

经济观察

中国

香港，2011年8月25日
经济分析

亚洲

新兴市场首席经济学家

Alicia García Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

解读人民币国际化及其对欧洲的影响

中国国务院副总理李克强近期到访香港，为这座城市带来了一揽子推动人民币国际化进程的新举措。香港作为发展离岸人民币业务的国际金融中心其地位得到了巩固和提升。

到目前为止，如果仅以伴随人民币跨境贸易结算而节节攀升的离岸人民币存款规模来看，人民币国际化的进程可谓已取得一定的成功，更不用提正在逐渐发展的离岸人民币“点心”债市场。然而，人民币的国际化进程也面临着不少困难。事实上，任何对于国际货币体系所进行的改革都被认为是大胆的尝试，然而中国现时正在推行的人民币国际化或许要来的更为大胆一些。这是因为人民币在其国际化进程中所展示出来的独特性。诸如美元，英镑和日元等主要国际流通货币其国际化最初都是由在岸市场发展起来，而非像现时的人民币国际化那样倚靠在离岸市场的发展。中国显然选择了一条更加困难的道路，原因很简单：人民币仍属于非自由兑换货币。对中国来说非常有利的一点在于，可以在香港这样一个活跃和庞大的金融市场推动人民币的国际化，在香港的法定货币港币和美元是挂钩的。

围绕人民币国际化的独特性，一系列有趣的问题值得进一步分析：首先，为何中国现在要推行人民币国际化？其次，人民币国际化能否最终取得成功？最后，人民币国际化的推进对于世界其他国家和地区来说意味着什么？思考这些问题不仅有助于理解中国对于人民币国际化的计划与目标，同时还能为如何克服将来可能遇到的困难提供一定的线索。

人民币国际化的时机

近年来中国的经济规模前所未有的高速增长。尤其近几年来恰逢世界主要发达经济体深陷经济危机。加之对国际主要流通货币的信心越来越弱，使之成为一个新的货币登上世界货币舞台的绝佳机会。尤其当主要发达经济体在席卷全球的经济危机时期受到严重的打击，中国对世界经济的影响在一定程度上得到了显著增强。在如此大背景之下，人民币成为国际性流通货币的吸引力愈发上升。自中国在2010年6月重启人民币汇改以来，市场对于人民币的升值预期更为强烈，进而吸引更多的资本流入到中国。鉴于此，对于中国应尽快将人民币国际化以补充其日益增长的经济影响力的呼声越来越高。

然而，对于上述的观点，人民币国际化的时机仍然是要考虑的问题。考虑到对于人民币的升值预期所带来的大量资本流入，中国应采取相应措施鼓励更多的资本流出而非流入，但是人民币国际化的进程却朝着相反的方向展开。事实上，在离岸人民币的使用上，80%的跨境人民币贸易结算额来自货物的进口结算，出口结算仅占20%，且更多为对中国的外商直接投资而非中国的对外直接投资。换言之，人民币国际化实际上鼓励更多的资本流入大于流出。虽然中国的经济增长有所放缓，货币当局仍然担心过多的资本流入以及过快的人民币升值步伐。

在我看来至少有两个原因或许可以解释为何中国开始推进人民币国际化进程。第一个原因在于拥有主要国际流通货币的世界发达经济体，包括美国，欧洲和日本，在此次延续至今的全球金融危机中受到严重的影响，这也为人民币进一步国际化，立足于亚洲提供了良好的契机。

其次，更为重要的是，中国对于国际货币，尤其是美元，有着巨大且不断增长的敞口。中国自 1998 年以来面临着经常账户和资本账户的“双盈余”。通过贸易顺差，外商直接投资以及其他资本流入，中国已累积外汇储备超过 3 万亿美元，相当于占 GDP 的 50.2%。尽管这一庞大的外汇储备规模，加之持有的海外资产，都可以成为应对金融危机的安全储备，然而过多的累积也会带来严峻的挑战：持有外汇储备的成本很高，并且需要良好的管理以避免外汇储备遭受损失。事实上，只要中国经济保持高速的增长，人民币相对其外汇储备中的国际货币就有升值的倾向，这将不可避免的导致外汇储备估值的稀释。

除了降低储备积累的来源（即国际收支盈余），中国可以通过增加持有以人民币计价的国外净资产以减少这类同汇率相关的损失。换言之，中国可以“人民币化”（renminbize，引用自 Cheung, Ma 和 McCauley）其庞大外汇储备的一部分。那么，问题是增加多少。

以日本为例（美国并非一个合适的参考标准因为其货币的国际化程度要高很多），根据估计，日本持有的债券资产中大约 12% 的资产是以日元计价的。从这个意义上来说，中国需要做的仅仅是刚刚开始，仍有很长的路要走。

人民币国际化能否取得成功？

毫无疑问，中国在实体经济和金融市场方面已具备一定的条件推进人民币成为国际货币，或者至少在亚洲范围内成为重要的区域性货币。关键的问题在于人民币的国际化进程是否可以非常顺利的实施。

在这个方面，以建立人民币离岸市场作为人民币国际化策略的起点，将很大程度上依赖人民币的升值预期，主要来自于离岸中心市场参与者天生的投机动机。事实上，若人民币升值的预期发生重大改变，将对新形成的离岸市场造成波动。亦或当离岸人民币存款开始被取兑（也可能被转换成另一种货币），考虑到目前离岸人民币货币市场的发展程度以及香港金管局和人民银行有限的人民币互换协议金额，香港的金融机构将可能面对流动性问题。在失去对人民币升值预期的情况下，离岸人民币债券的发行也可能大幅放缓，因为市场需求在升值预期的改变下将显著下降。

因此，很显然，在岸人民币市场需要与离岸人民币市场一起共同发展。一个简单的方法是允许非中国居民可以在中国的资本市场进行人民币贷款。这将是“熊猫债券”筹资方式的一种延伸，此外还可以包括外国公司在上海证券交易所进行首次公开募股（IPO）。

将人民币更广泛用于私人投资目的同时，也应允许创造更多更具有流动性的人民币衍生工具市场，这将是人民币国际化进程中一个重要的先决条件。（比如：成为中央银行储备货币的一部分，以及被其他国家作为汇率挂钩的一种货币。）事实上，已经有国家诸如新加坡正式宣布将人民币纳入其对一揽子货币挂钩的汇率政策框架中，（新加坡货币当局可能已经这样做了，但是正式的宣布这一变化将着实为那些在西方发达国家近年来最严重的金融危机期间寻找强势货币挂钩的其他国家提供一个非常重要的信号。）另一个目前看似不太可能发生，但在未来却仍未可知的可能性是香港金管局或将改变现行的联系汇率制度，转而考虑将港币与一揽子货币挂钩，不仅仅是美元，其中还将包括人民币。

对欧洲的影响

欧洲需要关注人民币国际化进程，至少有两个原因：首先，当一个对全球经济影响如中国一般重要的国家开始拥有国际化的货币，将再次掀起关于亚洲是否也能够建立最优货币区，进而深化区域货币合作并最终形成货币一体化的讨论。

尽管考虑到欧元区的现实处境，这样的想法可能在亚洲无法落实。这不仅是因为近几年来欧元区推行过程中曝露的一些弊端，同时也由于亚洲各国意识形态上存在差异。

其次，更为相关的是，人民币国际化将如何影响到欧洲，尤其是欧元。第一个可能的结果将对欧洲产生较为积极的影响，欧洲将部分美元资产转移至人民币资产进行多元化从而获得估值收益。而第二种可能的结果，则将对欧洲产生更加负面的影响。同样的多元化外币资产模式，从西方国家货币（不仅仅是美元）转移至人民币资产，可能会减少市场对于欧元资产的需求，尤其当欧元区经济最需要这样的需求之时。

总而言之，现在对人民币国际化进程的最终结果下定论还为时过早，但至少现在看起来其前景很好。据我看来，中国货币当局现在需要处理的两个最紧迫的议题是如何在兼顾资本流入的同时理顺人民币国际化的进程，以及如何更广泛的推进人民币国际化的同时，更加稳定的发展在岸人民币市场。最后，欧洲需要非常留意关注整个进程，从而限制因投资者对欧元缺乏兴趣而引发的相关风险，同时获得尽可能多的利益。

免责声明

本文及其所含信息、观点、估计与建议由Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.（以下简称“BBVA”）提供，旨在为客户提供报告发行日相关的一般信息，如有更改，恕不提前通知。BBVA将不负责通知变更事项或此后内容的更新。

本文件及其内容不构成对购买或认购任何证券或其他投资工具，或从事、撤出投资的邀约、邀请或唆使。本文件及其内容均不能构成任何合同、承诺或任何形式的决议的基础。

阅读本文的投资者应注意到文中所提及的证券、投资工具或投资可能并不适合于其特定的投资目的、财务或风险状况，上述因素并未被纳入本报告所考虑的范畴。因此，投资者在做出投资决策时应考虑到上述情况并在必要时寻求专业的建议。本文的内容均基于可信赖的公开信息得出，BBVA并未对这些信息进行独立核实，BBVA不对其精确度、完整性及正确性提供任何形式的担保。由于采用本文件或其内容所导致的任何直接或间接的损失，BBVA概不负责。投资者应注意的是，证券或投资工具过去的表现或投资的历史收益并不能保证其未来的表现。

证券或投资工具的市场价格和投资的收益会随着投资者的兴趣而波动。投资者应意识到其投资可能蒙受损失。期货、期权和证券或高收益证券交易存在高风险，并非对所有投资者都适合。的确，在某些投资中，潜在的损失可能会超过初始的投资金额，且在这一情况下，投资者可能会被要求支付更多的金额来支持那些损失。因此，在进行任何此类交易之前，投资者应意识到其操作，以及所持有股份所涉及到的权利、义务和风险。投资者还应注意，文中所述的投资工具可能在二级市场上有限，甚至根本不存在。

BBVA及其任何分支机构，以及各自的高管和员工，可能直接或间接地持有本文或任何其他有关文件所提及的任何证券或投资工具；他们可能是为自己或第三方从事这些证券交易，为前述证券或投资工具的发行人、相关公司及其股东、高管和员工提供咨询或其他服务，或可能在此报告出版前后对这些证券、投资工具和相关投资产生了兴趣或进行了交易，但上述行为都在适用法律允许所允许的范围内进行。

BBVA及其任何分支机构的销售人员、交易员和其他专业人士可能为客户提供与本文意见相反的口头或书面市场评论。此外，BBVA及其任何分支机构的自营交易和投资业务的投资决策也可能与本文的建议不符。本文件未经BBVA的事先书面同意不得：（1）复印、影印或以任何其他形式或方式复制；（2）传播；或（3）引用。该报告不得复制。传达、传播或提供给任何有法律禁止其传播的国家内的任何个人或实体。如未能遵循这些限制性规定可能违反相关地区的法律。

在英国，本文件仅适用于以下人士：（1）具有2000年金融服务及市场法2005年（金融促进）法令（修订的“金融促进法令”）第19条第5款所述投资工具专业经验的；（2）金融促进法令第49条第2款1-4点规定的对象（高净值公司、非公司社团等）；及（3）被依法邀请或吸引来参与2000年金融服务及市场法第21章所述投资活动的人士（所有这些人均被称为“相关人士”）。本文件仅适用于相关人士，非相关人士不得照此行事或依赖本文件。本文相关的任何投资或投资活动仅对相关人士可用且仅将由相关人士参与。本报告分析师、作者的报酬体系基于多重准则而定，包括BBVA获得的收入和BBVA集团一个财年的收益（这反过来包含了投资银行产生的收益）；但其报酬与投资银行任何具体交易的收益无关。

BBVA不是美国金融业监管局的成员且不受其信息披露规则的约束。

“BBVA受BBVA集团证券市场运营行为准则的约束，像其他规章一样，其包括防止和避免所获评级内利益冲突的规定（包括信息壁垒）。参考BBVA集团证券市场运营行为准则请见以下网站：

www.bbva.com / Corporate Governance”

BBVA, S.A.是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行，在西班牙中央银行的注册号为0182