



资本项目下的人民币国际化¹ ——伦敦人民币国际化调研报告

作为全球最重要的国际金融中心，伦敦建设人民币离岸市场的着眼点，并不在于当前贸易账户的人民币业务，而是为将来资本账户下的人民币资产的跨境交易奠定基础。

自 2009 年以来，人民币国际化进展非常迅速。然而，受制于资本账户不可自由兑换，当前的人民币跨境业务主要集中于贸易账户。人民币首先通过进口结算的方式流入境外离岸市场；其后，境外居民获得人民币，要么存入离岸人民币清算行获取高利息，要么购买离岸人民币债券持有到期。这种基于贸易结算的人民币国际化业务已经为海外净输送了接近 1.5 万亿人民币存款，但是人民币资产的种类和流动性却非常有限。接下来，最重要的一环是如何通过资本账户为海外提供可交易的人民币金融资产。伦敦作为全球外汇交易中心，将会在下一阶段发挥重要作用，这也是伦敦参与人民币国际化业务的主要原因。

为了深入了解伦敦人民币离岸市场的建设，以及市场主体的发展动向。6 月 29 日至 7 月 6 日，中国社科院世界经济与政治研究所国际金融室高海红主任、肖立晟、

¹本报告是世经政所国际金融室赴英国伦敦调研人民币国际化成果之一。课题组由高海红主任领队，成员包括肖立晟、李远芳。作者感谢高海红和徐奇渊的宝贵建议。

李远芳赴伦敦与英国皇家国际事务研究所（Chatham House）共同召开“人民币国际化与上海自贸区”圆桌会议。访问了英国政府部门、伦敦金融管理部门、国际大型金融集团、伦敦的中资银行等参与伦敦离岸人民币业务的主要机构，围绕离岸人民币业务，中国资本账户开放，以及上海自贸区等议题展开讨论。

一、伦敦人民币外汇交易活跃、但资产管理功能发展滞后

作为全球最重要的国际金融中心，伦敦早在 2011 年就已经开展人民币国际化业务。根据伦敦金融城 2014 年 6 月最新发布的报告，2013 年，伦敦日均人民币外汇交易量达到 253 亿美元，连续两年保持了 50% 以上的增速。其中，即期交易占全球 56% 的市场份额、远期交易占 47%，掉期和期权交易亦分别达到了 35% 和 17% 的较高市场份额。从中也可以发现，作为全球外汇交易中心，随着其他离岸中心人民币交易迅速发展，伦敦外汇交易量大幅上升，而且外汇衍生品（远期、掉期和期权交易）的增幅大于即期现汇交易。这反映了伦敦作为全球外汇交易中心，将会在人民币交易业务中扮演非常重要的角色。

然而，除了外汇交易，伦敦并没有发挥出其在资产管理、债券融资方面的优势。主要体现在以下三个方面：

第一、人民币存款业务相对滞后，流动性不足。由于中英贸易规模相对较小，且中国对英国存在长期的顺差，人民币通过跨境贸易结算的流入量较低。2013 年，中英经贸规模仅为 700 亿美元，内地与香港的贸易规模则达到 4010 亿美元。同期，伦敦的人民币存款仅为 145 亿元，香港同期则达到了 8604 亿元。存款规模不足反映伦敦的人民币流动性难以沉淀。

伦敦的金融机构认为，各个离岸市场之间没有管制，人民币能够自由流动，可以看做一个统一的人民币资金池。一旦伦敦市场的投资者对人民币有需求，伦敦的跨国金融机构完全可以从香港、新加坡等离岸市场调配资金，因此，伦敦的金融机构并不担心由于人民币存款较少而难以向投资者提供流动性。但是，作为离岸中心，没有足够的货币存量，不仅会对贸易融资和债券发行造成掣肘，而且难以形成价格发现机制。

第二、人民币计价的金融投资工具不足。由于离岸人民币市场缺乏可供参考的人民币基准利率曲线，伦敦金融市场无法供给高流动性、久期结构合理的人民币债券，

而且大多数英国和欧洲企业的资产负债表中主要是单一货币，缺乏使用人民币资产的需求。因此，尽管伦敦是全球最重要的离岸债券中心，人民币债券的份额却非常小。2013年，离岸市场人民币债券共计发行1106亿人民币，其中，香港的点心债发行规模达到936亿元，占离岸市场人民币债券总额85%，伦敦只发行了20亿元，仅仅占2%的比率（见表1）。

表1 2013年人民币离岸债券分布

2013年 金额, 10亿元	香港	伦敦	台湾	新加坡	总额
比率	0.85	0.02	0.09	0.04	1.00

数据来源：Dealogic, RBS。

调研结果表明，投资者缺乏信心，二级市场、回购市场不发达是伦敦人民币债券规模较低的主要原因。目前离岸人民币债券的吸引力在于离岸市场的人民币融资利率相对在岸较低，因此，离岸人民币债券的发行主体，以财政部和境内企业、银行为主体，大约占70%以上。大陆的市场主体一般选择较熟悉的香港作为发行地，而且香港庞大的离岸人民币存款也具备巨大的投资需求。与之相反，欧洲的投资者对于人民币债券并不熟悉，而且缺乏投资信心，所以，绝大多数离岸人民币债券都在中国香港债务工具中央结算系统(CMU)登记。更重要的是离岸人民币债券缺乏二级市场的流动性，从香港金管局CMU债券报价网站资料看，除了财政部发行的人民币国债在OTC市场有一定的交易量外，其他人民币债券交易都不活跃。因此，在伦敦离岸市场，人民币债券的流动性、以及久期结构都无法吸引成熟的国际投资者。

第三，支付清算基础设施不足。在2014年6月之前，伦敦并没有发展本地的人民币清算系统，而是借用中银香港作为清算行，这不利于沉淀伦敦人民币流动性、以及提高人民币业务的清算效率。最近，中国人民银行宣布中国建设银行（伦敦）将在伦敦承担清算行，这有助于伦敦建设人民币离岸市场：

首先，有利于构建人民币资金池。中国建设银行作为清算行，将负责为伦敦各大商业银行提供人民币流动性，相对应，其他商业银行可以将吸纳的人民币转存至建行伦敦清算行，而无须转存至中银香港，这有利于离岸人民币存款的累积。此前当中国人民银行在新加坡和台湾设立清算行后，当地的人民币存款也出现了快速增长。

其次，增加人民币回流渠道。在获得人民银行批准后，人民币清算行，以及跨境人民币业务参加行，可以直接投资大陆银行间债券市场。这一渠道目前受到了较严格的管制，而且外资机构投资内地债券后，只可以持有或出售，不能在银行间市场做回购交易，不利于债券投资者的流动性管理，因此，2010 年至今境外三类机构投资内地债市规模占内地债市总规模不到 1%。不过，随着资本账户开放程度上升，这一回流渠道将会更加畅通，也会引起伦敦本地商业银行的重视。

最后值得指出的是，人民币业务清算本身是一个市场化行为，并不一定会在当地的清算行集中清算。对一家银行而言，开展跨境以及离岸人民币业务，既可以在本地地区的清算行开户，也可以在其他地区的清算行或者代理行开户，关键看清算行能否提供有效率的服务。在建设银行之前，中国银行和工商银行分别承担了中国香港以及新加坡的人民币结算业务，也具备相应的基础设施为伦敦地区的人民币业务提供清算服务（见表 2），因此，并不一定会走建行的清算渠道。事实上，伦敦缺少的并不是清算网络，而是人民币资金交易类产品及衍生产品、大宗商品交易产品和贸易融资服务、银团贷款、承销点心债等人民币产品。

表 2 全球主要的人民币清算行

清算行	国家和地区
中国银行	中国香港、中国澳门、德国、卢森堡、俄罗斯、澳大利亚、菲律宾、柬埔寨、哈萨克斯坦
工商银行	新加坡、老挝和柬埔寨
建设银行	英国
交通银行	韩国

数据来源：中国人民银行。

二、伦敦期待拓宽资本项目下人民币跨境流动渠道

对于伦敦而言，贸易结算并不占优势，能否在资本项目下开展人民币业务才是其关注的焦点。此次调研中，伦敦金融企业和政府机构非常重视人民币的回流渠道，特别是关于 RQFII（人民币境外合格机构投资者）配额。

目前，资本项目的人民币出境渠道较窄：主要包含 RQDII（人民币合格境内机构投资者）和 RODI（境外人民币直接投资），以及企业对境外关联子公司的人民币贷款。

资本项目下人民币流出的管制较多，总规模在 2000 亿人民币以内。

资本项目人民币回流渠道发展相对较快，主要包括，RQFII、RFDI（外商人民币直接投资）、三大境外机构进入银行间债券市场、跨境人民币贷款、沪港通等。

外商人民币直接投资增长迅速。2010 年正式开启外商人民币 FDI，至 2013 年外商人民币直接投资金额达到 4481.3 亿元，年均增速达到 80%。但来源地以香港为主，伦敦对中国直接投资较低。

RQFII 现阶段限制条件较多，将是未来伦敦重要的回流渠道之一。目前中国大陆已向 7 个国家和地区发行了 RQFII 的额度，共计 7400 亿元，然而获得额度的境外机构仅仅动用了 2503 亿元（见表 3），其中拥有 800 亿元额度的伦敦只使用了 30 亿元。这主要有两个原因：第一，海外投资者难以理解 RQFII 的重重管制措施。按照 RQFII 的审批制度，我国证监会负责审批 RQFII 资质，外管局负责审批具体每个地区的总额度以及每个金融机构的细分额度。对于伦敦投资者而言，每一笔 RQFII 业务，都面临机构资格、额度审批、产品结构等三项限制措施。这极大的抑制了伦敦投资者对内地人民币股票市场的投资热情。第二，大陆股票市场相对低迷，国外投资者找不到合适的投资机会；而且海外投资者即使进入内地人民币债券市场，也无法从事回购交易。

尽管面临重重管制，伦敦的金融机构还是非常热衷于增加 RQFII 的额度，主要是预计随着资本账户开放，大陆监管当局对 RQFII 的监管会随之放松。

表 3 RQFII 获批和使用额度

国家和地区	获批额度	使用额度
中国香港	2700 亿元	2451 亿元
新加坡	500 亿元	22 亿元
伦敦	800 亿元	30 亿元
台湾	1000 亿元	0
法国	800 亿元	0
韩国	800 亿元	0
德国	800 亿元	0
合计	7400 亿元	2503 亿元

数据来源：发改委、外汇管理局。

跨境人民币贷款、沪港通等新渠道尚处于推进阶段。2013 年初跨境人民币贷款在深圳前海开始试点，其后上海自贸区也允许区内非银行金融机构和企业从境外借用人民币资金。但由于刚起步，目前仅限在前海和上海自贸区、天津生态城内实施，规模相对有限。截至 2014 年 5 月，前海跨境人民币贷款备案规模约 300 亿元，上海自贸区仅 45 亿元。伦敦并没有开展跨境人民币贷款业务。

2014 年 5 月试点的“沪港通计划”联通了沪港两地的股票市场。内地投资者可以使用人民币参与香港股票市场，这有助于推动人民币的国际化，并提升香港作为离岸人民币业务中心的地位。随着全球对亚洲市场和人民币的投资需求日益上升，预计未来几年内，证券市场之间的流通渠道会进一步拓宽。这也是伦敦财政部关注的焦点，希望能够增加上海与伦敦之间的投资渠道，让双边投资者可以使用人民币投资于对方的股票。

总体而言，目前资本项目下的人民币国际化进程相对较慢，主要原因在于目前在岸和离岸之间依然存在较为稳定的利差，人民币国际化业务很大一部分仍然以套利为驱动因素。监管当局对资本开放依然持谨慎态度，为了避免对国内金融稳定造成过于剧烈的冲击，当局通过投资者资质、投资额度、投资产品等多方面的审批制度，掌控海外资金回流的阀门。

三、中国资本项目开放进程中人民币跨境流动展望

中国货币当局并不会马上放开资本账户管制，但此进程已经启动。一方面，海外人民币可以回流国内金融市场，另一方面，国内投资者会倾向于持有更多的海外资产。这都有利于伦敦人民币离岸市场的长远发展。

海外人民币迫切希望回流大陆金融市场。通过贸易账户的人民币结算，海外离岸市场已经累积了接近 1.5 万亿人民币存款，缺乏投资工具是离岸市场发展的主要瓶颈。从海外人民币外汇市场的发展经验来看，只有当离岸市场与在岸市场逐渐连通时，离岸金融产品有了定价基准，才会有足够的投资工具促进离岸市场发展。预计未来将会放松对 RQFII 的审批，同时在上海与伦敦之间开展类似“沪港通”项目，增加伦敦离岸人民币市场活力。目前伦敦每日外汇交易日均交易量为 2 万亿美元，占全球 40% 的份额。人民币外汇交易量仅为 253 亿美元。若人民币交易量占全球交易量比例达到 20%，那么伦敦日均外汇交易量将会增加 6000 亿美元。

国内投资者的对海外资产需求旺盛。根据 Coeurdacier and Rey (2011)的统计结果（见表 4），2011 年，我国股票市场占全球市场份额为 7.8%，居全球第 4 位。但是我国投资者的本土偏好达到 99%，这表示中国投资者主要是投资于本国股票，无法进入其他国家股票市场分散风险。在表 4 中，其他国家投资者本土偏好平均值仅为 70%，资产组合中约 30%是海外股票。如果 2020 年中国基本放开资本账户管制，允许金融机构和个人认购海外证券，将会出现大规模的资本流出。以 2013 年的数据位基准，中国股票市场市值约 4 万亿美元，若投资者希望持有 30%的海外股票，未来国内投资者至少需要配置 1.2 万亿美元的海外资产，这将会极大的促进伦敦离岸市场人民币业务的发展。另一方面，我国货币当局也应该放宽汇率波动幅度，采取宏观审慎管理工具抑制过度的短期资本流动。

表 4 各国股票市场的本土偏好

国家	本土股票市场占全球市场份额	股票市场投资者的本土偏好
瑞典	0.7	0.430
南非	1.4	0.517
韩国	1.4	0.880
巴西	1.6	0.980
澳大利亚	1.8	0.760
瑞士	2.3	0.500
加拿大	2.7	0.800
英国	5.1	0.520
中国	7.8	0.990
日本	8.9	0.710
欧元区	13.5	0.625
美国	32.6	0.660

数据来源：Coeurdacier and Rey (2011)

总体上，从人民币国际化业务的全球视野来看，伦敦是人民币外汇和资产跨境交易最重要的离岸枢纽。建设人民币离岸市场不仅有利于增强伦敦的金融竞争力，对提升人民币国际地位也有重要意义。随着中国资本账户开放进程稳步推进，人民币跨境

资产交易的一些约束有望逐步化解，伦敦离岸金融中心的地位将日益凸显。

四、政策建议

第一、推进财税体制改革，促进利率市场化。对伦敦金融机构的调研结果表明，目前人民币国际化的推进速度已经引起投资者的足够重视，海外金融机构非常重视发展人民币国际化业务，与之不相适应的是，中国国内的金融体系改革却相对滞后。尽管目前已经放开了金融机构贷款利率上限，然而，最近国内企业融资成本高企时，央行不得不再度放慢利率市场化的步伐。追根溯源，在政府隐性担保下，地方政府和国有企业可以提供更优质的担保品，承担更高成本的利息率水平，间接导致中小企业融资成本在利率市场化进程中水涨船高。一定程度上，利率市场化反而挤压了中小企业的融资空间，反过来又阻碍了利率市场改革的推进，形成恶性循环。因此，只有推进地方政府财税体制改革，规范地方政府债务管理，打破刚性兑付，减少政府潜在担保，才能真正形成市场利率曲线，为人民币作为国际投资货币奠定坚实基础。

第二、在人民币全球清算体系中引入持续联结结算（CLS）银行。目前国际上能够实现同时支付（PVP）的外汇交易结算模式有两种，一种是商业银行货币层面的交易结算，通过设立全球清算系统或清算行完成。另一种是中央银行货币层面的交易结算，由持续联结结算（CLS）银行完成，目前已经涵盖 17 种货币的清算，占据了外汇市场近 60% 的交易量。（CLS）银行清算系统通过在各国央行间设立清算账户，可以有效降低各国金融机构的清算风险，减少流动性需求，提高货币的跨境交易效率和安全性。我国外汇交易市场只有商业银行货币层面的结算模式，缺乏中央银行货币层面的结算机制。主要原因是我国目前尚未制定轧差有效性与结算最终性的法律条款。为此，需要有序推进支付法律框架的完善，确保净额结算的有效性和最终性，适时加入 CLS，增强人民币业务的稳健性，提高人民币在全球外汇交易中的市场份额。

第三、关于人民币国际化的政策要有延续性。在向投资者推广人民币业务过程中，伦敦的金融机构非常重视中国改革开放和资本账户开放等长期目标的承诺。由于缺乏投资工具和交易网络，现阶段海外企业参与人民币业务的积极性并不高。伦敦金融机构吸引海外企业参与人民币国际化业务，是基于参与人民币业务的战略性长期收益。某伦敦大型金融机构指出，在最近推出的一系列上海自贸区的改革方案中，关于人民币跨境流动的相关政策表述模糊，变动频繁；伦敦的外资银行难以全面把握，参与度

不高。建议今后涉及人民币国际化业务的改革政策应该具有前瞻性、延续性和稳定性。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。

