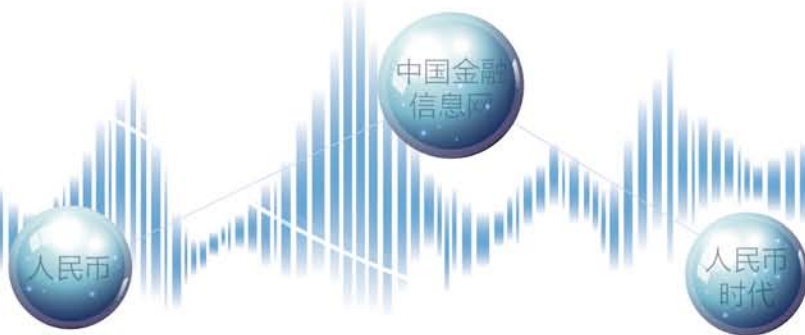


# 人民币时代

Era of RMB

## 人民币汇率改革十周年 纪念特辑



中国金融信息网  
2015年7月

## 📍 机构介绍



中国金融信息网是新华社主管、中经社控股集团主办的国家级专业财经信息网站，是中经社控股集团为普通受众提供财经信息服务的平台，是中经社控股集团核心产品“新华08”的展示窗口，是新华社经济信息事业的重要组成部分。中国金融信息网前身是新华08网（www.xinhua08.com），于2010年6月试运行，2015年2月正式更名为中国金融信息网，更名备案后同时启用cnfin.com网址。中国金融信息网是目前工信部授权使用“中国”和“金融”字样的唯一合法财经网站。

## 📍 会议背景

弹指一挥间，始于2005年7月的人民币汇率形成机制改革已经整整走过十个年头。在这十年间，不仅人民币汇率形成机制不断完善，而且人民币也正在成长为全球范围内不容忽视的国际性货币。

汇改十周年之际，由中国金融信息网主办的“人民币汇改十周年高峰论坛”于2015年7月18日在中国人民大学隆重举行。与会嘉宾围绕包括人民币国际化之定价权在原油市场的竞争、人民币国际化与SDR、离岸人民币期货市场发展现状及对策、人民币汇率发展变化与保值策略等议题进行了深入的讨论。

本次“人民币汇改十周年高峰论坛”是中国金融信息网主办的“人民币时代”主题论坛第三期活动，同时也是“2015国际货币论坛暨《人民币国际化报告》发布会”的平行论坛。

本次论坛的学术指导单位中国人民大学国际货币研究所，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。



更多精彩内容请扫描二维码查看

## 【卷首】

- ◎ 汇改十年献辞——杨再平

## 【汇改十年专题】

- ◎ 汇改十年：不断完善、意义重大——王永利..... 1
- ◎ 人民币汇率形成机制改革与外汇市场供求——肖立晟..... 4
- ◎ 人民币国际化2020年初步实现 目前仍处于起步阶段——谢亚轩 刘亚欣..... 7
- ◎ 汇改再出发 迎接波动率的回归——刘东亮..... 20
- ◎ 人民币汇改十周年：政策实施与市场机制博弈所决定的汇率大趋势——柳瑾..... 26

## 【人民币汇改十周年高峰论坛】

- ◎ 争夺原油话语权与人民币国际化相辅相成——陈凯 ..... 28
- ◎ 汇改十年看人民币国际化 加入SDR不只是面子问题——陈周阳 姜楠 ..... 31
- ◎ 汇改十年 加快境内上市人民币外汇期货——刘文财 ..... 45
- ◎ 美元需求增强 人民币贬值预期将再度抬头——孙晓凡..... 50

## 【汇改十年老照片】

- ◎ 外汇调剂市场的历史使命 ..... 52
- ◎ 中国外汇交易中心..... 55
- ◎ 从老照片看汇改历史轨迹 ..... 56



杨再平

中国银行业协会专职副会长

汇改十年献辞

汇改十年，试水汪洋，任凭风雨，涨跌自然。

波涛惊渡，举世关注，国人更当庆幸！

总量排二，贸易进一，外储早一，大国崛起。

一带一路，全球发展，货币理当跟进！

跨境贸易，美元结算，伙伴接纳，迅猛增长。

国际货币，崭露头角，复兴大梦包含！

——杨再平 中国银行业协会专职副会长



## 汇改十年：不断完善、意义重大



**王永利**  
中国银行资深研究员

2005年7月21日，我国人民币汇率形成机制发生重大改革：由原来单一盯住美元，并由央行统一报价，转变为实施“以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节，有管理的浮动汇率制度”。央行同时明确：人民币对美元基准汇率由1：8.2765调整为1：8.11，升值2%；银行间即期外汇交易一篮子货币对人民币的每日收市价作为翌日买卖中间价，每天实际交易价上下浮动的幅度不超过0.3%。之后，央行坚持“主动性、可控性、渐进性”的原则，陆续扩大外汇交易价格每日浮动的控制幅度（2007年5月21日起，由0.3%扩大到0.5%。2012年4月16日起，进一步扩大到1%。2014年3月17日起，再次扩大到2%。），不断减少央行干预汇率的力度，增强市场在汇率形成中的基础作用，加快汇率市场化进程。

我国人民币汇率形成机制改革即将走过10个年头了，期间逐步放开、不断完善，在整个国家的市场机制建设中发挥了非常重要的作用，取得了预期的效果：

一是由单一盯住美元，改为与一篮子货币挂钩，既有利于鼓励涉外投资和贸易中灵活选择包括美元在内的多种国际货币，避免过多地使用和依赖美元，降低货币兑换成本和汇率风险，并使人民币汇率形成机制能够更好地反映外汇兑换和储备中主要外币的构成和影响，从而使人民币汇率更趋科学合理。同时，也有利于相对减弱人民币对美元的汇率摩擦。

二是实施有管理的浮动汇率制度，并根据实际情况不断放宽浮动范围，既抑制了人民币汇率的大幅波动，保持人民币汇率的相对稳定，又不断推进汇率市场化，增强市场影响力，取得了明显的成果。2005年汇率改革之后，人民币汇率呈现出不断上升的态势，其中，对美元汇率从汇改之初的1：8.11，升值到2014年1月份最高时的1：6.09。之后，人民币汇率从单向升值区间进入到双向波动区间。2014年以来，人民币对美元贬值超过2%，但对其他货币却明显升值。总体

上，人民币汇率已处于合理均衡水平。

三是在推进汇率市场化的进程中，保持人民币汇率的相对稳定，不仅有利于防止外汇大进大出，保持经济相对稳定，而且有利于增强央行货币政策的自主性，增强国际上对人民币的信心，有利于推动人民币国际化。

可以说，十年汇改，成果显著。

但是，汇率形成机制仍有待进一步改革和完善：

一是要明确人民币汇率参考的“一篮子货币”的构成：即包括哪些货币以及这些货币所占比重。汇率改革尽管已近十年，但是，当人们讲到汇率时，甚至在官方和媒体报道汇率变化时，却仍指人民币对美元的汇率，而不是人民币对一篮子货币的汇率综合指数。货币当局也很少公布“一篮子货币”的构成及人民币汇率指数。所以，2014年以来，当人民币对美元出现较大幅度贬值时，社会上普遍的说法都是人民币贬值了，而忽视了人民币对其他货币明显升值的现实，形成了很大的误导。

因此，央行应该公布“一篮子货币”的构成以及人民币汇率指数，保持公开透明。今后在讲到人民币汇率变化时，应该突出讲人民币汇率指数的变化，而不是单纯指人民币对美元的汇率变化。人民币“一篮子货币”的构成（币种及占比）也应该定期检讨和适时调整，使其更加符合外汇交易和外汇储备的货币构成。

二是与利率市场化配套推进，进一步扩大每日汇率浮动范围，直至完全解除对汇率浮动范围的限制。现在，人民币利率的管制正在趋向完全放开（目前，只剩下存款利率上浮范围没有解除，但放大到基准利率的1.5倍已经非常大了，继续保持上浮限制的意义已经不明显了，实际上可以考虑完全解除对银行存贷款基准利率的管理），而汇率与利率密切相关，随着利率市场化的推进，汇率市场化也需要配套推进，并共同推动人民币向自由兑换迈进。

三是大力促进外汇交易市场的发展，创造开放统一、公平竞争的市场环境。要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，前提是必须培育出开放统一、公平竞争的市场环境。否则，在一个垄断的、扭曲的市场环境中，完全由市场决定价格、配置资源，就可能产生更加严重的恶果。因此，在推动汇率市场化的进程中，必须大力促进外汇交易市场的发展，包括扩大市场交易主体、丰富外汇交易产品、改进交易机制、加强市场监管等。

四是配合人民币国际化与可自由兑换不断改进和加强外汇监管。人民币利率市场化、汇率市场化，以及人民币国际化和可自由兑换的推进，并不是不需要加强人民币和金融市场的监管乃至必要的市场干预了。相反，其对货币和市场监管的要求更高了。今后，人民币和外汇的跨境流动会更加频繁，人民币汇率的波动会更加剧烈，影响因素会更加复杂，造成的冲击会更加强烈，就会对监管

带来更大挑战。因此，必须不断改进和加强外汇监管，并做好应急预案（包括必要的市场干预），有效防范和及时化解可能暴露的风险。

需要特别注意的是，2005年汇改以来，我国长期面对的是外汇大量流入，人民币处于不断升值的状态。相应的，全社会持有外汇的意愿减弱，而纷纷结汇并最终由央行兜底，形成巨额国家外汇储备。在这一过程中，监管部门逐渐积累和丰富了应对的经验，并不断放松了对外汇的管制。但自2014年以来，这种局面发生了重大转变。人民币对美元出现了较大幅度的贬值，社会上一度出现了较强的购汇和海外运用的意愿，造成央行外汇占款增速大幅回落甚至出现负增长，对基础货币投放及货币总量的预期增长产生了严重冲击，一些变化超出预期，政策应对难免被动。因此，对可能发生的外汇大量流出，以及由此可能带来的人民币汇率大幅贬值、央行外汇占款快速下降等可能对人民币货币总量和国际化进程等方面产生的影响绝不能掉以轻心，而必须高度关注，汲取2013年6月银行间“钱荒”以及今年6月以来“股灾”的经验教训，学习借鉴国际经验，提前做好场景分析及应对的预案和政策准备，切实加强人民币和外汇跨境流通的监测和有效管理。



## 人民币汇率形成机制改革与外汇市场供求



**肖立晟**

中国社科院世界经济与  
政治研究所国际金融  
研究室副主任

2005年7月汇改至今已有十年光阴。期间人民币汇率形成机制取得重大进展，人民币汇率弹性逐步增强，汇率形成的市场基础逐步扩大，外汇市场产品日益丰富。本文简要回顾了人民币汇率形成机制的进展以及央行管理汇率形式的变化，建议央行进一步降低对人民币汇率中间价的干预，顺应市场供求压力，完善汇率形成机制改革，优化经济结构。

### 人民币汇率形成机制改革的进展

经过缓慢而长期的升值，当前人民币汇率水平趋近均衡水平。自2005年7月中国人民银行重启汇改以来，人民币对美元累计升值26%，人民币实际有效汇率累计升值56%。人民币汇率持续升值的动力主要源于国际收支的基本面因素。中国的经常账户顺差占GDP比率，在2007年曾经达到10%的峰值，随后经常账户顺差的增速显著放缓至2%左右。基于经常账户余额占GDP比率持续低于3-4%代表外部失衡显著缓解的标准来衡量，目前人民币市场汇率已经相当接近于均衡汇率的水平。

人民币汇率弹性显著增强。自2005年以来，中国人民银行已将人民币汇率日度波幅从0.5%扩大至2%。2014年3月中国人民银行已经将汇率日度波动幅度扩大到上下2%。随着人民币对美元汇率日均波幅的逐渐放开，人民币对美元汇率中间价与市场价之间的价差幅度也变得越来越大，在岸人民币汇率和离岸人民币汇率之间价差幅度越来越小，表明近年来人民币汇率形成机制的弹性已经显著增强。

外汇干预从数量管理转向中间价管理。从央行的市场干预来看，中国央行不再直接入市购买美元，更多依靠中间价的方式管理汇率预期。2014年中国央行的外汇储备和基本保持稳定，金融机构外汇占款甚至略有下降，这反映市场流动性已经相对紧张，央行不再像过去积极入市购买美元资产干预人民币汇率，而是依靠中间价稳定汇率。人民币对美元汇率中间价在波动上有明显的自回归特征，即中间价在之前一段时间的升值幅度与未来一段时间的升值幅度存在负相关。决策

层通过管理中间价波动性来平滑汇率走势。

### 外汇市场供求的作用逐渐显现

在2005年7月21日公布的人民币汇率形成机制改革方案中明确指出，人民币汇率中间价的制定规则是“以市场供求为基础，参考篮子货币汇率变动，……保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。”从中可以发现影响人民币中间价汇率走势的三个重要变量：市场供求、篮子货币汇率，以及汇率稳定。

其中，市场供求是指银行间外汇市场美元交易的供求平衡，篮子货币汇率则主要指欧元、日元、英镑和澳大利亚元等主要货币汇率的变化。从历史经验来看，除了次贷危机期间（2008年10月-2010年6月）人民币重新盯住美元外，大多数时候央行一直在认真执行这一中间价制定规则。特别是在2012年4月，央行扩大汇率波幅至上下1%后，市场供求的力量开始显现。若中国贸易顺差增长，外汇市场美元供过于求，人民币中间价就会相应走强，在每一次贸易顺差公布日，人民币中间价都会有一定幅度的跳升。

其中，市场供求力量的强弱是划分人民币汇率形成机制从固定汇率转向浮动汇率的关键因素。以此为标准，自2005年7月21日中国人民银行宣布人民币汇率形成机制改革以来，汇率形成机制的变化可以分为两个阶段。

阶段一：2005年7月—2012年4月。在此期间，人民币汇率定价权完全掌握在货币当局，货币当局在外汇市场上美元持续供大于求的局面下，选择人民币对美元的渐进、持续升值。从汇率形成机制角度看，无论是盯住美元还是保持人民币对美元的渐进升值没有本质区别，市场对汇率价格没有直接决定作用，市场供求力量会不会影响汇率取决于央行的态度。

阶段二，2012年4月至今。在此期间，人民币汇率定价部分向市场转移。标志性的事件是2012年4月，即期外汇市场人民币兑美元交易价日浮动幅度由0.5%扩大至1%；2014年3月，日浮动幅度由1%扩大至2%。人民币汇率日波幅明显放大，市场力量在人民币汇率形成中的作用开始显现和放大，尽管货币当局仍处于主导力量。

2005年7月-2012年4月，人民币汇率的主要特征是持续渐进升值，汇率形成机制没有实质性变化。2012年4月至今，人民币汇率的主要特征是渐进扩大波幅，市场力量在汇率价格决定中开始发挥作用。与其它国家货币的汇率变化形态相比，人民币汇率的变化形态的最大独特之处在于“渐进”，世界上还没有其他国家货币当局完成如此渐进地汇率单方向持续变动，以及如此渐进地扩大汇率波动幅度。

尽管市场供求的力量逐渐显现，当前人民币汇率仍然在很大程度上受中间价影响。未来人民币汇率变化轨迹取决于两个因素：一是人民币汇率中间价；二是日波动幅度限制。在2%的日波幅限制



下，即期汇率会跟随中间价变化，货币当局对市场供求的影响非常显著，在汇率决定上处于核心作用。当前我国对外净出口增速仍在放缓，汇率升值压力较低，建议央行进一步降低对人民币汇率中间价的干预，顺应市场供求压力，完善汇率形成机制改革，优化经济结构。

# 人民币国际化2020年初步实现 目前仍处于起步阶段



**谢亚轩**  
招商证券首席宏观  
分析师



**刘亚欣**  
招商证券研究发展中心  
宏观经济分析师

## 核心观点

2008年金融危机后，全球对于国际货币体系改革有了一定共识，各国产生了外汇储备多元化的迫切需求，而中国在全球经济、贸易中的地位已举足轻重，这为推行人民币国际化提供了契机。

推进人民币国际化的进程由浅入深可以分为三个步骤：第一步是推动人民币成为国际结算货币；第二步是加快人民币资本项目可兑换，使人民币成为可投资的货币；第三步是推进人民币汇率形成机制、利率改革，使外国央行愿意持有人民币，使人民币成为很多国家中央银行可以持有的储备货币，最好的流动资产。

展望未来，人民币国际化将在基础设施完善、资本项目可兑换、人民币加入SDR和上海自贸区试点人民币国际化上有显著进展。我们认为目前人民币国际化仍处于起步阶段，未来会从结算货币、投资货币、储备货币三个层面齐头并进，继续推进这一过程，预计2020年初步实现人民币国际化。

## 一、人民币国际化的宏观背景

### （一）适逢国际货币体系改革

建立多元化的国际货币体系是当下的现实选择。多元国际货币体系将为市场主体提供更多选择，有利于分散风险；不同储备货币间可以形成竞争和制衡，对储备货币发行国形成市场纪律约束。在多元化体系下，美元仍将是最重要的国际储备货币，但这也为人民币在国际货币体系中发挥更重要的作用提供了机遇。

### （二）各国外汇储备多元化的需求攀升

自2008年起，全球外汇储备向多元化的发展在继续，多个国家央行需要在美元之外找到更多的外汇储备货币，各国政府储备投资多元化意愿增强，商业银行持有人民币的热情也在增加。储备货币的重要目标之一便是保值、增值，而当前欧元、日元显著贬值，人民币汇率

则保持稳定，从而使人民币作为外汇储备的需求上升。

### （三）中国在全球经济中的地位举足轻重

2014年全球最大规模经济体前十位依次是：美国，中国，日本，德国，巴西，英国，法国，印度，俄罗斯，意大利，中国已成为经济第二大国；2014年，中国在全球贸易中占比高达11.3%，是全球第一货物贸易大国；2014年我国对外直接投资总额为1029亿美元，中国吸引外国投资达1280亿美元，已超过美国成为全球外国投资第一大目的地国。中国在全球经济中的地位已经毋庸置疑。然而，人民币的地位与之并不匹配，我国国际结算中人民币的比重仅仅达到20%-25%，而中国的国力可以成为推动人民币国际化的坚实后盾。

图1：中国在全球贸易中占比很高



数据来源：WIND，招商证券

## 二、人民币国际化的目标与路线

### （一）人民币国际化的最终目标

中国推进人民币国际化的目标是使人民币在中国境外广泛流通，外国居民将人民币作为支付、投资和价值储存工具，即人民币通过作为国际交易货币进而发展成为国际主要储备货币的过程。通过国际大宗商品贸易和国际金融交易的人民币计价和结算，参与全球化的中国企业、金融机构和政府摆脱绝大部分汇率波动的风险，赢得参与国际竞争的货币优势，并且推进国际货币体系改革，促进国际经济运行秩序稳定。

(二) 人民币国际化的推进路线以及进展

推进人民币国际化的进程由浅入深可以分为三个步骤：第一步是推动人民币成为国际结算货币；第二步是加快人民币资本项目可兑换，使人民币成为可投资的货币；第三步是推进人民币汇率形成机制、利率改革，使外国央行愿意持有人民币，使人民币成为很多国家中央银行可以持有的储备货币，最好的流动资产。

1、第一步：推进人民币成为国际结算货币

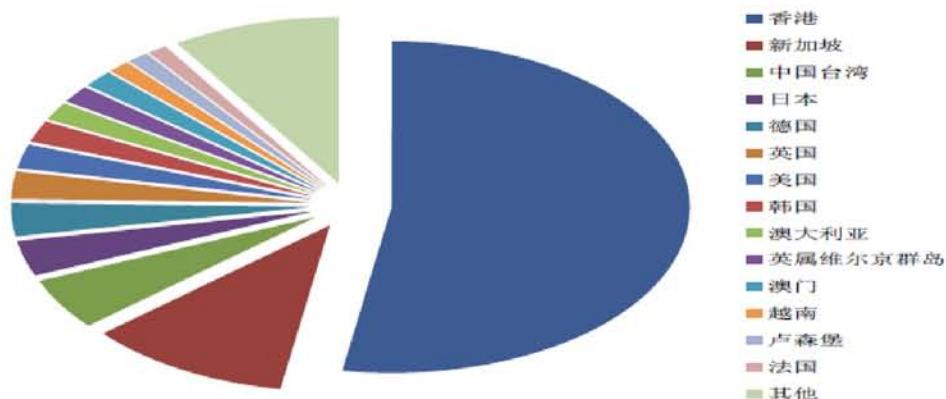
人民币作为国际结算货币的发展在规模和国内外使用范围上取得了一定进展，但仍然任重道远。

图2：人民币作为支付货币的地位不断攀升



数据来源：WIND，招商证券

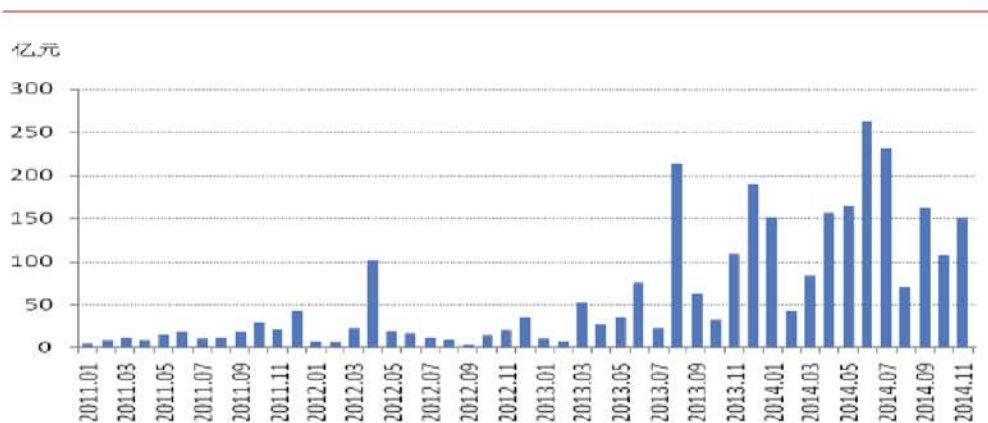
图3：人民币跨境收付量国别（地区）分布情况



数据来源：中国人民银行，招商证券

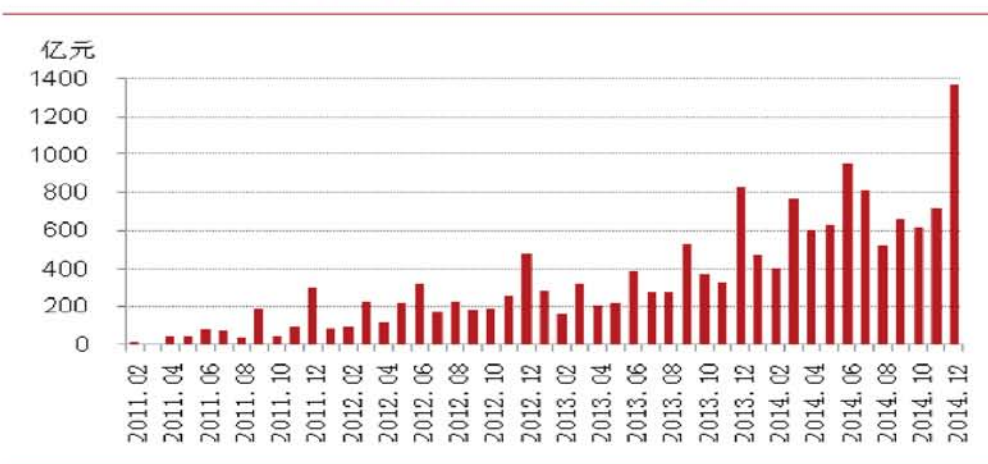


图4：月度对外直接投资人民币结算金额



数据来源：中国人民银行，招商证券

图5：月度外商来华直接投资人民币结算金额



数据来源：中国人民银行，招商证券

2014年人民币国际使用继续较快发展，人民币在跨境贸易和直接投资中的使用规模稳步上升。人民币跨境收支占本外币跨境收支的比重上升至23.6%，离岸人民币市场进一步拓展，人民币国际合作不断深化。据环球银行金融电信协会（SWIFT）统计，2014年12月，人民币成为全球第2大贸易融资货币、第5大支付货币、第6大外汇交易货币。

## 2、第二步：推进人民币成为国际投资货币

推进人民币作为投资货币的运用，使以人民币计价的金融产品成为国际各主要金融机构（包括中央银行）的投资工具，主要包括离岸在岸的互联互通和离岸人民币市场的建立与发展两个层面。

### （1）在岸、离岸资本市场互联互通

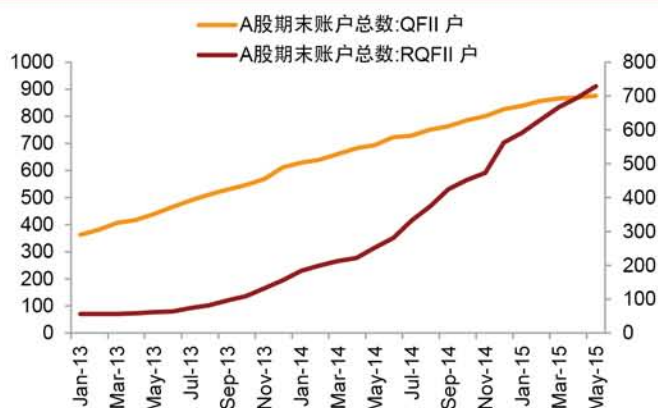
#### 人民币跨境融资政策

境内外企业、金融机构主体的境外放款、融资等已部分放开。



## 中国金融市场的开放与对外互通

图6：14年6月以来QFII账户平稳增长，RQFII账户加速增长



数据来源：WIND，招商证券

QFII，QDII，RQFII，RQDII和沪港通业务都是我国在资本项目开放进程中的阶段性安排，是有限制的直接开放模式，从而既达到了吸引国外资金流入市场的目的，又没有失去对资金流动的控制力和调控作用。其中QFII、RQFII和沪港通是外资进入中国资本市场的三个重要途径。

QDII和RQDII则是中国境内投资机构投资海外的官方渠道。

## (2) 离岸人民币市场的构建

从重要性和可观测性的角度出发，我们将从离岸人民币清算安排、离岸人民币存款、离岸人民币交易和离岸人民币债券市场四个维度来一窥离岸人民币市场的发展状况。

## 离岸人民币清算安排

表1：遍布亚、欧、美洲的15家境外人民币清算行

| 地域  | 国家       | 清算行             | 时间         |
|-----|----------|-----------------|------------|
| 非洲  | 南非 约翰内斯堡 | 中国银行约翰内斯堡分行     | 2015.7.8   |
| 欧洲  | 匈牙利      | 匈牙利中国银行         | 2015.6.27  |
| 南美  | 智利       | 中国建设银行智利分行      | 2015.5.55  |
| 亚洲  | 泰国 曼谷    | 中国工商银行(泰国)有限公司  | 2015.1.5   |
| 亚洲  | 马来西亚 吉隆坡 | 马来西亚中国银行        | 2015.1.5   |
| 大洋洲 | 澳大利亚 悉尼  | 中国银行悉尼分行        | 2014.11.14 |
| 北美洲 | 加拿大 多伦多  | 中国工商银行(加拿大)有限公司 | 2014.11.3  |
| 亚洲  | 卡塔尔 多哈   | 中国工商银行多哈分行      | 2014.11.2  |
| 欧洲  | 卢森堡      | 中国工商银行卢森堡分行     | 2014.9.5   |
| 欧洲  | 法国 巴黎    | 中国银行巴黎分行        | 2014.9.5   |
| 亚洲  | 韩国 首尔    | 交通银行首尔分行        | 2014.7.4   |
| 欧洲  | 德国 法兰克福  | 中国银行法兰克福分行      | 2014.6.18  |
| 欧洲  | 英国 伦敦    | 中国建设银行(伦敦)有限公司  | 2014.6.18  |
| 亚洲  | 新加坡      | 工行新加坡分行         | 2013.2.8   |
| 亚洲  | 中国 台湾    | 中国银行台北分行        | 2012.12.11 |
| 亚洲  | 中国 澳门    | 中国银行澳门分行        | 2004.8.4   |
| 亚洲  | 中国 香港    | 中国银行(香港)有限公司    | 2003.12.24 |

资料来源：中国人民银行，招商证券

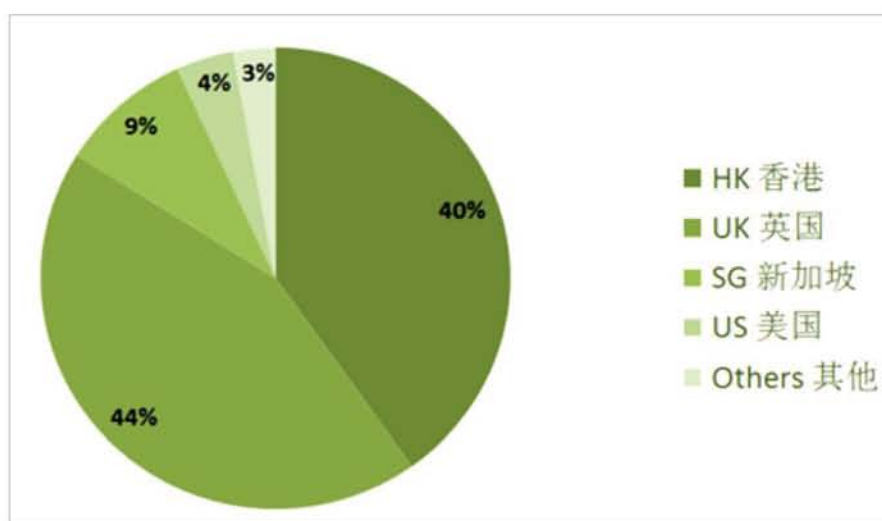
截至2015年7月末，人民银行共在覆盖东南亚、西欧、中东、北美、南美、大洋洲和非洲等的17个国家和地区建立了人民币清算安排，确定一家中资银行作为当地人民币清算行。

#### 离岸人民币存款

目前离岸人民币存款规模大概占中国境内人民币存款的1-2%，主要集中于亚洲，欧洲等国凭借外汇交易和中国央行政策推动等方面的优势，离岸人民币存款有望在未来获得显著增长。

#### 离岸人民币交易

图7：截至2014年末各地区离岸人民币交易量占比



数据来源：汤森路透，招商证券

人民币离岸金融工具的日益多元化推动离岸人民币市场的深度和广度正在提升，当前离岸人民币交易量早已远超在岸市场。据不完全统计，2014年香港、新加坡、伦敦等主要离岸市场人民币外汇交易量日均超过2300亿美元。截至2014年末，英国、香港离岸人民币交易分别占离岸人民币交易总量的44%和40%，是最重要的离岸人民币交易中心。

#### 离岸人民币资本市场

理论上，离岸人民币市场上的融资方式应包含股票、债券两种，而目前，在港交所上市的人民币计价股票只有汇贤产业信托、合和公路基金两只，市值分别为184亿元、92.8亿元，离岸人民币IPO发展仍较为缓慢。

根据渣打银行的数据，2014年香港离岸人民币债券发行量达到5,640亿元人民币(901.1亿美元)，这其中包括了香港点心债和香港人民币存款证。2014年，我国债券市场共发行人民币债券11.0万亿元，离岸人民币债券的规模与之相较还有较大差距。

## 3、第三步：推进人民币成为储备货币

表2：中国人民银行所签订的双边本币互换协议

| 序号        | 伙伴国/地区 | 规模<br>(亿元)                     | 签署<br>日期   | 序号 | 伙伴国/地区        | 规模<br>(亿元) | 签署<br>日期  |
|-----------|--------|--------------------------------|------------|----|---------------|------------|-----------|
| 1         | 智利     | 220                            | 2015/5/25  | 17 | 蒙古国*          | 150        | 2014/8/21 |
| 2         | 白俄罗斯*  | 70                             | 2015/5/10  | 18 | 瑞士            | 1,500      | 2014/7/21 |
| 3         | 马来西亚*  | 1,800                          | 2015/4/17  | 19 | 阿根廷*          | 700        | 2014/7/18 |
| 4         | 南非     | 300                            | 2015/4/10  | 20 | 新西兰*          | 250        | 2014/4/25 |
| 5         | 澳大利亚*  | 2,000                          | 2015/4/8   | 21 | 欧洲央行<br>(ECB) | 3,500      | 2013/10/9 |
| 6         | 亚美尼亚   | 10                             | 2015/3/25  | 22 | 印度尼西亚*        | 1000       | 2013/10/1 |
| 7         | 苏里南    | 10                             | 2015/3/18  | 23 | 冰岛*           | 35         | 2013/9/30 |
| 8         | 巴基斯坦*  | 100                            | 2014/12/23 | 24 | 阿尔巴尼亚         | 20         | 2013/9/12 |
| 9         | 泰国*    | 700                            | 2014/12/22 | 25 | 匈牙利           | 100        | 2013/9/9  |
| 10        | 哈萨克斯坦* | 70                             | 2014/12/14 | 26 | 英国            | 2,000      | 2013/6/22 |
| 11        | 香港*    | 4,000                          | 2014/11/27 | 27 | 巴西            | 1,900      | 2013/3/26 |
| 12        | 加拿大    | 2,000                          | 2014/11/8  | 28 | 新加坡*          | 3,000      | 2013/3/7  |
| 13        | 卡塔尔    | 350                            | 2014/11/3  | 29 | 乌克兰           | 150        | 2012/6/26 |
| 14        | 俄罗斯联邦  | 1,500                          | 2014/10/13 | 30 | 土耳其           | 100        | 2012/2/21 |
| 15        | 韩国*    | 3,600                          | 2014/10/11 | 31 | 阿联酋           | 350        | 2012/1/17 |
| 16        | 斯里兰卡   | 100                            | 2014/9/16  | 32 | 乌兹别克斯坦        | 7          | 2011/4/19 |
| <b>合计</b> |        | <b>30985 亿元（不含理论上到期但未续签协议）</b> |            |    |               |            |           |

资料来源：中国人民银行，招商证券（注：\*代表续签，灰色部分为已终止协议）

2014年，双边本币互换工作成效显著。人民银行先后与瑞士、斯里兰卡、俄罗斯、卡塔尔、加拿大等5个国家的中央银行新签了双边本币互换协议，总额为5450亿元人民币；与新西兰、阿根廷、蒙古、韩国、香港、哈萨克斯坦、泰国、巴基斯坦等8个国家和地区的中央银行或货币当局续签了双边本币互换协议，总额为9570亿元人民币。截至2015年5月末，人民银行与32个国家和地区的中央银行或货币当局签署了双边本币互换协议，协议总规模约3.1万亿元人民币。

## 三、人民币国际化展望

## （一）人民币国际化的基础设施将进一步完善

未来将加快人民币跨境支付系统（CIPS）建设，按计划于2015年年底完成一期建设。推动政府部门全面实现涉外经济统计、核算、管理中采用人民币作为主要计价货币，进一步便利市场主体使用人民币计价结算，继续完善人民币跨境收付信息管理系统（RCPMIS）建设。

## （二）资本项目可兑换展望

## 1、近期将在六个领域推进人民币资本项目可兑换改革

未来我们可能会看到哪些领域的人民币资本项目可兑换改革？答案在周小川IMF年会上的讲话里：中国拟在以下六个领域进一步推进可兑换改革：



(1) 便利个人投资者跨境投资，包括开展具有试验性质的合格境内个人投资者(Qualified Domestic Individual Investor, 缩写为QDII2)计划。

(2) 完善沪港通，引入深港通(the Shenzhen-Hong Kong Stock Connect)，非居民也将被允许在本国市场上发行除衍生品之外的金融产品。

(3) 取消多数外汇管理事前审批要求，建立事后监管和宏观审慎管理制度。

(4) 进一步采取措施方便海外机构投资者进入中国资本市场。

(5) 通过扫除不必要的政策障碍和提供必要的基础设施，努力进一步便利人民币的国际使用。

(6) 采取必要的步骤健全风险防控体系。预计在以上领域取得一定进展并且与IMF就SDR问题的磋商实现基本目标后，中国将于今年底或明年初修订《外汇管理条例》，宣布实现“人民币资本项目有管理的可兑换”。

## 2、人民币资本项目可兑换并不遥远

表3：境外机构和个人持有的人民币资产结构正向股票和债券倾斜

|             | 不可兑换 | 部分可兑换 | 基本可兑换 | 完全可兑换 | 合计 |
|-------------|------|-------|-------|-------|----|
| 资本和货币市场工具交易 | 2    | 10    | 4     |       | 16 |
| 衍生品及其他工具交易  | 2    | 2     |       |       | 4  |
| 信贷工具交易      |      | 1     | 5     |       | 5  |
| 直接投资        |      | 1     | 1     |       | 2  |
| 直接投资清盘      |      |       | 1     |       | 1  |
| 房地产交易       |      | 2     | 1     |       | 3  |
| 个人资本交易      |      | 6     | 2     |       | 8  |
| 小计          | 4    | 22    | 14    |       | 40 |

资料来源：《我国加快资本账户开放的条件基本成熟》，招商证券

其实，资本项目可兑换离我们并不遥远，作为人民币资本项目进程主导者的央行一直持此观点。谈距离一定有起点和终点，从这个角度来看，理解人民币资本项目可兑换“不遥远”有以下三层涵义：

首先，从起点看，经过多年渐进式改革，中国的人民币资本项目可兑换程度已显著提升。从目前的起点看，可兑换程度在不断提升过程中。如果把可兑换改革的完成比喻为一条百公里道路的贯通的话，之前的99公里已经修通了，目前要完成的是最后一公里。

其次，从终点看，我们当前需要的也不是百分之百的可自由兑换，因此也不难实现。从风险评估的角度看，未来相当一段时间央行都不会轻易放松兑换管制或者仍需宏观审慎管理的几个重点领域包括：和洗钱等有关的跨境资金、个人和公共部门对外债务的总量和货币错配、投机性短期资金流动。

第三，不论是改革过程中还是可兑换实现后，对国际资本流动可能都需采取必要监控。央行明确表示，在实现人民币资本账户可自由兑换之后，中国将继续管理资本账户交易，但很大程度会以转变过的方式进行，包括使用宏观审慎方法限制跨境资本流动以及维持币值稳定和金融环境安全。

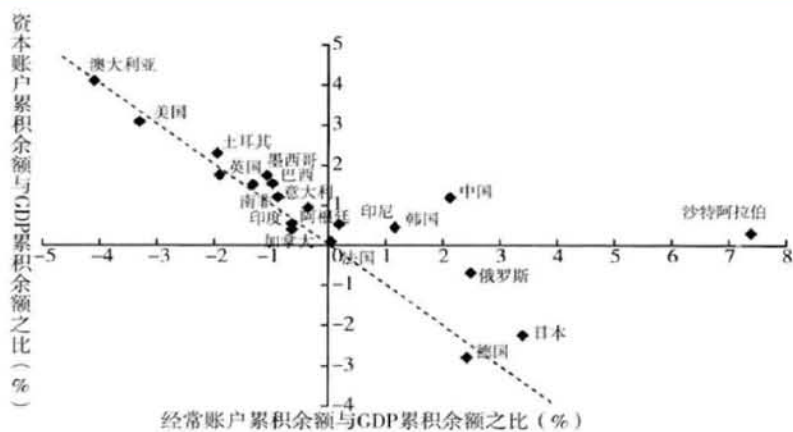
基于以上因素和当前各项进程的推进，预计2015、2016年中国可基本实现资本账户可兑换，但实现完全可兑换尚需时日。

### 3、应全面看待人民币资本项目可兑换的影响

影响一个经济体国际资本流动方向和规模的因素很多，不可简单归因于资本项目可兑换改革。

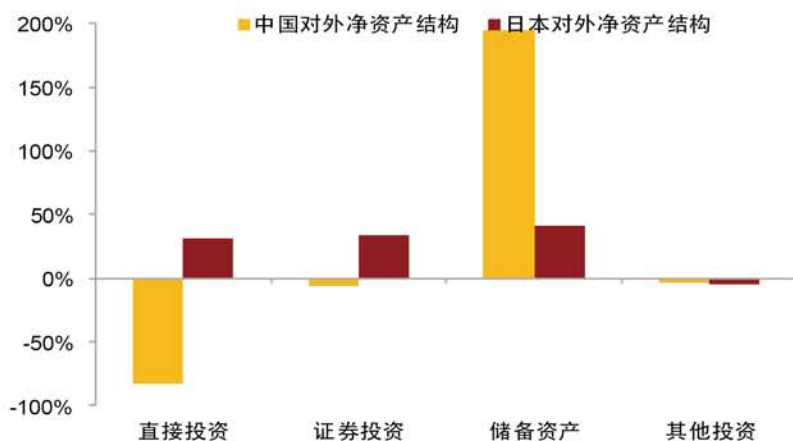
#### (1) 人民币资本项目可兑换是为顺应中国对外资产多元化的趋势

图8：多个经济体累积国际收支差额情况



资料来源：《从国际收支角度看中国资本账户开放路径》、招商证券

图9：多个经济体累积国际收支差额情况



资料来源：国家外汇管理局，WIND，招商证券



最新的标准打消了双顺差的误解，关键是还原了经常账户与资本和金融账户之间的对应关系，即经常账户记录实际资源变化，资本和金融账户记录由此引起的净资产变化及资金流动。如果经常账户出现顺差，代表我国净对外提供了货物和服务，发生实际资源对外输出；那么，资本和金融账户相应出现逆差，代表我国对外金融债权的增加或者是对外负债的减少。

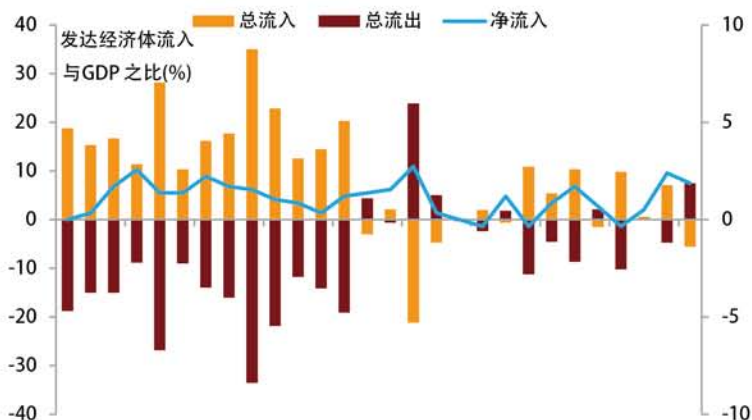
图10：外汇存款占比代表资产的币种选择



资料来源：中国人民银行，WIND，招商证券

如果我们的经常项目仍保持顺差，则资本和金融项目就将出现逆差，只是这个逆差是出现在哪些部门，或者这个资本输出是有谁来完成，以什么样的资产负债形式存在罢了。不过，随着人民币汇率基本接近均衡，经济主体已开始主动增加持有外汇资产。中国进一步推进人民币资本项目可兑换正是为了顺应这样一个趋势，便利家庭和企业增加持有外币资产，改善我们的对外资产结构，实现“藏汇于民”。

图11：危机期间发达国家撤回的资金可以弥补资本流入减少的影响



资料来源：国际货币基金组织工作论文，招商证券

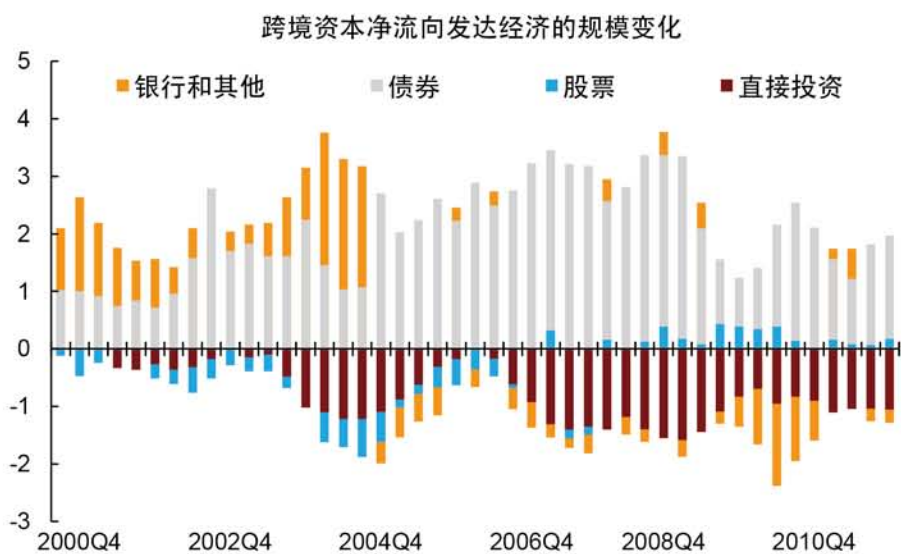
图12：危机期间新兴经济体出现资本流入的“急停”



资料来源：国际货币基金组织工作论文，招商证券

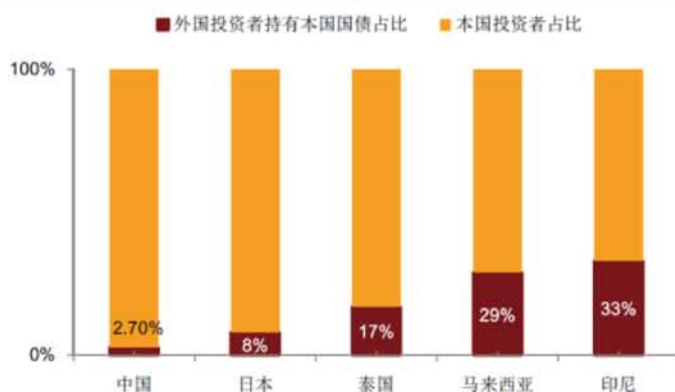
(2) 人民币资本项目可兑换可以在需要的时候为经常项目逆差提供可靠的融资

图13：发达国家资本净流入以债券形式为主



资料来源：国际货币基金组织工作论文，招商证券

图14：发达国家资本净流入以债券形式为主



资料来源：亚洲开发银行，招商证券

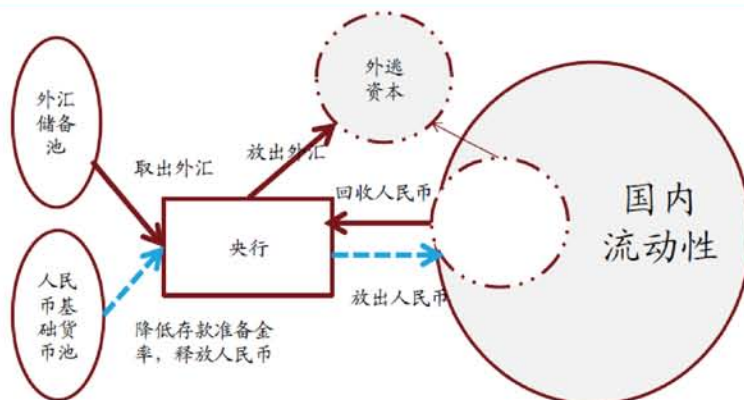
理论上说，中国未来也可能在有些年份甚至连续数年出现经常项目的逆差，这时就有一个如何为经常项目逆差融资的问题。从发达国家的资本净流入结构看，其主要的资本流入方式是债券融资，典型的经济体如上面提到的美国、英国和澳大利亚等。相信未来随着人民币国际化和资本项目可兑换的实现，外国投资者在中国利率债市场中的占比将稳步上升，有望在需要的时候成为中国国际资本流入的一个重要形式。

(3) 更多外国投资者参与有助于降低长期利率水平

愿意购买国债的境外投资者多为主权基金、养老金等长期资金，他们的参与的确可以降低长期国债收益率。央行未来如果真的如路透消息所言进一步对境外机构放开境内银行间债券市场，允许他们进来购买更多债券，这对饱受地方政府债务供给冲击的中国债券市场无疑是一个积极因素。

(4) 实现资本项目可兑换与防范严重资本外逃并不冲突

图14：发达国家资本净流入以债券形式为主



资料来源：亚洲开发银行，招商证券

首先，实现人民币资本项目可兑换也不是资本完全自由流动。其次，美联储等发达国家货币政策正常化有一个过程，为中国实现资本项目可兑换提供时间窗口。第三，中国的对外净资产有助于中国避免严重资本外逃。第四、中国的外汇储备有助于稳定预期，平衡国际收支。第五、资本项目可兑换在“走出去”的同时“引进来”。第六、不要低估中国吸引国际资本流入对冲资本外流的能力。

### （三）人民币加入SDR：信心的艺术

人民币加入国际货币基金组织的特别提款权（SDR）货币篮子的重要问题之一是，中国为何要积极推动人民币加入SDR？

人民币加入SDR实际上会推动人民币国际化中的第三层次：成为国际储备货币。成为储备货币隐含的重要条件便是“国际认可”，因为只有将这样的货币作为储备才能够保证紧急用途下货币能够被对方接受，SDR实际上是“国际认可”这一概念的实体化形式，其根本在于构建对于一国货币的共同信心，而这种信心对于货币国际化显然是至关重要的。

### （四）上海自贸区试点人民币国际化的要点

目前，上海自贸区金融开放创新的49条政策（俗称“金改49条”）将于近期推出。上海自贸区金融安排的核心是形成离岸人民币市场和在岸人民币市场的连接桥梁，短期内可以预见的在人民币国际化层面的进展有两点：第一，开展具有试验性质的合格境内个人投资者(QDII2)计划，即开放个人的资本项目。第二，加快建立以人民币计价的大宗商品交易平台，如石油、黄金、白银等。作为向境外投资者全方位开放的首个期货品种，原油期货再经过三个月左右的准备即可以上市。

结合以上各方面对于人民币国际化的评估，我们认为目前人民币国际化仍处于起步阶段，未来会从结算货币、投资货币、储备货币三个层面齐头并进，继续推进这一过程，预计2020年初步实现人民币国际化。



## 汇改再出发 迎接波动率的回归



**刘东亮**

招商银行总行同业  
金融总部高级分析师

2005年7月21日，中国央行宣布开始实行以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节，有管理的浮动汇率制度，人民币汇改大幕就此拉开。

回首十年汇改路，人民币在复杂多变的国际国内环境下，保持了汇率波动的稳定可控，离岸市场和国际化均取得显著进展，但汇率形成机制改革推进缓慢，波动率低迷，乃至国内企业汇率风险意识仍有待提高，均制约着人民币汇改的推进。如何寻找新起点，让汇改再出发，是汇改十年节点之上需要认真思考的问题。

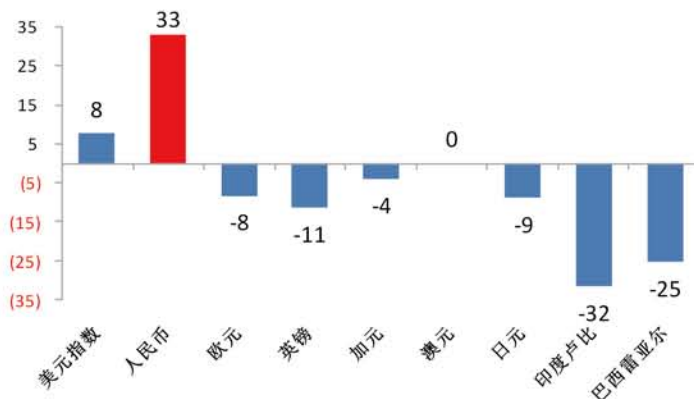
### 一、汇改十年有哪些重大变化？

#### 1、人民币完成单边升值

2005年汇改启动至今，人民币兑美元自8.27升至6.21，累计升值幅度达33%，在主要货币中升值幅度最大，甚至强于进入牛市周期的美元，且在多数时间内维持单边升值走势，2014年后才进入有限度的双向波动。

从国内外经济环境、中国出口承受力、监管层表态等多角度分析，可以认为人民币的单边升值走势已经结束，人民币已经或即将触及均衡汇率，未来重现单边走势的概率极低。

图1：2005年7月至今主要货币升贬值幅度(%)



来源：Wind、招商银行



在兑美元升值的同时，人民币兑主要非美货币同样大幅升值，且由于人民币兑美元事实上的“软盯住”，自美元进入第三轮大牛市以来，人民币兑非美货币以更快的速度升值，这造成人民币实际有效汇率的大幅攀升。

## 2、离岸市场落子，国际化布阵

人民币离岸市场从无到有，从小到大，已经初具规模，NDF和CNH先后成为市场热点，各类跨境业务呈现爆发式增长。

表：人民币双边本币互换协议

| 国家/地区 | 签署时间        | 流动性支持规模              |
|-------|-------------|----------------------|
| 智利    | 2015年5月25日  | 220亿元人民币/22000亿智利比索  |
| 白俄罗斯  | 2015年5月10日  | 70亿元人民币/16万亿白俄罗斯卢布   |
| 马来西亚  | 2015年4月17日  | 1800亿元人民币/900亿林吉特    |
| 南非    | 2015年4月10日  | 300亿元人民币/540亿南非兰特    |
| 澳大利亚  | 2015年4月8日   | 2000亿元人民币/400亿澳大利亚元  |
| 亚美尼亚  | 2015年3月25日  | 10亿元人民币/770亿亚美尼亚元    |
| 苏里南   | 2015年3月18日  | 10亿元人民币/5.2亿苏里南元     |
| 巴基斯坦  | 2014年12月23日 | 100亿元人民币/1650亿巴基斯坦卢比 |
| 泰国银行  | 2014年12月22日 | 700亿元人民币/3700亿泰铢     |
| 哈萨克斯坦 | 2014年12月14日 | 70亿元人民币/2000亿哈萨克坚戈   |
| 香港    | 2014年11月27日 | 4000亿元人民币/5050亿港币    |
| 加拿大   | 2014年11月8日  | 2000亿元人民币/300亿加元     |
| 卡塔尔   | 2014年11月3日  | 350亿元人民币/208亿里亚尔     |
| 俄罗斯   | 2014年10月13日 | 1500亿元人民币/8150亿卢布    |
| 韩国银行  | 2014年10月11日 | 3600亿元人民币/64万亿韩元     |
| 斯里兰卡  | 2014年9月16日  | 100亿元人民币/2250亿卢比     |
| 蒙古    | 2014年8月21日  | 150亿元人民币/4.5万亿图格里克   |
| 瑞士    | 2014年7月21日  | 1500亿元人民币/210亿瑞士法郎   |
| 阿根廷   | 2014年7月18日  | 700亿元人民币/380亿阿根廷比索   |
| 新西兰   | 2014年5月22日  | 250亿元人民币/50亿新西兰元     |
| 欧元区   | 2013年10月9日  | 3500亿元人民币/450亿欧元     |
| 印度尼西亚 | 2013年10月1日  | 1000亿元人民币/175万亿印尼卢比  |
| 冰岛    | 2013年9月30日  | 35亿元人民币/660亿冰岛克朗     |
| 阿尔巴尼亚 | 2013年9月12日  | 20亿元人民币/358亿阿尔巴尼亚列克  |
| 匈牙利   | 2013年9月9日   | 100亿元人民币/3750亿匈牙利福林  |
| 英国    | 2013年6月22日  | 2000亿元人民币/200亿英镑     |
| 巴西    | 2013年3月26日  | 1900亿元人民币/600亿巴西雷亚尔  |
| 新加坡   | 2013年3月7日   | 3000亿元人民币/600亿新加坡元   |
| 总计    |             | 30985亿元              |

来源：人民银行、中国金融信息网、招商银行

人民币国际化也开始迈出步伐，通过签订互换协议，人民币正在大规模走向海外；同时，资本管制尽管藩篱仍在，但已日益松动，在利率市场化接近完成后，汇率市场化及资本账户开放将是下一场攻坚战。

### 3、人民币衍生品市场初露端倪

人民币大幅升值以及双向波动的出现，使得企业正面临前所未有的汇率环境，而贸易融资、跨境、走出去业务的大发展，又使得企业对外币汇率、利率避险需求急速增长，人民币衍生品市场也初露端倪，除传统的远期、掉期外，外汇期权等新型工具正方兴未艾。

不过整体而言，国内企业的外汇风险意识、衍生产品教育等仍处在较为初级的阶段，与中国进出口贸易、跨境投资规模严重背离。

## 二、目前人民币汇率的困境

### 1、汇率无法对经济做出反应，不具备调节经济的功能

汇率的升值贬值波动，一方面是对经济形势变化的被动反应，是经济晴雨表之一。另一方面则可反作用于经济，如以弱势货币配合弱势经济，刺激出口等部门，从而起到调节经济的重要作用。

但人民币汇率至今尚不具备这一功能。在历次外部、内部压力冲击下，人民币多以放缓升值步伐或横盘整理来作为回应，鲜有趋势性贬值出现。在2008-2010年，人民币一度陷入窄幅横盘长达22个月，而自2015年4月份后，在国内经济显著放缓的压力下，人民币再次陷入窄幅波动，两个阶段的波动率均处于极低水平。

当然，在经济动荡之际稳定汇率，有助于稳定市场信心，避免资本大幅外流的冲击。但这凸显出人民币汇率在相当程度上受到非市场因素的制约，价格发现机制并不健全，稳定汇率的代价在于其无法对国民经济起到自动自发的调节作用。

### 2、中间价与波动区间限制了风险释放

目前人民币在中间价上下2%的区间内波动，这种日内波幅设定可以有效加强央行对汇率的管控，防止汇率出现暴涨暴跌，从而对外贸企业构成安全垫，起到保护作用。

但从另一角度来看，由于中间价与即期汇率常常出现大幅偏离，日内波幅设定又构成事实上的“涨跌停板”，导致市场风险加大时反而出现风险堆积，无法迅速有效释放。比如，在2012年4季度，人民币曾连续陷入“跌停”并丧失流动性的境地，与2015年7月A股大跌导致千股跌停无法出清风险类似，这反而会加大市场的恐慌。

### 3、在岸、离岸市场的分割造成国际化泡沫

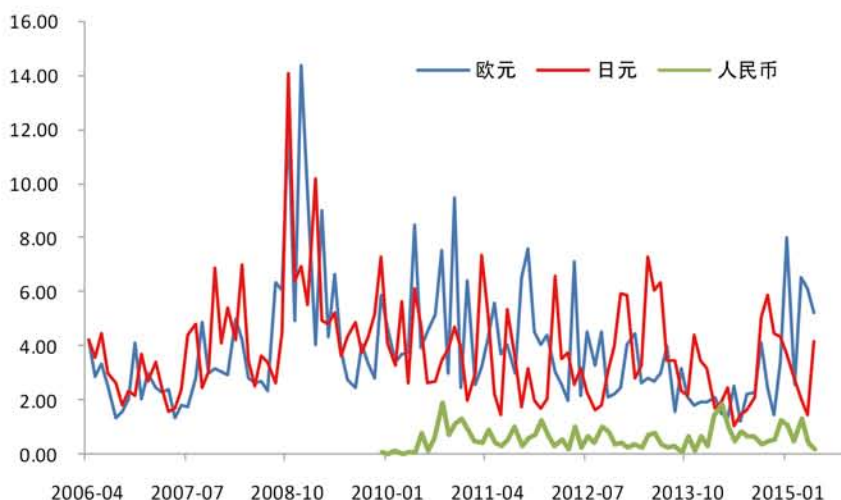
由于在岸、离岸市场的分割局面，两地的即期、远期汇率之间长期保持价差，导致内地资金大量进行跨境套利操作，在一定程度上带来了外贸数据的虚高，同时也带来跨境贸易结算量的激增，造成人民币国际化的泡沫。

## 三、再出发，人民币汇率展望

### 1、波动率回归只是时间问题

当前人民币窄幅横盘显然受到“国家意志”的支配，维稳成为第一任务，但极低的波动率是无法持续的。原因有三，一是汇率需要反映并调节国民经济的客观需求；二是人民币国际化，包括加入SDR等需要更加市场化的定价机制；三是“盯住”美元必然带来汇率失衡，只有在波动中才能发现均衡汇率。

图2：欧元、日元



来源：Wind、招商银行

因此我们认为，人民币波动率的回归只是时间问题。在当前波动率极低的环境下，我们需要搞清楚的是，什么情况下波动率会回归？三种情况或可做参考：

1) 海外经济环境好转。目前与2008-2010年期间颇为相似，全球经济整体疲软，金融市场较为动荡，外需不稳为中国外贸带来压力，进出口连续负增长。我们认为一旦全球经济形势出现改善，金融市场趋于稳定，中国外贸由负转正时，人民币将重回双向波动，这一时点较难预测，未来6-12个月内概率较高。

2) 国内经济见底回升。目前与2008-2010年期间类似的都在于，随着国内外经济不确定因素的增多，股票市场的剧烈动荡又产生溢出效应，市场对人民币出现较为明确的贬值预期，从某种意义上而言，阶段性“盯住”美元也有抵抗贬值压力的考虑。一旦国内经济企稳，波动率有望回归，从国内稳增长政策不断发力和宏观经济数据的最新变化来看，可能4季度后经济企稳的形势会趋于明朗。

3) 国内经济硬着陆，货币政策失效。假如国内稳增长举措失败，经济出现硬着陆，作为对货币



政策的补充，动用汇率政策的可能性会大幅上升，届时人民币的波动率回归可能会以显著贬值的特征出现。不过我们认为，出现这种情景的可能性很低。

总体而言，我们认为短期内人民币将继续保持窄幅波动。但如果国内外经济没有遭遇新的意外冲击的话，双向波动的概率将逐渐增大，特别是4季度后，新的双向窗口将再次打开。

我们预计，新的双向波动将会不同于以往，虽然不一定会很快放宽日内波幅区间(实际上目前围绕中间价上下2%的区间可以满足绝大多数日内波动需求)，但周度、月度的波幅将会有显著提高，同时中间价改革可能也会提上议事日程。毕竟，与利率市场化相比，目前的汇率市场化进度已经大幅落后了。

但一个颇费思量的问题是，波动率回归后人民币究竟是升是贬?这很难回答，由于“有管理的浮动汇率制”的存在，国家意志仍将起到关键作用。考虑到内外经济形势的变化，以及稳定资本流动的需要，贬值在短期内是很难被接受的，大幅升值的空间也基本不存在。我们预计人民币可能会在一个较以往更宽的区间内做双向波动，比如6.0-6.35(当然这种预测往往不那么准确)，不具备趋势性方向。

## 2、涉外企业迎来利率、汇率双升风险

对于有美元负债的企业而言，未来将会面临利率、汇率风险双升的局面。由于美联储加息临近，以LIBOR和美国国债利率为定价基准的外币融资，都面临成本日益上升的压力；同时，在人民币波动率回归后，企业面临的汇率风险，特别是汇率远端风险会进一步放大，企业遭受汇兑损失的可能性大增。

如何规避利率、汇率双升风险，将会成为企业和银行共同的诉求，衍生品市场将迎来大发展。

除了远期等传统的避险手段外，预计IRS、期权等产品的运用会加速铺开，这三者是目前银行间市场多数衍生品的构建主体，其本质均是将未来的不确定性转换为确定性。例如通过IRS，将企业的浮息利率转换为固定利率，锁定利率风险。

衍生品的运用，除了可以满足企业的避险需求外，还可以在在一定程度上满足企业的投资需求。如使企业获得超出一般人民币存款的额外投资收益，亦有可能通过外汇期权操作博取额外收益(并不推荐投机操作)。

同时，在美元走强并加息的大背景下，企业亦可选择如欧元等非美元货币的负债。这样一方面可以规避美元加息带来的融资成本上升压力，另一方面可以享受到非美货币贬值带来的汇兑收益。

## 3、人民币终将进入利差驱动时代

对于12个月以上人民币的远景展望，将是较为模糊和不确定的。但大体上我们认为，随着资本项目愈加开放，以及汇率市场化的推进，人民币终将在某一时点进入利差驱动时代。



图3：欧元汇率与欧美国债利差



来源：Wind、招商银行

通过研究其他较为成熟的货币可以发现，利差是某个货币对周期性行情的决定性力量，拥有利率优势的一方，或者利率预期向好的一方，总是会出现升值，反之则会出现贬值。这对我们理解人民币的长期走势将有极大帮助。

当人民币进入利差驱动时代后，中美之间的利差将会决定人民币兑美元的升贬。但难点在于，如何选择中国的参照利率？由于尚未建立起像美国那样以国债利率为核心的利率体系，中国的R007、SHIBOR、国债利率，甚至贷款利率都可以看作是利率体系的核心价格，以哪个指标做为参照仍需视利率市场化的推进而定。

## 人民币汇改十周年

### ——政策实施与市场机制博弈所决定的汇率大趋势



**柳瑾**

中粮期货研究院副总监

自2005年7月21日中国人民银行历史性的宣布：实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度以来，其后2010年二次汇改，整整经历了十周年。人民币汇率形成机制进入了政策调控和市场机制共同决定的“双轨制”阶段，浮动汇率有利于经济调整，化解宏观经济、资本市场内在的诸多问题。然而在政策实施中与市场机制的影响力此消彼长、相互影响，有时加速汇率趋势形成、有时又相互冲突。本文着重讨论在政策实施过程中市场机制是如何博弈，如何影响了过去人民币汇率走势，并继续决定了未来汇率的大趋势。

2005年汇改后人民币汇率开始了单边升值的阶段。此时逐利的境外资本开始不断流入境内，大量持有人民币资产。热钱涌入主要有两种模式：第一种：直接进入房地产和股市，推升国内资产泡沫，这也给后来的股市和房市带来了隐患。第二种：以各种名目投资境内实体企业，获取经济高速增长收益的同时获得汇率升值收益。热钱流入带来了人民币升值的自我实现的循环，推升人民币加速升值，于是一方面央行减缓汇率升值的进度、一方面外管局严控热钱涌入。然而一旦预期打开，热钱通过各种渠道涌入国内实体经济和资本市场。最终人民币兑美元汇率自8.2的水平升值至6.8的水平，升值17%左右，远远超过汇改初期设定的2%水平。

2010年第二次汇改后人民币进入加速升值阶段。最重要的变化是香港离岸人民币市场的建立和人民币国际化战略的推行。由于外贸持续顺差的延续、08年金融危机后美元的贬值，人民币汇率在市场决定供求的基础上继续升值。此时美国QE释放的巨量资本不愿投资美国境内投资高风险资产，因而更加饥渴的寻求全球范围内高收益的投资标的。此时持续升值的人民币无疑成为热钱投机的理想目标。此时热钱涌入的模式有三种：第一种，仍是直接进入中国的股市和房地产市

场；由于2010年后股市大跌，而房地产却是高歌猛进，热钱更多的是进入房地产市场。第二种，是利用贸易融资的方式，在获取汇差的同时获取利差；2010年后美国不断降息、中国却保持高利率，中美利差不断扩大，贸易融资的套利大行其道；第三种，借助新兴的离岸人民币市场CNH与在岸人民币市场CNY之间的价差套利。此时，境外热钱继续赌人民币升值，而境内市场要适度贬值以利于外贸出口，因此CNY的汇率始终要低于CNH的汇率，造成大量投机者、包括国内贸易商，利用人民币结算在国内以较低CNY融入人民币，再到离岸市场高价卖出人民币CNH，套取汇差。实际的操作中，可能是多重模式并行。造成了国内通货膨胀、资产泡沫、人民币过快升值多重压力并行。央行、外管局此后频频出手，严控贸易融资、热钱涌入，然而人民币升值的趋势却完全没有改变，汇率自2010年的6.8一路上升到2014年初的6.1的极限水平，升值幅度10%。

2015年人民币汇率进入大幅双向波动阶段。改革在政策与市场机制博弈中已经逐步步入成熟阶段，市场已经逐渐发挥越来越大的力量。从“市场供求为基础”来说：供求基础已经从原来的贸易为主的经常帐项目转为资本项目为主趋势拐点；资本流动方向从贸易顺差带来的单边流入，转为以对外投资为主的双向流动。从“参考一篮子货币”来说：篮子参考货币美元与人民币逐步步入竞争阶段、欧元在欧债危机后信誉已经受到打击、日元重归大幅长期贬值通道，美国、日本建立TPP体系与中国、欧洲成立亚投行相互竞争。参考权重问题面临重大调整。从“有管理浮动”来说：中国未来最主要的战略是人民币国际化，具体落实是资本账项目开放并争取加入SDR，同时稳定经济、避免系统性风险。这些要素综合决定了人民币汇率会整体稳定趋势下，增大双向波动幅度的大趋势。



由中国金融信息网主办的“人民币汇改十周年高峰论坛”于2015年7月18日在中国人民大学隆重举行。与会嘉宾围绕包括人民币国际化之定价权在原油市场的竞争、人民币国际化与SDR、离岸人民币期货市场发展现状及对策、人民币汇率发展变化与保值策略等议题进行了深入的讨论。

## 争夺原油话语权和人民币国际化相辅相成

陈凯 北京大学经济学院精算发展研究中心主任



北京大学经济学院精算发展研究中心主任陈凯发表主题演讲 中国金融信息网 董丹摄

作为大宗商品的投资品种，原油与其他商品有着本质区别。原油是重要的战略储备，对国家经济有重要意义，把握一国经济命脉。而中国作为世界大国之一，在原油的进出口规模上排在世界前列。所以原油这一非常重要的商品对中国经济发展和中国在世界上的地位都具有重大的战略意义。然而，现实是残酷的。目前中国在全球原油定价话语权远远落后于欧美国家。

### 原油定价权的历史研究

目前世界原油市场分为现货和期货交易。现货交易主要集中在纽约、伦敦、鹿特丹、新加坡和迪拜，基本上分布在美国、欧洲、亚洲和中东地区。目前世界上重要的原油期货合约有4个：纽约商业交易所（NYMEX）的轻质低硫原油即“西德克萨斯中质油”期货合约、高硫原油期货合约，伦敦国际石油交易所（ICE）的布伦特原油期货合约，新加坡交易所（SGX）的迪拜酸性原油期货合

约。目前，美国和伦敦这两个国家的交易所主要掌握原油定价权。

在过去100年的历史中，由于原油涉及生活和军事的诸多方面，原油定价权对于该国的战略意义十分重要，实际上获得了更大的经济发展空间。所以尽管作为发展中国家，但中国也要争夺原油的定价权。

### 中国争夺原油定价权面临的困难

制约中国争夺原油定价权的首要困难是原油战略储备不足。英国伦敦拥有北海石油，西德克萨斯拥有充足的美国南部、太平洋和大西洋的原油。没有充足的储备就没有话语权，尽管中国是原油进出口大国，但其实仍要进口高质原油，战略储备并不充足。

造成中国原油储备不足的主要有三个原因。首先，包括新疆和大庆的油田是内陆油，油品质量较差，开采较困难。第二，对于海上原油的开采则技术不足。第三，中国石油储备相对国际上很多国家远远不足，这也是中国在争夺原油的定价话语权里面最关键的一点。

同样，这三点也使中国在争夺原油定价话语权上远远落后。

### 如何看待中国争夺原油话语权和人民币国际化

尽管中国在寻求与沙特阿拉伯等中东地区合作，与美欧分庭抗争，但这也不是轻而易举的。如果想争夺原油市场话语权，一定要和人民币国际化联系起来，包括在“一带一路”的战略下，联合中东地区、东亚和东南亚很多国家和地区从而获得原油定价的话语权。目前大部分原油期货基本上都是美元结算。而如果一个国家的货币想具有话语权，就要让更多人使用。“一带一路”战略实际上是人民币国际化的实践。更多的国家和地区使用人民币结算，意味着人民币将获得更多的流动性，而中国也会提升其在世界上的经济地位。所以，人民币国际化的最终目的实际上就是具有强流通性。

对于原油而言，美国之所以在国际上具有很高的经济地位，实际上与原油也是相关的。国际上流通的石油美元规模目前大概在1.4万亿到1.8万亿美元之间，这笔石油美元在期货市场不停交易，不需要储备，永远都是美元，不会换成其他货币，就不会有任何汇率的波动性。所以，对于美国而言，美元变成石油美元，石油美元变成商品美元，变成一个非常有趣的循环。由于石油的战略重要性和交易规模巨大，这个循环对于美元价格稳定至关重要。

所以，人民币国际化要增加流通性，通过原油定价，通过现货和期货的交易，就会让更多人愿意用人民币结算。

目前原油期货和石油沥青期货已经在上海期货交易所上市。2014年12月，证监会正式批准上海期货交易所其国际能源交易中心开展原油期货交易，原油期货交易肯定使用人民币结算，这样会有更多人愿意持有人民币，人民币汇率会更稳定，也就会达到国际化标准。

从这个角度上来看，人民币国际化和原油期货实际上是相辅相成的关系。原油期货对人民币国际化的促进作用不言而喻。因为有更多人愿意使用，自然促进人民币国际化飞速发展。反过来，如果人民币国际化发展顺利也会对我国原油定价话语权争夺起到帮助作用。

原油期货的推出还与百姓生活息息相关。第一、目前中国现行的成品油定价调整机制是国家发展改革委根据西德克萨斯和布伦特原油期货一段时间内的波动性进行调整。如果国内上市原油期货，可以直接根据其价格定价，定价权实际上会变得更公开和透明。第二、对于个人投资者来讲，原油期货一种投资标的。对于企业来说，原油期货是很好的对冲方式。中国是原油进口大国，很多企业都需要从国外进口原油，如果可以通过对冲机制防范价格波动的风险，对公司的未来发展和风险管理起到促进作用。而且最重要的是通过人民币结算，不再需要应对汇率风险。

无论是从国家层面还是企业、个人投资需求角度，掌握原油定价的话语权对中国经济发展和人民币国际化都有非常显著的意义。



## 汇改十年看人民币国际化

### ——加入SDR不只是面子问题

陈周阳 姜楠 中国金融信息网人民币频道



中国金融信息网人民币频道陈周阳发表主题演讲 中国金融信息网 董丹摄

2015年是人民币汇率改革十周年，也是中国金融改革关键年。为推动国际货币基金组织（IMF）将人民币纳入特别提款权（SDR）货币篮子之中，中国计划在今年实现人民币资本项目完全可兑换。什么是SDR？加入SDR的意义在哪？人民币今年加入SDR的可能性有多大？对中国资本账户开放和人民币国际化又有怎样的影响？

#### 一、什么是SDR

SDR是特别提款权（Special Drawing Right）英文首字母缩写，它是国际货币基金组织于1969年代创立的用于补充成员国官方储备的一种国际储备资产。

SDR由一篮子货币组成，在通常情况下该货币篮子每五年审核一次。今年10月或11月将进行最新一次审核，其审核考察时段为2010年1月至2014年12月，审核结果将于今年年底公布，并于明年1月开始正式生效。

##### 1、为什么创设SDR

创设初衷是为了避免“特里芬难题”导致布雷顿森林体系的崩溃。

特里芬难题实际上是指出了在布雷顿森林体系下，保持美元清偿能力和维系对美元的信心这两者之间的矛盾。而美元供给量太多，就会发生不能兑换黄金的风险，从而导致对美元的信心危机；而美元供给量太少，又会发生国际清偿力不足的问题。在这样的情况下，SDR应运而生。

在改革国际货币体系这个问题上，两方面的力量针锋相对。美国希望维持美元在国际货币体系中的关键地位，而以法国为首的西欧国家则主张建立一种以黄金为基础的储备货币单位，以代替美元与英镑。最终的解决方案是创设一种替代黄金的储备资产。这种新的储备资产既不是货币，也不是债券，而被命名为特别提款权。

## 2、SDR的演进

1969年IMF创立SDR之初以黄金定值，1个单位的SDR被设定为等于0.888671克黄金，等同于当时1美元的含金量。

在1973年布雷顿森林体系崩溃，1974年IMF宣布SDR与黄金脱钩，改用一篮子16种货币作为定值标准，这16种货币是1973年前5年在全球商品和服务出口总额中占1%以上的成员国货币。

1980年，IMF认为16种货币的定值方式过于复杂，不利于提高SDR的吸引力，于是货币篮子简化为5种货币，即美元、马克、日元、法郎和英镑。

2001年欧元取代法郎和马克，SDR货币篮子简化为4种货币，包括美元、欧元、英镑和日元。

SDR货币篮中各币种的权重主要由两个因素决定，首先是过去5年内该货币被IMF其他成员国作为外汇储备所持有的总量；其次是该国或地区商品和服务的贸易量。2011年1月1日进行的最新一次调整后，美元占SDR的权重由44%降低至41.9%；欧元占SDR的权重则从34%提升至37.4%；英镑占SDR的权重变化较小，从11%变为11.3%；日元占SDR的权重由11%降低至9.4%。目前在SDR中权重最高的分别是美元和欧元，两者合计占到了79.3%。

## 3、SDR的作用

自SDR创立以来，IMF已对其成员国进行了4次SDR分配。包括3次普通分配和1次特别分配，累计总额达到2040亿特别提款权。

1973年布雷顿森林体系崩溃后，全球主要货币转而施行浮动汇率制度。这使得SDR此后很少被实际使用。一般情况下，当一些小国家需要紧急援助时，SDR才会被使用。例如，2009年全球金融危机之后，1826亿SDR（相当于2810亿美元）被用于帮助一些小国应对国内经济问题，包括波斯尼亚和马拉维、毛里塔尼亚、摩尔多瓦、塞尔维亚、乌克兰和津巴布韦等国。这一援助计划金额的大小相当于2009年新兴经济体外汇储备总额的约5%。

但在目前的国际货币体系下，SDR的功能和作用是有限的。它主要充当国际货币基金组织的价值尺度，各国与基金组织交往的账户的计价单位，基金组织统计数据的计价单位；同时它也是基金组织的储备资产。目前，各国的储备资产中都有一定的份额SDR，在全球的国际储备资产中大约占到2%。

## 二、人民币为什么要加入SDR

中国为什么要不遗余力的推动人民币成为SDR篮子货币？

1、首先，从人民币国际化角度看，虽然SDR本身并不是一种重要的储备资产，仅仅是各国央行所持有的一种名义上的储备货币，但目前SDR的四个组成货币可能是世界上最举足轻重的货币。人民币一旦纳入SDR，将进一步鼓励各国央行和主权财富基金持有人民币计价资产，由此提高了人民币作为一种储备货币的地位。这意味着人民币在国际金融体系中的重要性获得正式认可，即人民币国际化的一个里程碑。

2、从更宏大的层面来说，人民币加入SDR的象征意义非常重要，一定程度上代表了IMF和官方机构的背书，既是对中国在世界经济中日益增强的影响力的认可，也有利于增强市场对人民币的信心。

3、更深层次的目的是推进中国金融改革，特别是在资本账户开放方面。中国政府旨在为人民币加入SDR创造条件而出台的政策措施，将推动中国金融体系的改革与开放，从而对中国经济产生深远的影响。如果处理得当，加入SDR对中国金融业的推动性影响堪比当年加入WTO对实体经济、尤其出口部门的促进作用。

### 三、人民币加入SDR的可能性

#### 1、IMF的态度

IMF最新表态是，对人民币加入SDR货币篮子表示欢迎，并认为和中国在这一方面持有一致的目标，并将为此一道做出积极努力。正如基金组织总裁拉加德所说，人民币加入特别提款权不是要不要的问题，而是何时加入的问题。

IMF2015年5月26日最新评估认为，人民币在过去一年里实际有效汇率大幅升值使得当前的人民币币值不再被低估。这是基金组织10多年来首次改变对人民币汇率看法。这也被解读为人民币加入SDR的可能性增加。

IMF为什么会改变对人民币汇率的看法呢？回顾一下中国汇改历史轨迹和人民币汇率的变化。

#### 1) 汇改历史轨迹

汇率制度本身是市场经济体制的一部分，其变化伴随了中国在1978年以来的改革历程，简要回顾中国改革开放以来的汇改历史轨迹，大致可以分为三个阶段。

第一阶段（1979年-1993年），汇率双轨制。这一阶段分为两个时期，第一个时期官方汇率先与贸易内部结算汇率并存，而后官方汇率与外汇调剂市场汇率并存。

在这个阶段，在中国的开放战略下，经济和外贸增长已经较快，但由于进口较多，所以贸易顺差非常有限，经常处于逆差状态，因此外汇储备还处于稀缺，政策目标追求更多的外汇以保证债务安全和进口先进设备。人民币汇率总体上在不断贬值以促进出口。



第二阶段（1994年-2004年），有管理的浮动汇率制度。这一制度的特点是单一的、以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度，其实质是盯住美元浮动。实施了十多年之久的双轨制汇率制被取消，1994年4月实行银行结汇制，建立了全国统一规范的银行间外汇交易市场。但完全意义上的汇率市场化还未实现。

1994年1月，人民币一步并轨到1美元兑换8.70元人民币，一次性贬值33%。人民币的贬值使我国在此阶段的贸易增速屡创新高，国家外汇储备也在此期间大幅上升。

1997年后，人民币汇率始终盯住美元汇率的走势在较窄范围内浮动。1998年初，为防止亚洲金融危机期间周边国家和地区货币轮番贬值的进一步扩散，我国政府承诺人民币不贬值。此后到2004年，人民币兑美元几乎固定在1:8.2765左右，并在长达6年的时间中波幅上下不超过0.0411%，与此同时，人民币对其他币种的汇率波幅颇大。

第三阶段（2005至今），实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。这标志着人民币汇率体制进入到一个新的阶段，从此转向更加灵活的汇率制度。人民币兑美元汇率自此开始了持续的升值。在2008年全球金融危机期间，中断了汇率市场化进程，从2010年开始重启汇率改革，恢复了人民币汇率的波动。

这个阶段，人民币汇率波幅区间经历三次调整。2014年3月，中国人民银行宣布自2014年3月17日起，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%。

## 2) 汇改十年人民币汇率走势



2005年汇改以来人民币汇率变化大概分为四个阶段。

第一阶段（2005年7月-2008年9月），人民币兑美元汇率单边升值，累计升值幅度18.8%。

第二阶段（2008年9月至2010年6月汇改重启前），全球金融危机期间，人民币汇率波动性减小，升值趋势暂时停止。人民币兑美元基本保持在6.82-6.84左右的水平保持横盘。



第三阶段（2010年6月-2014年1月），这个阶段人民币汇率再次出现整体阶段性升值，升值幅度近12%。在2014年1月，人民币即期汇率和中间价分别达到2005年汇改以来新高，分别为6.0406和6.0930。

实际上，这期间人民币汇率先后出现了两次贬值。第一次出现在2010年年中，尽管当时贬值幅度只有0.5%左右，但是却打破了人民币兑美元单边升值的预期。第二次是在2012年5月，人民币再次进入贬值通道，人民币兑美元汇率从6.27一路贬至6.38，累计贬值高达1.8%。



第四阶段（2014年1月至今），人民币汇率走势的双边波动态势逐渐常态化，标志着人民币汇率进入了新的阶段。去年3月17日，人民币兑美元汇率每日波幅从1%扩大到2%，增加了一倍，市场作为定价者的能力得到加强。

2014年全年，人民币兑美元中间价累计下跌0.36%，人民币即期汇率全年贬值2.42%，都是2005年汇改以来首次年度下跌。

纵观2015年上半年，人民币即期汇率基本跟随中间价，呈现先贬后升再盘整走势。



整体看，2005年7月份人民币汇率改革以来至今，人民币兑美元中间价累计升值近32.5%，人民币即期汇率累计升值30.6%。人民币实际有效汇率累计升值52%。

同时，央行大幅减少外汇干预，基本退出常态化的市场干预。人民币有升有贬、双向波动稳步扩大，汇率预期开始分化。市场对于人民币汇率已接近均衡水平的判断也逐渐成为共识。

另一方面，如果按照国际货币基金组织评判一国货币汇率均衡与否的标准（经常项目占GDP比重在正负4%之间）衡量，从2010年起，我国的经常项目差额占GDP的比重就已回落至4%之下，如今已降至2.3%。而此次IMF有关人民币没有低估的首次表态，实际上是对汇改十年的认可。

对于未来人民币汇改方向，IMF也给出了建议，敦促中国在进一步扩大汇率灵活性方面加快步伐。对于像中国这样希望实现以市场为基础的定价和迅速融入全球金融市场的大国而言，灵活的汇率机制是必要的。更大的汇率灵活性，仅在需要避免非正常市场条件或过度波动的情况下才进行干预，对于未来汇率不偏离均衡水平至关重要。在这一方面中国的改革目标应当是在未来2-3年内基本上实现浮动汇率。

## 2、IMF投票权与人民币加入SDR

IMF投票权(Voting power)代表成员国对IMF决策的影响力，成员国的投票权愈大，其话语权愈高，对重大事项的决策就更具影响力。IMF投票表决是以多数票原则为基础的，包括51%的简单多数、70%的普通多数和85%的特别多数三种。

如果人民币加入SDR进入IMF成员国投票表决程序，根据《国际货币基金组织协定》：“确定特别提款权价值方法由基金组织以总投票权70%的多数票决定。但是，改变定值原则或根本性地改变现行原则，应经总投票权85%的多数通过”。人民币加入SDR可能只涉及确定SDR的定值方法，不属于改变定值的原则或根本性地改变现行原则，因此只需总投票权达70%的成员国支持就可通过。



而从前20个拥有1%及以上投票权的IMF成员国中，有的国家设有人民币业务清算行，有的与中国签署了货币互换协议，或被授予了RQFII额度。鉴于人民币是否被纳入SDR对大多数国家而言没有直接影响、且中国明确表达了加入意愿，对这些国家而言或许投赞成票能获得更大的经济或政治利益。值得注意的是，包括中国在内的亚投行成员国在IMF的投票权总份额为53.72%。这些国家投赞成票的可能性较大。

尽管美国（16.74%）和日本（6.23%）的态度仍未明朗，但人民币加入SDR不属重大事项，因此不需两国国会通过，不排除两国政府最终同意此次修订，因此中国获得70%的投票权仍有相当大的可能。

### 3、人民币加入SDR的技术性审查

在进入投票程序前，人民币加入SDR必须先完成IMF的技术性审查。目前，一国货币被纳入SDR货币篮子必须符合两个标准：1）货币发行国的商品和服务出口量位居世界前列；2）该货币满足“可自由使用”（Freely Usable, FU）标准。

目前中国已是全球第二大商品和服务出口国，显然已符合第一个标准。在2010年的审核中，人民币不符合“可自由使用”标准而未能纳入SDR货币篮子。2011年，IMF为了达到扩充SDR货币篮子的目的，考虑将重要的新兴经济体货币加入货币篮子，为原有的“可自由使用”制定了量化指标，并提出了替代方案。包括四种评估指标：在各国外汇储备中所占比重、外汇衍生品市场交易量、是否有基于市场机制的利率工具以及外汇现货市场交易量。人民币是否符合“可自由使用”的标准仍存在争议。

#### 1) 在各国外汇储备中所占比重

从上一次评估至今，全球外汇储备货币各币种占比一直保持较为稳定。SDR货币篮子中的四种货币占比在2014年依然高达接近93%，其中比例最高的为美元，接近63%，其次为欧元为22%，英镑和日元均接近4%。近年来，随着各国央行开始多样化投资外汇储备，SDR货币篮子之外的货币也开始被大量使用，其中几种商品货币的上升幅度较大，澳元和加元的占比均接近2%，其他货币共占3%左右的份额。无从得知人民币的具体占比，但根据中国人民银行的数据，据不完全统计，截至2015年4月末，境外中央银行或货币当局在境内外持有债券、股票和存款等人民币资产余额约6667亿元。全球30家央行与货币当局已把人民币纳入外汇储备，人民币已经成为全球第七大储备货币。

#### 2) 全球外汇市场交易量

根据国际清算银行（BIS）的数据，2013年人民币现货和衍生品市场日均交易额达1200亿美元，其中离岸衍生品市场日均交易额超过500亿美元，成为全球第九大外汇交易货币。上述交易额在2013年之后可能均已进一步增长。

根据中国人民银行的数据，2014年，中国境内人民币外汇市场（含银行间市场和银行代客市场）日均交易量550亿美元。全年银行间市场人民币外汇即期成交折合4.12万亿美元，同比增长1.2%；人民币外汇掉期交易成交折合4.49万亿美元，同比增长32.1%；人民币外汇远期市场成交折合529亿美元，同比增长63.5%。

据不完全统计，2014年香港、新加坡、伦敦等主要离岸市场人民币外汇交易量日均超过2300亿美元。

### 3) 利率市场化工具

这要求外国可以自由购买人民币利率市场化的金融资产。我国已于2013年全面放开金融机构人民币贷款利率管制，2014年以来，我国利率市场化改革继续推进，在放松利率管制、加强机制建设和推进产品创新等多方面都取得了重要进展。但是中国利率市场化尚未最终完成，该项评估可能难以得到较高评价。

虽然人民币按上述标准衡量加入SDR货币篮子尚有差距，但随着人民币在过去5年的国际化进程以及资本账户开放步伐明显加速，加上SDR货币篮子的加入标准具有一定的主观性，人民币仍有相当大的机会于通过技术性审查。

综合分析，以下几个方面有利于人民币加入SDR：

#### 1、双边本币互换

截至2015年6月30日，中国人民银行已先后与32个国家或地区的货币当局签署货币互换协议，总额度为3万亿美元（不包括已失效未续签规模）。

央行货币互换可以视作国际储备的补充。同时，货币互换的实质性动用明显增加。2014年，境外中央银行或货币当局发起本币互换交易金额共计1.1万亿元人民币，动用人民币金额共计380亿元。截至2014年末，境外中央银行或货币当局发起本币互换交易金额约2.3万亿元人民币，动用人民币金额共计807亿元；人民银行发起本币互换交易折合人民币共计41亿元，动用对方货币折合人民币共计15.8亿元。

#### 2、人民币清算安排

截至2015年7月，中国人民银行共在17个国家和地区建立了人民币清算安排，覆盖东南亚、西欧、中东、北美、南美、大洋洲和非洲等。人民币清算安排的建立，有利于上述国家和地区的企业和金融机构使用人民币进行跨境交易，进一步促进贸易投资便利化。

另一方面，在境内中外资银行的密切配合下，人民银行计划于2015年年底前在上海上线运行CIPS（一期）。CIPS（一期）建设采用国际通行的ISO20022报文标准，并计划将运行时间设定为9:00-20:00，部分满足亚洲、大洋洲和欧洲等时区人民币业务发展的需要。CIPS将成为我国重要的



金融基础设施，遵循《金融基础设施原则》等国际标准，对促进人民币国际化进程将起到重要支撑作用。

### 3、人民币国际债券

2014年中国债券市场共发行人民币债券11万亿元，同比增长22.3%；截至2014年末，债券托管余额35万亿元，同比增长18%；全市场共成交结算396万亿元，同比增长30.6%，其中，现券交易43.2万亿元，交易活跃度稳步回升。截至2015年4月末，共有232家境外机构获准进入中国境内银行间债券市场，债券托管余额为6346.1亿元。

按照国际清算银行（BIS）狭义口径，截至2014年末，以人民币标价的国际债券余额5351.18亿元，其中境外机构在离岸市场上发行的人民币债券余额5304.8亿元，在中国境内发行的人民币债券（熊猫债）余额46.3亿元。

离岸人民币债券方面，2014年离岸人民币债券发行规模达到2500亿元，远远超过2013年全年约1100亿元的发行规模。各离岸人民币中心均开始发行人民币计价债券。除了香港“点心债”和台湾“宝岛债”，还包括法国“凯旋债”、德国“歌德债”、卢森堡“申根债”、澳大利亚“大洋债”、新加坡“狮城债”、韩国“泡菜债”、马来西亚“金虎债”、阿联酋“酋长债”和日本“富士山债”等。

### 4、RQFII试点

截至目前，人民币合格境外机构投资者（RQFII）试点已拓展到13个境外国家和地区，可投资额度达9700亿元。其中，香港获得的RQFII额度最高，达到2700亿元。新加坡、澳大利亚、加拿大、瑞士、卢森堡、智利以及匈牙利分别获得500亿元RQFII额度，英国、法国、韩国、德国分别获得800亿元RQFII额度，卡塔尔获得300亿元额度。

截至2015年6月30日，已批准132家人民币合格境外机构投资者（RQFII），累计获得可投资总额度3909亿元，较5月末增加82亿元。

### 5、人民币稳居全球第五大支付货币

根据环球银行金融电信协会（SWIFT）报告，今年5月，人民币作为全球支付货币的排名保持在第五位，市场占有率则升至2.18%。排名前四的货币恰好是目前SDR篮子货币。截至5月，已有1081家金融机构将人民币作为与中国的支付货币，约占与中国之间货币支付量的35%，而2年前这个比例约为29%。以使用人民币的金融机构的数量而言，与2年前比较，则增加了22%。

根据中国人民银行数据，截至2014年末，与我国发生跨境人民币收付的国家达189个（不含港澳台等境外地区）。

## 四、人民币加入SDR不只是面子问题



虽然资本账户开放并非人民币加入SDR的必要条件，但这无疑有助于达到“可自由使用”这一关键标准。

当前中国积极推进资本账户开放表面看是为了加入SDR，但加入SDR并非此项改革的最终目的。美联储前主席伯南克曾表示，中国推动人民币成为SDR货币的强烈愿望来自于“荣耀感和国家形象”，“如果人民币成为SDR货币，对普通中国人没有丝毫影响。主要是象征性意义。”但是伯南克忽视了资本账户开放在中国整体改革进程中的地位和作用。这就是我们想说的人民币寻求加入SDR不只是面子问题。诚然，人民币成为SDR篮子货币，将有助于推进人民币国际化进程。但是，成为SDR并不能保证人民币国际化的成功，它既不是人民币成为国际储备货币的必要条件，更不是充分条件。关键在于能不能利用这个契机，有序推进资本账户开放、加强基础设施建设，使人民币成为真正意义上的国际货币。

### 1、资本账户开放的进程

在“十二五规划”中有这样的表述：“完善以市场供求为基础的有管理的浮动汇率制度，推进外汇管理体制的改革，扩大人民币跨境使用，逐步实现人民币资本项目可兑换。”。2015年是“十二五规划”的最后一年，人民币资本项目可兑换无疑是今年中国金融改革的核心内容之一。

回顾中国资本账户开放历程，基本是渐进地推进开放。

从1978年开始，中国在吸引和利用外资方面放松管制，事实上启动了人民币资本项目可兑换的进程。到1996年，中国接受IMF章程第八条款义务，实现了经常项目可兑换。

此后，资本账户开放成为国际收支改革的主要内容。在经历了亚洲金融危机期间的倒退，相关改革在2001年入世后得以加速推进。

2002年推出合格境外机构投资者（QFII）制度，允许外资进入中国资本市场。

此后，中国一方面在2005年改革了汇率形成机制、实行有管理的浮动汇率制度，人民币进入了一个长期升值的通道；另一方面开始鼓励资金有序流出、促进国际收支平衡，外汇管理由“宽进严出”向“双向均衡管理”转变。

2006年，出台了合格境内机构投资者（QDII）制度，允许境内投资者投资境外证券市场。

随着2009年开始跨境贸易人民币结算试点，人民币国际化正式启动。

随后分别在2011年和2014年出台了人民币合格境外机构投资者（RQFII）制度和人民币合格境内机构投资者（RQDII）制度。

2014年，“沪港通”推出，标志着我国资本市场双向开放取得突破性进展，人民币资本项目可兑换迈出的坚实一步。2015年，内地与香港基金互认正式实施。“深港通”有望在今年推出。

### 2、中国资本账户开放程度

按照中国人民银行调查统计司课题组在2012年所作的研究，中国资本账户不可兑换项目有4项，占比10%，主要是非居民参与国内货币市场、基金信托市场以及买卖衍生工具。部分可兑换项目有22项，占比55%，主要集中在债券市场交易、股票市场交易、房地产交易和个人资本交易四大类。基本可兑换项目14项，主要集中在信贷工具交易、直接投资、直接投资清盘等方面。而根据IMF《汇兑安排与汇兑限制2014年报》，按资本市场工具等13个大类分，中国仅商业信贷1类被认为无管制。中国是大类管制最多的国家之一，高于OECD国家和许多新兴市场国家。分细项看，在42个项目中完全不可兑换的有3项，涉及非居民参与境内货币市场、集合理财以及衍生品交易。

总体看，几乎所有资本项目交易依然处于不同程度的管制之下，与资本账户完全开放还有一定距离。

与此同时，管制措施还有如下特点：

1) 资本流出严于资本流入。虽说鼓励均衡流动，但是“宽进严出”态势依然延续。例如，国内企业在境外股权融资已较为普遍，但境外公司登陆中国股市仍有实质障碍。

2) 短期流动严于长期流动。这是为了减少投机性高频资本活动对中国金融体系的冲击。例如，证券投资的开放度远低于直接投资。

3) 复杂交易严于简单交易。这也是出于审慎的考虑，尤其中国金融市场精细化程度还不高。例如，衍生品交易处于严格限制之下，且在未来一段时间内可能继续保持。

### 3、未来资本账户开放措施

从今年以来央行行长周小川和央行《人民币国际化报告2015》的表述来看，未来推进资本账户开放或将从以下几个方面实施：

1) 使个人跨境投资更加便利化，推出合格境内个人投资者（QDII2）试点；放宽个人换汇额度。

2) 进一步开放资本市场，包括适时推出深港通，完善沪港通；放开QFII、RQFII和QDII的限制，包括参与者范围、投资额度、投资范围、资金进出条件，有可能将审批制改为备案制；允许境外主体在中国市场发行除衍生品外的金融产品，包括股票和债券；放松外国投资者进入中国银行间市场，特别是债券市场的门槛。

3) 升级自贸区内的金融开放措施，并扩大自贸区试验的辐射范围。

4) 修改《外汇管理条例》，以适应资本更加自由流动的要求，与资本账户开放的进展相适应；取消大部分事前审批，建立有效的事后监测和宏观审慎管理制度。

随着相关举措的实施，资本账户各项交易都被打通且更加便利，人民币至年底或可称为完全可兑换货币。



当然，中国不会完全放开让资本账户的管制，正如周小川所说，“中国将采取‘有管理的自由兑换’，这是因为全球金融危机后资本账户可自由兑换概念已经发生了改变，因此中国正在努力找机会实现的资本账户可自由兑换不再是基于完全可自由兑换这样的传统概念。”

#### 4、加强基础设施建设

人民币表现出了加入SDR的无限潜力，越来越多投资者将会选择人民币进行投资，为了促进人民币在全球市场上的使用，就要提供必要的基础设施。

一个经济体的货币若想成为国际储备货币，其债券市场需要具有较大的规模和充足的流动性。目前各国外汇储备经营管理的重要投资市场即是美国国债市场，因其具有相对较大的市场容量、较强的流动性和较好的风险收益特性。

近年来，在岸和离岸人民币债券市场的发展都很迅速，但是市场规模仍然较小，而且流动性不高。中国债券市场的发展现状与经济实力并不匹配。中国目前相对不发达的债券市场也阻碍了境外投资者的人民币资产配置。截至2015年5月，中国所有债券的余额为378670亿元，与2014年中国GDP之比约为59.5%，远低于股票市场与GDP之比。其中国债余额为96325.83亿元，与GDP之比仅约为15.15%。

相对于其它发达经济体的债券市场而言，中国债券市场仍然比较缺乏应有的深度、规模有限，尚难以承接大规模的国际投资者债券配置需求。

#### 五、以史为鉴：历次股灾启示

针对本轮中国股市剧烈调整，有观点认为是外资恶意做空造。这一问题对于人民币国际化的重要性在于，如果在资本账户部分开放的当下，境外因素已经对中国金融市场造成了冲击，那么为了维护国内金融市场乃至经济的安全和稳定，是否有必要放缓资本账户开放和人民币国际化进程。事实并非如此，人民币国际化作为本届政府重要的政策目标，不会因为顾忌风险而放缓。

事实上，以QFII、RQFII为主力的外资要完成对中国股市的做空几乎是一个不可能的任务。

原因在于1、境外机构在国内的投资和交易仍然受到了严格监管，账户受到严格监控；2、外资规模仍然相对有限。截止6月末，QFII获批额度为755.42亿美元，RQFII获批额度为3909亿元，沪股通使用额度1364亿元，三种途径合计可能流入中国资本市场的资金规模大约为9957亿元人民币，而且超过一半的资金投入到债券市场。



## 历史重要股灾回顾

|      | 1929年美国股灾  | 1987年美国股灾  | 2008年次贷危机   | 1998年香港股灾  |
|------|--|--|---|--|
| 股市表现 | 道琼斯指数1929年顶峰的9月份最高达381点，10月29日，道琼斯指数跌至230点，跌幅达40%。11月，跌至198点。虽然1930年前三月道琼斯指数大幅反弹，终难改大势，经过漫长的3年熊市，1932年7月道琼斯指数最低跌至41点。  | 1987年道琼斯指数最高点的2722点。10月14日-10月16日连续三个交易日，标普500指数接连下跌，累计跌幅10.1%。10月19日，道琼斯指数从开盘247.06点下跌至1738.74点，当天下跌22.6%，标普500指数暴跌20.5%。当天香港、欧洲等地股市接连暴跌，史称“黑色星期一”。         | 2007年10月道琼斯指数一度突破14000点。2008年9月-12月道琼斯指数累计下跌31.2%，2009年3月一度跌破7000点。2007年10月到2009年3月的17个月时间里，道指下跌超过50%。特别是2008年9月29日，道指当日暴跌777点，创美股历史最大的点数跌幅，高达7%的单日跌幅也是1987年股灾以来最大的单日跌幅。  | 1997年8月6日恒生指数最高16673点，在不到3个月时间内跌到了10月28日的9059点，跌幅达45.7%。10月22日至10月28日单周股市下跌3350点，上市公司市值在23日一天损失4335亿港元。国际炒家在1998年二季度后卷土重来，恒生指数在8月13日最低触碰到6660点，相比较1997年8月最高点一年内跌幅达60%。   |
| 政府作为 | 自由放任、未及时释放流动性。由于奉行不干预的自由主义经济政策，美国政府和美联储没有在股市暴跌时采取实质性的干预措施。   | 迅速行动，果断干预市场：<br>1、政府表态，提振信心；<br>2、美联储保证向市场提供充足流动性；<br>3、美国政府向多家大公司提供资金以便回购股票；<br>4、干预外汇市场，稳定美元汇率避免游资流出；<br>5、暂停期货交易，截断股衍生品市场和现货市场连锁反应。引入熔断机制，当股市出现异常波动时暂停交易。 | 1、美联储降息2007年9月-2008年12月，基准利率从5.25%下调到0-0.25%，并实施量化宽松措施，创造各种贷款和资产替换项目，为不同市场参与者提供流动性；<br>2、政府表态，提振信心；<br>3、修改规则，限制做空；<br>4、经济刺激，政府救助。   | 香港政府一改往常“不干预市场”的态度，针对国际做空势力主动出击，稳定汇率与股票价格双管齐下：<br>1、香港政府和金管局直接进入股市；<br>2、香港金管局直接进入汇市，稳定汇率和利率；<br>3、限制恶意卖空行为。<br>整个救市行动中，香港政府消耗近13%的外汇基金，动用超过150亿美元的资金，远超1993年英国政府在“英镑保卫战”中约77亿美元的投入。                                 |
| 效果   | 股灾前银行对证券投资提供大量信贷支持，股市暴跌使得抵押品迅速缩水，很多银行无法收回贷款而倒闭，银行对于贷款审核趋严，造成中小型工商企业贷款需求不能满足，陷入困境或者破产造成更多的银行坏账，形成信贷收缩的负向循环。经济受到严重冲击，美国经济至少倒退10多年。<br>股灾发生后，1、美国通过了在金融监管史上具有里程碑意义的《格拉斯-斯蒂格尔法案》，要求投资银行和商业银行分业经营，避免股市崩溃直接冲击商业银行体系，进而导致连锁反应；<br>2、放弃原先自由不干预的政策，相继通过《1933证券法案》和《1934证券交易法案》，并成立美国证券交易委员会，构建了一整套证券监管体系。 | 因为美国政府、美联储以及美国证监会的得力措施，市场恐慌情绪得以缓解，股市震荡上升，道琼斯指数在2年后回到1987年的高点。  | 市场恐慌情绪开始缓解，美股2009年3月起触底反弹，美国经济快速恢复。危机过后，美国再次对监管体制进行改革。2010年1月，公布“沃尔克规则”，强调将自营业务从商业银行剥离。<br>6月25日，国会通过《多德弗兰克法案》，该法案被认为是大萧条以来最为严厉和全面的金融监管法案，主要内容包括成立金融稳定监管委员会、设立消费者金融保护局、将场外衍生品纳入监管、限制商业银行自营交易、设立新的破产清算机制、美联储被赋予更大的监管职责等。 | 香港政府救市政策起到了良好的效果，使得国际炒家铩羽而归，恒生指数逐渐企稳回升，到1999年7月重上14000点。<br>2001年经过近三年的运作，香港政府不仅已经收回当时投资的1100多亿港元，而且还持有1000多亿港元的股票。<br>香港政府的直接入市干预一度引发对香港全球金融中心地位的质疑，但事后来看香港政府此举成功维护了香港金融市场的稳定，非常时期的大规模救市更是在十年之后的全球金融危机中成为各国政府普遍的选择。 |

通过比较全球历史上几次重要股灾、救市政策和效果，可以得出以下几点启示：

1、股票市场有自身涨跌规律。所有的股灾均发生在股票价格偏高时期，根源是资本市场表现长期与基本面背离且得不到收敛，若存在高杠杆融资维持泡沫，泡沫化程度越高，跌幅越深。

2、在危机关头，政府有必要主动干预来稳定市场，该出手时就出手。出手要快，出手要重，防止股灾对金融体系和实体经济造成过大伤害。但救市的目的应该在于防止系统性风险，而不是长期支撑市场或推高资产价格。

3、危急关头，汇率是信心，也是市场稳定的基础，一旦贬值开始，汇率与资产价格的负反馈会最终使金融市场崩溃。这次的A股动荡一度导致人民币贬值压力上升，但对于人民币汇率并不需要担心，因为央行稳定住人民币汇率的意愿无需置疑，而央行丰厚的外汇储备和多年来调控汇率的丰富经验也足以证明央行稳定人民币汇率的能力。

4、成功的救市政策涵盖四大方面：1、补充流动性；2、政府表态提振信心，建立常态透明沟通机制，稳定预期；3、修改规则限制做空；4、政府资金直接入市；5、鼓励上市公司回购股票，稳定投资者对公司发展的信心。

5、最重要的一点就是，继续推进改革，增强社会各界对政府发展资本市场的信心，不能因遇到困难就放弃改革，甚至出现倒退。一旦中国资本市场放开，国际炒家恶意做空行为可能会真的发生，形势必将更为复杂，政府进行干预的成本将更高。在中国积极推进资本账户开放的当下，若能借A股调整暴露出的问题完善市场机制，这或许帮我们避免了更大的危机。所以完善、健全金融市场机制建设是当务之急，不能因为股市的变化而严重阻碍资本账户开放和人民币国际化进程。

正如我国已故著名经济学家成思危所说，“金融安全既不能麻痹大意，也不能草木皆兵，金融改革不可错失良机。应善于利用国际金融形势的变化来争取最大利益，而不能把所有国际金融活动都拒之门外。应努力提高我们自身的金融实力，进一步深化和推进金融系统改革，提高我国金融的国际竞争力，并在国际竞争中增强我们的话语权和国际金融地位。这才是正确的战略目标。”

## 六、总结

1、从SDR自身来讲，中国是最大的发展中国家和全球第二大经济体，人民币加入SDR有利于提高SDR的代表性和合法性，是大势所趋。

2、人民币需要满足“可自由使用”标准，并获得足够的投票支持。人民币在2015年有较大的机会加入SDR，但是也面临着不确定性。

3、人民币成为SDR的篮子货币，对人民币国际化及储备货币地位而言，更多的是象征意义而非更大的实质性作用。人民币取得国际储备货币地位的保障来自于更加市场化的金融体系和资本账户开放。人民币要取得国际储备货币地位，需要大力发展人民币债券市场。

4、人民币若没能成功加入SDR，人民币国际化的步伐也不会因此而终止。不管人民币能否在2015年加入SDR，随着中国在全球贸易与金融体系中影响力的进一步上升，境外投资者（包括国外政府）将相当一部分资产配置于人民币都是大势所趋。

5、如果人民币成功加入SDR货币篮子，将向国际社会传递一个人民币作为“硬通货”的有利信号。人民币国际化不会是一个简单的线性过程，而可能要经历一段较长时间的积累和发展。人民币国际化可能还有很长的路要走，但无论如何，人民币的崛起都将是一个值得关注的重大事件，对中国、亚洲乃至整个世界都将产生深远的影响。

简言之，人民币国际化与国家整体的金融改革将并肩偕行。2015年将是大变革的一年，中国的目标是使人民币成为全球交易中不可或缺的重要货币。未来SDR这个英文缩写或许可以表示为“SomeDayRenminbi（有朝一日将是人民币）”。“人民币时代”正迅速临近。



## 汇改十年 加快境内上市人民币外汇期货

刘文财 中国金融期货交易所外汇事业部总监



中国金融期货交易所外汇事业部总监刘文财发表主题演讲。中国金融信息网 董丹 摄

### 离岸人民币外汇期货市场的概况及特点

目前全球范围内已经有七个国家或地区上市了人民币外汇期货。其中包括美国芝加哥商品交易所（CME），CME欧洲交易所，新加坡交易所，港交所、南非约翰内斯堡证交所、巴西商品期货交易所和莫斯科交易所。具体品种既有人民币兑美元汇率期货，也有人民币兑本地币种汇率期货。

离岸人民币外汇期货的发展过程与人民币汇率及人民币国际化紧密相关。由于境外交易所完全是市场机构，在人民币市场波动情况下，市场就有风险规避的需求，就需要提供相关风险管理工具。所以，从2005年第一次汇改以来，CME就在2006年上市了CNY兑美元期货，随着人民币兑美元汇率波幅扩大到0.5%，更多的交易所上市了该品种。人民币汇率改革在金融危机期间暂停，汇改重启后有更多的交易所推出该产品。



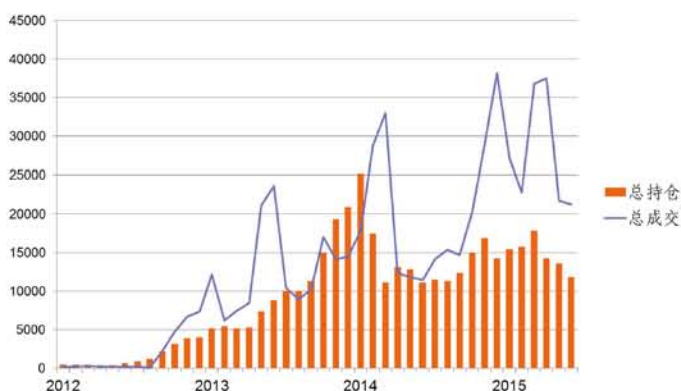
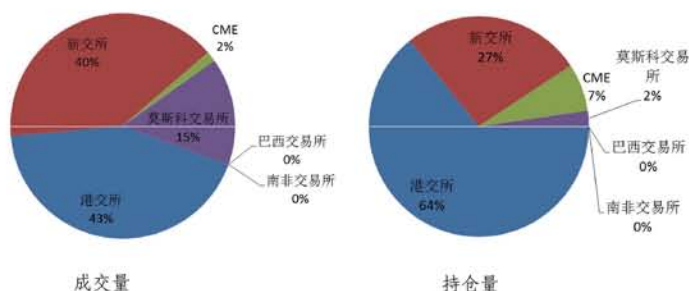
产品上市节奏紧跟人民币汇率制度改革进程 中金所制图



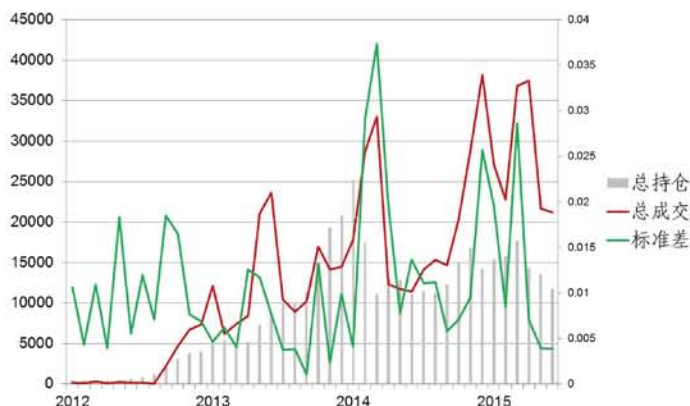
在自身推动人民币国际化的进程中，包括金砖国家内部人民币跟其他国家货币的跨境贸易和结算量增加，所以南非和巴西交易所等都纷纷上市了人民币相关的汇率期货。

十年来离岸人民币外汇期货市场的发展与国内汇率制度改革密切相关。每一步改革，无论是汇率波幅扩大还是跨境贸易结算制度变革，都会引来境外交易所关注人民币波动对于企业带来风险规避的需求，所以就相应上市人民币外汇期货产品。

市场交易情况显示，目前离岸人民币外汇期货交易集中在港交所、新交所和莫斯科交易所。



截至目前，离岸人民币外汇期货市场成交量和持仓量，都在稳步增长的过程，目前月均交易量两万手左右，持仓量1万手左右。

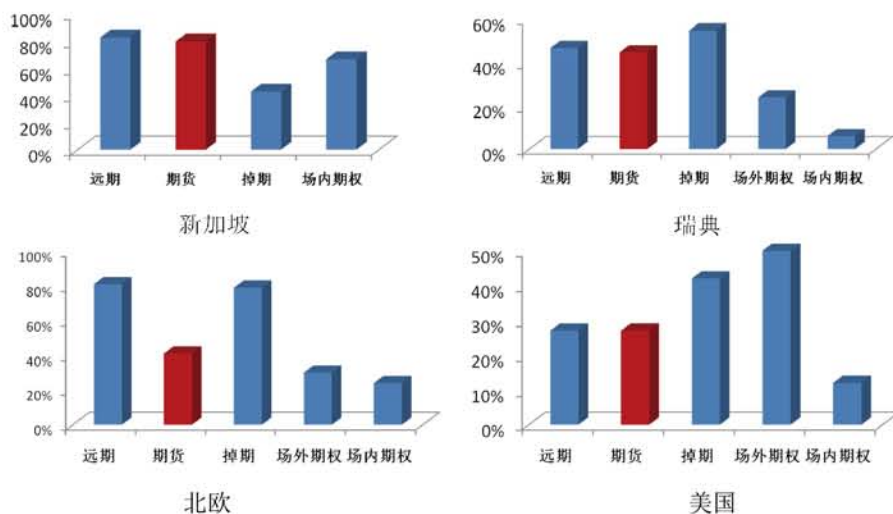


此外，离岸人民币期货市场成交量水平与人民币汇率波动之间高度相关。而目前离岸人民币外汇期货主要交易标的是CNH，CNY占比不到1%，只有CME和新加坡交易所交易是CNY标的。从持仓量来看，CNH持仓量占90%，CNY仅占10%。这是由于CNY兑美元期货使用人民币中间价作为交割结算价，此价格有时偏离市场真实成交价格较大，会影响风险管理者的套保效率。

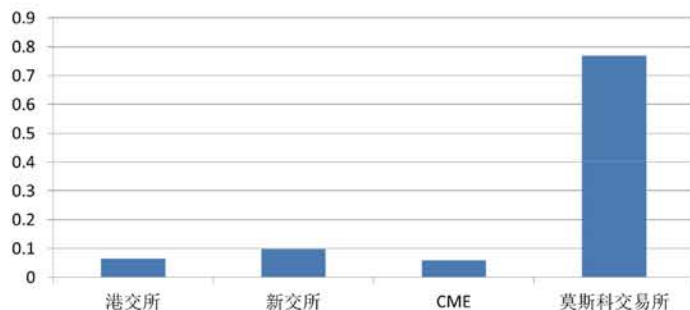
同时，离岸人民币外汇期货的价格发现对整个人民币汇率的贡献度不到10%。也就是说目前离岸人民币外汇期货市场交易和发展并不影响国内人民币汇率价格的形成。在前期一些新兴市场，特别是东南亚国家汇率波动剧烈的时候，中国内地和香港市场人民币汇率稳定，香港人民币外汇期货并未影响人民币汇率走势。

### 离岸人民币外汇期货的套期保值功能

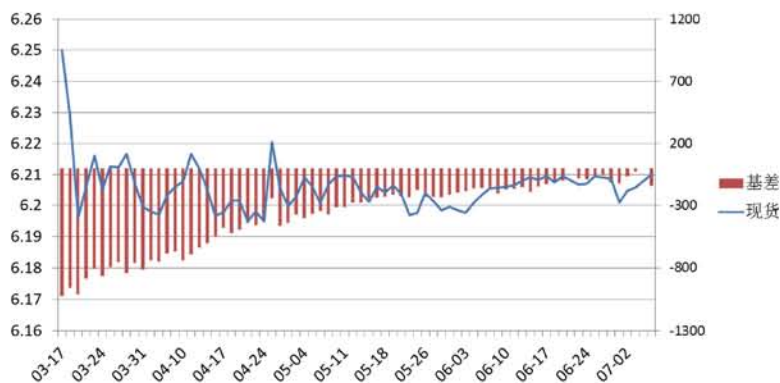
外汇期货是企业重要的外汇风险管理工具。第一个外汇期货品种于1972年在CME诞生。在布雷顿森林体系崩溃时，CME认为随着汇率剧烈波动，更多金融机构和企业需要汇率避险工具，率先上市7种货币对的外汇期货。目前外汇期货在全球的发展已经有40多年的历史，同时CME当年也带动了整个美国金融行业巨大创新。



到目前为止，全球外汇期货也是企业重要的一类外汇避险工具。数据显示，新加坡外汇期货跟远期、场内期权一样，在企业日常风险管理使用率比较高，接近80%，在瑞典接近50%左右。在美国接近30%水平，北欧相对低一些，也有40%的企业在用。



而离岸人民币外汇期货的套期保值功能良好。以港交所为例，日均交易量/持仓量是较小，说明外汇期货市场发挥了良好的套期保值功能。而莫斯科交易所的产品刚上市，投机性交易更强，企业保值和风险管理功能较弱。



同时，期货与现货价格收敛较好。从港交所1507合约来看，到期合约和现货现货价格走势，随着交割日的临近，期限价差逐渐缩小，收敛良好。



从成本来看，离岸人民币外汇期货套期保值成本较低，对企业相对有利。

此外，离岸人民币外汇期货市场的客户类型比较多元。以香港为例，外汇期货市场客户包括自营的机构投资者、进出口公司、中小企业、专业的个人投资者和对冲基金。其中，自营交易者带来



较大的交易量，大约占整个市场10%至15%，这些交易者都是机构投资者。

从公司来看，中小企业更倾向于使用外汇期货避险。大型公司很少参与香港人民币外汇期货市场交易。主要原因是两个：第一、交易成本不占优势，大型企业可以在场外市场拿到很好的价格。第二、大型企业决策流程复杂，外汇期货市场并不是非参与不可，公司一般不愿意向董事会提出交易申请。但是一些中小企业更倾向于使用外汇期货避险。主要原因包括：中小企业在场外市场的交易成本稍稍高于场内市场（场外价差大约是20点到30点之间），但他们一般没有银行授信。并且中小企业决策简单快捷，他们会考虑参与人民币外汇期货市场。这些中小企业既有香港本地企业，也有内地背景的企业。

#### 加快境内上市人民币外汇期货的政策建议

人民币汇改十年来，各个境外交易所纷纷上市人民币外汇期货。海外形成了庞大的离岸人民币市场，离岸人民币外汇市场日均交易额达2500亿元，约为境内市场5倍。同时人民币产品品种丰富，目前尽管受限于高度管制的制度下，但也为下一步发展提供了一些基础和条件。

从其他国家发展来看，如果建设和发展国内的人民币期货市场，从政策建议角度，具体有三点。

第一、加强顶层设计与统筹协调，加快推进整个人民币外汇期货市场的建设。

第二、部分突破实需原则限制，发展人民币外汇期货市场具有可行性。

第三、鼓励银行参与外汇期货市场，促进场内跟场外市场的协调发展。

## 美元需求增强 人民币贬值预期将再度抬头

孙晓凡 原中国银行金融市场部首席交易员

北京迪威格投资咨询有限公司总经理、原中国银行金融市场部首席交易员孙晓凡分享了其交易经验，并与现场观众互动交流。



北京迪威格投资咨询有限公司总经理、原中国银行金融市场部首席交易员孙晓凡发表主题演讲  
中国金融信息网 董丹摄

孙晓凡以其丰富的交易实践经历总结了目前外汇培训市场和市场分析的普遍特点。他认为，外汇市场理论培训对象分为银行专业外汇交易员和普通客户。而目前普遍的分析为事后分析，用于指导交易的分析几乎不存在。此外，分析相较于交易是相对安全的职业。在对外汇交易人员的选拔上，孙晓凡认为作为外汇交易员需要健康的心理承受能力，是以结果论英雄，辛苦和聪明才智不是决定因素。

在回顾人民币汇率走势情况时，孙晓凡指出，1994年，官方汇率1美元兑换5.8元人民币，调剂汇率1美元兑换8.7元人民币，黑市上1美元兑换10.7元人民币。

当前，随着人民币贬值预期逐渐增强，美元存款增加。孙晓凡认为，美元需求增强，预计中国个人和高净值客户，包括中产阶级持有美元账户的规模将增强。

## 各货币及黄金1年期期权波动率



孙晓凡还介绍了各货币及黄金1年期期权波动率。通过波动幅度的分析判断走势，简单的方向判断不利于指导交易的操作。

最后，孙晓凡还与现场观众就大资产管理、交易策略、套期保值和技术指标等问题进行了交流互动。



人民币汇率制度改革是我国金融体系改革的重要组成部分，也是我国发展完善社会主义市场经济不可或缺的配套措施。通过下面一些列老照片带您回顾人民币汇率制度的历史沿革。

## 外汇调剂市场的历史使命

外汇调剂市场是随着我国推行外汇体制改革和实施外汇留成制度应运而生的。1979年起我国实行外汇留成制度，企事业单位开始拥有一定的用汇自主权，产生了调剂外汇余缺的要求，外汇调剂市场因此诞生。1980年在当时实行留成外汇制度的基础上，为满足企业调剂外汇余缺的需求，在北京、上海、广州等12个大中城市开办了外汇调剂业务。1988年在各省、自治区、直辖市相继设立了外汇调剂中心，在北京设立了全国外汇调剂中心。截至1993年底，全国共开设了108家外汇调剂中心。

1994年1月1日，我国外汇体制进行了重大改革，实现人民币汇率并轨，并轨后的人民币汇率实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动制，实行银行结售汇制度。同年4月，银行间外汇市场——中国外汇交易中心在上海开始运行，正式建立起全国统一的银行间外汇市场。

银行间外汇市场建立后，为避免由于交易方式改变而给外商投资企业的经营带来不便，1994年4月至1996年6月，外商投资企业的外汇买卖业务仍在外汇调剂中心进行，外汇调剂中心作为统一的银行间外汇市场的一个部分继续保留。

从1998年12月1日起，中国人民银行和国家外汇管理局联合下文取消外汇调剂业务并相应关闭各地的外汇调剂中心，这标志着境内机构的外汇买卖均已纳入银行结售汇体系，曾经作为境内机构调剂外汇余缺主要渠道的外汇调剂业务和外汇调剂中心已圆满完成了历史使命，退出经济舞台。



1991年4月24日

海南外汇调剂公开市场1991年4月24日在海口开业，市场交易厅设有交易业务、电脑处理及显示系统，厅内有交易席位48个。开业的第一天就成交474万美元。

新华社记者姜恩宇摄(传真照片)



1991年1至7月

上海外汇调剂市场空前活跃，外汇调剂中心外汇调剂总额达13.7亿美元，比1990年同期增加48%，其中7月份的月调剂额首次突破4亿美元。图为上海外汇调剂中心交易大厅内正在进行外汇买卖活动。

新华社记者柳中央摄(1991年10月31日)



1992年5月14日

湖南省举行金融市场交易大会，大会分设资金拆借、证券、外汇调剂3个交易厅。图为全电脑化的外汇调剂交易厅，这里平日每周举行两次交易，5月14日正值第100场公开交易，当天成交8000多万美元。

新华社记者张勇摄(传真照片)



1992年5月20日

1992年5月20日，厦门外汇调剂中心新落成的交易大厅正式投入使用。大厅面积180平方米，可供参与交易会员使用的工作站有53台。在交易方式上由过去简单的有声唱价改变为无声计算机信息传递。这是交易大厅内的交易会员在用计算机进行交易。

新华社记者李明放摄(传真照片)



1992年7月

天津市成立了外汇调剂中心。该中心交易币种有美元、英镑、德国马克、日元、港币、法国法郎现汇等。中心实行会员制，当时已发展会员50家。调剂中心的成立，促进了人民币和外汇的融通，实现了外汇交易市场公开化、规范化，维护了正常的外汇交易活动。

新华社记者李昌元摄(1992年7月29日发)





1992年8月

全国外汇调剂中心外汇调剂市场1992年8月在北京建成并投入使用。该中心市场实行会员制，由会员进场通过电脑交易方式从事外汇交易活动。当时已开办的3场业务成交额达3144万美元。这是客户委托的经纪商在现场交易。  
新华社记者张燕辉摄(1992年8月15日发)



1993年6月1日

上海外汇调剂中心自1993年6月1日取消外汇调剂限价后，交易更趋活跃，每场交易额平均在2000万美元以上，6月10日收盘时，总交易额达2575万美元。当时，该中心经纪商会员已由开始时的15家增到34家，其中16家为外资金融机构经纪商。  
新华社记者柳中央摄(传真照片)



1993年7月7日

在北京全国外汇调剂市场上，最后一笔交易以一美元外汇额度换7.7元人民币的比率成交。全国外汇调剂市场7月7日一美元的外汇调剂价为9.7379元人民币，较两天前上一个交易日的10.3670下降0.6291元。图为一一些客户在北京全国外汇调剂市场关注外汇交易情况。  
新华社记者曾璜摄



1994年1月24日

上海外汇调剂中心于1994年1月24日迁入外滩中山东一路15号中国外汇交易中心大楼。装修一新的交易大厅内有近100个交易席位。电脑开通后，交易将实现电脑化。当时，交易中心有经纪商43家，外资银行占22家。  
新华社记者柳中央摄(1994年8月10日)



1994年10月26日

在辽宁省大连外汇调剂公开市场内，日本兴业银行的代表(女)成功地地为华能小野田水泥有限公司以8.5279的价格卖出50万美元。大连外汇调剂公开市场是东北地区唯一与上海中国外汇交易中心联网的分中心，3个月已开场69次，办理外汇交易3429笔，成交额达3亿3千多万美元。  
新华社记者郭大岳摄(传真照片)



## 中国外汇交易中心

中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心（简称交易中心）于1994年4月18日成立，是中国人民银行总行直属事业单位。主要职能是：为银行间同业拆借市场、债券市场、外汇市场等提供交易、信息、基准、培训等服务；承担市场交易的日常监测工作；为中央银行货币政策操作和传导提供服务；根据中国人民银行的授权，发布人民币汇率中间价、货币市场基准利率（Shibor）等；提供业务相关的信息、查询、咨询、培训服务；经中国人民银行批准的其他业务。



1994年4月4日

中国外汇交易中心在上海正式投入运营，这是新中国自建立以来成立的第一家全国性外汇交易市场，是金融改革的重大步骤。当时该中心会员已包括国内13家大银行和近90家外资银行、非银行金融机构，从那时起人民币汇率的基础价格由此产生。

新华社记者柳中央摄（传真照片）



1994年4月18日

中国外汇交易中心举行开业典礼。时任上海市常务副市长徐匡迪（右二）和时任中国人民银行副行长朱小华（右一）在开业典礼上为中国外汇交易中心揭牌。中国外汇交易中心是中国唯一的国家级外汇交易所。

新华社记者柳中央摄（传真照片）



1995年

中国外汇交易中心汇价基本稳定，交易活跃，前两个月共成交美元93.1亿元，港元65.3亿元。交易中心还增开了日元交易。

新华社记者柳中央摄（传真照片）

（1995年3月3日发）

## 从老照片看汇改历史轨迹



1955年

广东石岐市新人民币发行的第一天。新人民币发行的第一天，广东省石岐市的市民高兴地在石岐市中国人民银行中山县支行兑换新人民币。

新华社稿贾秀文摄（1955年3月10日发）



1991年12月3日

国家外汇管理局发布实施《关于境内居民外汇和境内居民因私出境用汇参加调剂的暂行办法》后，到银行咨询和兑换外汇的居民络绎不绝。在中国人民银行北京分行业务部，一位老人正在购买外汇。

新华社记者刘卫兵摄



1993年12月31日

在王府井大街一家外汇黄金珠宝店前人们排队购买商品。根据中国人民银行发出的关于改革外汇管理体制的公告，从1994年1月1日起，实行人民币汇率并轨，不再发行外汇券。已发行流通的外汇券仍照常继续使用。

新华社记者刘卫兵摄





1994年1月1日

中国国务院决定改革汇率制度、实行人民币汇率并轨第一天，在北京贵友大厦外汇兑换处，外汇牌价表上显示100美元买价为人民币867.83元。  
新华社记者戚恒摄

1994年3月3日

北京市公安局西城分局、北京市外汇管理局对在西单商业区非法倒卖外汇券者进行了清理，共抓获倒卖者17人，收缴外汇券1667.8元、人民币17894元，美元117元。图为公安人中正在清点一名倒卖者非法收购的外汇券。  
新华社记者李俊东摄



1994年11月

中国银行沈阳市分行根据国家有关政策开办了个人外汇买卖业务。营业不到一个月，办理交易总额已达300多万美元。  
新华社记者郭大岳摄（传真照片）（1994年11月17日发）

1995年6月30日

北京一位外汇券收藏者匆忙赶到中国银行总行营业部，欲将手头上一些多余的88年版外汇券换成其它版式的。在中国市场上流通了十五年零三个月的外汇券从1995年7月1日起停止流通使用，一些票证收藏者当时看好外汇券这一代表中国外汇制度一个历史阶段的新收藏品。  
新华社记者叶健强摄







1996年

在海口市的一些大商场和酒店门前，常有一些不法分子违法向行人私自买、卖外币现金，严重扰乱了外汇管理秩序。海口市工商、公安、外汇管理部门虽多次组织打击取缔，仍禁而不绝。这个外汇贩子（右）正在向他人出售外币。

新华社记者姜恩宇摄（1996年4月16日发）



1998年

当时广州市民利用美元兑日元汇率大幅波动的时机，买卖外汇，使手中的外汇保值增值。据中国银行广州分行统计，市民个人外汇业务由汇率大幅波动前的每天约200笔增至每月400多笔，1998年9月份的交易额为2500万美元。图为市民在分行营业大厅进行外汇交易。

新华社记者壮锦摄（传真照片）（1998年10月28日发）



2002年4月1日

一位顾客在中国工商银行北京市宣武支行内查看当日外汇牌价。从2002年4月1日起，中国工商银行开放了个人购汇业务。境内居民因出境旅游、自费留学、商务考察等规定范围内用途需外汇的，可向工商银行申请购买，购汇限额为等值2000美元。

新华社记者刘宇摄（数码传真照片）

# 中国金融信息网

# 人民币频道

rmb.xinhua08.com

中国金融信息网作为国家级专业财经网站，率先于2013年2月推出全国唯一专注人民币交易及国际化报道的专业媒体平台，致力于打造人民币政策权威发布、人民币市场全面跟踪、人民币财富管理服务的专业信息平台。

中国金融信息网人民币频道组建了来自金融机构、高校及智库的强大专家团队，建立了独家且全面的人民币国际化数据库，并推出“人民币月刊”、“人民币国际化月度报告”等特色信息产品。

中国金融信息网人民币频道2014年末着力打造推出“人民币时代”，这是在人民币国际化进程逐步加快背景下推出的高端智库交流平台，针对人民币国际化及相关热点话题，邀请国内外知名专家学者分享研究成果和智慧结晶，搭建人民币全媒体传播平台和业内有影响力的交流平台，向全球传播有价值的思想。



合作垂询电话：010-88051590  
邮箱：jiangnan@xinhua08.com.cn



## 联系我们

中国金融信息网

地 址：北京市西城区宣武门外大街甲1号新华社第三工作区（环球财讯中心A座）11层

电 话：010-88051590

邮 箱：jiangnan@xinhua08.com.cn

本期责编：陈周阳 姜楠 刘少甫 李滨彬 董丹 李昊博

新华社  
中国金融信息网  
cnfin.com xinhua08.com

官方微信



吾非闻道 识真实而

## 声明

本刊由中国金融信息网编制，每篇文章均代表作者个人观点，与作者所在单位观点无关，仅供读者参考，不能成为或视为出售或者购买金融产品的邀请。尽管作者所引用资料及观点都是从相对可靠的来源取得，但本刊不保证其准确性和完整性。

本刊为内部交流所用，仅供参考。转载和引用本刊内容务必注明来源并保证内容完整性。