

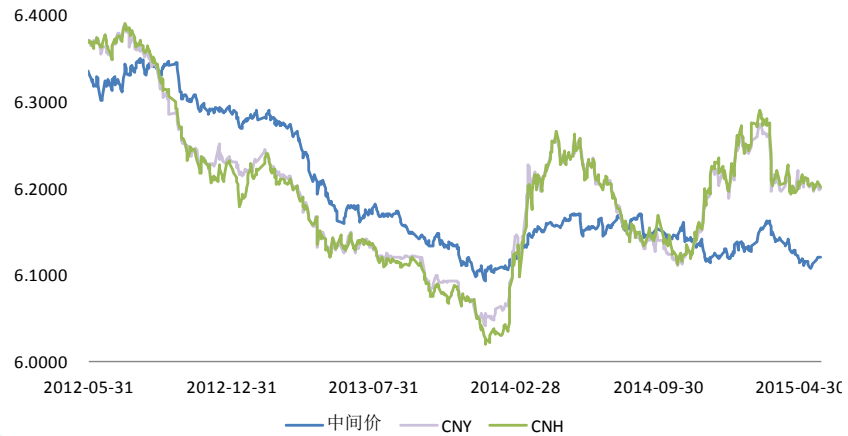
离岸市场人民币国际化业务增速缘何停滞

自 2009 年以来，人民币国际化业务迅速发展，在跨境贸易结算、离岸人民币存款、外汇市场交易、离岸人民币债券等领域，均取得重要突破。SWIFT 的数据表明，2015 年前四个月，在中国与亚太其他地区的支付中，人民币的使用比例达到 31%，人民币成为中国与亚太其他地区之间最主要的支付货币。伴随着能否加入 SDR 的热烈讨论，人民币似乎在近期就有望成为重要的国际货币。

但从最新数据来看，这样的预测可能言之过早。各方的证据表明，离岸市场的人民币国际化业务正趋于停滞。2010 年-2014 年间，人民币跨境贸易结算的平均增速为 55%，香港人民币存款平均增速达到 120%。然而，在 2015 年前四个月，人民币跨境结算总额为 2.18 万亿元，同比增长仅 25 亿元，基本持平；同期香港人民币存款下降 484 亿元，增速降至-5%，新发行点心债为 167 亿元，同比下降 70%。离岸市场的人民币业务的低迷似乎与人民币日益扩大的国际影响力并不相符。究其原因，主要有以下三点。

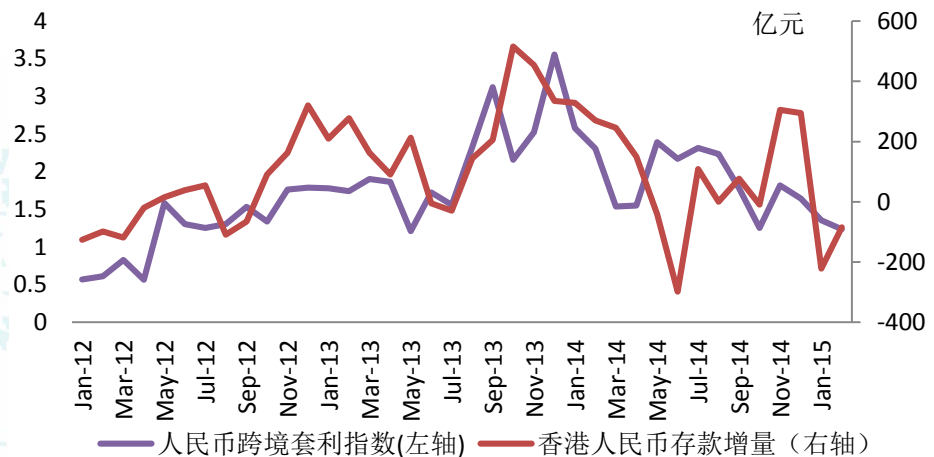
其一，人民币汇率波动幅度扩大，人民币升值预期消失，跨境套利空间不复存在。

下图表明，在 2012 年 9 月至 2014 年 3 月，人民币中间价的定价相对在岸和离岸即期汇率较低，而且在岸即期汇率相对离岸汇率定价也相对较低，表明人民币汇率有较强的升值预期。2014 年 3 月，人民币波幅扩大至上下 2%，人民币升值预期陡然下降，至 2015 年，在岸即期汇率定价甚至偶尔高于离岸汇率，人民币反而出现贬值预期。



数据来源：Wind 数据库。

短短一年时间，人民币从强烈的升值预期转为轻微的贬值预期，很大一部分基于跨境套利的人民币国际化业务也出现了下滑。下图描述了人民币跨境套利指数¹和香港离岸人民币存款增加额。自 2014 年 2 月以来，人民币跨境套利指数从 2.3 下降至 1.23，同期香港离岸人民币存款增速大幅下滑。从历史数据来看，香港离岸人民币存款的累积很大程度上都是源于人民币跨境套利活动。随着人民币升值预期消失，双向波动加剧，这类套利活动迅速下降，香港离岸人民币存款也随之减少。

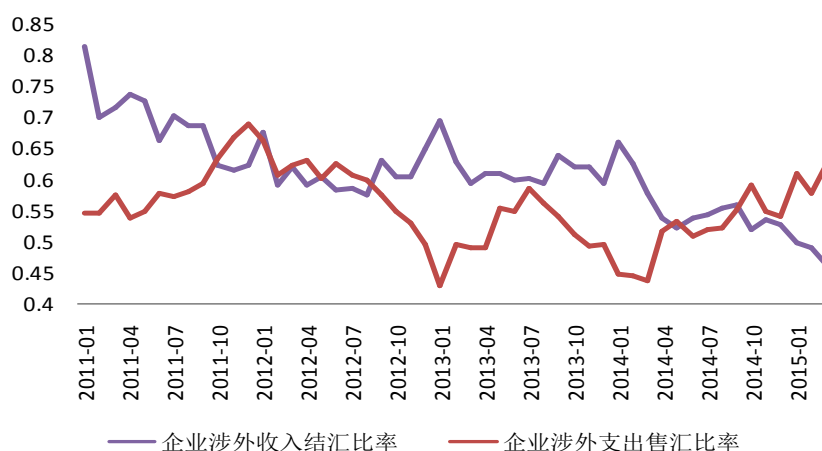


数据来源：Wind 和作者测算结果。

¹ 人民币跨境套利指数具体测算方法请参见社科院 RCIF 即将发布的工作论文，肖立晟，张景松（2015）“套利交易对人民币跨境贸易结算的影响——基于跨境套利指数的经验研究”。该指数旨在采用数量化的方法衡量人民币跨境贸易中的套利因素。首先计算人民币与其他主要贸易结算货币之间的夏普比率，用双边利差除以双边汇率的波动率，获得剔除汇率波动率的相对利差。然后，根据各主要经济体引入人民币清算行的时序，引入该经济体的人民币贸易结算作为相应的权重，最后加权获得人民币跨境套利指数。

其二，美元周期性上升降低了人民币的吸引力，境内外主体持有美元意愿上升。

2015 年第一季度数据表明，银行代客结汇占银行涉外总收入的比重从 0.52 下降至 0.46，而银行代客售汇占银行涉外总支出的比重从 0.52 上升到 0.62，这反映企业获得美元后愿意留存或者购买美元，持有美元意愿上升²。这一方面缘于美元处于升值通道，境外的出口商更愿意以美元结算，所以我国企业进口商需要向银行购买外汇支出，涉外支出的售汇比率随之大幅上升。另一方面，由于香港离岸人民币相对在岸人民币贬值，企业在大陆购买外汇最划算，所以企业购汇上升，向银行结汇减少。

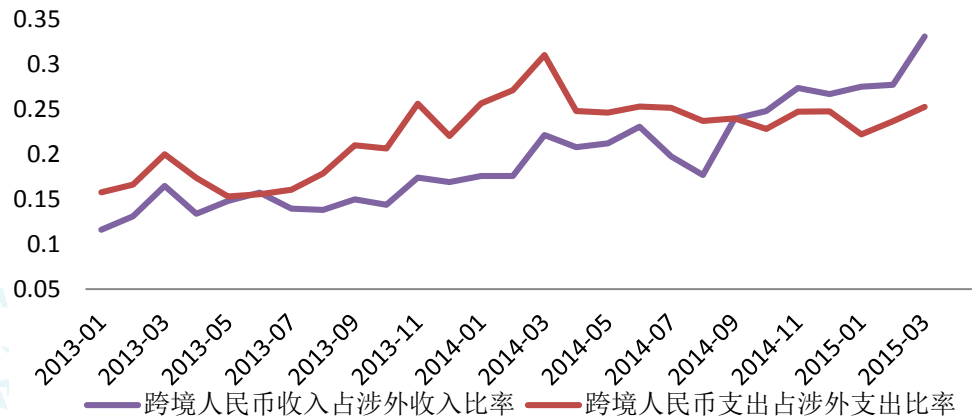


数据来源：Wind。

人民币国际化业务很大一部分由境内企业驱动。当人民币处于升值通道时，离岸人民币相对在岸人民币价格更高，等额美元在大陆可以比在香港获得更多人民币，那么进出口商会在香港购汇，再在国内结汇，增加香港人民币资金的供给。但是，当美元处于升值通道时，人民币跨境资本会出现反方向回流。下图表明，2015 年第一季度，跨境人民币业务占跨境资本流动的比率已经接近 25%。其中，跨境人民币收入占比从 26% 上升至 33%，支出占比从 24% 小幅上升至 25%，这缘于人民币相对美元弱势，国外贸易商和投资者更希望获得美元，因此，国内出口商采用人民币结算比率迅速上升，进口商采用人民币结算比率上升速度反而下降。收入与支出二者之差为正，人民币净

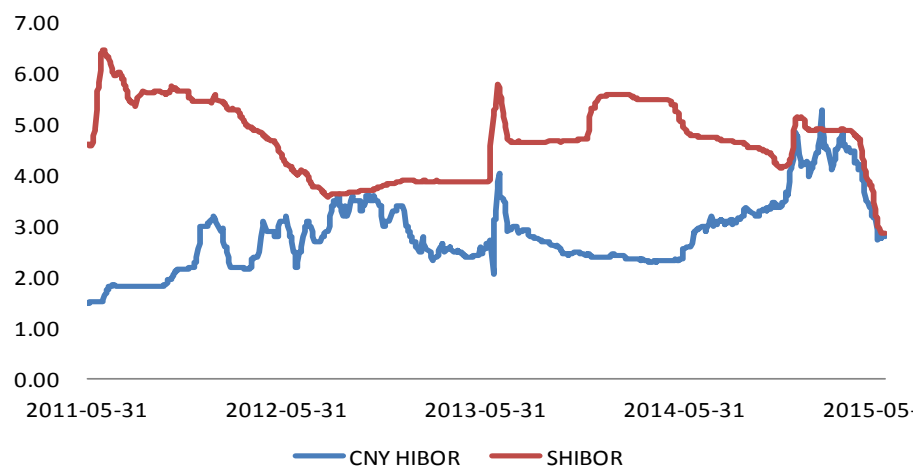
² 企业结汇代表企业获得外汇后卖给银行，企业支出售汇代表银行向银行购买外汇对外支付。收汇结汇率（结汇/跨境收入）下降，表明非银行部门的结汇意愿不断下降。同时，付汇售汇率（售汇/跨境支出）不断上升，表明非银行部门的购汇意愿不断上升。

流入 530 亿元。



数据来源：Wind。

其三，境内外人民币融资成本逐渐趋同，点心债对境内企业的吸引力下降。2014年下半年，一方面，境内人民币流动性大幅增加，人民币境内融资成本下降。另一方面，沪港通开通后，境内股市行情向好，吸引境外人民币回流，减少了离岸人民币的供给。从2014年11月至今年4月涉外收付款在证券投资项下收入远大于支出，月均净流入200亿元。而且跨境贸易渠道下人民币出现回流，导致境外人民币供给下降，提高了境外人民币的利率水平。随着境内外人民币融资成本趋同，境内企业赴香港发债的热情迅速下降。2015年，大陆政府机构和企业在香港发行的债券仅占点心债发行总规模的17%，与2014年84%的比率成鲜明对比。



数据来源：Wind。

离岸市场人民币业务陷入停滞，实际表明人民币国际化进程进入了一个新阶段。市场主体是否使用和持有人民币取决于能否获得收益或者降低风险，近期市场变化的趋势可能在不断降低边际收益。一方面，随着中国经济增长放缓、进出口贸易已趋平衡，人民币基本处于均衡合理水平，短期内升值空间有限；另一方面，全球流动性和人民币流动性出现逆转，未来一段时间中美货币政策的分化会进一步加剧，中美利差下降和美元汇率上升将会继续降低人民币的吸引力。此外，从贸易渠道来看，中国的外贸依然是以加工贸易为主导，产品定价权普遍较弱，很难继续增加人民币计价的比率。从资本流动渠道来看，官方对外援助或投资可以在一定程度上释放人民币流动性，但是国内金融机构的国际竞争力较弱，管理汇率风险的经验不足，对人民币国际化业务的推动作用相对有限。各方证据均表明人民币国际化已进入平稳发展的新阶段。未来需要通过逐步升级实体经济中产业和贸易结构，来提高人民币国际化的潜力，而且在开放资本账户的过程中，需要保持足够的审慎监管工具，避免跨境资本以金融泡沫的方式来推动人民币国际化。

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。