石墨是严格限制的。

● 制造业

制造业的一些旧管制已被移除，其中包括那些关于加工大米、玉米、食用油、茶、酒精、烟草和化学品（仍未完全允许）的规定。制药和保健品、麻醉与血液制品领域的管制已经放开。机动化交通工具的制造仍然敏感，对制造业的大部分管制基本都在该行业。对施工车辆、摩托车和新能源交通工具电池的管制如今已经被废除。其它管制如下：

- 1. 飞机、无人飞行器和直升机公司须由中方控股。
- 2. 整车制造外资最多拥有50%股权，汽车零部件制造对外资完全开放。
- 3. 船、船引擎和航海工程设备需要中方控股。
- 4. 轨道交通设备仅限于合资与合作。对城市轨道交通70%的设备须使用中国制造。
- 5. 民用卫星须由中方控股。

¹²⁰ 本附录大量参考 China Briefing 的内容。它是由 Dezan Shira & Associates 提供的在线资源。本附录还以国务院的文件作为补充材料：
http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-04/20/content_9627.htm。



- 6. 钨、钼、锡、锑等稀有金属冶炼仅限于合资与合作形式。
- 7. 禁止投资放射性矿产冶炼加工。
- 8. 禁止投资中药材加工。
- 9. 禁止投资象牙雕刻、虎骨加工、及民族传统工艺。

● 电力、热力、燃气和水生产

- 1. 核电站的建设、经营，须由中方控股。核燃料、核材料、铀产品以及相关核技术的生产经营和进出口由具有资质的中央企业实行专营。
- 2. 城市人口 50 万以上的城市燃气、热力和供排水管网的建设、经营属于限制类，须由中方控股。
- 3. 电网的建设、经营须由中方控股。

● 专营及特许经营

一些重要部门已经放松管制。这其中包括化肥、农业薄膜（包括温室大棚）、通过加油站销售汽油、以及书籍、报纸和杂志的销售。仍然在管制中的行业有烟草销售、彩票销售和文物拍卖。

● 运输

交通业的限制仍然广泛存在。对外资的特别规定存在于高速公路、铁路、水运、公共航控、通用航空运输以及民用航空运输。禁止外资投资的领域包括航运控制系统、邮政系统或者国内快递系统。

● 电信及信息科技

- 1. 和在国家限制性行业名录中一样，电信增值服务业（除电子商务领域）外国投资者股份被严格限制在 50% 以下，基础电信服务业则限制在 49% 以下。
- 2. 禁止运营新网页、在线出版物、在线试听项目、或其他网络信息广播（除音乐外）和那些因中国加入世界贸易组织而被开放的行业。
- 3. 禁止在互联网上建立和发布地图。
- 4. 如果本土公司与外国实体共同建立在线新闻，这项活动需要服从于国家安全审查。

由于电子商务入境已从管制行业中豁免，外国投资者如今可以在福建、广东、天津和上海成立电子商务公司。

● 金融业

新的负面管理清单给出了详细的投资银行管理办法：

- 1. 外商独资或者中外合资银行的股东必须为金融机构，且外方控股股东须为商业银行。在中国控股的银行或信托公司的投资人必须为金融机构。



- 2. 只有外国银行可以投资中国农村商业银行、农业合作银行以及农业信用合作社。
- 3. 金融租赁公司的投资者应为金融租赁公司。
- 4. 消费金融公司的主要资本提供者应为金融机构。
- 5. 外汇经纪商投资者本身必须是外汇经纪商。
- 6. 金融资产管理公司的投资人必须是金融机构，但不一定能够参与组建新资产管理公司。
- 7. 金融机构的投资者还需符合一定的注册资产的要求，但负面管理清单中并未给出具体要求。
- 8. 另外，外资银行不能参与商业银行法中定义的以下活动，包括代理发行、代理兑付、承销政府债券、发行银行卡、代理收付款项。除可以吸收中国境内公民最高不超过 100 万元人民币的定期存款外，外国银行分行不得经营对中国境内公民的人民币业务。
- 9. 在中国开业的外资银行的母公司应当无偿为其子公司拨付运营资金。外资银行须满足资本准备金充足率 8% 的要求。外资银行获准经营人民币业务须满足最低开业时间要求。

● 对于除银行外的金融公司的要求主要集中在资本限制方面：

- 1. 期货公司须由中方控股。
- 2. 证券公司的外资比例不超过总股份的 49%。单个境外投资者持有上市内资证券公司股份的比例不超过 20%；全部境外投资者持有上市内资证券公司股份的比例不超过 25%。
- 3. 证券投资基金管理公司的外资比例不超过 49%。
- 4. 外国实体不得成为证券交易所的普通会员和期货交易所的会员。不得申请开立 A 股证券账户以及期货账户。
- 5. 寿险公司外资比例不超过 50%。
- 6. 境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不低于 75%。

● 租赁和商业服务：

- 1. 会计师事务所的首席合伙人须具有中国国籍。
- 2. 外国律师事务所只能以代表机构的方式进入中国，在华设立代表机构、派驻代表，须经中国司法行政部门许可。禁止从事中国法律事务，不得成为国内律师事务所合伙人。外国律师事务所驻华代表机构不得聘用中国执业律师，聘用的辅助人员不得为当事人提供法律服务。
- 3. 外资从事信用评级服务受到限制。
- 4. 禁止外商投资民意调查与社会调查。
- 5. 市场调查只能由合资公司，其中广播电视收听、收视调查须由中方控股。
- 6. 因私出入境中介机构法定代表人须为具有境内常住户口、具有完全民事行为能力的中国公民。

● 水利、环境和公共设施管理业

- 1. 禁止投资国家保护的原产于中国的野生动植物资源开发。



2. 禁止采集或收购国家重点保护野生植物。

教育

- 1. 外国教育机构、其他组织或者个人不得单独设立以中国公民为主要招生对象的学校及其他教育机构（不包括非学制类职业技能培训）。
- 2. 外国教育机构可以同中国教育机构合作举办以中国公民为主要招生对象的教育机构，但须满足：
 - （a）不得投资军事、警察、政治和党校等特殊领域教育机构；
 - （b）中外合作办学机构不得进行宗教教育和开展宗教活动；
 - （b）普通高中教育机构 and 高等教育机构须由中方主导（校长或者主要行政负责人应当具有中国国籍，在中国境内定居；理事会、董事会或者联合管理委员会的中方组成人员不得少于 1/2；教育教学活动和课程教材须遵守我国相关法律法规及有关规定）。

● 卫生和社会工作

医疗机构只能以合作或合资形式建立。

● 科学与科技

出于政治原因禁止大多数测绘活动。

- 1. 禁止从事海洋边界测绘、行政边界测绘、世界政区地图绘制、教学用地图绘制、航空摄影活动、大多数其他种类地图制作和地理学研究。
- 2. 测绘公司属于限制类，须由中方控股。
- 3. 禁止投资人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用。
- 4. 禁止设立和运营人文社会科学研究机构。

● 文化、体育和娱乐业

- 1. 禁止投资设立和经营广播电台、电视台、广播电视频率频道、广播电视卫星、电视点播和其他广播媒体。
- 2. 禁止投资广播电视节目制作经营公司。
- 3. 对境外卫星频道落地实行审批制度。
- 4. 对中外合作制作电视剧实行许可制度。
- 5. 禁止投资设立通讯社、报刊社、出版社以及新闻机构。
- 6. 外国新闻机构在中国境内设立常驻新闻机构、向中国派遣常驻记者应当经中国政府批准。外国出版商在中国提供新闻服务应当经中国政府批准。
- 7. 禁止生产报纸、书籍、音像资料、期刊、电子出版物等。
- 8. 中外新闻机构业务合作和中外合作新闻出版项目须中方主导，且须经中国政府批准。
- 9. 未经中国政府批准，禁止在中国境内提供金融信息服务。



10. 禁止设立和运营电影院。

11. 禁止设立文艺表演团体。演出经纪机构属于限制类，须由中方控股。

新的负面管理清单不再禁止兴建别墅，也不再禁止投资酒店、办公场所和会展中心。

外国投资国家安全审查

新的自由贸易区规定明确了某些外国投资将被纳入国家安全审查之下。国家安全审查的概念在新外国投资法中被首次提出。该审查的主要目的在于当越来越多的行业对外国投资者开放时保证国家安全风险时刻受到控制。

国家发展改革委员会和商务部联合进行安全审查，通常以建议的形式告知自贸区的注册权威机构。审查主要考量

● 六个因素：

- 1. 对国家安全的影响，包括是否影响中国提供关键物资和服务的能力。
- 2. 对经济稳定性的影响。
- 3. 对基本社会秩序的影响。
- 4. 对社会和文化道德的影响。
- 5. 对互联网安全的影响。
- 6. 对应用于国防的敏感科技的影响。

当一项投资被认为涉及敏感的农业产品、关键自然资源及能源、战略性基础建设、运输能力、关键信息技术和科技或者投资接近军事设施时候，将会进行审查。

安全审查不仅检查外国实体在中国公司的股权，还会检查其是否真正控制了中国公司。在另一项由国家安全审查引入的管制中，“真实控制”一词被首次定义。这个词代表一个或多个外国投资者或附属于其的实体（1）持有超过 50% 股权；（2）拥有足够的投票权以形成对公司董事会和股东大会的足够控制力；（3）通过其他手段对公司的运营决策、人员编制、金融和科技方面有足够的控制力。

另一方面，监管范围不仅覆盖在中国建立公司或购买中国公司股权或资产的外国实体。“外国投资”一词还包括通过合约取得控制、以外国代理人身份持有资产、交易等。



1. Angeloni, Ignazio, Agnès Bénassy-Quéré, Benjamin Carton, Zsolt Darvas, Christophe Destais,
2. Jean Pisani-Ferry, André Sapir, and Shahin Vallée. 2011. *Global Currencies for Tomorrow: A European Perspective*. CEPII Research Report. Paris: CEPII.
3. Bowles, Paul, and Baotai Wang. 2013. "RMB Internationalization: A Journey to Where?" *Development and Change*, no. 44: 1363–1385.
4. Chamon, Marcos, and Eswar S. Prasad. 2010. "Why Are Saving Rates of Urban Households in China Rising?" *American Economic Journal: Macroeconomics* 2, no. 1: 93–130.
5. Chamon, Marcos, Kai Liu, and Eswar S. Prasad. 2013. "Income Uncertainty and Household Savings in China." *Journal of Development Economics*, Elsevier, vol. 105(C), 164–177.
6. Chen, Hongyi, Wensheng Peng, and Chang Shu. 2009. "The Potential of the RMB as an International Currency." Manuscript, Hong Kong Monetary Authority.
7. Cheung, Yin-Wong, Menzie D. Chinn, and Xingwang Qian. 2014. "The Structural Behavior of China – US Trade Flows." *La Follette School of Public Affairs Working Paper 2014–009*. Wisconsin: La Follette School of Public Affairs at the University of Wisconsin–Madison.
8. Chinn, Menzie, and Jeffrey A. Frankel. 2007. "Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?" In *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, edited by Richard Clarida. Chicago: University of Chicago Press.
9. Craig, Sean, Changchun Hua, Philip Ng, and Raymond Yuen. 2013. "Development of the RMB Market in Hong Kong SAR: Assessing Onshore–Offshore Market Integration." IMF Working Paper no. 13/268. Washington: International Monetary Fund.
10. Dobson, Wendy, and Paul R. Masson. 2009. "Will the RMB Become a World Currency?" *China Economic Review* 20, no. 1: 124–35.
11. Elliott, Douglas, Arthur Kroeber, and Yu Qiao. 2015. "Shadow Banking in China: A Primer." The Brookings Institution.
12. Eichengreen, Barry. 2015. "Sequencing RMB Internationalization." CIGI Paper no. 69. Ontario, Canada: Centre for International Governance Innovation.
13. ———. 2011a. *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. New York: Oxford University Press.



14. ———. 2011b. "The RMB as an International Currency." Manuscript, University of California, Berkeley.
15. Eichengreen, Barry, Livia Chitu, and Arnaud Mehl. (forthcoming), "Network Effects, Homogeneous Goods and International Currency Choice: New Evidence on Oil Markets from an Older Era" *Canadian Journal of Economics*.
16. Eichengreen, Barry and Masahiro Kawai. 2015. *RMB Internationalization: Achievements, Prospects, and Challenges*. Washington: Brookings Institution Press.
17. ———. 2014. "Issues for RMB Internationalization: An Overview." ABDI Working Paper 454. Tokyo: Asian Development Bank Institute.
18. Eichengreen, Barry and Marc Flandreau. 2008. "The Rise and Fall of the Dollar, or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency?" NBER Working Paper No. 14154.
19. Errico, Luca, and Alexander Massara. 2011. *Assessing Systemic Trade Interconnectedness—An Empirical Approach*. IMF Working Paper No. 11/214. Washington: International Monetary Fund.
20. European Central Bank. 2015. *The International Role of the Euro*. Frankfurt: European Central Bank.
21. Forbes, Kristin. 2009. "Financial Deepening and Global Currency Usage." In *The Euro at Ten: The Next Global Currency?* edited by Jean Pisani-Ferry and Adam Posen. Washington: Peterson Institute of International Economics.
22. Frankel, Jeffrey. 2005. *On the RMB: The Choice between Adjustment under a Fixed Exchange Rate and Adjustment under a Flexible Rate*. NBER Working Paper 11274. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
23. ———. 2011. "Historical Precedents for the Internationalization of the RMB." Paper prepared for workshop organized by Council on Foreign Relations and China Development Research Foundation, Beijing, November 1.
24. Fung, Hung-Gay, Jr–Ya Wu, and Jot Yau. "Recent Policy Changes Toward the Internationalization of the RMB." *The Chinese Economy*, vol. 46, no. 4, July–August 2013, pp.6–24.
25. Funke, Michael, Chang Shu, Xiaoqiang Cheng, and Sercan Eraslan. 2015. "Assessing the CNHCNY Pricing Differential: Role of Fundamentals, Contagion and Policy." BIS Working Paper 492. Bank for International Settlements.
26. Goldberg, L. 2013. "The International role of the dollar: Does it matter if this changes?"



- Westermann, F. and Cheung, Y.-W. (eds.), *Global Interdependence, De-Coupling, and Re-Coupling*, MIT Press and CESifo.
27. Goodfriend, Marvin, and Eswar S. Prasad. 2007. "A Framework for Independent Monetary Policy in China." *CESifo Economic Studies* 53, no. 1: 2 - 41.
28. Gordinho, Jorge A.F., 2013, "The Prevention of Money Laundering in Macau Casinos," Manuscript, University of Macau.
29. Hale, Galina. 2007. "Prospects for China's Corporate Bond Market." *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter* 2007-07, March 16.
30. Huang, Yiping, Daili Wang, and Gang Fan. "Paths to a Reserve Currency: Internationalization of the RMB and Its Implications." *ABDI Working Paper* 482. Tokyo: Asian Development Bank Institute.
31. IMF. 2011. *Criteria for Broadening the SDR Currency Basket*.
32. IMF. 2015. *Review of the Method of the Valuation of the SDR - Initial Considerations*.
33. Ito, Hiro, and Menzie Chinn. 2014. "The Rise of the 'Redback' and the People's Republic of China's Capital Account Liberalization: An Empirical Analysis of the Determinants of Invoicing Currencies." *ADBI Working Paper* 473. Tokyo: Asian Development Bank Institute.
34. Jiang, Wei. 2015. "The Future of Shadow Banking in China." Chazen Institute, Columbia University.
35. Kose, M. Ayhan, Eswar S. Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei. 2009. "Financial Globalization: A Reappraisal." *IMF Staff Papers* 56, No. 1: 8 - 62.
36. Kroeber, Arthur. 2011. "The Chinese Yuan Grows Up Slowly: Fact and Fiction about China's Currency Internationalization." *Policy Paper*. Washington: New America Foundation.
37. Krugman, Paul. 1995. *Currency and Crises*. Cambridge, MA: MIT Press.
38. Lardy, Nicholas. 2011. *Sustaining China's Growth after the Global Financial Crisis*. Washington: Peterson Institute for International Economics.
39. Lardy, Nicholas, and Patrick Douglass. 2011. *Capital Account Liberalization and the Role of the RMB*. Working Paper 11-6. Washington: Peterson Institute for International Economics.
40. Li, David and Liu, Linlin. 2008. "RMB Internationalization: An Empirical Analysis." *Journal of Financial Research*, 11, pp. 1-16.
41. Ma, Guonan, and Agustin Villar. "Internationalisation of Emerging Market Currencies." *Bank of International Settlements Working Paper* 78.



42. Ma, Guonan, and Robert McCauley. 2013. "Is China or India More Financially Open?" *Bank of International Settlements Working Paper* 410, April.
43. McCauley, Robert, and Tracy Chan. 2014. "Currency Movements Drive Reserve Composition." *BIS Quarterly Review*, Bank for International Settlements, December, pp. 23-36.
44. McKinnon, Ronald, and Gunther Schnabl. 2014. "China's Exchange Rate and Financial Repression: The Conflicted Emergence of the RMB as an International Currency." *CESifo Working Paper* no.4649. Munich: Center for Economic Studies and Ifo Institute.
45. Obstfeld, Maurice. 2011. "The International Monetary System: Living with Asymmetry." Manuscript, University of California, Berkeley, September 2.
46. Prasad, Eswar S. 2009. "Is China's Growth Miracle Built to Last?" *China Economic Review* 20, no. 1: 103 - 23.
47. ———. 2011. "Rebalancing Growth in Asia." *International Finance* 14, no. 1: 27 - 66.
48. ———. 2014. *The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance*. Princeton University Press.
49. Prasad, Eswar S., and Raghuram G. Rajan. 2005. "Controlled Capital Account Liberalization: A Proposal." *IMF Policy Discussion Paper* 05/7. Washington: International Monetary Fund.
50. ———. 2006. "Modernizing China's Growth Paradigm." *American Economic Review* 96, no. 2: 331 - 336.
51. ———. 2008. "A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization." *Journal of Economic Perspectives* 22, no. 3: 149 - 172.
52. Prasad, Eswar S., and Lei Ye. 2012. "The Renminbi's Role in the Global Monetary System." *Brookings Report*. Brookings Institution.
53. Prasad, Eswar S., Thomas Rumbaugh, and Qing Wang. 2005. "Putting the Cart before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China." *IMF Policy Discussion Paper* no. 05/1. Washington: International Monetary Fund.
54. Prasad, Eswar S., and Shang-Jin Wei. 2007. "The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations." In *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, edited by Sebastian Edwards. Chicago: University of Chicago Press for National Bureau of Economic Research.



55. Rosen, Daniel H., and Thilo Hanemann. 2009. *China's Changing Outbound Foreign Direct Investment Profile: Drivers and Policy Implications*. Policy Brief 09-14. Washington: Peterson Institute for International Economics.
56. Scissors, David. 2011. "Chinese Outward Investment: More Opportunity than Danger," *Heritage Foundation Backgrounder* #2579.
57. Sharma, Parul. 2015. "How Does Capital Market Opening Affect Investment Choices? Evidence from China's Qualified Foreign Institutional Investor Scheme." Manuscript. Cornell University.
58. Shu, Chang, Dong He, and Xiaoqiang Cheng. 2014. "One Currency, Two Markets: The RMB's Growing Influence in Asia-Pacific." *BIS Working Paper* 446. Bank of International Settlements.
59. Subacchi, Paola, and Helena Huang. 2012. "The Connecting Dots of China's RMB Strategy: London and Hong Kong." *Chatham House Briefing Paper*, IE BP 2012/02, September.
60. ———. 2013. "Taipei in the RMB Offshore Market: Another Piece in the Jigsaw." *Chatham House Briefing Paper*, IE BP 2013/01, June.
61. Subramanian, Arvind. 2011. *Eclipse: Living in the Shadow of China's Economic Dominance*. Washington: Institute of International Economics.
62. SWIFT. *RMB Internationalisation: Implications for the Global Financial Industry*. La Hulpe, Belgium, 2011.
63. SWIFT. *RMB Internationalisation: Perspectives on the Future of RMB Clearing*. La Hulpe, Belgium, 2012.
64. Tavlas, George. 1991. "On the International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark." *Essays in International Finance*, Princeton University, No. 181, March.
65. Yam, Joseph. 2011. "A Safe Approach to Convertibility for the RMB." *Working Paper* 5. Hong Kong, China: Chinese University of Hong Kong, Institute for Global Economics and Finance.
66. Yu, Yongding. 2015. "How Far Can RMB Internationalization Go?" In *RMB Internationalization: Achievements, Prospects, and Challenges*, edited by Barry Eichengreen and Masahiro Kawai, pp. 53-81. Washington: The Brookings Institution Press.
67. ———. 2011. "The RMB's Journey to the World." *Project Syndicate Commentary*, May 27.
68. Zhou, Xiaochuan. 2009. "Reform the International Monetary System." *Beijing: People's Bank of China*.



Committed to Improving
Economic Policy.

第一财经研究院是第一财经旗下的非盈利独立智库研究机构，宗旨为致力于改善经济政策。研究院以全球化的国际视野，基于事实和数据的独立研究和分析，提供创新的可实施政策方案和建议，以提高中国经济政策的质量和透明度，并推动有效而公平的全球经济金融治理。作为全球和中国高端智见资源整合者和依托于强大媒体影响力的智库机构，第一财经研究院出品年度旗舰报告、课题研究、宏观分析、行业与市场报告，以及指数和排名等系列产品。



扫码获取更多活动资讯！