

IMI

**研究
动态**
周刊

RESEARCH INFORMATION

2015 年第 13 期 总第 106 期

中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

主 编：曹 彤

【特别推荐】

焦瑾璞：2014 年上海市信贷运行情况及 2015 年展望

贲圣林：我的梦想——“中国公司”的崛起

【“人民币国际化”专题】

涂永红：在丝绸之路经济带建设中推进人民币国际化

王 宇：人民币国际化破冰远行

鄂志寰：沪港通如期启动将带来哪些变化

【IMI 研报】

张晓朴 等：人民币国际化进程中商业银行的业务模式变化及风险管控

【IMI 研报·人民币国际化报告 2014】

系列四十九：离岸人民币金融产品不健全

系列五十：我国离岸金融机构发展



IMI 顾问委员会

苏宁

王兆星

潘功胜

任志刚

Joseph Yam Chi Kwong

罗伯特·蒙代尔

Robert A. Mundell

罗纳德·麦金农

Ronald I. McKinnon

史蒂夫·汉克

Steve H. Hanke

埃德蒙·阿尔方戴利

Edmond Alphandery

IMI 学术委员会

主任委员：陈雨露

委员（以姓氏拼音为序）

贲圣林、曹彤、郭庆旺、胡学好、

纪志宏、焦瑾璞、Rainer Klump

、Il Houg Lee、刘珺、David

Marsh、Herbert Poenisch、

瞿强、Alfred Schipke、Anoop

Singh、Wanda Tseng、涂永红、

魏本华、向松祚、宣昌能、张杰、

张晓朴、张之骧、赵海英、赵锡

军、周道许

IMI 管理团队

所长：张杰

联席所长：曹彤

执行所长：贲圣林

副所长：向松祚 涂永红

所长助理：宋科



中国人民大学 国际货币研究所简介

中国人民大学国际货币研究所（以下简称“研究所”）成立于2009年12月20日，是专注于货币金融理论、政策与战略研究的非营利性学术研究机构 and 新型专业智库。

研究所秉承“大金融”学科框架和思维范式，以“融贯中西、传承学脉、严谨求实、咨政启民”为宗旨，以“走国际化、专业化和特色化发展道路，逐步建成以国际金融理论、战略与政策研究为主的世界一流智库”为目标，长期将科研视角聚焦于人民币国际化、国际货币体系改革、区域货币金融合作以及中国货币金融战略等国际金融领域，并适度拓展至其他货币金融理论与政策，在学术交流、服务社会、推动国内外金融改革实践以及培养“能够在中西方两个文化平台自由行走”的国际金融人才等方面卓有成效。



IMI

更多精彩内容请登陆国际货币网
<http://www.imi.org.cn/>

2014 年上海市货币信贷运行情况及 2015 年展望

焦瑾璞¹

一、2014 年上海货币信贷工作主要措施

2014 年，在党中央、国务院和中国人民银行总行的正确领导下，人民银行上海分行按照稳中求进工作总基调，继续贯彻落实稳健的货币政策，有针对性地预调微调，着力优化货币政策工具应用，保持货币信贷平稳增长和社会流动性水平适度，引导金融机构缓解实体经济融资难、融资贵，提升金融服务实体经济的能力和水平。

（一）稳妥推进上海自贸区利率市场化改革，扎实发展跨境人民币业务

启动上海自贸区利率市场化改革试点。充分发挥监管和市场两只手作用，实现了“存款不搬家，利率不上升”，上海没有引发跨区域资金转移，外币存款总量平稳有序。在监管层面，加强政策指导，建立了包括利率监测引导及临时管制措施等在内的利率管理机制。在市场层面，组织成立利率市场秩序自律委员会，发挥大型商业银行市场稳定器作用。

以简政放权促进上海跨境人民币业务再上新台阶。以创新引领人民币在跨境资本和金融交易中的运用，支持赛领资本与国家外汇储备运用、民营资本合作，支持各类金融机构开展 RQFII 和 RQDII 业务。以风险审慎为导向，建立全国跨境人民币业务风险非现场监测预警工作机制，组织开展业务自查和检查。2014 年上海市跨境人民币业务结算量 1.7 万亿元，占国际收支总额的 26.3%，首次跃居全国第一。

（二）发挥信贷政策结构调整促进作用，缓解“融资难、融资贵”

充分发挥信贷政策的结构调整作用。继续深入推进货币信贷政策导向效果评估，并将评估结果与货币政策工具的使用结合起来，对支农、支小表现突出的金

¹ 焦瑾璞，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国人民银行金融消费者权益保护局局长

融机构，适度调整稳健性参数，提高相关金融机构合意新增贷款规模 120 亿元。探索建立信贷产品创新监测制度，重点推广 19 类创新型信贷产品，帮助缓解“融资难、融资贵”等问题。

强化货币政策工具的支持和引导作用。加大再贷款对“三农”的支持力度，对 3 家村镇银行发放支农再贷款 1.5 亿元。实行正向激励，开展杠杆化运作，对上海农商行发放 5 亿元支小再贷款。通过再贴现引导缓解小微企业贴现难，累计办理再贴现 308 亿元，其中小微企业票据再贴现占 84%。支持经济结构调整，推动上海市发行金融债券 1998 亿元，非金融企业发行债务融资工具 1921 亿元，保障房企发行 81 亿元定向工具。

落实定向降准政策。根据总行定向降准政策，对符合要求的地方法人金融机构下调法定准备金率 0.5 个百分点，释放 12.3 亿元资金。在执行政策过程中，将上年度涉农和小微的信贷投放情况纳入考核标准中，提高对“三农”和小微的支持针对性。

（三）加强宏观审慎管理，深化外汇管理体制改革

支持地方法人金融机构的合理流动性需求。加强对地方法人金融机构流动性缺口的监测预警，完善流动性应急预案，防范流动性风险。对于符合宏观审慎要求、贷款投向符合国家产业政策、总量和进度比较稳健的金融机构，在头寸安排出现暂时缺口的时候，适当提供短期流动性支持。

深化便利贸易投资的外汇管理体制改革。推动外汇业务产品创新，支持跨国公司外汇资金集中运营管理业务发展，开展第三方支付机构外汇支付试点，推动货币经纪公司开展人民币外汇期权经纪业务试点。开展转口贸易、资本项目结汇等专项检查，打击虚假转口贸易逃汇、地下钱庄等外汇违法犯罪行为。简化银行结售汇业务准入备案流程，借助新上线跨境资金流动监测与分析系统，完善货物贸易和跨境资本流动的监测核查，强化对银行及重点企业监管。

二、2014 年上海市货币信贷运行总体情况

2014 年，上海市货币信贷运行总体平稳，金融新常态特征初步显现：存贷款由高速增长逐步向中高速增长转变，贷款结构进一步优化，小微企业融资难有



所缓解，金融创新风起云涌，社会融资结构日趋多元化，市场流动性总体宽松。

(一) 存款分流更加突出，增速明显放缓。

截至2014年末，上海市中外资金融机构本外币各项存款余额为73882.5亿元，同比增长6.7%，增速比上年末下降2.3个百分点。在各项存款中，单位存款和个人存款均明显少增。其中，单位存款累计增加2597.1亿元，同比少增1471亿元。个人存款累计增加959.7亿元，同比少增612.8亿元。此外，人民币财政性存款累计增加807.5亿元，同比多增638.8亿元。外汇存款累计增加16.2亿美元，同比少增65.2亿美元。

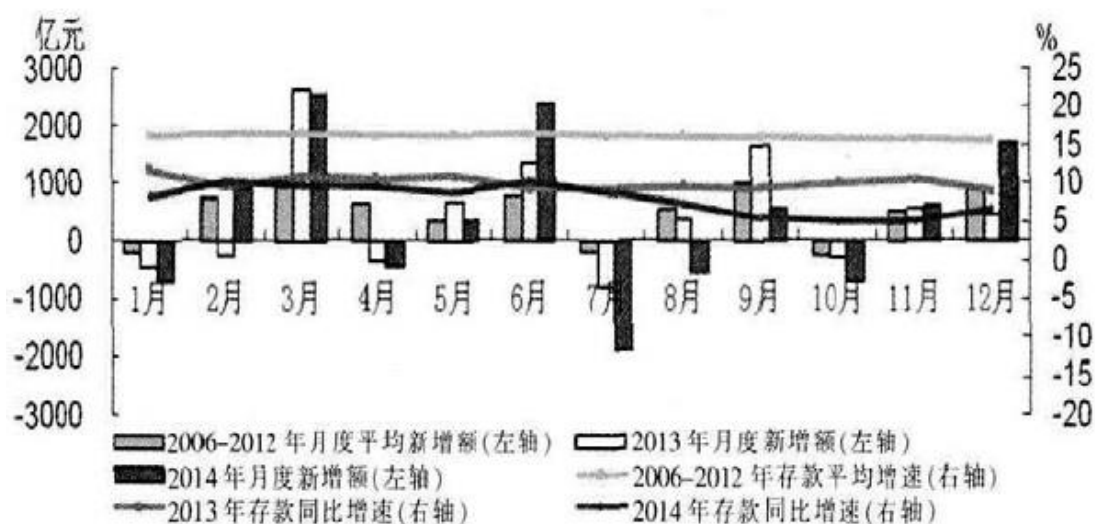


图1 上海市中外资金融机构本外币各项存款增长变化

存款同比少增是近年来上海经济增长趋缓大背景下，金融产品供求变化的结果。一方面，企业和个人的实体投资动力趋弱，对存款的支付需求减少，对资金高收益偏好增加。另一方面，激烈的市场竞争促使金融机构不断推出新的理财产品，金融市场吸引力也明显增强，“活期存款定期化，定期存款理财化”趋势日益显著。2014年，余额宝等互联网货币基金产品的异军突起、IPO重启，股市上涨成为引发存款分流新的重要因素。一些监管因素也影响了存款增长，如实贷实付资金管理模式的加强，抑制了派生性存款的增加，外汇存贷比考核的取消，降低了金融机构吸收外汇存款的积极性。

(二) 实体经济有效信贷需求不足，贷款增速总体趋缓

截至2014年末，上海市各项贷款余额为47915.8亿元，同比增长8.0%，增

速比上年末下降 0.2 个百分点。全年存贷款增速总体呈下降趋势，但在年底出现明显回升。

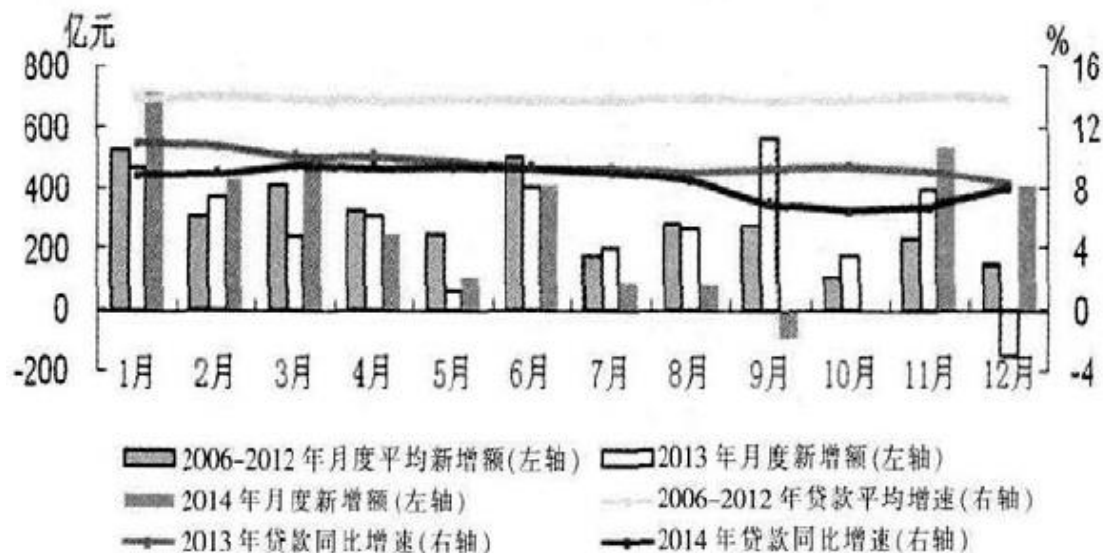


图 2 上海市中外资金融机构本外币各项贷款增长变化

贷款增长总体趋缓的原因主要有，一是为主动应对经济运行的不确定性和不断攀升的贷款风险溢价，更多企业积极控制财务成本，规避经营风险，部分企业扩大再生产和投资意愿明显下降。一些盈利能力强的大中型制造和流通企业在去库存化、充实资金后，提前偿还银行借款，降低授信提款率。二是融资结构多元化分流了实体经济的信贷需求。随着市场资金面整体宽松，货币市场利率持续回落，直接融资的价格优势较明显。部分优质企业更倾向于发行中期票据、短期融资券、企业债等直接融资工具，形成对贷款的“挤出效应”。三是人民币跨境支付和资金池业务的快速发展，带动企业资金管理增效和资金自求平衡，海外低成本资金流入增加，降低了企业对银行短期融资的依赖性。四是部分政府融资平台提前还贷。

第三产业贷款占比不断提高。2014 年，全市新增的本外币企业贷款（不含票据融资）中，投向第三产业的贷款增加 2472.4 亿元，占全部境内企业贷款（不含票据融资）增量的 100.2%。交运仓储和邮政业、租赁和商务服务业成为信贷投放的新热点。投向第二产业的贷款累计增加 17.7 亿元，其中制造业贷款减少 131.6 亿元，从一个侧面反映出目前上海工业企业景气不足的情况。

小微企业信贷投放回升。虽然经济增速逐渐放缓、以及钢贸等领域信贷风险



暴露使得金融机构对小微企业信贷审批条件一度有所收紧,但在人民银行和监管部门多项货币信贷政策的综合引导下,小微企业新增贷款在下半年出现回升。截至 12 月末,全市金融机构对小微企业的新增贷款在全部新增贷款的占比为 91.3%,比 6 月末大幅提高 79.4 个百分点。2014 年,全市金融机构对大型企业投放的本外币贷款累计减少 488.3 亿元,对中、小和微型企业投放的本外币贷款分别增加 558.6 亿元、522.1 亿元和 217.5 亿元。

房地产开发贷款同比多增。虽然 2014 年全国房地产市场风险有所暴露,上海房地产市场也进入调整阶段,各家商业银行房贷政策总体趋紧,但多数行认为,上海房地产市场总体健康,因此给予了倾斜性支持。全年全市累计增加房地产开发贷款 829.3 亿元,同比多增 431.1 亿元。保障房建设金融支持力度不断加大,保障房开发贷款累计新增 153.7 亿元,同比多增 65 亿元。由于住房成交萎缩,个人住房贷款增长放缓。2014 年,全市累计新增个人住房贷款 596.8 亿元,同比少增 195.6 亿元。

(三) 融资结构日趋多元化,同业成为资金融通主渠道

社会融资总量有所减少。1-11 月,上海市社会融资规模为 6464.2 亿,同比下降 25.1%。社会融资规模减少主要是受各项贷款和未贴现银行承兑汇票大幅萎缩的影响,直接融资继续大幅增长,融资结构多元化趋势更加突出。2014 年 1-11 月,企业债券融资、非金融企业境内股票融资分别增长了 110.2 和 174.7 亿元。

同业业务成为上海银行资金主要来源。2014 年,上海市银行业同业负债继续快速增长,同业资产大幅萎缩,同业资产负债之间的差额进一步扩大。截至 2014 年末,上海市银行业同业资产 7181.7 亿元,比年初减少 430.3 亿,同业负债 27242.9 亿元,比年初增加 8660.67 亿元,同业资产超过负债 2 万亿,同业负债增加额甚至远远超过了各项存款增加额。上海同业负债的大幅增长主要归因于四季度以来,股市上涨吸引了大量资金流入,证券公司、基金公司,以及登记结算公司在上海各银行的同业存款均出现大幅增加。此外,境外同业存放也有较大幅度的增长。

(四) 银行流动性充裕合理,利率逐步下行

银行业流动性保持合理水平。截至 12 月末,上海市中资商业银行备付率为

5.44%，与去年同期基本持平。受今年存款总体增速低于贷款的影响，上海市中资商业银行贷存比上升 1.4 个百分点，为 56.5%。

各类利率处于低位。2014 年，人民银行通过公开市场操作温和注入流动性，对部分金融机构定向降准和增加再贷款，下调存贷款基准利率。受这些因素影响，贷款利率稳步下行。12 月份，上海金融机构贷款加权平均利率为 6.38%，比年初低 0.18 个百分点。货币市场利率降幅明显。12 月份，同业拆解和债券回购加权平均利率分别为 3.5% 和 3.5%，比上年同期低 0.7 和 0.8 个百分点。债券利率总体下降。12 月末，银行间市场 5 年期、10 年期国债收益率分别为 3.5% 和 3.6%，比上年末回落 0.9 和 0.9 个百分点。

三、2015 年上海市货币信贷运行展望

2015 年，中国经济的发展条件和发展环境将出现新的变化，经济金融运行中的不确定性因素仍将较多，上海经济下行压力更加沉重，这些都要求金融业必须主动适应和积极推动经济结构调整和增长方式的转变，保持货币信贷和社会融资规模的平稳适度增长，切实优化信贷结构，降低融资成本，防范金融风险，促进上海经济持续健康发展。

（一）货币信贷运行环境分析

2015 年，世界经济仍处于国际金融危机后的深度调整期，经济增速可能会略有回升，但总体复苏疲弱态势难有明显改观。同时，世界经济运行中一些不确定、不稳定因素仍然存在，地缘政治等因素可能会引起国际金融市场和大宗商品市场的大幅波动。

国内经济仍处于“新兴加转轨”阶段，发展空间较大，经济发展的新常态特征将更加明显。软约束等体制机制问题依然存在，经济结构调整和转型升级将进入关键阶段，平衡稳增长和调结构的难度加大，部分企业生产经营困难仍将持续，潜在经济风险有可能进一步显现。总体上看，2015 年全国经济将稳中趋缓，继续运行于合理区间。

在外部环境不发生重大变化的情况下，上海经济将继续由原来的“高速”向“中高速”转变，总体经济运行将表现为“合理区间下行，增长压力犹存”的特点，



工业生产增速可能继续回落，消费和投资平稳增长，经济结构调整进一步加速，物价水平稳中略升，居民收入稳步增长。

货币信贷政策将面临一定困难和挑战。2015年，上海自贸区改革和对外开放将向纵深推进，中国和上海经济金融将进一步融入全球体系，这意味着主要经济体宏观经济调整和系统性金融风险向国内传导的可能性大大增加，国际资本的流入流出会对我国的汇率稳定产生更加显著的影响。国内经济的下行压力要求我们保持货币信贷的适度增长，但长期以来积累的货币信贷总量已经较多，杠杆率总体较高。金融业需要大力支持经济转型和结构调整，但在这一过程中容易出现一定的风险暴露，影子银行、房地产等风险不容忽视。股市向好促进融资渠道多元化，增加居民财产性收入的同时，IPO的发行和股价的波动也可能造成社会资金在实体经济和虚拟经济之间的大规模流动，对利率稳定和流动性管理带来新的挑战。

（二）货币信贷政策操作建议

根据总行工作会议精神，2015年应继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，继续实施定向调控、结构性调控，加强金融对实体经济的支持。

一是继续有序推进自贸试验区利率市场化改革。争取对自贸试验区企业和个人发行大额存单业务先行先试；探索扩大自由贸易账户人民币存款利率浮动区间，简化和合并自由贸易账户人民币存款基准利率期限档次；完善市场秩序自律委员会；开展新一轮合格审慎评估。

二是引导货币信贷平稳适度增长。进一步完善差别准备金动态调整机制，合理调整宏观审慎政策参数，引导金融机构增加对小微企业、“三农”的信贷支持。引导加大对教育医疗、健康养老、电子商务等新增长点和水利、铁路、节能环保、集成电路等重点行业的金融支持。推动建立正常化、市场化的房地产融资机制。综合运用短期再贷款和短期借贷便利等多种工具，增强财政政策与货币政策的协调性，妥善处理新股申购、地方国库现金管理试点等对流动性的冲击，保持银行体系流动性合理适度。

三是发挥好定向流动性支持和信贷政策的引导作用。继续发挥“定向降准”、差别准备金动态调整机制等政策工具优化信贷结构的作用；增强支小支农再贷款

的定向支持作用；通过与市政府有关部门的合作，改进支小再贷款政策效果；健全再贷款担保机制；探索以信贷资产回购方式开展再贷款操作；争取开展合格信贷资产抵押试点；切实推进涉农贷款、科技贷款和房地产贷款的证券化试点工作；稳步推进农村“两权”抵押贷款试点。

四是守住不发生区域性、系统性金融风险的底线。坚持点面结合的金融风险监测体系，加强对跨行业金融工具、重点领域和高风险机构的风险监测，力争早发现、早报告、早处置各类风险。加强对第三方支付机构的风险排摸和监督管理，稳妥处置风险。完善金融机构大额交易和可疑交易综合试点，探索建立风险为本的反洗钱工作机制。



我的梦想——“中国公司”的崛起¹

贵圣林²

首先,感谢能有这个机会让我在伦敦商学院的论坛上发言。当我接受邀请时,我并没有意识到我将参加一个银行家的聚会。你们可能知道,自今年(2014 年)5 月我离开了工作了 20 年的银行业,我一直尽可能地远离银行家、银行业圈子。

我今天演讲的主题是论“中国公司”的崛起,这是我所理解的“中国梦”。为了诠释这个主题,我想先把它放在历史和全球化的语境中。

第一次工业革命和英国的引领

1769 年苏格兰人詹姆斯·瓦特发明了蒸汽机,标志着第一次工业革命(FIR)的开启。英国是这场革命中无可匹敌的引领者,它在其中建立并巩固了之后一个世纪的帝国实力。此时,美国作为一个全新的国家刚刚成立,而中国正处于乾隆治下一段长久安稳的盛世,皇帝本人正忙于在江南欣赏美景,这其中就包括杭州,我的新家乡。皇帝陛下七下江南,他和他的帝国并不关心世界上其他地方发生了什么。差不多一个世纪以后,1862 年中国人才在安徽安庆制造出第一台蒸汽引擎。

第二次工业革命:从英国到美国

1831 年,英国科学家迈克尔·法拉第率先发明了发电机,德国人莫里茨·雅可比和美国人尼古拉·特斯拉的发明紧随其后。1876 年亚历山大·贝尔在美国发明了电话,1886 年美国托马斯·爱迪生发明了照明设备。这些发明都是第二次工业革命(SIR)中标志性事件,最终奠定了美国世界领袖的地位。当今一些国际大公司诸如通用、西门子等都是第二次工业革命的产物。当时的中国正忙于应付内乱

¹ 本文根据作者在 2014 年伦敦商学院“中国商业论坛”上的发言内容翻译整理

² 贵圣林,中国人民大学国际货币研究所执行所长、浙江大学教授

和侵略战争，从 1860 年间的太平天国运动到 1894 年中日甲午战争战败之辱。第二次工业革命对中国的影响和第一次工业革命一样滞后，直到 1928 年中国才制造出第一台发电机。

由美国引领至今的第三次工业革命

1940 年代被认为是第三次工业革命的起点，以信息技术的发展为显著标志。1946 年 IBM 公司发明了第一台计算机，1938 年惠普公司在硅谷的一个车库里成立了。之后美国人掀起了一阵科技发展的浪潮：1955 年威廉·肖克利在贝尔实验室发明了晶体管并由此获得诺贝尔奖，这直接催生了飞兆半导体公司的诞生以及后来 1968 年“集成电路有限公司”的成立，即大名鼎鼎的 Intel 公司。Intel 革新了微处理器，使得计算机走进普通大众，但个人电脑的真正诞生还是要等到 1975 年微软的成立和 1976 年苹果公司的成立。

1969 年因特网诞生了，人类首次漫步月球。同第一次、第二次工业革命相似，中国国内仍然处于各种危机之中，历经抗日战争、内战以及文化大革命。发达国家正在享受第三次工业革命带来的便利，而中国人仍然活在第一次和第二次工业革命的时代。

1923 年 IBM 公司成立

1938 年 惠普公司成立

1945 年 第一颗核弹爆炸

1946 年 第一台计算机诞生

1955 年 威廉·肖克利在贝尔实验室发明半导体

1968 年 英特尔公司成立

1969 年 因特网诞生、人类登月

1970 年间 尤金·克莱纳成为风险投资领域的先驱

1975 年 微软公司成立

1976 年 苹果公司成立

1978 年 中国改革开放

目前为止在世界其他地方所发生的一切和中国几乎没有关系，我们被国内事

务牵绊住了，有时候是相当紧迫的情况或者危机。

中国自 1978 年以来的追赶

1978 年开创了一个新的时代，中国开始实行前所未有的改革开放政策。那是 36 年前，正好是马年，按照中国的黄道十二宫纪年系统，今年也是中国的马年。当中国决定改革开放时，国内生产总值(GDP)仅为 3650 亿元人民币，外汇储备仅有 1.67 亿美元，当时的中国和其他国家生活在两个世界里。当时甚至没有私营企业，整个国家的经济在一种体制下运行，就是国家人民所有制。政府禁止开设私营企业。当时，我是一个长在长江边农村的 12 岁中学生，我只有一个梦想，就是每顿都能吃上白米饭。而只有上大学才有可能实现这一切，才有可能让我从中国的农村走出来。

12 年之后，1990 年，也就是 24 年前，又是一个马年。亚运会在北京召开，这是中国第一次有机会举办一个地区性的盛会，也是中国首次亮相国际舞台的“成年派对”。那一年，我带着 225 美元去了美国。我希望——

- 有一天西方人能知道中国和新加坡的区别；
- 中国的领导人都能用英语交流，甚至无惧上 CNN 有线网的《Larry King Live》节目。
- 在美国的中国学生都能选择他们想要学习的专业，而不是他们不得不学习的专业。

当时没有一个外国人能记住一家中国公司的名字。中国和美国之间的距离比远大于长江，它们之间隔着一个太平洋。

2002 年，12 年前，我就住在这个附近的圣约翰伍德地区。我很享受每天穿过公园去伦敦金融城上班。我希望——

- 英国人能够更多地了解中国，而不仅仅知道北京这几个大城市的名字；
- 我希望中国的领导人能够上 BBC 的访谈节目《畅所欲言》侃侃而谈。

当我在欧洲工商管理学院(INSEAD)就读国际高级管理人项目时，我是唯一的中国人。当时外国人所知道的中国品牌仅限于去中国餐馆时能喝到的青岛啤酒。而今年我成为了青岛啤酒股份有限公司的董事。中国和英国的之间的距离那时好

比英吉利海峡。

让我们再回到 2014 年，如今按照 GDP 计算中国是世界第二大经济体，拥有世界第一的外汇储备，国际贸易总额世界第一，并且越来越多地在境外投资中成为净资本输出国。因为因特网、全球化、贸易和投资，中国人现在更了解世界了，世界也更了解中国、中国公司和中国人。

- 如今，英国和世界其他地方的人更了解中国、中国城市和中国文化。很多非华裔人士能说流利的中文，更多的人正在学习中文；
- 他们也了解中国的货币人民币。本周早些时候，我在伦敦和法兰克福参加一次人民币国际化的路演，这是首次由中国智库发起并主办这样的活动；
- 中国和英国及世界其他地方的差距缩小到了泰晤士河的距离。

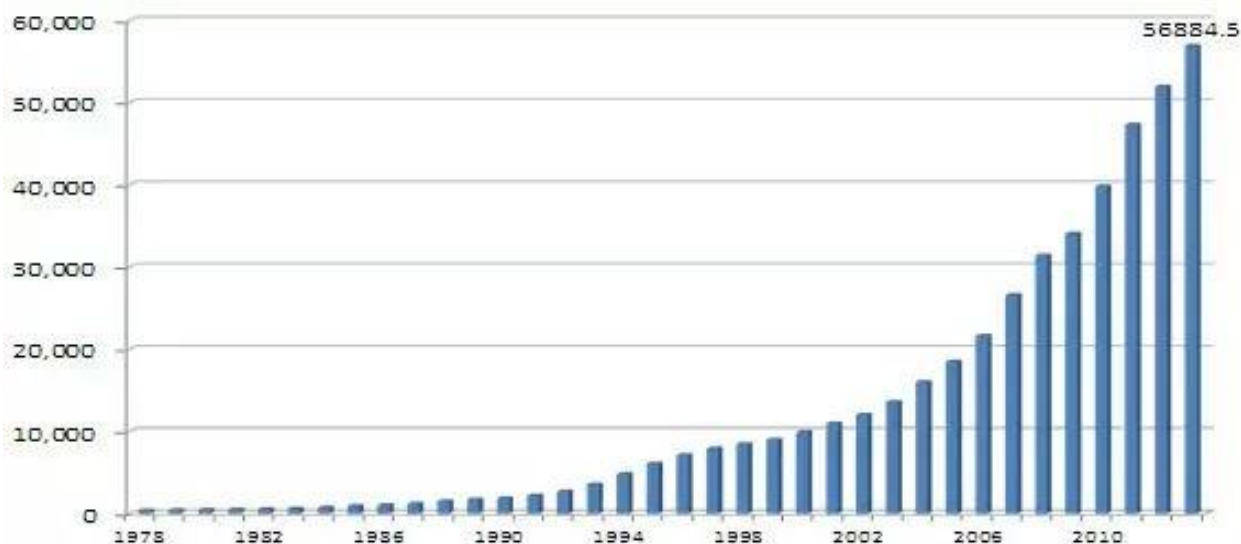


图 1 中国自 1978 年以来的经济增长(十亿人民币计数)

数据来源：中国国家统计局

浙江和深圳将主导“中国公司”的崛起

越来越多的中国公司和产品在国际上被人所熟知，其中不仅有国有企业、大型银行，也有私营企业如华为。他们不只做国际贸易或者餐饮业(过去有很多中国博士毕业生在国外开餐馆)，也涉足其他许多领先行业包括科技、医药和日用消费品。我们现在不仅有国有企业巨头，比如中国银行、中国工商银行、中石化、中石油，更重要的是我们有欣欣向荣的私营经济。如华为、腾讯、吉利、阿里巴



巴等业界领袖已经成长为具有国际竞争力的企业，而这些企业他们的总部并没有设在北京、上海、香港这些你们所熟知的城市。

无疑北京、上海和香港在中国和全球经济的背景下有其各自的地位和作用。但是我想将各位的眼光引向两个在国际上被严重低估的中国城市：深圳和杭州。深圳在改革开放之前是一个小渔村，如今是拥有千万人口的大都市，是华为、腾讯、招商银行、中国平安、万科总部所在地，还拥有一个人证券交易所。而杭州则是一座历史悠久的都城，浙江省省会城市。按照中国的标准，拥有 5 千万人口的浙江仅为中等大小省份。让浙江独具一格的是它的创业精神和繁荣的私营经济。大约 30% 的中国私企 500 强是由浙商拥有的，超过 600 万浙江人在外经商，其中包括 150 万在海外的浙商。由于他们的长期努力，浙江省的国民生产总值超过国内生产总值 2 倍，在全球各地都有浙江商会的强大网络。在浙江，官方登记注册的公司有 420 万，包括自雇的和离散在海外的，大多数都是创业者或者小型企业主。有统计表明，五个浙江人中就有一个是企业家，这是非常惊人的创业比率。如果下一个阿里巴巴在他们之间诞生，也毫不让人惊奇。

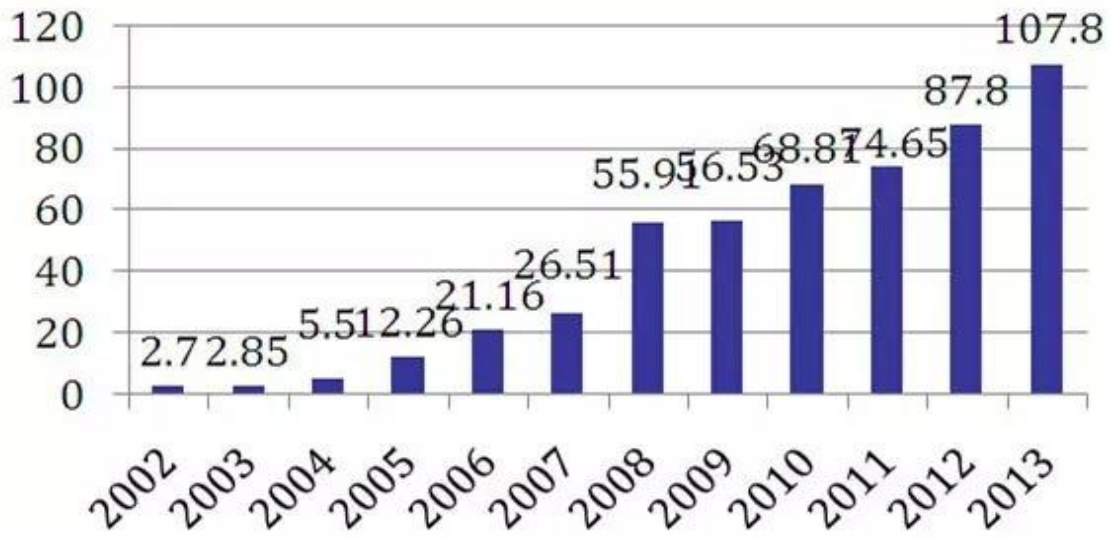


图 2 中国正在成为海外投资的首要来源(十亿美元计数)

数据来源：中国商务部

你会加入我们吗？

女士们，先生们，《福布斯》杂志最近的一个研究表明，已经有 100 家中国的公司(包含台湾和香港)登上了世界 500 强公司榜。但是今天我想和各位分享一

个我的梦想:中国的公司不仅变得更大,也变得更强大,成为具有社会责任感的
世界公司。

你们应该已经注意到,我之前的梦想都以各种各样的形式实现了。鉴于这些
良好的记录,我有理由相信在政局稳定和经济自由化的背景下,这个梦想能够实
现——中国的公司即将崛起!并且我大胆推断,私营企业特别是浙江和深圳的企
业将继续引领这一趋势。英国人有一句谚语:”A rising tide lifts all boats”,
翻译成中文就是“水涨船高”。我向今天在座的各位提出这个问题,同时也是诚
挚的邀请,能否请各位加入并推进“中国公司”的崛起!



在丝绸之路经济带建设中推进人民币国际化

涂永红¹

丝绸之路经济带是世界上最长、最具有发展潜力的经济大走廊。在其沿线的中东和中亚是东亚和西欧经济圈之间极具发展潜力的洼地，也是全球能源基地和现代经济巨头的必争之地。要防止未来生存和发展空间被压缩，中国必须有所作为。2013年9月习近平主席出访中亚四国时提出，以创新的合作模式，共同建设丝绸之路经济带。2014年在亚信峰会、APEC峰会上，中国提出的“一带一路”建设理念得到沿线国家领导人的积极响应和支持。这是在美国主导的TTIP和TPP模式之外，由中国开启的一种全新的经济区域化模式。随着丝绸之路经济带建设的开篇布局和实质性进展，人民币国际化必将获得重大机遇，在亚洲区域使用、大宗商品计价结算方面实现重大突破。

一、丝绸之路经济带建设给予人民币国际化的机遇

丝绸之路经济带建设是中国构建新的国际贸易秩序、向西拓展国际空间的伟大战略。将西部通道打开，面向中亚、阿拉伯半岛和欧洲市场发展经济，西部地区以往从东部出境的高成本劣势就会转化为从西部出境的成本优势，市场的力量将推动产业西移，西部地区具有土地资源丰富、劳动力成本低廉等得天独厚的优势，一旦与大规模资本流入相结合，形成新的产业集群和经济增长极，西部地区将实现跨越式发展。这有利于打破中国经济发展失衡的瓶颈，缩小东西部差距，为中国经济可持续发展提供新的动力。

以道路相通为基础，以双边贸易为重点，以能源、产业、科技园区为依托的丝绸之路经济带建设，离不开金融支持和货币流通，这就为推动人民币国际化提供了难得的机遇。

¹涂永红，中国人民大学国际货币研究所副所长，财政金融学院教授

第一，开启能源、大宗商品贸易人民币计价结算。页岩气革命以及墨西哥湾石油开采改变了全球能源版图，美国加入到石油输出国行列，中国因此成为最大石油进口国。世界能源市场格局的这一重大变化，有利于中国从俄罗斯、中亚、伊朗获得发展所需的能源，在全球能源价格下行的背景下，增加了中国获得石油定价权的机率。此外，中国经济进入新常态，经济结构升级和转型为人民币中长期升值提供了经济基础，以中国为主要市场，为了降低收入的波动性，丝路沿线石油出口国主观上也有使用人民币替代美元进行能源交易的内在动机。同理，面向中国市场的棉花、农产品和矿产品，人民币计价结算也是理性的选择。

第二，提高人民币在全球金融交易中的份额。由于历史和自然条件的双重原因，中亚各国经济发展落后，突出表现为资本短缺，交通、电力、通讯等基础设施比较薄弱，资源开发能力低下，产业结构不平衡。而中国在基础设施建设、制造业、资金供给方面具有明显的国际竞争优势，有可能依托基础设施、产业园区、自贸区，建立以人民币贷款、直接投资为主的丝路经济带建设融资体系，扩大人民币在亚洲地区的使用范围。

第三，扩大货币互换范围与规模。基于双边贸易和投资规模增长，市场对人民币流动性的需求增加，这将促使更多的丝绸之路国家与我国签署货币互换协议，提高人民币的官方认可度和国际影响力。央行之间不断扩大的货币互换可强化人民币的储备货币功能，以及双边货币信息沟通与政策协调的纽带。

第四，改善人民币离岸市场布局。拥有发达的全球离岸金融市场，是一国货币成为主要国际货币的重要标志。目前人民币离岸市场主要集中在香港、新加坡等亚洲地区，布局不尽合理。随着丝绸之路经济带建设的推进，资本流动和金融需求必将推动欧洲、中亚、南亚、中东地区出现人民币离岸市场，这有利于形成人民币使用便捷的网络效应。

二、丝绸之路经济带建设中人民币国际化面临的挑战

在中国提出丝绸之路经济带建设之前，美国推出了新丝绸之路战略，俄罗斯倡导亚欧合作模式，欧盟提出构建欧洲与中亚的战略联盟，一场大国的博弈已经展开。在这样的背景下，人民币国际化必然会遇到严峻的挑战。



第一，与美国捍卫美元形成正面冲突。人民币在丝路沿线国家扩大使用，加入到石油等大宗商品的计价结算行列，无疑是动了美国人的奶酪。美元作为国际货币不仅给美国带来不菲的铸币税，还使美联储的货币政策具有强大的外部性，对各国央行的货币政策和宏观管理都有约束力。人民币在中亚、中东地区逐步替代美元，削弱了美元的国际货币权利和美国的政治影响力，美国绝对不会轻易接受这样的现实，必然会运用一系列“胡萝卜加大棒”政策来分化瓦解中国的盟友，很可能通过政府施压、国际清算支付体系和金融市场投机等多个渠道，遏制中国与沿线国家之间的双边贸易，增加人民币计价结算的成本和风险，排挤、打压人民币，动摇市场信心，阻挡人民币国际化步伐。

第二，我国商品、金融期货市场不发达，难以实现石油、粮食、矿产品等国际大宗商品的人民币计价。石油、能源、粮食等大宗商品定价有一套十分复杂的系统，实体经济的供求关系、大国货币政策、国际游资对价格的形成都有巨大的影响，而且期货价格对现货价格有很强的引领作用。例如，石油期货价格不是由实际的石油供求关系决定的，而是由国际流动性和金融投机力量决定的，期货价格与现货价格之间存在不同的价格决定机制。中国虽然已经成为最大的石油进口国，在石油现货市场有一定的定价权，但是中国的金融市场深度和广度都不够，还没有建立高度国际化的商品期货市场。如果中国不能尽快建立起包括石油、黄金、粮食、矿产品在内的人民币计价结算的期货市场，不能建立高效的远期价格引导平台，中国就很难真正掌握石油等国际大宗商品的定价权。

第三，我国金融机构国际化程度较低。由于受到严格监管、资本管制、国外市场壁垒等诸多因素的制约，我国金融机构走出去的步伐明显落后于工商企业。而且，走出去的金融机构布局不合理，主要集中在东亚、东南亚以及少数欧美国家，丝路沿线国家金融机构数量极少，使得丝路经济带建设缺乏足够的金融机构的支撑，意味着人民币贸易结算和金融交易缺乏有力的组织者和推动者，不利于人民币国际化。

第四，宗教文化差异大。由于存在语言障碍，文化交流不多，中国公民对主要信奉伊斯兰教的丝路国家的文化、习俗、价值观、社会结构、政治制度知之甚少。这使得双边经贸合作及人民币国际化可能遇到意想不到的障碍。例如，一些

阿拉伯国家的金融模式具有特殊性，借贷双方可以参与投资和合作共赢，但不能收利息，这与中国的金融模式相差甚远。此外，中亚地区的法律制度并不健全，很多经济纠纷不是通过法律而是依赖宗教、习俗、政治手段来解决，这与我国倡导的依靠法律来进行社会治理、处理经济纠纷也有较大的差距。如果不能尽快熟悉和掌握这些国家的游戏规则，人民币国际化就会面临较大的文化冲突，难以达到新的高度。

三、推进人民币国际化的战略思考与突破口

第一，明确人民币国际化的战略定位。人民币国际化的现实目标是成为继美元、欧元之后的第三大货币。因此，在丝绸之路经济带建设中需要正确处理人民币与美元、欧元、卢布之间的关系，应该按照市场规律办事，尊重市场主体的货币选择，不一定特别强调在双边贸易、投融资活动中取代美元或其他主要货币，以降低不必要的摩擦。实际上，不少沿线国家自身就有较强的使用人民币的主观意愿，只要中国坚持发展双边贸易，并且以投资拉动、促进贸易，增加贸易人民币计价结算的便利性，切实降低人民币的交易成本，就可以抓住上述人民币国际化的重大机会，使人民币国际化的步伐更加坚实。

第二，分阶段有重点地推动人民币国际化。人民币国际化是中国崛起的一项长期战略，必须根据政治环境好坏、市场接受程度、实体经济发展的需要，在丝路经济带建设中分阶段、有重点地推进，以便更好地配合和推动道路相通、货物相通。第一阶段应该以俄罗斯、巴基斯坦和中亚国家为主，重点推进道路交通、能源基地建设。第二阶段重点推进与南亚、波斯湾国家的合作，建立自由贸易区和产业园区。第三阶段逐步覆盖西亚地区，向欧洲延伸。人民币国际化的重点领域集中在双边贸易计价结算，能源投资与贸易计价，高铁、高速路、通信等基础设施融资，争取用 10 年的时间使人民币成为主要的亚洲区域货币。

第三，以能源计价和贷款作为突破口。在上海自贸区以及中东的人民币离岸市场大力发展人民币计价的能源、国际大宗商品期货市场，逐步对外开放，鼓励主流国际投资机构参与市场交易，使之成为国内外金融主体都参与的高度国际化的市场。国际竞争的高端是规则，中国应该充分借鉴英、美国际金融中心的成功



经验，建立并完善一套人民币大宗商品定价的市场规则和机制，从而获得人民币石油、天然气及其他大宗商品的期货定价权，引导石油等大宗商品的现货市场价格，夯实人民币能源、大宗商品计价结算的市场基础。由于当今贸易具有贷款、投资驱动的特征，因此应该发挥人民币贸易融资和直接投资的积极作用，在重大支撑项目建设中，有意识地将能源、资源产品作为抵押品和还款保障，例如制定“石油换贷款”计划，通过掌握一定的能源、矿产品、农产品供给，从供求两个方向同时发力，有利于推动人民币大宗商品计价结算，使得人民币计价结算功能实现质的飞跃。

第四，创新金融合作模式，组建国际银团以清扫文化障碍。 丝路经济带建设中的重大基础设施项目、产业园区、经济新区建设需要大规模、长期的资金支持，为了建立一个高效的金融支持体系，中国必须创新金融模式，在丝路沿线国家的关键城市大力发展人民币离岸市场，建立适当的人民币离岸和在岸市场的互动机制，满足境外人民币资金需求，并引导人民币金融产品定价。为了克服来自宗教、文化、制度方面的一系列障碍，中国的金融机构还应该加强与沿线国家当地金融机构的合作，共同组建国际辛迪加，共担风险，争取双赢。以当地习惯的金融方式，按照当地的游戏规则开展金融业务，提供贷款、债券、股权、资产管理等多种金融服务。

人民币国际化破冰远行¹

王宇²

人民币国际化是指人民币获得国际市场的广泛接受，在世界范围内行使货币功能，逐步成为贸易计价货币和结算货币、金融交易和投资货币，以及国际储备货币。2009 年跨境贸易人民币结算开始试点，2011 年跨境直接投资人民币结算正式推开，人民币国际化进程自此启动。

一、背景和历程

从理论上讲，一个国家的货币要成为国际货币，为国际市场广泛接受，这个国家至少需要具备三个条件：一是经济规模必须大到足以显著地影响世界；二是必须拥有足够强大的带动全球经济增长的能力；三是对外贸易和资本流动能够对其他国家产生较为重要的影响。

随着中国改革开放和经济发展，人民币正在逐步接近这些条件。2013 年，中国经济总量达到 56.88 万亿元人民币，折合 9.3 万亿美元。2014 年，中国国内生产总值可能突破 10 万亿美元。1978—2012 年，中国经济年均增长率达到 9.8%，成为带动世界增长的重要力量。2013 年，中国经济对全球经济增长的贡献率仍然达到 30% 左右。2009 年，中国成为世界最大的出口国；2013 年，中国成为世界最大的贸易国；2013 年，中国成为全球最大的外汇储备国，近年来外商对华直接投资和中国对外直接投资均位于世界前列

人民币国际化的起点是跨境人民币业务，而跨境人民币业务的发展历程与我国改革开放进程紧密相联。改革开放初期，通过人员往来和边境贸易等方式，人民币向我国邻国和香港、澳门等地区少量流出。加入世界贸易组织之后，为推动对外贸易发展，我国逐步放宽对人民币的流出限制，人民币现钞开始通过个人携带方式流向我国周边地区。自 2002 年起，中国人民银行研究启动香港和澳门个

¹ 本文系作者在中国人民大学国际货币研究所主办的“大金融思想沙龙”（第 19 期）的演讲内容摘要。

² 王宇，中国人民银行研究局副局长



人人民币业务，随后为香港和澳门个人人民币业务提供了清算安排。2008—2009年，面对全球金融危机的冲击，顺应市场需求，人民币国际化逆风启航，破冰远行。

二、相关政策框架

关于跨境贸易使用人民币政策。2009年7月，中国人民银行等六部委联合发布《跨境贸易人民币结算试点管理办法》，上海市和广东省的4个城市率先开展跨境贸易人民币结算试点。2010年6月，将试点地区扩大到北京和天津等20个省、市和自治区，不再限制境外地域范围。2011年8月，将跨境贸易人民币结算试点扩大至全国。2012年2月，参与出口货物贸易人民币结算主体不再限于列入试点名单的企业，所有具有进出口经营资格的企业均可开展出口货物贸易人民币结算业务。

关于跨境投资使用人民币政策。2010年8月，中国人民银行明确境外中央银行、境外商业银行等可以运用人民币进行债券市场投资。2011年1月，允许境内机构使用人民币进行对外直接投资。2011年10月，允许境外投资者使用人民币到境内进行直接投资。2011年12月，开展以人民币境外合格机构投资者方式投资境内证券市场试点。2014年11月，允许合格境内机构投资者使用人民币进行境外证券投资。

对外贸易和涉外经济统计使用人民币计价。2013年1月，海关总署调整对外贸易统计数据的计价货币，将进出口总值、出口总值、进口总值和贸易差额这四项指标的计价货币由单一美元计价，改为人民币和美元双币计价。2014年1月，海关总署以人民币为主公布各项对外贸易统计数据。2014年1月，外汇局用人民币和美元同时公布国际收支和外债等统计数据。2014年4月，商务部用人民币和美元同时公布中国对外直接投资、国外对华直接投资、国际工程承包等统计数据。

三、跨境人民币业务

关于跨境贸易人民币结算。2009年跨境贸易人民币结算金额仅为35.8亿元，

2013 年快速增加到 4.6 万亿元，覆盖了全球 174 个国家。2014 年 1—10 月，跨境贸易人民币结算金额超过 5.4 万亿元。

关于跨境直接投资人民币使用。2014 年 1—10 月，人民币对外直接投资结算金额累计 1448 亿元，外商直接投资人民币结算金额累计 6516 亿元。

关于双边货币合作。2009 年以来，中国人民银行先后与 28 个境外中央银行或货币当局签署了双边本币互换协议，总额度超过 3 万亿元。其中，2014 年，中国人民银行与瑞士、斯里兰卡、俄罗斯、卡塔尔、加拿大等 5 国的中央银行签署了双边本币互换协议。

关于人民币与外币直接交易。中国人民银行推动人民币与主要贸易伙伴货币直接交易。在全国银行间外汇市场，人民币已经与多种货币实现了直接交易。其中既包括欧元、日元和英镑等主要货币，也包括俄罗斯卢布、林吉特、澳大利亚元、新西兰元、新加坡元等。在区域银行间外汇市场，人民币实现了与泰铢直接交易。在银行柜台，人民币实现了与韩元、越南盾、老挝基普、哈萨克斯坦坚戈和新台币等直接交易。

四、人民币离岸市场

离岸人民币产品不断丰富，离岸人民币市场不断完善，逐步形成了以中国香港为中心，中国台湾、新加坡、伦敦等全面发展的格局。中国人民银行还先后在伦敦、法兰克福、首尔、巴黎、卢森堡、多哈、多伦多、悉尼等地确定一家中资银行作为境外人民币业务清算行，在当地建立了人民币清算安排。

五、人民币国际化：稳步走向未来

一是坚持服务实体经济的政策导向。开展跨境人民币业务是为了规避跨境贸易和跨境直接投资的汇率风险，降低汇兑成本，促进贸易投资便利化。人民币国际化将以实体经济需要作为出发点和立足点，坚持为经济发展服务、为产业升级转型服务。

二是坚持简政放权的市场化方向。实行事后监管，不设事前行政审批。探索事中和事后监督管理的新方法，采取事后监管和“负面清单”管理模式。



三是深化金融改革，推动资本市场双向开放，坚持对内开放与对外开放相结合；坚持“引进来”与“走出去”相结合。鼓励外资机构参与境内的并购重组，放宽对境内居民对外投资的限制。确立企业和个人在对内投资和对外投资中的主体地位。

四是加快人民币资本项目可兑换进程。逐步取消合格境内机构投资者、合格境外机构投资者的资格和额度审批，研究扩大境内外股市的互联互通，放宽境外机构到境内发行人民币债券的资格限制。扩大境内居民个人对外投资，推进境内金融机构赴境外国外发行人民币债券。

沪港通如期启动将带来哪些变化？

鄂志寰¹

2014年11月17日，沪港通完成了平稳有序的各项筹备工作，如期启动。启动当天，沪港两地股市表现活跃，港股成交836亿港元，按日上升15.1%，亦超过此前的日均交易量，上海证券交易所日成交1,993亿元人民币，沪股通130亿元人民币的每日额度全部用尽，港股通额度则使用近17亿元人民币，占每日105亿元人民币额度的16%。启动初期市场表现可能与预期不完全一致，但是，沪港通对两地金融市场的积极影响将在未来一段时间渐次显现，从长期看，沪港通标致着中国内地资本账户开放骤然加速，人民币国际化进程衔枚疾进。从中短期看，沪港通可能会带来以下几个方面的变化：

一、沪港通将为沪港两地股票市场提供新的增长动力

沪港通作为沪港两大资本市场的双向联通机制，在具体实施过程中，将为两地股票市场带来新的投资者和资金来源，更广泛的投资者构成和数额巨大的资金流入将为两地市场注入新的动力，使之更趋活跃。从具体过程看，沪港通在两地市场的影响程度可能有一定的差异。

对于上海股票市场而言，境外投资者购买上海A股的总额度为3000亿元人民币，每日额度则为130亿元人民币。按照上海股票市场2013年全年日均成交967.5亿元计算，沪股通总额度仅为上海股市日均交易量的三倍，每日额度则仅占日均交易量的10-15%，所涉资金数量有限。但是，沪港通对上海股市的影响还可以从以下两个方面观察。

其一，香港作为自由港及全球第三大国际金融中心的独特地位决定了沪股通具有巨大的辐射性。这个辐射性主要表现为境外投资者的概念非常宽泛，既包括香港本地的投资者，也包括来自世界各地的投资者；既有大量的个人投资者，更

¹ 鄂志寰，中国人民大学国际货币研究所特约研究员，中银香港发展规划部副总经理



会有各类机构投资者，因此，沪港通可以带来的资金流入将不仅限于香港市场本身，可能来自更多的海外地区。

在沪港通推出前，海外投资者可以通过合格境外机构投资者(QFII)和人民币合格境外投资者(RQFII)两个途径投资国内 A 股市场。截至 2014 年 10 月，中国国家外汇管理局累计批复 258 家 QFII 机构，QFII 额度总计 640.61 亿美元，RQFII 机构累计批复 91 家，RQFII 额度总计为 2944 亿元人民币，其中，香港地区合计 2700 亿元人民币，新加坡合计 88 亿元人民币，英国合计 96 亿元人民币，法国共计 60 亿元人民币。沪港通吸引了众多境外机构提前部署 A 股，RQFII 额度使用速度明显加快，香港的 RQFII 额度近期基本用尽。在这样的背景下推出沪股通，将为海外投资者提供新的投资渠道，并为上海股票市场带来更多的交易活动。

表 1 沪港通与 QFII/QDII/RQFII 之比较

	沪港通	QFII/QDII/RQFII
业务载体	两地交易所	资产管理公司
投资方向	双向投资	单向投资
交易货币	人民币	美元/美元/人民币
跨境资金管理方式	卖出证券的资金 必须原路返回，不能留存在当地市场	买卖证券的资金可以 留存在当地市场
投资者自主性	直接投资 ：自由选择试点股票	间接投资 ：投资决策主体为资产管理公司

数据源：中银香港发展规划部

其二，沪港通将在一定程度改变两个市场的运行机制。总体而言，香港投资市场相对成熟，据港交所统计，港股 61% 股市成交额来自机构投资者，散户及港交所参与者分别贡献了 23% 及 16%。上海证券交易所数据显示，去年 A 股机构投资者占比为 17%，散户达 80.8%。过去十年 A 股日均换手率（交易量/流通市值）约为港股 5 至 6 倍，A 股交易频度较港股更为频繁。香港市场参与者中的机构投资者占比高，投资相对较为长期化，重视价值分析。随着越来越多的香港投资者逐渐进入国内资本市场，可以在该市场更多地传导长期投资和价值投资的理念，并逐步优化 A 股市场的投资者结构，进而在两个市场产生一定的同化作用。

综合而言，沪港通可以从资金及机制两个方面推动上海股市进入新的发展阶段。近期，对于沪港通的预期已经开始在股市产生良好反应。据统计，2014 年

以来的上海股市最高日交易额为 2014 年 10 月 31 日的 2507 亿元，是年初最低交易日的五倍左右。从 4 月 10 日至 11 月 14 日收市，上证综合指数上升了 16.1%。

对于香港市场而言，内地居民购买港股的总额度为 2500 亿元人民币，每日额度为 105 亿元人民币。因此，港股通的实施将带来新的来自内地的资金流入。由于设定的港股通的门坎为 50 万，高净值个人投资者的投资行为相对较为谨慎，其对香港股市交易规则及市场运行规律的了解也需要一些时间，因此，内地资金流入港股的过程可能是循序渐进逐渐上升的特征。当然，内地投资者及资金的流入也可能在一定程度上改变港股的交易常态。自 4 月 10 日中国证监会及香港证监会发布联合公告以来，恒生指数则在 4 月开始上升，9 月随外围因素回吐，并在 10 月再现升势，截至 11 月 14 日，恒生指数较宣布沪港通试点时高出 3.9%，指数出现良好表现，市场氛围明显改观，成交有所上升，超过此前全年的日均交易水平。



图 1 年初至今上证综合指数与恒生指数表现

数据源：中银香港发展规划部

二、沪港通将完善香港离岸人民币市场自我流转的良性循环

沪股通涉及人民币结算及跨境资金调拨的安排，将从三个方面影响香港离岸人民币市场：

其一，在沪港通的制度安排下，内地投资者直接使用人民币投资香港市场，将增加离岸人民币市场的资金池来源；

其二，沪港通为香港的离岸人民币资金开拓了新的投资渠道，香港当地投资



者可能会兑换更多的人民币资金，用于人民币资产的配置。

其三，对于大量的海外投资者而言，沪港通提供了配置人民币资产的新渠道，来自其他海外地区的人民币资金可以借道香港投资 A 股，其中部分资金可能会沉淀下来，等待更好的投资机会，由此为香港人民币资金池提供了更广阔的资金来源，推动其规模进一步提升。

截至今年 9 月底，香港各类人民币存款为 9444.73 亿元，加上超过 2500 亿元的存款证，人民币资金池已近 1.2 万亿，考虑到沪股通对香港人民币业务的推动作用，估计到今年底，香港的人民币资金池规模（含存款证）可能接近 1.4 万亿元。

随着离岸人民币资金池的持续扩大，离岸市场运行开始进入自我流转的良性循环：离岸人民币业务最初从个人业务开始，进而推广到贸易领域，人民币贸易和跨境投融资业务的发展促进了离岸人民币资金池的建立和扩大；当离岸人民币资金池达到一定规模后，人民币融资活动开始发展；接下来，离岸融资活动促使各类离岸人民币投资产品的涌现，从而推动人民币资产管理业务的不断完善，并催化更多人民币金融产品；最后，多元化的人民币金融产品将为贸易和投融资业务提供更多便利，从而形成离岸人民币自我流转的良性循环。沪港通在推动香港离岸人民币资金池扩展的同时，也将促进离岸 CNH 市场的深化和产品创新，推动兑换、跨境理财等业务发展，促使已经出现的良性循环更趋于完善，为人民币国际化的深入发展奠定强大的基础。

三、沪港通有助于强化人民币在岸及离岸市场的双向联动

从制度设计上看，沪港通创造性地拓展了跨境资本流动的管道，在封闭循环体系中推动资本项目开放。该机制绕过现行外汇管制，借助离岸人民币市场完成人民币兑换，构建了全程全封闭运行的人民币投资完整环流，从而便利人民币在两地的有序流动，推动离岸人民币外汇市场的发展，进而强化了人民币在岸及离岸市场的双向联动。

作为保证沪港通顺利运行的配套措施，香港认可机构为香港居民进行人民币兑换限额已经放开，明确为香港居民办理人民币兑换业务而产生的头寸在离岸人

民币市场进行平盘，而非透过人民币业务清算行于在岸市场平盘。显然，沪港通所产生的人民币兑换需求将基本体现在离岸市场，兑换需求将与人民币离岸市场汇率的变动方向息息相关。沪港通在打通了内外资本市场的同时，也在在岸及离岸外汇市场建立了桥梁，对离岸市场容量和流量将产生较大的影响，并将显著增强两个市场的波动传递性，构建人民币在岸及离岸市场的双向联动机制，进而将缩小在岸和离岸市场的汇率差距。



图2 在岸和离岸市场的汇率差距

数据源：中银香港发展规划部

从具体汇率水平的波动趋势看，沪港通对人民币汇率的影响程度将较为有限。

首先，今年以来，人民币汇率波动幅度由 1%放宽到 2%，人民币汇率的双向预期得到强化，影响汇率波动的因素更为市场化。

其次，香港离岸人民币外汇市场的成熟度明显上升。今年以来，香港离岸人民币的外汇市场规模快速攀升，香港市场外汇交易占比超过支付业务占比。根据 SWIFT 组织的统计，2014 年 9 月跨境及离岸人民币外汇交易金额为 4.6 万亿美元，其中，经香港进行的跨境及离岸人民币外汇交易金额为 7999 亿美元，占比为 17.4%。根据国际清算银行（BIS）统计，2013 年人民币即期、远期和外汇互换的场外日均交易量达 1196 亿美元，其中 70%为离岸交易，30%为即期交易。据 SWIFT 估算，香港地区的人民币即期交易量约为 100 亿美元。综合测算，估计离岸人民币日均交易量应超过 200 亿元。

而沪港通所导致的兑换需求是轧差后的净额，沪股通每日额度为 130 亿元，港股通每日额度为 105 亿元人民币，假设两地市场资金流动基本均衡，轧差后在



外汇市场形成的兑换需求数量有限，不会对离岸市场的供求关系产生明显的冲击。同时，香港金管局出台了向参加行提供人民币日间流动资金的相关安排，并指定一级流动性提供行。因此，沪港通对人民币汇率的影响较为有限。此外，香港银行业已经开始围绕沪港通项目多带来市场需求，开发与风险对冲相关的产品和服务，推出沪港通跨境投资一站式服务，为投资者提供专业化、一体化解决方案；港交所亦进一步完善了人民币期货产品运作机制和时间，为市场提供更多对冲工具，均有助于保持离岸市场人民币汇率的有序波动。

总之，沪港通将为香港离岸人民币市场带来新的发展机遇，推动其以自我流转的良性循环为基础，为全球范围的离岸人民币市场提供清算枢纽和资金供给，保持并不断提升其在全球离岸人民币市场中的主导地位。

人民币国际化进程中商业银行的业务模式变化 及风险管控¹

张晓朴² 边卫红³ 刘丽娜⁴

【内容摘要】全球金融危机之后，以美元为主的贸易支付和清算体系受到重大挑战，人民币国际化的进程开始进入议事日程。近年来，人民币在跨境贸易结算和投资方面取得较大进展，并在逐步谋求成为国际储备货币。香港人民币离岸市场获得蓬勃发展，伦敦、新加坡、台湾等其他国际金融中心的人民币离岸市场也不断取得长足进展。

美元和日元国际化过程中商业银行的国际化进程、业务模式等的转变可以为我国的商业银行提供有益的参考。人民币的国际化进程使得商业银行面临着千载难逢的历史机遇。短期来看，商业银行在对公业务以及跨境服务等业务领域面临着新的机遇。未来随着人民币国际化程度的进一步加深，对于跨境贸易，商业银行要积极开拓大宗商品交易服务领域、离岸人民币市场产品以及与第三方支付平台合作的贸易金融产品的创新；在外汇交易领域，中国的大型国际化银行应该提高在外汇交易市场的报价与交易能力，特别是提高对伦敦、香港和上海等主要国际金融中心的资源投入力度。复杂多变的国际市场，金融自由化程度更高，商业银行将面临新的风险管控形式。利率市场化改革使得商业银行的资产负债管理面临新的挑战。汇率的双向浮动也会给商业银行带来潜在的损失。在境内外人民币流动性补充渠道没有完全打通的情况下，境外机构面临的人民币流动性风险仍然较大。离岸人民币业务发展初期，由于专业人员缺乏，规章制度不健全、内控机制不完善、信息系统功能有限等都会引发操作风险。汇丰银行与中国银行的对比分析显示，外资国际银行与中国商业银行在离岸人民币业务方面的竞争会越来越激烈，而且外资银行的竞争优势会逐渐显现。

在这样的背景下，商业银行应该更加注重国际化人才的培养，培养一批具有国内、国际专业认证资格的中高级专业的复合型人才。运用先进的技术和管理流程，构建更广泛的人民

¹ 本文系中国人民大学国际货币研究所 2014 年度科研项目“人民币国际化进程中商业银行的业务模式及风险管控”（项目编号 IMI14&ZD05）最终成果，文章编号 IMI Report No.1501，本文为作者学术观点，不代表所在单位意见

² 张晓朴，中国人民大学国际货币研究所学术委员，中国银监会研究局副局长

³ 边卫红，中国银行战略发展部

⁴ 刘丽娜，中国银监会创新监管部

币清算网络，完善人民币清算系统与外汇清算系统的流程再造，提供人民币账户透支的流动性支持及隔夜投资产品。正确处理长期利益与短期利益的关系，做到发展速度与风险管理的协调统一。加大人民币国际化银行产品的创新力度。同时积极推动海外布局，发展跨国并购。

【关键词】人民币国际化 商业银行 业务模式 风险

一、人民币国际化目前的进展、成就

国际化货币具有计价尺度、交易媒介与储藏手段三大职能。人民币国际化的策略是，先从跨境贸易的计价与结算开始，然后推动跨境直接投资的计价与结算，到条件成熟时再推动人民币成为国际储备货币。

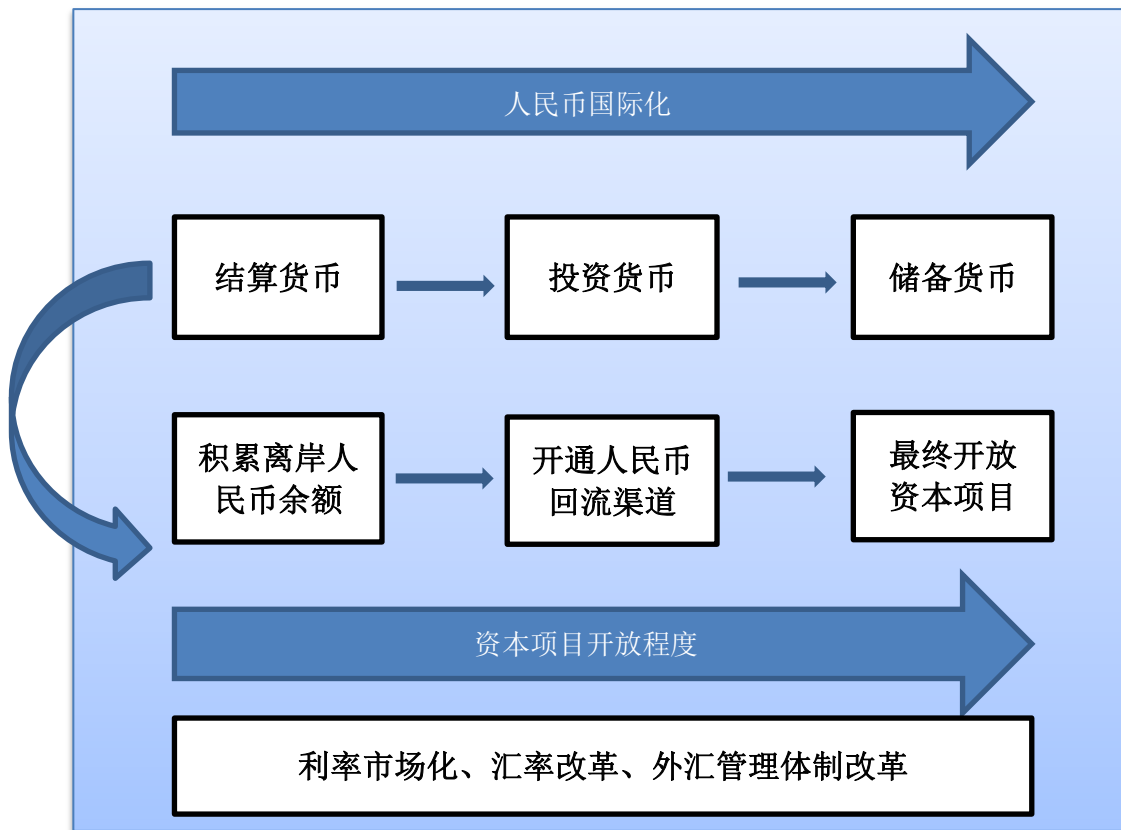


图 1 人民币国际化

资料来源：作者绘制

(一) 跨境人民币结算快速发展

从贸易结算角度看，2013 年中国进出口贸易首次突破 4 万亿美元，高达 4.16

万亿美元,超过美国成为全球货物贸易最大的国家。伴随着贸易的发展,近年来,人民币在周边地区的流通范围越来越广,越来越多的被用于边境贸易支付结算。跨境人民币结算规模不断攀升。

1. 相关政策不断完善

2009年4月8日,国务院决定在上海市与广东省的广州、深圳、珠海、东莞4个城市先行开展跨境贸易人民币结算试点工作。2010年6月,试点范围进一步扩大到20个省市区(占中国贸易总额的95%)。2013年3月,范围进一步扩大至全国所有从事经常项目结算的企业。2013年7月10日,中国人民银行发布了《关于跨境人民币业务流程和完善有关政策的通知》,旨在进一步提升跨境人民币业的结算效率,便利银行业金融机构和企业使用人民币进行跨境结算。

此外,个人跨境人民币业务开始在浙江义乌、广西东兴试点,在试点区域内从事货物贸易、服务贸易及其他经常项目等业务的境内外自然人,可按照相关规定开立人民币银行结算账户,办理跨境人民币结算业务。

2. 规模不断扩大

2013年全年经常项下跨境人民币结算业务4.63万亿元,同比增长57.6%;其中货物贸易结算金额3.02万亿元,占同期海关货物进出口总额的11.7%,比上年上升3.3个百分点。自试点开始至2013年末,与境内发生人民币实际收付业务的境外企业所在国家达174个。据预测,至2015年中国三分之一的贸易量将以人民币结算,其体量将使人民币成为全球三大贸易结算货币之一。

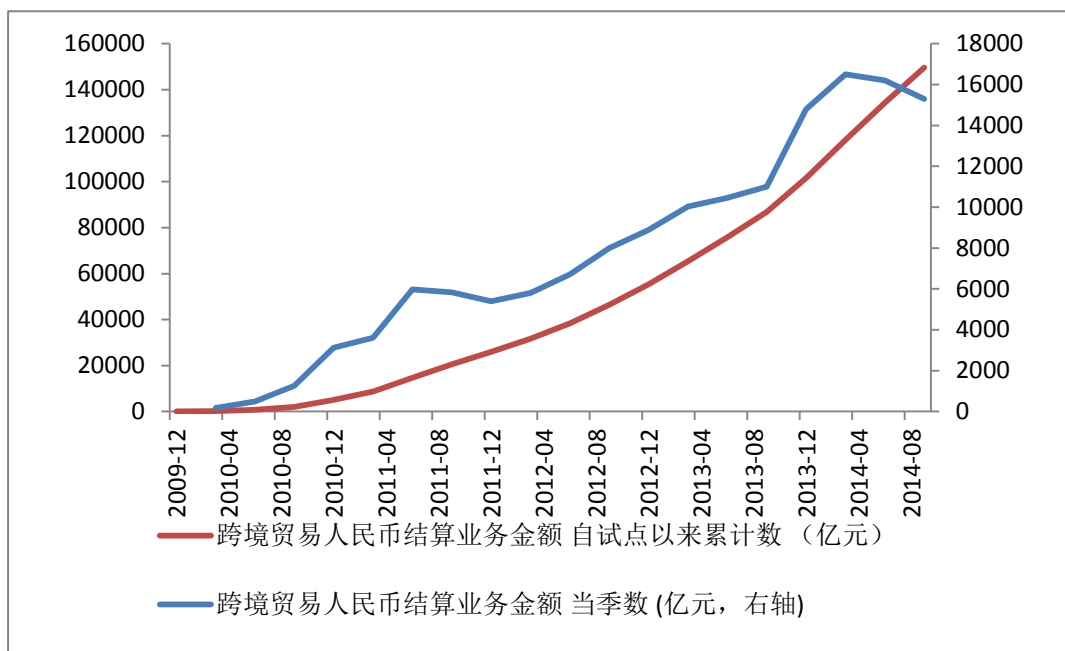


图 2 跨境贸易人民币结算金额

资料来源: wind

(二) 从贸易到投资

跨境直接投资人民币结算业务也实现了较快发展。2013 年中国境内投资者共对全球 156 个国家和地区的 5090 家境外企业进行了直接投资, 累计实现非金融类直接投资 901.7 亿美元, 同比增长 129.5 亿美元, 增幅 16.8%; 其中, 按人民币结算的对外直接投资金额 856.1 亿元, 同比增长 551.7 亿元, 增幅 181.2%。中国实际使用外商直接投资金额 1175.86 亿美元, 同比增长 58.7 亿美元, 增幅 5.25%; 其中, 外商直接投资使用人民币结算金额 4481.3 亿元, 同比增长 1945.5 亿元, 增幅 76.7%; 人民币在外商直接投资总额中占比 61.5%, 较 2012 年提高了 25.6 个百分点。

人民币合格境外机构投资者 (R-QFII) 试点工作有序开展。中国政府于 2011 年年底启动了 R-QFII (人民币合格境外机构投资者) 安排, 允许境外人民币回流到国内资本市场。境内人民币市场进一步开放, 外国投资者可以更广泛的参与银行间债市和股市。合格中国基金管理公司和中国证券公司香港分公司可以在香港向私人 and 机构投资者出售 R-QFII 产品, 并将筹集的人民币投资中国大陆的债市和股市。截至 2013 年末, R-QFII 总额度已达 5000 亿元, 共有 61 家境外机构获得 RQFII 试点资格, 总计获批投资额度 1575 亿元。

2014年4月10日，证监会与香港证券及期货事务监管委员会发布联合公告启动沪港通试点。沪港通是“沪港股票市场交易互联互通机制试点”的简称，是指上海证券交易所与香港联合交易所有限公司建立技术连接，使两地投资者通过证券公司和经纪商买卖规定范围内对方交易所上市的股票。沪港通部分打通了在岸市场与离岸市场。离岸市场本质上是在岸市场的延伸，沪港通突破了一部分资本管制，所以说它部分打通了在岸市场与离岸市场。沪港通与 QFII、RQFII 制度具有一定共同之处，都是在我国资本账户尚未完全开放的背景下，为进一步丰富跨境投资方式，加强资本市场对外开放程度做出的特殊安排。

（三）逐步谋求成为国际储备货币

跨境人民币业务快速发展带动了人民币国际地位的显著上升。目前，人民币国际化进入“提速期”，国际认可度逐步越高。2006年12月，马来西亚正式宣布将人民币纳为主要储备货币。泰国、韩国、白俄罗斯、柬埔寨以及尼日利亚也先后跟进。2012年3月，日本也公布了购买中国国债的计划，日本成为首个将人民币作为储备货币的发达国家。2013年4月，澳大利亚宣布计划将不超过5%的外汇资产投资于中国国债。目前坦桑尼亚和南非等也正在考虑将人民币作为官方储备货币。

在双边本币互换方面，也取得了新突破。2013年，中国人民银行与欧央行、英国、巴西、匈牙利、阿尔巴尼亚5家央行新签双边本币互换协议，与新加坡金融管理局以及冰岛、印尼央行续签协议，规模合计为11555亿元人民币。互换范围扩展到了欧元、英镑等主要国际储备货币，人民币国际地位进一步提升。截至2013年年末，累计与境外央行或货币当局签署了23个双边本币互换协议，总规模超过2.5万亿元人民币，在便利双边贸易和投资、维护区域金融稳定方面发挥了积极的作用。

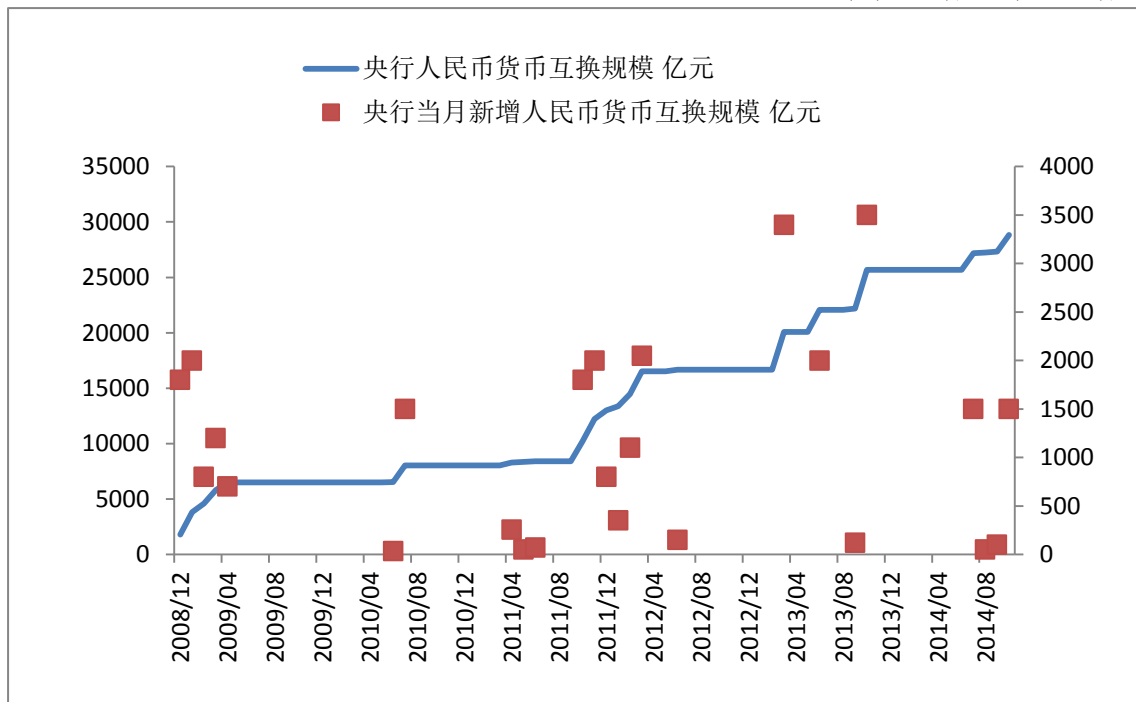


图 3 央行双边货币互换情况

资料来源：中国人民银行

（四）人民币离岸市场迅速发展

2009 年以来，香港人民币离岸市场获得蓬勃发展，伦敦、新加坡、台湾等其他国际金融中心的人民币离岸市场也不断取得长足进展。截至 2014 年初，在这些离岸市场上，已经初步形成了约 1.5 万亿人民币的资产池（主要集中在香港离岸市场，约 10000 亿人民币），这些资产的主要形式是离岸人民币存款、人民币债券，而人民币存款又占到了绝大部分。

1. 香港人民币离岸市场

迄今为止，香港在人民币跨境贸易结算试点过程中扮演着举足轻重的角色。通过香港进行的人民币跨境贸易结算额由 2010 年的 3692 亿元，攀升至 2013 年的 38410 亿元。通过香港进行的人民币跨境贸易结算额占人民币跨境贸易结算总额的比重，由 2010 年的 72.9%，攀升至 2013 年的 83.0%。

表 1 2010-2013 年跨境人民币结算额情况

	经香港跨境贸易人民币结算额 (亿元)	总跨境贸易人民币结算额 (亿元)	香港占比 (%)
2010	3 692	5 063.4	72.9
2011	19 149	20 800	92.1

2012	26 325	29 400	89.5
2013	38 410	46 300	83.0

资料来源：中国人民银行

香港市场能够投资的人民币金融产品主要有：银行存款，人民币债券，人民币房地产信托投资基金（Real Estate Investment Trusts, REITs）

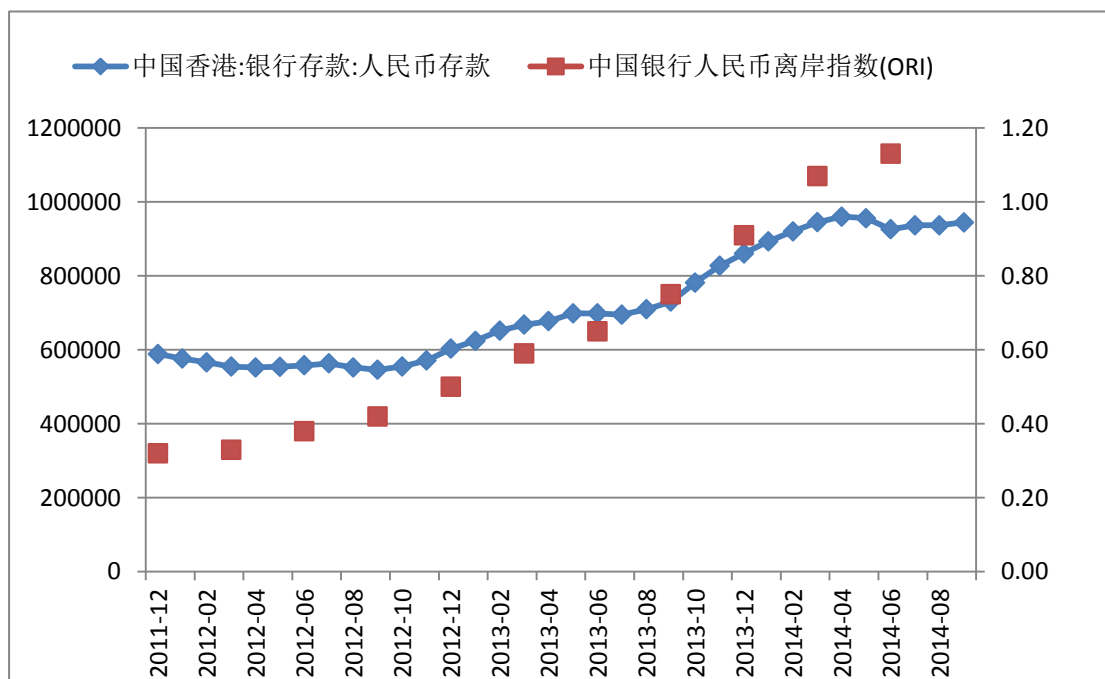


图4 香港人民币离岸市场情况

数据来源：wind

2013年香港人民币债券发行额为2010年的3.77倍。从期限结构看，90%以上的香港“点心债”为5年期以下的中短期债券，特别是2年和3年期债券合计约占70%以上。随着人民币汇率、利率形成机制逐渐完善，未来香港中长期“点心债”的规模和占比将有进一步的提高。从发行人的行业结构分析，金融业尤其是中资金融机构，是点心债的主要发行人，约占总发行金额的一半。其次是主权体（主要是中国国债），占比约20%，2013年房地产企业（中资为主）取代了制造业发行人，成为第三大类发行机构，发行占比约15%。

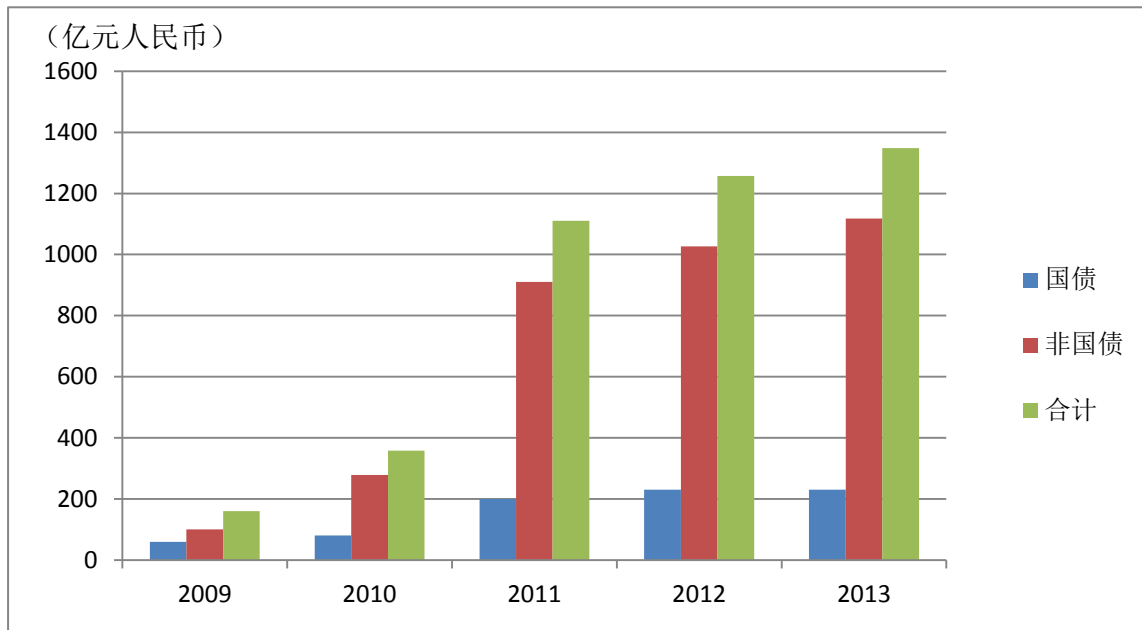


图 5 香港人民币债券发行量

资料来源: wind

2011 年 4 月底, 以北京东方广场 38 年租金收入为基础资产的汇贤 REITs 在香港发行上市, 融资超过 100 亿人民币, 这是香港第一次以人民币计价的首次公开发行 (IPO)。

2. 其他地区人民币离岸市场

根据环球银行金融电信协会 (SWIFT) 最新数据显示, 自 2012 年 7 月起, 伦敦处理了全球人民币离岸支付的 4%, 这一数据领先于新加坡 (3.9%)。中国大陆和香港以外的人民币支付市场份额中, 伦敦占 27.8%, 新加坡占 26.4%。2014 年 10 月 14 日, 英国财政部发表声明称英国政府成功发行首只人民币主权债券, 规模为 30 亿元人民币, 期限为 3 年。这是首只由西方国家发行的人民币主权债券。英国财政部表示, 债券发行收入将纳入英国外汇储备, 表明人民币作为未来储备货币之一的潜力。尽管此次英国发行的首笔债券数额并不很大, 但却是非中国政府发行的最大一笔人民币主权债券, 对于中英双方来讲都是一个双赢之举。英国发行人民币债券的另一个重大意义在于, 融来的人民币将直接进入英国的外汇储备池。根据财政部公告, 债券的收入将放在英国“外汇平衡账户”(Exchange Equalisation Account, EEA)中。

新加坡人民币业务近来也取得很大进展。2013 年 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地区人民币清算行，5月3日，新加坡人民币业务清算行开始办理人民币清算业务。中国与新加坡企业间全年跨境人民币实际收付总额 6081.5 亿元，同比增长 48.1%，占同期跨境人民币实际收付总额的 9.8%，仅次于香港。其中，货物贸易人民币结算金额 2759.4 亿元，约占同期中国与新加坡货物贸易总额的 59.6%。除了传统的存款、汇款、兑换和贸易结算外，新加坡人民币市场也出现了人民币贸易信贷和人民币债券基金等产品。2013 年 11 月，中国工商银行新加坡分行发行 20 亿元人民币债，成为首家在新加坡发行人民币债券的中资银行。

2013 年，1 月 25 日，中国人民银行与中国银行台北分行签订了《关于人民币业务的清算协议》；2 月 6 日，台湾地区人民币业务清算行开始办理人民币清算业务。大陆与台湾企业间 2013 年全年跨境人民币实际收付总额 2589.8 亿元，同比增长 66%，占同期跨境人民币实际收付总额的 4.2%，在境外国家和地区中位居第三。其中，货物贸易人民币结算金额 2097.5 亿元，约占同期大陆与台湾货物贸易总额的 17.7%。截至 2013 年末，台湾地区外汇指定银行（DBU）及国际金融业务分行（OBU）人民币业务存款余额合计 1826 亿元。2013 年 12 月，中国农业银行香港分行、中国银行香港分行、中国建设银行香港分行和交通银行香港分行在台湾发行人民币债。截至 2013 年年末，台湾地区累计发行“宝岛债”106 亿元。

（五）人民币国际化未来的发展前景和潜力

要实现人民币国际化，必须要有更加灵活的汇率机制、市场化的利率、开放的资本账户、成熟的金融市场和宏观政策框架。中国该如何实现这些艰巨且紧密相连的任务？其他国家的历史经验表明，这些金融市场改革的先后顺序对于货币国际化的平稳推进、避免产生金融危机来说至关重要。IMF 建议中国首先增大汇率弹性，同时完善货币政策框架（从行政手段转向价格手段）、完善监管、建立危机应对机制、发展金融市场。然后，“在有了强大的审慎监管体系后”，央行可以彻底放开利率；不过 IMF 强调至关重要的一点是，不要让利率市场化引发货币政策的意外放松。最后，在这些改革都完成之后，IMF 建议中国可以完全放开资本账户（尤其是放开对短期资本流动的管制）。理想的情况是，国内金融市场的改革和市场化应该先于资本账户的完全开放，在资本账户放开前，国内金融机

构已经在市场化环境中运营，其实力足够强健、经验足够丰富。实际上，2012 年国际货币基金组织（IMF）在其关于中国的磋商报告中就据此原则为中国政府推荐了一个金融领域改革的路线图。

2012 年 2 月，人民银行课题组在其官方网站上发布了一份研究报告，呼吁加速推进资本账户开放。报告认为：(1) 若要等待利率市场化、汇率自由化或者人民币国际化条件完全成熟，资本账户开放可能永远也找不到合适的时机，可能最宝贵的战略机遇期已经失去；(2) 过分强调前提条件，容易使渐进模式异化为消极、静止的模式，从而延误改革的时机；(3) 资本账户开放与其“前提条件”并不是简单的先后关系，在很大程度上是可以互相促进的。

所以，中国政府似乎对改革顺序看得较淡，而是选择在可行的领域和时间点相机推进金融行业改革、放松管制。一个通常的解释是，中国国情较为特殊。比如，金融机构仍主要是政府拥有、掌控较严，因此传统的改革顺序可能不适用于中国。另一个不常见、但可能同样重要的原因是，鉴于改革和自由化面临诸多利益群体的阻力、而政府历来担心风险，严格遵从某一顺序可能导致整个改革进程受阻。因此，一些人认为应因地因时相机推进改革，换言之，沿着阻力最小的道路前进。这样一来，一些改革产生的问题可能有助于推进其他领域改革，包括那些遭遇较多阻力的改革。

二、人民币国际化进程中，商业银行的业务模式的转变

美、欧、日等国银行业跨国发展的历史经验表明，银行业的跨国发展进程与各自货币的国际化过程是相吻合的。一国货币的国际化将有助于该国金融业获得更多业务增长空间，加快国际化经营步伐，也有助于该国成为国际金融中心。这就要求商业银行要积极转变自己的业务模式，同时加强相关的风险管控。海外业务的拓展有利于中国银行业分享金融全球化的收益，我国商业银行应以人民币国际化为契机，积极响应并利用国家现有政策，推动我国银行的海外业务布局，特别是在亚太地区与我国双边贸易规模较大且愿意接受人民币的国家的布局，加快建设覆盖全球的清算网络，从而支持人民币国际化进程的推进。

在人民币国际化的初级阶段，给我国银行带来了巨大的海外人民币业务机会，

业务主要位于境外或跨越境内境外两头。通过发展离岸人民币业务,我国银行可以不断扩大和完善海外市场布局,提高国际化发展水平和能力。中资及外资金融机构蓄势待发,即将在渠道、产品、客户等方面展开激烈的竞争。目前从事人民币离岸金融业务的银行机构主要有三大类:一是中资银行的海外子公司或分支机构;二是大型外资跨国银行;三是当地中小型银行。三类银行里,中资银行凭借境内网点渠道、客户基础和人民币业务经验,具有明显的比较优势,给我国商业银行的经营带来了诸多新机遇。但是,与发达国家相比,我国商业银行的国际化发展程度仍处在较低水平,在金融创新、风险控制、国际化经营、组织制度完善等方面都提出了新的要求,也给我国商业银行的发展带来了挑战。

(一) 国际经验

伴随着主权国货币的国际化,本国的银行业都面临着新的业务模式和风险管控,在货币国际化的进程中,逐步实现了商业银行的国际化。

以美元的国际化为例,美国银行业大举国际化是在“第二次世界大战”以后,主导了三次全球海外并购浪潮,这与美元确立国际货币领导地位的历史过程相一致;欧元的出现推动欧元区银行业呈现“本土集中—跨境渗透—泛欧经营”的跨国发展进程,大规模并购频频发生;在日本,20世纪80年代随着日元国际化的发展,日本银行业跨国并购热情高涨。1984年,三菱银行收购加利福尼亚银行部分股权;1988年,东京银行收购加州银行65%的股权,并将其并入东京银行在当地的分行,成为美国的第十五大银行。

(二) 中国银行业国际化现状

目前,中国已经是世界第二大经济体,最大的货物贸易进出口国家、全球最主要的吸收外商直接投资的地区之一。在《银行家》杂志2014年评出的全球1000家大银行中,工商银行、建设银行、中国银行、农业银行和交通银行五家银行均进入一级资本全球排名前二十位,但在海外市场的资产规模、机构数量、客户基础、服务能力方面与国际一流银行仍存在显著差距。在目前以美元和欧元主导的国际金融市场中,中国银行业的国际化经营发展水平还较低。未来中国银行业的拓展和国际竞争力的提升,必然要求中资银行国际化步伐的加快推进,加快推进自身经营以及各个领域业务模式的转变。

中国商业银行想在目前条件下发展成为全球化的银行,还需相当长时间的努

力。但是随着中国经济实力的增强和中国企业的跨境发展，中国商业银行可以首先选择服务走出去的中国企业，发展和中国有密切经济往来的地区，以期在海外发展的过程中取得事半功倍的效果。这一点与日元国际化进程十分相似。上世纪 80 年代之后，伴随日本跨国公司的海外扩张，日本银行业也走向了国际化经营之路。我国大型央企“走出去”，开展跨国投资并购，逐步实施落地经营，也使得国内商业银行随之大规模走向海外。目前，国内商业银行的境外机构布局，除了相关国际金融中心，多集中在贸易投资联系紧密地区，正体现了企业和银行国际化经营的并进局面。

（三）业务模式转变

1. 对公业务和跨境业务

由于我国银行在海外发展的初期网点不足，且主要服务走出去的中国企业以及和中国有密切往来的跨国企业，因此对公业务和跨境服务是它们提供的主要服务种类。业务内容主要包括国际结算、人民币投资以及风险管理等。

1.1 国际结算

环球银行金融电信协会(SWIFT)最新报告显示,2014 年 2 月人民币占全球支付货币的市场份额达到 1.42%,全球排名第八位,较 2012 年初提升 12 个位次,我国跨境人民币结算业务已驶入快车道。跨境支付和结算业务将为我国金融行业带来较高的非利息收入,成为其跨境金融服务的主要内容之一。跨境人民币结算以及离岸人民币清算,都将成为商业银行新的业务增长点。

以人民币清算渠道安排为例。由于人民币尚不是完全自由兑换货币,境内外人民币资金的清算需要做特别的安排。为开展人民币跨境贸易结算业务,中国商业银行应建立其广泛的跨境人民币清算网络,主要是通过清算行模式和代理行模式。其中清算行模式主要是针对有人民币业务清算行的香港和澳门地区及世界其他地区。如 2012 年中银香港、中国银行澳门分行、台北分行、马来西亚中行成为当地唯一的人民币清算行,在德国、法国、卢森堡、日本、韩国、印尼、菲律宾和南非等国家成为人民币清算主渠道;工商银行万象分行成为老挝央行指定的当地唯一人民币清算行,工行新加坡分行获得人民银行指定的新加坡人民币清算行资格。在这一模式下,人民币业务的“境外清算行”一方面被授予与自愿接受清算条件和安排的“境外参加行”签订人民币业务清算协议,为这些境外参加行开立

人民币账户，并按协议为其办理人民币拆借和清算业务；另一方面与中央银行的大额支付系统相连接，按照中国人民银行有关规定从境内银行间外汇市场、银行间同业拆借市场兑换和拆借资金，与境内人民币市场建立人民币流通、清算的渠道。代理行模式即通过与“境外参加行”签订《人民币代理结算清算协议》，代理境外参加行进行跨境贸易人民币结算支付。2012 年工商银行通过 383 个境外机构和 1771 个代理行成功推出人民币、欧元汇款“全额到账”，全球批量跨境汇款等清算产品；全面推广境内外币“T+0”转汇款和两岸人民币一日通清算产品。美元、欧元、日元三大清算中心持续平稳运行，纽约、法兰克福和东京清算中心清算量分别为 14785 亿美元、7957 亿欧元和 17445 亿日元。

与大型外资跨国银行和当地中小型银行相比，中资银行拥有不可比拟的境内清算网络优势，一旦获得境外人民币清算行的地位，不仅意味着大量资金沉淀和中间业务收入，还能够以清算产品带动贸易融资、出口信贷、金融机构融资、外汇衍生工具、客户理财乃至发行债券、股票承销等投资银行一系列产品链的发展，因此中资银行间对清算行地位之争异常激烈。

中银香港是香港离岸人民币唯一清算行。香港人民币清算的具体方式是：中国银行(香港)有限公司作为香港人民币业务清算行、人民银行深圳市中心支行作为香港与内地人民币业务清算行，两行签订清算合作协议（见图 6）。

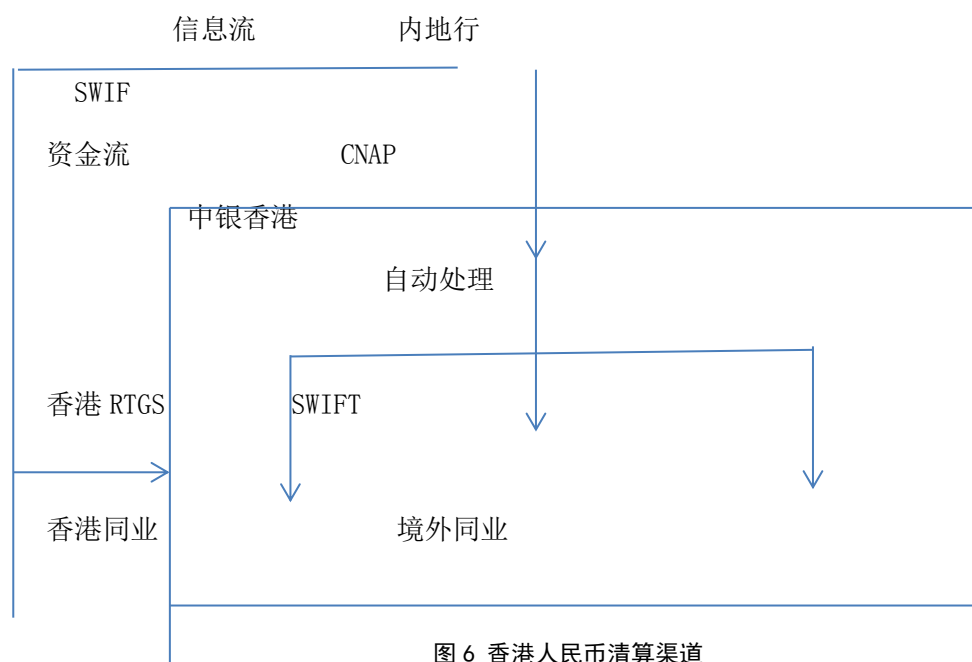


图 6 香港人民币清算渠道

资料来源：作者整理

当前香港银行业人民币清算渠道安排很大程度上给中银香港的人民币业务带来独特的渠道优势。但这一清算渠道的格局正在受到挑战。挑战首先来自于清算模式及额度。面对贸易结算额的不断增长和离岸金融产品的大量涌现，香港离岸市场对人民币资金的需求增长十分迅猛。2010 年 11 月出现了中银香港人民币汇兑额度提前用罄的情况。为了适应形势的发展，香港金融管理局不断完善人民币贸易结算政策应对，并于 2010 年 12 月紧急出台了《人民币跨境贸易结算最新优化措施》。其要点是加强真实性贸易审查、增加与央行的货币互换以扩大在港人民币资金池、对资金兑换的期限和参加行人民币净头寸额度作了限制。通过新措施，暂时稳定了香港人民币清算格局。

由于资格限制，其他香港银行同业的人民币存款只能存放于中银香港。随着跨境贸易结算额的飙升，这一官方安排受到冲击。一方面，人民币存款在单家银行的过度集中，带来对存款风险的担忧；另一方面，同业对中银香港的清算垄断地位表达了异议。包括中资银行和外资银行在内的香港同业对人民币清算渠道安排提出了改革的要求，提议包括：由香港金管局为存款担保、由香港金管局做人民币清算行，或增加人民币清算行数目等。

1.2 人民币投资

(1) 人民币跨境直接投资 (FDI/ODI)，即以人民币为载体的跨境投资，主要服务于跨国公司、境内“走出去”企业等。商业银行的跨境投资银行业务、海外并购、银团贷款等业务需求和复杂程度都会上升；例如商业银行还可以拓展海外人民币贷款业务，为东道国企业或中国“走出去”企业提供海外项目融资。但是由于海外人民币贷款业务的贷款期限较长，由此可能会带来较大的汇率风险。除此以外，还面临很多现实因素的制约，如境外人民币贷款的资金来源得不到有效保障，境外人民币的规模比较有限，活跃的人民币资金拆借市场尚未形成等。因此，在开展海外人民币贷款业务时，商业银行应持谨慎态度，可以只针对本身能够产生人民币收入来源的项目提供贷款融资服务。

(2) 人民币跨境金融投资 (双向)，主要指的是人民币要“出的去”，同时“回的来”。人民币跨境金融投资 (双向) 包括离岸融资、沪港通、QDII, R-QFII 等等。目前“点心债”、“熊猫债”等人民币债券产品越来越多，以各大银行机构“点心债券”承销的市场份额和客户结构为例，银行之间的竞争日趋激烈。根据彭博的

数据显示,2008 年只有中银香港等五家商业银行从事点心债券的承销业务。自 2010 年起,一些知名投资银行,如高盛、中信证券以及中国国际金融有限公司等纷纷加入承销行列,形成多元化发行主体,加剧了市场竞争。近日成立的亚投行、金砖银行、丝绸之路投资基金等国家/政府股权投资基金,国际投资者通过在岸账户参与原油期货等衍生产品交易等创新业务都为商业银行带来新的业务机遇。商业银行在跨境资金结算、证券托管、投资顾问、投资银行等业务方面具有很大增长空间。

1.3 风险管理业务

随着人民币国际化进程的逐步加深,我国的资本管制将逐步放松,而且人民币可以通过离岸业务和离岸市场进出,这就更加大金融市场和宏观经济的波动性,从而导致汇率的波动性。同时随着利率管制的进一步放开,市场化改革逐步完成。针对实体经济客户和商业银行自身的汇率、利率风险,开展代客和自营账户的衍生产品业务需求越来越多,商业银行要在这方面紧跟客户需求,积极开发各种风险对冲产品,如利率互换、货币互换、人民币期权等产品。

1.4 内地经营离岸银行业务的载体

目前内地经营离岸银行业务的载体有两个:离岸银行账户(OBA)和非居民账户(NRA)。OBA 是一个集吸收存款、提供融资和资产管理服务等业务为一体的离岸银行持牌经营单位,其监管原则基本比照境外银行以及中资银行的境外分支机构。NRA 则是为了方便境外企业经常项目下资金收付的结算账户,没有融资的功能,本质上属于在岸账户,只是要求银行进行资金用途的审查备案。

此外,境内注册外资银行是一个经营离岸业务的特殊载体。其特点是:1) 无需审批即可办理对非居民的离岸银行业务和 NRA 账户业务;2) 在银行内部采取内外混合的“资金池”,不区分资金来源于离岸还是在岸;3) 采取“限额制”管控对非居民负债的总规模,非居民存款占用短期外债指标。

目前一些具有贸易和跨境项目投资背景的中资企业对离岸金融服务具有强烈需求,最典型的有三类:保税区企业、“走出去”企业、航运企业。然而 OBA 和 NRA 普遍面临产品竞争力不足、客户流失海外的问题,主要的发展瓶颈有:1) OBA 没有经营人民币业务的准入许可,中、外资银行在人民币离岸业务上“待遇不同”;2) 内地经营离岸银行规模有限、产品和服务的竞争力不足;3) 在利率、

贷款标准等方面受到限制，相关的法律规范不完备。

2. 未来发展

目前，离岸市场上的公司客户对人民币金融产品的需要主要有如下几类：人民币账户管理、人民币融资需求、人民币外汇交易及风险管理、人民币投资产品。但是，国内各家商业银行跨境人民币业务产品的单一化、同质化现象严重，主要集中在结算清算、保函、贸易融资以及少量的跨境贷款等方面，衍生品研发基本处于起步阶段。而在国际金融市场上，客户普遍需要商业银行提供综合金融服务，服务方案化、工具复杂化特征十分明显。在此情况下，若不能迅速迎头赶上，国内商业银行既有可能丢失大批优质客户，甚至将人民币的离岸市场定价权拱手让于国际商业银行。

2.1 贸易金融领域的产品创新

在贸易金融领域，新的发展趋势下，中国商业银行应重点做好三个领域的产品创新：

一是大宗商品交易服务领域。商业银行应基于大宗商品交易流程，为境内外客户提供横跨多个市场、连接海内与海外、覆盖交易各环节的贸易金融服务。具体内容包括：开立信用证、押汇、付款保函等结算、融资和交易担保服务等传统贸易金融产品；通过现有贸易融资产品组合，并引入相关风险缓释工具所形成的结构化融资产品，如货押融资类产品、预付融资类产品、加工融资类产品等；运用场外市场衍生品交易，满足交易流程中商品保值业务需求的代客商品远期保值产品；衍生产品交易和做市、场内 / 外交易经纪与清算业务、投资管理服务、行业研究与顾问咨询等与大宗商品交易相关的投资银行产品。

二是离岸人民币市场产品。从跨境人民币结算和贸易融资起步，跟随人民币国际化步伐和多个离岸人民币市场的发展，开发海外人民币存贷款、资金清算、投资、现钞管理、银行卡、基金、保险等多样化产品，满足离岸市场各类客户人民币使用和持有需求；结合企业的“走出去”和全球供应链特征开发覆盖多个业务领域、不同业务平台、多个币种跨境综合服务方案。

三是与第三方支付平台合作的贸易金融产品。以供应链融资电子化系统建设为基础，根据不同领域与行业特点，强化与电商平台、大宗商品交易所等平台客户系统对接与数据共享，建设更加互动、开放、扁平化的在线服务渠道，并主动融入

第三方支付、物流仓储、质量检验、信用担保、商业保险等交易服务商的在线服务,构建多领域、立体化的商业金融生态,为平台交易参与主体提供融合资金监管、现金管理、支付结算、贸易融资、信用担保、财务管理等功能的全方面贸易金融服务。

2.2 外汇交易领域

外汇交易领域,目前全球外汇交易市场最大的交易商都是来自美欧的大银行,其依托美元、欧元和英镑等国际货币在市场上的交易地位,积累了丰富的交易经验和雄厚的交易实力,几乎垄断了绝大部分的外汇交易活动(见图7),从而带来了巨额的交易收入。这也是欧美大银行非利息收入占比较高的一个重要因素。

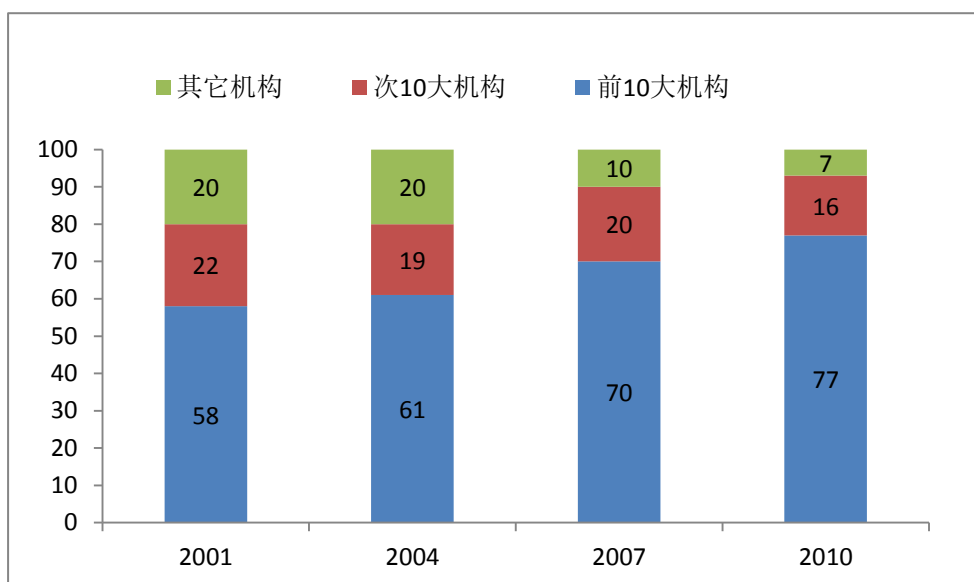


图7 外汇交易市场集中度

资料来源:国际清算银行(BIS)

目前,中国银行间外汇市场直接对人民币交易的外币共有7种,分别为美元、港元、欧元、日元、英镑、林吉特和卢布。据BIS统计,目前银行间人民币外汇交易额最大的境外市场是香港,其次是新加坡。根据国际清算银行(BIS)每三年一次的央行调查数据,人民币对其他货币的日均交易额2013年达到33,950百万美元,过去十年间的三年平均增速达869%。

由于中国是世界上最大的贸易国,估计本世纪20年代初期,中国将超越美国,成为世界第一大经济体。与此同时,中国正加快人民币国际化步伐。在此背

景下,结合近十年人民币对其他货币日均交易额的增长情况,人民币或将成为全世界所有货币中交易额增长最快的货币。假设在 2010-2020 年,人民币平均交易的增长速度与 2007-2010 年间相当。2010-2020 年期间 G10 国家货币交易额的增速类似于它们在 2007-2010 年间的平均增速。那么到 2020 年,人民币交易额有望超过中等规模的 G10 货币,成为重要的国际外汇交易货币。

在人民币国际化的进程中,中国的大型国际化银行理应且责无旁贷地扮演人民币跨境流动的主渠道角色。但目前中国的大银行在人民币外汇交易市场的份额仍然相当低。以人民币离岸交易活动最为活跃的伦敦为例,中资银行在人民币外汇交易中的份额不到 1%,而德意志银行、花旗、巴克莱等大银行则分别能在全球外汇交易市场占据 10% 以上的市场份额。因此,如何快速提高金融产品创新能力,提高在外汇交易市场的报价与交易能力,特别是提高对伦敦、香港和上海等主要国际金融中心的资源投入力度,以适应瞬息万变的国际金融市场形势,已是摆在中资银行面前的紧迫课题。

3. 商业业务模式变化的趋势

3.1 业务国际化程度的上升

随着人民币国际化的程度进一步加深,商业银行的国际化程度也将不断加深,这也与我国经济的高速发展有关。2010 年中国超过日本成为全球第二大经济体。据海关统计,2013 年,我国进出口总值 25.83 万亿人民币(折合 4.16 万亿美元),扣除汇率因素同比增长 7.6%,年进出口总值首次突破 4 万亿美元。随着中国企业进一步“走出去”,商业银行的业务也逐步国际化,从而更好的服务实体经济发展。“一带一路”战略作为内陆地区开放的重要通道,是国家开放的重大战略选择,也是习近平总书记和李克强总理非常关注的战略方向。此外中国国内自贸区也在加紧建设,除了上海自贸区正在不断加大改革开放步伐外,预计还会有其他自贸区也将应运而生。这些都要求商业银行国际化程度进一步加深,一国金融国际化程度越高、服务能力越强,越有利于一国经济的全球化。我国金融机构国际化要实现以服务本国“走出去”企业和华侨华人为主,向服务当地客户为主转变,真正成为当地主流银行,在当地经济金融扮演更加重要的角色。

3.2 跨境投资银行业务需求的上升

近年来,中国对外直接投资快速增长,2013 年达到 878 亿美元,首次成为

继美国、日本之后全球第三大对外投资国。随着中国经济的进一步发展，中国将成为净资本输出国。跨境业务需求已经从传统的：“结算、贸易融资、外币贷款”扩展到了投资银行、债券投资、股权投资、并购等投行领域，对于衍生产品等方面的交易业务需求也迅速增长，这些都是非常典型的国际投行业务。我国商业银行在客户、网络、技术等方面的具有一定优势参与到这些新型业务，但风险管理方面仍待提升。

3.3 中间业务国际化、复杂化。

资金结算、证券托管、证券承销等中间业务，商业银行目前大多在境内开展。未来随着企业“走出去”的增加，此类业务需求国际化，客户需要更加专业、高效和全面的资金/现金帐户管理服务，而且是跨境、跨币种的服务需求。对于银行的人员、网络、IT 等方面的要求更高。

三、人民币国际化进程中，商业银行的风险管控面临新形势

目前，国内商业银行的市场风险多集中在债券投资方面，外汇风险敞口也较小。与国内市场相比，复杂多变的国际市场金融自由化程度更高，市场竞争更激烈，蕴藏的风险也更大。归纳起来，在商业银行大力发展离岸人民币业务的背景下，面临的新的风险挑战主要有：

（一）利率市场化带来的利率风险

从推进人民币国际化进程的长远目标来看，利率市场化的改革势在必行。从理论和改革实践来看，利率市场化使商业银行获得更大的利率定价自主权，增加了商业银行资产负债管理的主动性，有助于商业银行金融创新，丰富了风险管理的工具；另一方面，利率市场化改革又具有一定的风险，商业银行作为调剂资金余缺的中介，受到利率波动的不确定性带来的影响尤其巨大。目前，我国商业银行对利率风险的控制和规避的手段仅仅是依靠加强资产负债管理，但是由于各商业银行资产负债结构中存、贷款占有绝对比重，即便商业银行能够准确预测利率走势，也很难根据风险衡量结构及时调整资产负债结构，及时有效规避利率风险。

针对利率风险，商业银行应加强对国际金融市场走势的分析，根据市场走势及时调整存贷结构，同时运用多种衍生工具进行利率敞口敏感性分析并进行期限

结构的匹配。

（二）汇率双向浮动带来的汇率风险

2011 年 11 月以来，人民币单边升值的行情有所逆转。随着人民币国际化进程的逐步加深，我国的资本管制将逐步放松，而且人民币可以通过离岸业务和离岸市场进出，这就更加大金融市场和宏观经济的波动性，从而导致汇率的波动性。人民币汇率双向浮动弹性增加有利于市场化汇率形成机制的建立，对推动人民币国际化进程具有积极意义。与此同时，我们也应看到汇率双向浮动不仅会使银行资产的市场价值产生波动，进而出现潜在的亏损，还会使其资产负债结构发生变化。当汇率向不利的方向变动时，银行的外汇敞口就会给银行带来潜在的损失。

对于汇率风险的管理，商业银行应加强对汇率的走势分析和资产负债结构匹配的管理，严格控制结售汇周转头寸限制，运用衍生工具进一步降低货币错配风险。

（三）流动性风险

由于境外筹资成本相对较低，在人民币接受程度较高的韩国、马来西亚、新加坡、越南等地，企业的人民币融资需求增长很快，但是因当地缺少人民币清算体系，无法形成大规模的存款沉淀，银行缺乏稳定的资金来源。即使是在人民币存款近 6000 亿元的香港，由于人民币尚不能实现自由兑换，如果境外子公司和分支机构出现人民币资金缺口，境内母公司或总部也无法及时调拨头寸至海外机构，海外机构只有依靠清算行融资和当地市场同业拆借弥补资金缺口。然而离岸人民币市场规模毕竟有限，特别是在人民币单边升值时期，跨境贸易额的不断增长和离岸金融产品的大量涌现，使得香港离岸市场对人民币的需求增长十分迅猛。2010 年 11 月就出现了中银香港人民币汇兑额度提前用罄的情况。香港金管局不得不紧急增加了与央行的货币互换以扩大在港人民币资金池，并对资金兑换的期限和参加行人民币净头寸额度做出了相应限制。由此可见，在境内外人民币流动性补充渠道没有完全打通的情况下，境外机构面临的人民币流动性风险仍然较大。

（四）操作风险

离岸人民币业务发展初期，商业银行缺乏熟练掌握市场规则和产品特性的专业人员，规章制度不健全、内控机制不完善、信息系统功能有限等因素都会引发操作风险。

首先由于人民币跨境结算业务还处于摸索阶段,政策难免会有漏洞,监管也难免会有漏洞,且存在规定不统一的现象,这无形中加大了银行的操作风险;其次出于简化业务流程的初衷,进出口核销和出口待核查账户被简化后,我国商业银行将背负更大的责任,要对贸易真实性负责;最后,人民币跨境结算是一个全新的业务,多数银行员工对相关规定及业务流程不尽熟悉,也缺乏实际经验,这些都给商业银行带来了挑战。

四、案例研究：汇丰银行与中国银行的观察

(一) 汇丰银行

网络广布全球又熟悉中国的汇丰集团,正在全球范围内布局与中国市场相关的业务,积极服务更多“走出去”的中国企业和到中国投资的外国企业。汇丰是中国最大的外资银行,同时在全球近 20 个国家和地区设有“中国企业海外服务部”,致力于在海外协助中国企业,拓展当地市场。

汇丰银行是 2009 年首家开办跨境贸易人民币结算的大型国际银行,并于 2010 年 4 月推出结构化可交易的外汇抵押美元贷款。此后还推出了大量结构化存款投资产品,并且是最先向企业客户大量出售非贸易类人民币的银行之一。2012 年底,汇丰中国获批参与开展中国首个外资企业外汇资金跨境归集业务试点;2013 年 1 月,汇丰中国作为首批试点银行为一家韩资企业开展货物贸易外汇净额结算;2013 年 4 月,汇丰中国获批成为首批做市商开始人民币对澳元直接交易;同月,香港、上海汇丰银行与交通银行签订跨境人民币业务合作备忘录,巩固和深化跨境人民币业务合作关系;10 月,汇丰中国获批筹建上海自贸区网点,2014 年初开业的自贸区支行将侧重向企业客户提供国际化银行服务;2013 年 11 月,汇丰中国成为首家获准开展期货保证金存管业务的外资银行。

目前汇丰银行向其企业客户提供的人民币业务产品与在岸市场人民币产品比较,其特点主要可归结为:(1) 外汇交易及风险管理类产品种类丰富;(2) 大量开发结构化存款投资产品。汇丰银行在外汇交易、资产管理类产品上拥有较高专业技术水平和产品开发创新能力。

(二) 中国银行

以中国银行为代表的中国商业银行是中国银行业跨境发展的先锋。

中国银行积极把握人民币国际化和中国企业“走出去”的市场机遇，加快推进海内外一体化发展，全球服务和保障能力不断增强，市场竞争力持续提高。

中国银行“走出去”多年，已经具备了一定的国际化水平。一直以来，中国银行稳步推进海外机构布局，全球服务网络进一步延伸。2013 年中行海外资产总额（包括港澳台地区）为 4128.21 亿美元，占集团总资产比例为 22.38%，税前利润折合 28.23 亿美元，占比 20.31%。截止 2014 年 9 月，中国银行海外机构已覆盖香港澳门台湾以及 37 个国家，拥有海外机构 619 家，与全球 179 个国家和地区的 1600 余家机构建立了代理行关系；拥有商业银行、投资银行、基金、保险和金融租赁等综合性业务平台，并拥有众多的国际金融人才。

在中国银行支持的 1332 个“走出去”项目中，出口信贷、并购贷款和经营性贷款项目分别为 58 个、143 个和 1131 个，融资金额分别为 81 亿美元、425 亿美元和 645 亿美元，贷款余额分别为 31 亿美元、246 亿美元和 396 亿美元。

表 2 中国银行海外业务规模 (2013 年)

海外资产总额	在集团占比	海外税前利润	在集团占比
5925.65 亿美元	25.85%	57.08 亿美元	16.60%

资料来源：中国银行年报

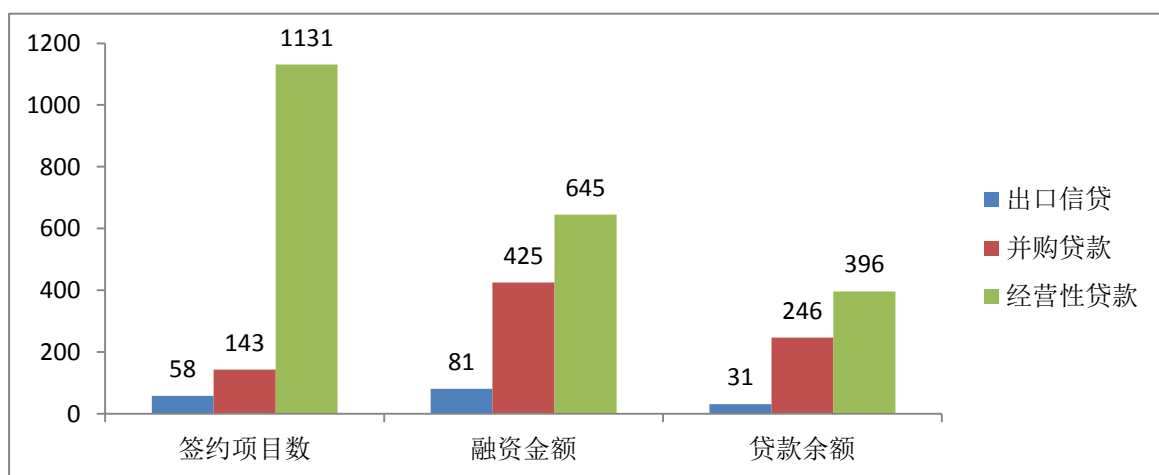


图 8 中国银行海外业务 (截止 2014 年 9 月底)

资料来源：中国银行 2014 年第三季度季报

中银香港是香港最主要的商业银行集团之一，也是香港最早提供人民币相关服务的银行，在香港拥有广泛的分销网络、客户基础和业务联系。中银香港不断完善和提升人民币业务竞争力，巩固在人民币固在香港地区人民币存款及人民币保险业务的市场地位。加强与海外金融机构及中央银行在人民币业务上的合作关系。重点协助集团海外机构提高人民币清算能力，强化集团在离岸人民币清算业务中的领先地位。把握中国（上海）自由贸易试验区开放的契机，为客户搭建跨境资金池及做跨境人民币贷款。搭建集团内信息交流和业务互荐的双向沟通渠道，与集团内粤港澳机构建立常设合作机制，为三地客户提供全面金融服务。

该行开办了香港首笔人民币贸易结算和融资业务和人民币流动资金贷款（包括人民币跨境双币银团贷款），香港首笔对内地的人民币直接投资和内地对香港的人民币直接投资，香港首笔非货物贸易人民币结算业务和内地人民币股息汇入香港等业务。其具体产品如表 3 所示。

表 3 中银香港离岸人民币产品

离岸人民币产品	优势或特点
人民币储蓄及支票账户	拥有超过 270 家分支机构，便捷性高
人民币存款	提供支票、储蓄账户及“跃息存款”“约价存款”等存款品种
人民币贸易结算及融资	包括开立信用证、出口信用证项下买单、打包存款、进口发票融资、出口发票贴现、福费 及保理等；港元或美元贸易融资直接转换为等额人民币额度等
人民币贷款	各类商业贷款
人民币兑换	贸易项下及非贸易项下兑换服务
人民币汇款	可为客户实时联通内地人民币清算系统，并建立全球五大洲人民币汇款代理网络
人民币理财产品	人民币远期交易（CNY DF）
无本金交割远期交易（NDF）	
人民币债券	是为香港企业发行首笔企业人民币债券的银行，具有领导市场的优势

资料来源：中银香港

在中银香港提供的各类离岸人民币产品中，企业跨境人民币结算解决方案在

香港同业中是最具有竞争力的。其主要优势体现在渠道、客户、与母公司的紧密联动关系等方面。如依托母行的全球经营网络，在人民币资金的调拨方面相对外资银行具有明显优势等。另外，人民币债券承销等新兴的经纪业务也占据了相对先发优势。但理财产品、外汇风险管理产品等方面并不具备明显优势。

（三）外资银行与中资银行对比分析

仍以汇丰为例，汇丰凭借其在全球拥有的广泛网络和企业客户群，一直扮演着人民币跨境结算的传播者和推动者的角色。在参与试点的 20 个城市中，汇丰中国在其中 18 个城市设有分行。汇丰对这 18 个城市的企业客户进行了调查，近四成尚未采用人民币结算的内地企业反映，他们的境外贸易方仍面临没有人民币支付或贸易方银行无法提供人民币结算支持等问题。而汇丰集团在海外，通过分布于 87 个国家和地区的服务网络，已在全球 44 个国家和地区建立了人民币结算的服务机构，这些区域大约覆盖了中国对外贸易量的四分之三。

中资行中，四大国有商业银行目前都已在香港拥有子公司或分支机构，并且都将人民币业务视为各自开拓海外业务的重要契机。前期，中国银行因长期开展国际化经营而占据有先发优势，但随着竞争的深入，工行、建行等同业的客户资源优势将加剧中资大行间的竞争。

2007 至 2010 年，在“点心债券”的承销业务上中银香港优势明显，市场份额一直稳居第一。但 2011 年以来，汇丰银行在独自承销或联合承销业务中远远领先市场。其他如渣打、RBS、JP 摩根及德意志银行（DB）的市场份额也在扩大之中。根据 Bloomberg 数据，2008 年，只有中银香港等五家商业银行从事“点心债券”的承销业务。但自 2010 年起，一些知名投资银行如 Goldman Sachs, CITIC Securities Co, 以及 China International Capital Corp 等纷纷加入承销行列，发行主体已形成多元化格局，加剧了市场的竞争。这种竞争很大程度上来自于客户的差异。汇丰银行的客户主要为：自己本系统的客户（如汇丰中国、交通银行等）、大型跨国公司、国际性银行等金融机构，以及一些在香港注册并上市的中国公司。中银香港的客户主要为：本系统及政府客户（如中国银行、国家财政部）、国内大型央企或国企及良好合作关系的港企。从中不难看出，当前香港人民币债券市场中，外国银行在争取国际客户上有一定优势，而中资银行则在争取国内企业方面有优势。从长远看，由于金融机构的竞争优势主要还是来自其综合实力，

因此，在香港这样一个市场化、自由化程度很高的国际离岸金融中心，随着政策性资源的平均化，中银香港的先发优势会有所下降，而国际大行和其他中资银行凭借客户资源和网络优势，其竞争地位将会逐步上升。这将成为竞争的一个主要趋势。

五、应对措施

如上所述，人民币国际化将为我国银行加快国际化发展进程提供难得的战略机遇，同时商业银行的风险管控也面临新的挑战。人民币国际化目前只是处于起步阶段，其推进的速度和程度受多种因素的影响，不可能一蹴而就。因此，我国银行既要把与人民币国际化相关的业务作为未来相当长一段时间里的战略性业务，把握机遇，不容有失；又要合理投入，稳步推进，采取合理有效的措施把握人民币国际化带来的战略机遇。当前阶段，商业银行为应对人民币国际化带来的机遇和挑战，应着重做好以下几方面工作。

（一）培养国际化的人才

商业银行国际化发展离不开国际化、复合型金融人才的支持，商业银行应不断创新人才培养机制，通过引进、培训、国际交流等多种途径培养国际化金融人才，培养一批具有国内、国际专业认证资格的中高级专业的复合型人才，使相关人员既精通国内外国际结算、投资银行以及金融衍生品等新兴业务，又通晓海外法律、税务、监管以及文化。同时，应加强外派人员的管理，制定适当的政策和制度，使外派人员在境外需要的时候既能出得去、留得住，在境内需要的时候又能回得来，保证外派人员的稳定性，促进业务的可持续发展。

（二）运用先进的技术和管理流程

发达国家的跨国银行在海外发展的进程中非常注重利用技术和管理流程来创造竞争优势，或者以此将本国的经营优势国际化。在海外发展的进程中，既应该保持某些关键系统和流程的全球一致性，也应该允许某些特殊流程的区域灵活性，从而取得最大的效益。要充分考虑自身竞争优势和产品特点，并根据技术要求、成本因素和市场分布，选择全球运营中心、区域运营中心或本地运营中心等不同策略。

一是构建更广泛的人民币清算网络。尽管目前通过中银（香港）的清算模式占据了人民币清算主要的份额，但是一旦未来清算模式发生改变，机会将留给做好准备的商业银行。因此，境内商业银行仍应通过境内外联动营销，继续争揽全球主要国家和地区的银行在本机构开立人民币同业往来账户，扩大跨境人民币代理清算业务范围。特别是已与我国签订货币互换协议的非流动货币国家，在与国内客户交易时，若直接采用双方本币交易将有效减少两次汇兑造成的损失。二是完善人民币清算系统与外汇清算系统的流程再造。未来随着人民币国际化的深入，人民银行跨行大额支付系统势必将采用国际通用的清算标准，与环球银行金融电信协会（SWIFT）报文格式保持一致，以方便境外参加行一点式接入全球的人民币清算网络，满足 24 小时清算要求。商业银行则必须在统一的跨境人民币清算规则基础上，对内部人民币实时清算系统、内部外汇清算系统等独立的清算系统进行整合衔接，并与外部各类系统进行无缝衔接。在完成系统的改造整合后，配合出台相应的操作规程，着力于跨境人民币清算业务的流程再造，简化冗长的业务操作流程和环节，提高跨境人民币清算业务的处理效率。三是提供人民币账户透支的流动性支持及隔夜投资产品。从发展趋势来看，未来的清算系统一定是实时全额结算系统，对商业银行日间头寸管理有着较高的要求。因此，作为一个高效的清算平台，境内商业银行不仅要确保人民币跨行支付清算的安全与效率，还要兼顾系统内境外参与行与客户账户的流动性管理，通过为其提供资金拆借和账户日间、日终透支服务等流动性支持，减少境外参加行自身人民币资金头寸的占用，降低其资金成本，最大程度地发挥人民币清算账户效用，提高服务能力。

（三）加强风险管理能力

把握风险和收益的平衡是发展离岸人民币业务的关键之一。正确处理长期利益与短期利益的关系，做到发展速度与风险管理的协调统一。在风险控制方面，实施全面风险管理，严格执行信用审查制度，关注客户及交易对手的经营情况变化，与境内共享相关市场及客户信息；密切监控头寸水平，定期进行压力测试，设定应急预案和备用资金来源，避免过度依赖市场融资；优化操作规程，建立健全规章制度，加强员工培训考核，强化系统控制功能。

（四）加大人民币国际化银行产品的创新力度

一是加大跨境人民币结算及派生产品的创新,一方面是面向企业客户的结算、贸易融资、存贷款等业务,另一方面是向金融机构客户的账户管理、清算、投资等产品。二是加大人民币投资产品创新力度,根据国家金融政策的变化,及时发展资本项下的新型业务,如为境外参加行提供人民币同业拆借,向境外企业提供人民币账户融资、跨境人民币购售等业务;再如发行与国内资本市场标的(股票、股票指数等)直接挂钩的理财产品,在岸发行以吸引外资购买中国的金融产品。三是为企业客户提供全过程、综合化的服务方案。如商业银行在支持企业收购国外公司时,可有针对性地提供综合性、全方位的金融服务方案,在企业收购前期,银行参与企业谈判,为企业介绍当地法律、资金管制情况,设计融资方案和合同条款,发挥咨询、参谋的作用;随后为企业提供资金支持,履行融资的职能;在经营过程中可利用自身优势,

帮助企业规避利率、汇率、资金管制等多种风险,并办理汇兑、跨境结算、存款等相关业务。

(五) 积极推动海外布局, 发展跨国并购

不断推进并优化银行的海外布局。一是国内商业银行在境外布局上应重点拓展伦敦、法兰克福、新加坡、东京、中国香港和纽约等国际金融中心以及中东、南美等区域性金融中心,逐步构建跨时区、覆盖全球的海外机构布局。二是在经营策略上一方面可以采取设置代表处、分行、子行的传统方式,同时可考虑采取并购、战略合作等方式,快速进入目标国家或地区,不过要进行充分调查,防止其中蕴含的业务风险和法律风险。

国内银行拓展海外业务的路径主要有两条:一是自设网点,二是兼并购或收购海外的银行。中国银行业海外扩张的主要模式是自设网点,而从银行业的实践来看,兼并与收购是我国商业银行迅速进入国际市场的一条有效途径。发展跨国并购有助于银行利用海外并购对象或合作伙伴的渠道,为现有客户提供更为完善的服务。并购方式是进入新市场的快捷途径,它能较为迅速地获取市场份额、客户资源、销售渠道,并能快速完整地获取技术、品牌和国际团队。这样不仅可以缩短市场进入时间,避免繁冗的审批程序,还可以获得现有的客户群并迅速在当地市场获得地位。鉴于当前国内的银行以并购方式的海外扩张数量尚少,所以我国商业银行应积极开展海外扩张和国际并购,大力实施“走出去”战略。



由于海外机构所处环境不同，在发展模式上不能简单照搬他人经验。一些机构成立时间较短，当地居民的人民币接受程度有限，出于站稳市场和做大规模的考虑，适宜从投资银行、贸易融资等批发业务入手。另一些海外收购或成立时间较长的子公司和分支机构，已经具备较为广泛的分销渠道和客户基础，且当地居民对人民币接受程度较高，以零售业务作为重点也不失为一种明智的战略选择

系列四十九：离岸人民币金融产品不健全¹

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所(IMI)的重点研究领域。自2012年研究所首次发布《人民币国际化报告2012》并首创人民币国际化指数(RII)以来,已经连续三年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长,报告因其独立性、客观性和决策参考性,得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布,在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告2014》主题为人民币离岸市场建设与发展,报告通过深入研究离岸市场促进货币国际化的内在逻辑,重点分析了离岸市场建设与发展对现阶段人民币国际化的意义和影响。结合当前人民币离岸市场发展形势,讨论了资本账户尚未完全开放下推进人民币国际化的现实路径,以及人民币离岸市场的合理布局。《IMI研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告2014》节选系列文章,以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告2014》第六章。

自2008年金融危机以来,在海外降息和国内货币政策总体中性至趋紧的环境下,人民币汇率维持稳中有升的局面令人民币债券受到普遍欢迎。目前20%的离岸人民币债券由第三方(非内地或香港企业)发行。买家亦来自五湖四海,澳洲、尼日利亚和日本央行准备将人民币债券纳入外汇储备,德国机构大额购买离岸人民币债券,投资人民币债券已无国界。台湾发行首笔“宝岛债”,中国建设银行在伦敦发行的10亿元离岸人民币债券被一抢而空;种种迹象证明人民币债券正逐步国际化。2012年9月发布的《金融业发展和改革“十二五”规划》明确表示“支持香港发展成为离岸人民币业务中心和国际资产管理中心,巩固和提升香港国际金融中心地位”。可以预见,未来香港将拥有更为广阔的离岸人民币市场和更多的金融交易便利,进一步推进人民币国际化进程。依托香港的核心清算体系,全球将开拓横跨东西的人民币离岸次中心,台湾-新加坡-伦敦-美国,离岸人民币债将迎来另一次爆发性增长,数年内有望超越亚洲美元债,成为区内企业重要的融资渠道。

¹整理人：中国人民大学国际货币研究所副研究员赵雪情、中国人民大学国际货币研究所科研专员安然



表 1 点心债券 (DSB) 与合成型债券比较

	点心债券 (DSB)	合成型债券
投资者主体:	需在港设立人民币账户, 对投资者有更严格的要求。	无需持有人民币基金, 对投资者无特殊限制。
发行主体:	国内政策性银行和商业银行 ² 。	目前多为国内房地产企业或境外上市的国内企业。
交易量:	10 至 15 亿元人民币。	35 亿元人民币。
平均期限:	2 至 3 年。	3 至 5 年。
评级:	有评级。	无评级。
流动性 ³ :	小于 2 亿元人民币。	5 至 10 亿元人民币。
发行主体是否可使用人民币资金回流:	是, 但须一事一议审批。	是。因获得币种为美元, 利用现行结售汇制度汇入境内即可。
汇率影响:	因支付结算都以人民币定价交割, 无汇率影响。	定价日 (或者招债说明书) 汇率为准而非交割日汇率, 若人民币持续升值, 投资者获得所有汇率升值收益。

此外, 香港证监会还认可了四只人民币计价债券基金及人民币计价、交易的黄金交易所买卖基金(ETF)。2011 年 12 月, 我国实施了投资香港股市的合格境内机构投资者计划(RQFII), 并开启香港上市公司在内地股市的筹措资金安排, 对于股票市场的外汇管制在逐步地、有序地放宽。RQFII 规定合格的内地基金管理公司、证券公司的香港附属公司在香港筹集的人民币资金可以用于内地证券市场的投资, 因此, 透过该计划, 香港投资者可以以人民币涉足内地的证券市场。香港证监会自计划推出以来认可了 19 只 RQFII 基金, 涉及金额达 190 亿元。

在香港人民币市场 (CNH) 货币市场方面, 最初 CNH 货币市场交易量相对较少, 与 CNH 即期和远期市场流动性的稳步改善形成了鲜明对比。实际上, 货币市场交易活动在境外机构获准投资银行间外汇市场的消息宣布之初, 经历了短暂的兴奋之后, 随即陷入沉寂。CNH 市场分为两个明显的层次, 能够深入参与跨境贸易结算或拥有健康的 CNH 账户的银行数量非常有限。此外, CNH 流动性普遍缺乏。预计未来随着 CNH 计价资产更加丰富, 货币市场流动性将会获得明显改善。在交易层面, 做多 CNH 的机构能够将资金存放在清算行存款 (需要满足机构内部限制条件), 目前银行间货币市场买入价是以清算行报价为基础建立。需要注意的是, 这并不是期限非常短的 CNH 利率的绝对下限, 原因是人民

² 不包含台湾、香港和澳门的商业银行和政策性银行, 且满足核心资本充足率至少 4%, 持续三年盈利。

³ 日均市场换手率。

币贸易结算参加行储存 CNH 的能力有限。CNH 卖出方短期报价仍然较低，并随着期限变长逐步升高。总的看起来，离岸 CNH 利率曲线至少比在岸 SHIBOR 低 50 个基点。

当前市场关注重心集中在“新”货币——非贸易相关人民币上。但需要注意的是，目前存在着两个 CNH 市场。渣打银行（香港）有限公司（简称渣打香港）既提供贸易结算美元/CNH 报价，也提供非贸易相关美元/CNH 报价。鉴于香港贸易结算行能够自动进入清算行，贸易相关 CNH 可与在岸人民币（CNO）相替换。但非贸易相关 CNH 则不是这样。因此，银行境外分支机构，例如纽约渣打银行能够从渣打香港代客购入 CNH，但其是否与贸易相关，将决定渣打香港轧平头寸的方式。相应地，这将决定客户在卖出美元，买入 CNH 时对价格的满意程度（目前对非贸易结算相关价格的满意程度要低一些）。流动性不多的时候，外汇交易柜台可能仅仅按照订单为客户进行非贸易相关交易。

表 2 离岸人民币（CNH）计价产品概览

CNH 产品	是否上市	备注
即期	是	
远期	是	目前有人民币远期，无本金交割远期和 CNH 远期曲线。
远期利率协议、货币利率交叉互换	是	
货币市场	是	目前拥有 CNH 的机构数量仍然较少，银行间交易量因而相对稀薄。
存款证、结构性票据	是	
外汇期权	是	当前 CNH 即期汇率缺乏透明度和定价机制，制约着这一类产品的发展。
结构性产品	部分	
债券	是	香港 CNH 债券市场处于持续的建设中。
公募基金	是	首只境外人民币基金于 2010 年 8 月在港推出。

资料来源：渣打银行全球研究部和作者整理。

目前 CNH 远期市场上有最长至两年的 CNH/港元和美元/CNH 报价，但流动性仍然少于境内远期市场和离岸人民币 NDF 市场。现已形成三条迥异的远期曲线。300 万-500 万美元左右的 1 年期美元/CNH 价格普遍被市场认可，流动性较好，但贸易结算行对 CNH 远期市场的总体敞口一般会受到（内部的）限制，在某些境况下可能制约市场进入规模。

离岸人民币债券市场目前有以下几点问题：



第一，市场流动性较差，但市场波动幅度却较大。一方面，目前的香港点心债券（DSB）市场只能容纳香港离岸人民币存量的极小部分（截止 2012 年，约为 17.7%），与此同时市场上缺乏其他有效的人民币投资渠道，故 DSB 的市场供给远不能满足投资者的投资需求，已持有 DSB 的投资者并不愿意在二级市场上交易（当前香港离岸人民币最主要的投资渠道是人民币存款和投资 DSB，二者相比，投资者更倾向于收益率高的 DSB）。事实上，目前 DSB 流动性远低于欧元债券和美元债券，甚至远低于其它亚洲债券。另一方面，DSB 的热销源于投资者对人民币持续升值的预期。一旦人民币升值趋势难以为继，或人民币汇率开始双向波动，投资者将选择大量抛售债券，从而引起市场较大幅度的波动。

第二，市场缺乏有效的信用评级机制和相应的信用评级机构，不利于保护投资者利益和市场的规范运行。

第三，人民币回流机制尚不完善，造成市场上以合成债券为代表的“新型”DSB 形式可能成为热钱流向内地的工具，影响内地宏观经济稳定和经济调控政策的有效实施。

第四，长期融资工具的匮乏意味着标的物为长期投资项目的融资不得不过度依赖银行贷款，而并不能在债市进行，长久以来，这一障碍造成了项目周期长期性与银行贷款短期性之间的错配。要解决这一错配适应未来城镇化需求，离岸债券市场的发展亟待加快。给定未来十年总计约 20-30 万亿人民币的城镇化基建投资需求以及金融十二五规划将直接融资比重提升至 15% 的目标，预期市政债及企业债规模可能在未来五年扩大一倍。当然，发展离岸债券市场的过程中也存在巨大的挑战，如何将相互割裂的几个在岸和离岸债券市场一体化并对发行统一监管以及建立健全的市场制度框架对提高市场效率至关重要。此外，允许国际金融机构更多参与将有助于提高市场的深度和广度。债券市场的发展反过来也将刺激银行业更多关注中小企业及消费者的融资需求。

系列五十：我国离岸金融机构发展¹

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所(IMI)的重点研究领域。自2012年研究所首次发布《人民币国际化报告2012》并首创人民币国际化指数(RII)以来,已经连续三年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长,报告因其独立性、客观性和决策参考性,得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布,在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告2014》主题为人民币离岸市场建设与发展,报告通过深入研究离岸市场促进货币国际化的内在逻辑,重点分析了离岸市场建设与发展对现阶段人民币国际化的意义和影响。结合当前人民币离岸市场发展形势,讨论了资本账户尚未完全开放下推进人民币国际化的现实路径,以及人民币离岸市场的合理布局。《IMI研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告2014》节选系列文章,以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告2014》第六章。

离岸银行又称离岸单位,是设在离岸金融中心的银行或其它金融组织。其业务只限于与其它境外银行单位或外国机构往来,而不允许在国内市场经营业务。离岸银行的出现导致离岸金融市场的形成。在传统的国际金融市场上,资金的交易主要是在居民与非居民之间进行。金融市场的作用主要是通过银行等金融机构对外国机构贷款,或为外国借款人承销有价证券和在二级市场上由国内投资者购买非居民的有价证券。而离岸金融市场是为非居民投资者和借款人提供中介服务,一般是接受非居民的外币存款,并为非居民提供外币贷款。由于此类交易不涉及居民和本国的经济活动,所以被称为中转型或离岸交易。

我国离岸银行业务的发展经历了个曲折过程1989年6月中国人民银行和国家外汇管理局批准招商银行率先在深圳试办离岸银行业务。后来,又陆续批准了深圳发展银行、广东发展银行及其深圳的分行以及工行、农行的深圳分行试办离岸银行业务。受1997年亚洲金融危机的影响,中国人民银行在1999年初叫停了五家试点银行的离岸银行业务,中资商业银行离岸银行业务进入清理整顿阶段。2002年6月,中国人民银行批准招商银行和深圳发展银行全面恢复离岸银行业

¹整理人:中国人民大学国际货币研究所副研究员赵雪情、中国人民大学国际货币研究所科研专员安然



务，同时批准了交通银行和浦东发展银行开办离岸银行业务。目前，上述各家银行离岸银行业务发展平稳。据不完全统计，截至 2006 年 6 月末，上述各家银行离岸银行业务资产总额超过了 20 亿美元。离岸存款总额为 20 亿美元，国际结算总量接近 200 亿美元，实现利润 2000 多万美元。

一般而言，中资离岸银行的业务可以分为以下几种：外汇存款、外汇贷款、同业外汇拆借、国际结算、发行大额可转让存款证、外汇担保、咨询业务、国家外汇管理局批准的其它业务。目前可以开设的离岸账户可以分为以下几种：港币储蓄帐号、外币储蓄帐号、港币往来帐号（支票帐号）、美元支票帐号、港币理财帐号、外币理财帐号、互联网帐号和进出口信用证。2003 年 11 月中国人民银行为在香港办理个人人民币业务的有关银行提供清算安排，2004 年 2 月，香港各银行开始办理个人人民币业务，当年年底，香港人民币活期、定期存款总额为 121.27 亿元。2005 年，由香港汇入内地地区银行的人民币金额上限调整至 8000 元，香港居民可在每天每账户 8000 元限额内签发用于广东省内消费的支票等一系列规定的调整，以及人民币贸易结算活动的增多，香港人民币存款数额有了大幅提升。到 2012 年 11 月底，香港经金管局认可的经营人民币业务的机构达到 138 家，在这些机构开设的人民币活期及储蓄存款户口有近 300 万个，人民币定期存款户口为 75 万个。贷款业务相较于人民币存款业务，人民币贷款业务在香港开办的时间较晚，于 2011 年正式展开，而人民币贷款余额仍然呈现出强劲的增长势头，由 2010 年底的 20 亿元升至 2011 年底的 308 亿元。此外，截至 2012 年 11 月底，共有 2.6 万亿元人民币经过香港认可经营人民币业务的机构被兑换成港元及其他货币，同时，共有等值于 2.6 万亿元人民币的港币及其他货币被兑换为人民币。汇款方面，香港汇至内地的人民币交易有 28434 宗，金额为 1603.5 亿元。

我国离岸银行业务的发展特点包含以下几个方面：

第一，各项业务增长较快，但业务总体规模仍然较小。2002 年离岸银行业务全面恢复以来，我国中资商业银行各项离岸业务平稳增长，据不完全统计，各中资银行的离岸银行业务资产总量、存款余额和国际结算业务量 2004 年分别为 16 亿美元、12 亿美元和 60 亿美元，到 2005 年分别增长为 17 亿美元、15.5 亿美

元和 150 美元，增长速度较快，尤其是国际结算业务量增长迅猛，与此形成鲜明对比的是，我国离岸银行业务总体规模很小。截至 2006 年 6 月末，我国四家中资银行离岸银行业务资产总额为 20 多亿美元，即使加上外资银行在华离岸银行业务资产总额。全部离岸银行业务资产和负债总额不会超过 200 亿美元，离岸银行业务规模远比伦敦、香港和新加坡等国际离岸金融中心要小得多，尚未发育形成一个完善、成熟的离岸金融市场。

第二，业务品种较少，经营范围狭窄。总体上讲，我国中资离岸银行业务还是停留在传统的存款、贷款和国际结算上，仍然是以发展国际结算和低风险的贸易融资为主。其主要服务对象也仅限于境外中资机构和港澳台地区的境外企业等狭窄范围内，欧美、日本等经济发达地区的客户很少。

第三，资金来源单一，资产负债结构不够合理。受服务对象和产品的限制，我国中资商业银行离岸业务中负债业务规模明显偏小、资金来源单一、吸收资金严重不足，严重制约了资产业务的发展；同时资产负债结构不合理，负债结构中短期负债占比大，但资产结构中长期资产偏大。导致短存长贷等问题突出，容易引发流动性风险。

第四，利润增长速度较快，但盈利水平不高，外部竞争力较弱。据不完全统计，我国中资商业银行离岸业务 2004 年 6 月末、2005 年 6 月末和 2006 年 6 月末实现利润数额分别为 500 万元、1100 万元和 2200 万元美元，同比增长超过 100%，利润总额增长速度较快。但由于目前我国中资银行离岸业务的负债业务总量偏小，资产业务规模和范围受到相应限制，同时由于负债总量和期限结构等原因，各行不得不持有大量头寸以保证流动性，从而降低了资金回报率，导致利润率较低，2006 年 6 月末我国各中资离岸银行资产利润率只有 1%。

更为重要的是，如果考虑未来在主权国家建成人民币的离岸中心，那么目前人民币所面临的考验是多方面的：

首先，以伦敦为例，其实在实体经济层面，并没有多少机构人士支持建立人民币离岸中心的，或者说是该问题仅局限于少数政策层面人士的认知。其原因在于伦敦作为全世界最大的外汇交易中心，人民币的存量仍然太小，能够给伦敦带来的切实利益极其有限。目前伦敦建立离岸人民币欧洲中心的计划主要是由英国内阁与财政部推动，是否能够尽快落实到具体操作，困难重重。目前英国主流媒



体和政界人士不断放风意图寻求建立人民币离岸中心，主要原因在于如果未来人民币国际化进程（或者说资本账目下的可自由兑换最终实现）有实质性的突破，则英国会第一个收益。

其次，就目前而言，在伦敦的离岸国有商业银行的困境主要体现在“对等监管”层面。金融危机之后，因为英国金融监管当局进一步的审慎性行政管制，并不认可中国银监会对于中资商业银行的监管，要求海外的离岸中资商业银行（不局限于中资，部分美资银行也有类似的问题）必须是在岸（中国大陆）该商业银行总行所全资拥有的独立法人实体，也就是逼迫离岸中资商业银行子公司与母公司拆账，不能以分行的形式提供商业银行服务。具体来说，最理想的状况是英国金融监管机构与中国银监会共同认可对方的监管体系和标准，则中资银行可以自由的在伦敦设立分行，而非全资子公司形式的子行。设立分行的好处在于，分行与中国境内总行不拆账，只要满足总行资本充足率要求即可，因此，分行能经营的业务不论在数量上或是在规模上是一个全资子公司形式的子行所不能比拟的。然而，目前的情况是，在金融危机发生之后，尤其是当雷曼破产倒闭之后，英国监管当局发现一旦危机发生，当局并不能控制银行资本金从伦敦大量撤回纽约总部，其后果是严重损害英国普通存款人的利益。因此，在危机之后，英国金融监管当局更加审慎，并重新制定准则，要求外资商业银行（不局限中国）在英国运营的前提条件是必须建立全资子公司，从而完全接受英国当局监管。如此一来，英国普通存款人的利益得以最大程度的保障，然而其坏处是严重限制了跨国大银行在英国经营的资本金规模，使得目前中资银行在业务数量和规模上严重受制。2013 年下半年，英国财政大臣已经放风要将中资银行在该项目上的限制放开，有条件的准许中资银行设立分行，目的就是为伦敦切实成为离岸人民币的海外中心铺平道路。但是目前这只停留在口头，并无具体政策出台。

最后，国有商业银行自身的问题也是建立成熟、高效的离岸人民币市场的巨大障碍。主要体现在以下两个方面：第一，国有中资企业（包括国有商业银行）目前采用的人事制度是准公务员制度，薪酬体系严格遵循行政级别和技术职称，这样的特性在中国的制度背景下是可以维持经营的，但却是极其不适应发达国家金融城的游戏规则。以某国有商业银行伦敦子行为例，目前能够招到的人员为

金融城内受教育程度较低、金融学素质欠缺的中国籍员工，当地顶尖高校的金融专业毕业生不会递交申请，这其中一大重要原因就是国有银行的人事政策，薪酬体系的滞后，造成激励不足，完全不能与当地其他外资离岸商业银行竞争。第二，中资商业银行创造利润的来源有限。对于国有商业银行，在中国国内习惯了较高的存贷款利差和垄断利润，其本质已经脱离了金融服务业的实质属性，在中国地金融体系中已然成为高高在上的垄断者。然而，发达经济体的金融环境却是高竞争、高创新的，对于没有任何中间业务创新和金融市场业务创新的国有驻外子银行，除了延续在中国本土的传统贷款业务，并无其他利润来源，因此，其未来的成长空间极其有限。

《新资本论》

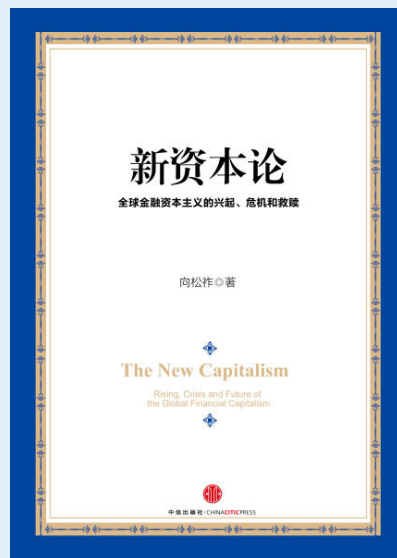
自1971年布雷顿森林体系崩溃以来的40多年，全球经济体系的内在结构终于从量变实现突变。以全球性货币金融市场、全球流动性金融资产、全球范围内虚拟经济与真实经济相背离为显著特征的全球金融资本主义，已经成为支配整个人类社会的经济体系。人类经济已经进入全球金融资本主义新时代。

现在流行的传统教科书经济理论仍是产业资本主义时代的经济理论，相信产业资本居主导地位，决定经济体系价格体系和分配制度，相信实体经济支配虚拟经济。然而，金融资本主义时代，上述一切皆颠倒过来。虚拟经济支配实体经济，货币金融决定实体经济的价格体系和分配体系；大宗商品价格被完全金融化，与实体经济供需脱节；企业不再追求利润最大化，而是市值最大化。

这就是2008年金融海啸过去多年之后仍无解的原因。为什么世界各国采取了所能够采取的一切宏观经济政策，经济复苏却依然疲弱乏力？为什么量化宽松不断增加货币供应量和全球流动性，真实经济的信用供给和需求依然萎靡不振？为什么购买力平价理论和利率平价理论几乎完全失效？

越来越多的经济学家和政治决策者终于开始警醒过来，他们习以为常的理论模型和思维方式已经过时。全球金融资本主义经济体系正以排山倒海、雷霆万钧之力，猛烈冲击着封闭经济模型和旧的思维方式。如果不站到全球产业分工体系、全球商品服务市场、全球货币金融市场体系的新视角和新高度，我们就完全无法理解当今人类经济体系所面临的根本性难题，更无法找到改革全球经济治理、实现全球经济持久复苏的正确方略。

而这正是《新资本论》的出发点。作者向松祚在多年研究的基础上，全面分析了全球金融资本主义的起源和历史，论述了如何解决国家主权与宏观经济政策独立的矛盾，并探讨了全球金融资本主义未来的救赎之策以及中国战略。全书分为“全球金融资本主义的兴起、危机、救赎”三卷，视野宏观，气势磅礴，是一部既具有学术价值，又有现实指导意义的重磅经济学作品。



作者简介：

向松祚，著名经济学家，国际金融战略专家，中国人民大学财政金融学院教授，国际货币研究所理事兼副所长，中国农业银行首席经济学家，美国约翰·霍普金斯大学应用经济研究所高级顾问，货币金融机构官方论坛(OMFIF)顾问委员会副主席，CCTV和多家国内外电视台特约财经评论员。先后就学于华中科技大学、中国人民大学、英国剑桥大学和美国哥伦比亚大学。曾经任职中国人民银行和多家企业。

主要学术著作包括：《争夺制高点——全球大变局下的中国金融战略》、《伯南克的货币理论和政策哲学》、《汇率危局——全球流动性过剩的根源和后果》、《不要玩弄汇率——一位旁观者的抗议》、《张五常经济学》、《五常思想》(主编)、《蒙代尔经济学文集》(6卷，译著)、《欧元的故事》(译著)等。



刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主 编：曹 彤

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

北京市海淀区中关村大街 59 号
文化大厦 605 室，100872

电 话：86-10-62516755

邮 箱：imi@ruc.edu.cn

设计承印：翰风广告

IMI RESEARCH INFORMATION

Weekly

CAO Tong

International Monetary Institute of RUC

Department of IMI research information

Address: Room 605, Culture Square, Renmin University of
China, No. 59 Zhongguancun Street, Haidian District,
Beijing 100872, P.R. China

Tel: 86-10-62516755

E-mail: imi@ruc.edu.cn

Hanfeng Advertisement

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载

本期责编：宋科 安然

刊发日期：2015 年 4 月 6 日



微博·Weibo



微信·WeChat