



# 人民币与外汇市场论坛

国家金融与发展实验室

2017年9月13日

# 人民币与外汇市场论坛

**张杰：**

下面是论坛一，有请这一阶段的嘉宾上台就坐。正式开始演讲之前，首先感谢李扬老师的邀请，李扬老师邀请的会都是含金量很高的会。

关于 CLS 汉语的翻译，刚才程炼博士说还没有成熟的，我试着提一个建议，只是一个建议而已，是不是叫做“永联清算”，这个名字还是比较有意思的，只是建议，如果用的话还有知识产权在这儿呢。

论坛一的主题是“中国金融发展及其面临的挑战”。有一个主旨演讲，还有三位嘉宾讨论性的演讲。首先有请中银国际研究公司董事长曹远征老师做主旨演讲。有请！

**曹远征：**

谢谢张杰主席，非常高兴到这个论坛做演讲。我的题目是“人民币国际化：汇率与国际收支的重新定位”。由于时间非常紧张，不能一一过 PPT，比较长。

我想先对刚刚几位演讲者做一个评论。

我本人是人民币国际化的实际参与者，甚至可以说始作俑者，2003 年从香港开始，到现在已经持续大概 15 年了。我了解人民币交易中的对手风险非常大，也了解像陆磊局长指出的人民币国际化应该给世界经济服务，也知道人民币国际化离岸市场、在岸市场发展不可持续。听完演讲比较欣慰，还是国际化，而且有实际需求。

我想讨论三个问题，第一，人民币国际化是很特殊的路线，这种路线不同于传统的主权货币的国际化，离岸市场是国际化中的一个必然阶段。第二，由于离岸市场的发展带来很多困惑，这种困惑主要表现在双重汇率、双重利率，引起了套汇、套利，而且不仅仅是一重套，甚至是双重套，于是造成了去年的货币波动

**张杰**

中国人民大学国际货币研究所 所长

**曹远征**

中银国际研究公司董事长

和离岸市场的萎缩。第三，未来应该怎么办。

人民币国际化走了特殊的路线，人民币和中国的实际情况是高度关联的。作为一个主权货币的国际化，应该满足三个条件，第一，这个货币变成全面可流通货币；第二，这个国家在国际收支上应该呈现出逆差，至少人民币国际化开始时候是双顺差；第三，如果这个货币是国际货币，一定要有一个深度的金融市场，否则货币政策没法影响整个世界，而中国恰恰是金融市场不发展、不发达。正是这个特殊情况，构成了人民币当时国际化的特殊背景。人民币为什么国际化呢？其实有嘉宾演讲中指出了，中国现在是世界第二大经济体，第一大贸易体，货币具有了国际需求。如果我们检视一下过程就会发现，亚洲金融危机后，中国对有些国家，比如说东盟国家是常年的贸易逆差。金融危机爆发以后，由于美元的流动性短缺，不仅仅对国际金融、贸易方面造成困难，而且缺少支付手段。作为第一大贸易体，作为东盟国家的主要出口对象体，人民币被用于国际支付、国际结算就成为一种自然现象，我想这是为什么在 2008 年金融危机后人民币首先用于这个区域，开使用国际贸易计价和结算。

这样一个跨境使用，对中国带来的挑战远远高于人民币国际化带来的挑战。开启了中国金融体制改革的实验性安排，建立一个完善的中国金融体系，来支持人民币国际化或者满足人民币国际化的需求，然后就成了一个动力，可以看到过去几年里，中国金融体制改革速度是快于其他领域的。在这个挑战面前，我们当时也非常清楚，门不能开太大，所以 2009 年 7 月 2 日开始的跨境贸易结算是货物贸易结算，而且只涉及 5 个城市，上海、广州、深圳、珠海、东莞，365 家企业。但中国改革开放的过程和全球改革开放过程一样，只要门开了以后就关不上了。很快，在 2011 年跨境贸易结算就覆盖了整个中国，同时也延伸到整个世界，本来是面向东盟和港澳地区的。而且不仅仅在货物贸易，在服务贸易也开始采用，资本项下也开始开放，跨境贸易结算、跨境贷款，包括现在深港通、沪港通、债券通都是用人民币进行的，这是资本项下的科目。

这样的过程中，中国又是资本管制、货币不可兑换的，自然就出现一个情况，境外市场大于境内市场。而在当时也是这么考虑的，避免资本项下过早开放人民币在资本科目上的兑换所带来的冲击，因为在 20 年前这个地区曾经出现过严重的亚洲金融危机，其中一个教训就是过早的放松资本管制。在不放松资本管制下，用人民币国际化，结果自然就是离岸市场带来在岸市场，离岸市场发展又要求资本有某种放松。我们特别在意永联讨论的，人民币清算能力有困难，因为没有加入国际清算系统，是资本项目部开放的，所以由中国的银行单独进行清算，这个清算系统后来也发展成了 CIPS。目前为止全球 30 多个地区开始使用人民币，因此除了央行具有清算的安排，中国的很多银行都承担了清算行的任务。比如当年和中国银行深圳方面有协议，人民币多余的头寸通过中国银行清算回国，清算给深圳人民银行，这形

成很特殊的一种体制安排，于是把这种模式叫“离岸市场+清算行”模式。

由于资本项下不能开放，资本项下又必须开放，这就形成了很大的困惑，这个困惑是什么呢？就是离岸市场发展快于在岸市场。其实我们当时设计的时候曾经考虑过，可以采取多种方式，所以在人民币清算模式中会看到两种模式，一种是香港模式，就是清算行模式，还有一种是上海模式，就是结算模式。但很遗憾，尽管第一笔业务发生在上海，但是最后的结果是离岸模式远远大于在岸的清算模式，道理很简单，资本项下不开放。比如作为一个泰国商人，我要向中国出口货物收到人民币，我突然发现在上海模式下都在在使用人民币，否则没有用处，而在香港模式下，至少可以做理财安排，有利息收入，于是香港清算量远远大于上海的清算量。这就是刚刚李扬老师指出的，上海的国际金融中心地位不如想象那么大的很重要的原因。这也是我们经常讨论质疑的一个问题，人民币是中国的本币，为什么本币中心上海的国际化程度还不如香港，更何况现在人民币的离岸中心越来越多。我刚刚提到，这种状况也促使了改革，如何联通国内、国际市场，离岸、在岸市场，请大家注意上海自贸区安排，任何企业在上海一定会获得两个账户，一个是自由贸易账户，一个是一般账户，按照设计的初衷在自由贸易账户中间逐渐实行可兑换，然后来打通离岸市场和在岸市场的关系。不过由于前一段国际形势的复杂化，上海启动一直没有落地，但这个目标始终是存在的，我想这也大概是未来的一个改革方向，如何打通离岸和在岸市场，这是我想讨论的第一个问题。

第二个问题，在离岸和在岸的情况下带来什么问题。其实无论陆磊、李扬、程炼都已经指出了 CNH、CNY 存在双重汇率。我们知道这两个货币形成机制是不一样的，人民币在海外市场是完全可兑换货币，于是由自由市场买卖形成这个汇率，CNY 由于资本管制，基本上变成一个央行一对多的汇率，因此有央行中间价的设计，央行一对多可能有操纵之嫌。起初阶段可能在人民币升值预期或者推动下，离岸市场汇率和在岸市场汇率走向基本一致，甚至不能辨识谁引导谁，去年可以明确看到离岸市场在引导在岸市场汇率。种种因素，预期发生了变化，认为人民币可能会贬值，所以离岸市场率先开始有这种举动。汇率定价中最重要的是前日收盘价是构成次日开盘价的重要组成部分，只不过加了权重，要有一篮子货币汇率。前日的香港开盘价，CNH 的开盘价对 CNY 的开盘价有重要影响，因此看出来，去年人民币的汇率对美元是大幅贬值的。尽管我们认为人民币内在价值并没有发生变化，但是相对价格反映出来了人民币易贬难升的局面，尽管去年上半年人民币本身还具有升值倾向，但是在美元中表现不出来，只表现出来对一篮子货币和其他货币全部升值。

这就出现了今年所看到的一个情况，人民币兑美元的单向贬值，换言之某种程度上是美元的升值导致人民币贬值，尽管人民币基本价值没有发生变化。但也提出一个问题，尽管美元不能控制它升值还是贬值，但是人民币兑美元的变动幅度如此之大，也对货币当局提出个

挑战，如何管理汇率。央行采取两个举动，一是增加了压舱石，增加了一篮子汇率这样一个货币组成，由 10 余种扩大到 24 种。第二是今年引入的新因素，逆周期调节因子。然后加强了管理，但是透明度好像变的差了一点。

在管理中我们突然发现到有一个事实，既然存在双重汇率，那么一定存在着双重利率。因为在国际市场上一定是靠融资美元来投资人民币或者融资人民币来投资美元，那么在国际市场上，在 CNH 上有一个 CNH 利率，CNH 利率和 CNH 汇率是平价关系，CNY 市场上同样存在这个关系，因此利率来影响汇率，控制利率就可以控制汇率。今年的操作情况是这样的，通过扩流入来稳汇率。由于人民币利率高于美元大概 300bp 的利差，对投资者有吸引力，加上金融基础设施建设，“债券通”使一级托管和多级托管之间增加了一个转换，因为海外市场是多级托管，中国是一级托管，方便海外投资者进入中国市场，于是第二阶段开始，中国国际收支资本项下开始出现回流，利率和汇率的平价关系是存在的。而且由于中国是第一大贸易体，这种平价关系可以影响到整个世界，这大概就是程炼的结论。就是说他的交易模式还比较奇特，最后发现它还是国际货币，是它的实体经济需要，是最大的贸易体。支付结算中需要外汇平衡，而不是单纯的外汇套利、套汇的炒作，固然套利、套汇对它的适用程度、扩展速度有重大影响，但是我想这不是本质影响。因此，利率可以作为一个调控的手段。

由此导致第三个问题，未来人民币国际化。由于人民币的国际使用，资本项下开放的问题不像过去亚洲国家那么困难了，因为亚洲国家在资本项下一定是本币和外币可兑换，意味着资金流入、流出频率加快，大幅流出就引起本币、外币大幅度贬值。尽管 1990 年中国已经是条款国，人民币在经常项目上可兑换，2000 年实行全面可兑换。资本项下人民币是同等的，第一，外商投资需要经过逐笔审批、逐笔核销，所以协议利用外资和实际利用外资有差额。第二，中国居民不得对外负债，对外负债需要外债规模管理。第三，中国资本市场不对外资开放，如果外资想进入市场，需要通过特殊管道 QFII。但是经过人民币国际化这么 9 年的时间，突然发现这些科目依然对外币保持管制，但是对本币开放。

离岸人民币市场发展的经验表明，在保持对外币管制不变的情况下，资本项目可以人民币开放。一，外商以人民币进行投资比使用外币要方便很多，不需要有外汇的审批，可以一笔进入中国市场，因此外商的对外投资基本是用人民币进行的。二，中国居民目前不可对外以外币付债，但是对外可以本币负债，包括中国企业在海外发行“点心债”，外国企业也可以在中国发行“熊猫债”。三，目前中国资本市场尽管外资还不用外币来操作，但是用人民币是可以操作的，“沪港通”、“深港通”、“债券通”就是这个意思，尤其是三号公告，允许各大外资金融机构直接进入中国银行间市场。资本项下本币是通的，这或许是给各国的所谓资本项下开放提供了一个中国经验，能不能先做到本币先流动、后兑换。资本项下以本币进行，然

后讨论资本项下本币与外币的可兑换，这次“全国金融工作会”也说的很清楚，是人民币资本项下可兑换。如果要可兑换，很简单，离岸市场和在岸市场一定得打通，只有打通才可兑换。其实可兑换的条件也具备，外资对外投资使用外币和人民币条件一模一样，这个科目可兑换，中国用本币负债和外币负债条件一模一样，可兑换。

上海自贸区的改革，从历史上来说是势在必然，而且正在提速之中。如果这个进程加快，那么人民币利率就负债整个全球人民币市场，这是统一的利率，就没有了套汇、套利。因此货币国际化，举例来说，美元是没有汇率的，美元的价格就是十年期国债利率。这要求中国必须得有深度发达的金融市场，尤其是固定收益市场。我们会看到，利率的市场化和汇率的自由化正在相向而行、相伴而生，而金融市场深化正在进行中，从这个意义上说，人民币的国际化恰恰为中国深化金融体制改革创造了有利条件，意味着变成压力、变成动力。由于中国是第一大经济体、第二大贸易体，货币具有国际化的情形，特别是在现在去全球化的十字路口中，“一带一路”正在如火如荼中，人民币的安排可能为世界提供新的公共产品，为全球化，为“一带一路”的发展做出自己的贡献。

以上是我的发言。谢谢！

**张杰：**

曹老师做了一个非常精彩的发言，每次听曹老师的演讲都有收获，我在听演讲时有个诀窍，既要看他大的逻辑，而且又要看他细处讲的是不是专业，曹老师这个演讲既有大的格局，细处也很专业，因为他是人民币国际化进程的参与者、推动者。他特别讲了，人民币国际化中国的方案或者中国的道路发人深思，我最近也在思考这个问题，因为中国整个的改革发展道路是有别于西方的，希望能够引起大家的进一步讨论。