



中韩金融与发展论坛

国家金融与发展实验室

2016年10月13日

中韩金融与发展论坛

安玉花

韩国成均馆大学

安玉花：

大家好，我是来自韩国成均馆大学的安玉花，今天想跟大家交流的是怎么加强韩国作为人民币资本市场境外枢纽作用的方案。

前面两位专家把人民币国际化的现状已经非常详细的给大家介绍了，我在这儿主要是想跟大家看以下重要的几点。

人民币已经成为全球第六大国际结算货币、第二大贸易融资货币、第六大银行间贷款货币、第七大外汇交易货币和第七大外汇储备货币，不管怎么样，它经过这几年的发展，已经成为国际上使用的主要货币之一。人民币作为国际主要结算货币的比重达到 2.5%，继美元和欧元，有可能成为第三大国际结算货币。

国际货币第二个重要的功能是作为投资货币的功能。作为投资货币，人民币主要是作为直接投资（In+Out），总规模已经达到了 5820 亿元。以后随着中国企业到海外投资，规模会增加的更快。在世界外汇市场上人民币使用的额度有多大是最关键的因素。下图是在世界场外交易市场人民币和外币的市场交易情况，现货交易、期货交易、外汇掉期、货币互换，还有 FX 期权，总规模在 2016 年已经达到了 2020 亿元，在外汇市场上人民币日均交易比重已经达到了 4%，虽然遇到了很多困难，但整个势头是往上增长的。

第三个是储备货币功能。作为储备货币，人民币与其他国家的货币相比，扩大了货币掉期规模，2015 年

总掉期规模是 33142 亿美元。作为储备货币在世界的占比大概是 2%左右。右下图显示目前外国人在中国大陆拥有金融资产（包括股票、债券、贷款和存款）储备额是 38410 亿元，与 2013 年相比增加了 1.3 倍。

人民币国际化以后的方向，我认为是需要时间来发展的，但是总的趋势和方向不会改变。人民银行发表的人民币国际化指数和人民币全球化指数还是逐渐增长的，但是一直到 2015 年 10 月份，开始往下走了，原因是什么？前面两位专家已经把原因解释得很清楚了，主要是因为人民币汇率的问题。现在很多人还是对人民币国际化有很大的疑问，能不能继续下去？为了回答这个问题，我们先看一下到现在为止，推动人民币国际化的主要原因在哪？右下角的图显示了什么样的影响因素影响了人民币国际化进程，图的最下边是调查的结果，中国的贸易规模逐渐增大是第一要素；第二个是跨境利率之差跟美国的利率之差；第三个是像上海的 FTZ 自由贸易地区扩大，可能增加了外国人投资的空间；中国企业和海外企业之间的合作逐渐增大，这也是一个很重要的原因。中国政府资本市场的开放额度也是逐渐的增大，这是人民币升值的因素，刚才两位专家介绍的人民币升值因素和美元的利率之差，是人民币快速进军国际化的重要原因之一。从这里可以看到这两大因素已经有了很大的变化，可能以后反而会成为它的阻碍因素，但是剩下的因素，比如贸易规模、FTZ，现在国家已经扩大了四个地区。还有中国企业和海外企业的合作越来越扩大，中国逐渐开放资本额度，银行间债券市场已经开放了。所以其他的因素也在逐渐扩大，只是跨境利率之差和人民币升值这两大因素有了很大的变化。

这会不会以后成为人民币国际化很大的障碍呢？我认为不管以后怎样，除了中国本土以外，离岸人民币市场对整个人民币对冲的需求会逐渐扩大。比如说离岸人民币汇率和利率衍生品业务，以后会成为离岸商品中最重要的领域，因为刚才我们看到它的汇率的波动逐渐加大了。随着中国国家政府的利率市场化越来越深入，可能对利率衍生品的需求会扩大，所以以后在人民币离岸市场当中对汇率和利率衍生品的需求会逐渐的增大。之前像存款、贷款和债券是基于企业和企业之间实际业务的扩大而继续扩大。我完全同意交通银行专家所解释的那样，以后离岸人民币资产管理需求可能也是一个很大的领域，发展前景

非常广阔。所以以后在人民币离岸市场做事的方向是不管人民币国际化进程如何，这种需求会越来越大。

右下图显示的是欧元出台前后意大利、法国、德国等对欧元的需求大概增加的百分比。比如意大利，欧元出台之后，欧元债的发行已经从 11% 增长到了 16%，法国和德国的增长幅度都是很大的。所以如果人民币成为亚洲区主要的货币的话，对人民币债券的需求也会逐渐增大。

今后推动人民币国际化的积极因素主要是中国经济规模会扩大。现在中国占世界 GDP 的比重已经上升到 15%，成为与欧盟并驾齐驱的经济大国。人民币逐渐贬值，人民币汇率变动的幅度越大，对衍生品的需求更大，它有可能成为开发人民币其他商品的一种好的机会，以后人民币商品的需求会逐渐扩大。

大家都知道今年 10 月份人民币加入 SDR，加入之后对人民币国际化最重要的作用是什么呢？作为储备货币来说规模会逐渐的增大。人民币加入 SDR 以后，假如在外国替代日元成为第三大外汇储备货币的话，对海外债券需求的规模大概是 3000 亿，替代英镑成为主要的国际货币，它需求的国际债券规模大概是 1.9 万亿。所以加入 SDR 以后可能会促进人民币债券的规模增大。人民币汇率的变动，已经回到了 2011 年的水准，贬值 10% 多，可能减少人民币投机的需求，但是因为人民币国际化的趋势不会因为汇率的变动而改变它增长的方向，但是关键的因素是中国资本市场的开放度是怎样的趋势，右下角我们可以看到，中国资本市场的开放度还是比较低的，这是我们要克服的一个内容。

一个很大的国际金融形势的变化是什么呢？英国脱欧以后，人民币在全球领域的国际化会面临很大的挑战，但是我想，因为正好是英国脱欧，也是人民币成为第三大主要货币的重要契机，关键在于人民币怎么利用亚洲市场，这个是最重要的内容。以前中国政府可能把英国作为人民币走向全球的重要基地，因为脱欧，中国政府应该把战略重点放在亚洲。

随着中国主导的国际金融秩序的重组，图上可以看到，已经覆盖了很多国际金融秩序的基础设施，比如说 AIIB、NDB 新开发银行、丝绸之路基金、上海合作机构开发银行等，已经做好的这些金融秩序的设施会对人民币逐渐走向亚洲周边国家起到很好的促进作用。

人民币国际化最大的弱势，国际上用人民币标记的债券市场规模非常小，右下角可以看到，跟 GDP 规模相对比在外人民币标记的债券规模不到 1%，才 0.6%，像美国、日本等其他国家比重是很高的。2015 年第四季度，括号里面是在海外的人民币标记的债券规模，银行以外的金融机构、非金融机构、政府对人民币标记的债券保存额度非常小，对中国政府来说，以后怎么扩大在海外发行的人民币标记的债券是要解决的很大的一个问题。

中国政府开始推行“一带一路”战略，主要是做“一带一路”国家的基础设施投资、能源开发、高附加值的产业结构调整、金融合作方面的投资，作为国家性的战略来说，跟“一带一路”国家加强金融合作，人民币作为投资货币，它有一个很大的发展机遇。我建议，中国应该在亚洲构建“一带一路”国家间跨境证券交易平台。比如说“一带一路”国家的很多基础设施投资进去的证券应该有一个回收的市场，光投资，回收没有市场很多人是不愿意投资的，所以我建议在“一带一路”国家进行投资活动的时候，在亚洲这些国家里面，最后建立一个能够把它回收的交易平台。借这个机会，能不能考虑这样的问题，建一个“一带一路”国家间可以把投资进去的证券流通交易的平台，我们把它称为交易所也可以，或者是别的名称也可以，以后为了扩大“一带一路”国家之间的投资活动，建立证券回收的市场。

第二个建议是，这里有一个很好的候补国家——韩国，中国和“一带一路”国家以后加强投资、贸易、教育等合作以后，很多基础设施投资或证券投资回收的活动需要一个平台，但现在没有平台，为什么？中国资本市场没开放，所以外国的投资者想进去都需要一些额度，要不然很难进去，现在“一带一路”很多国家都没开放，甚至有些国家连资本市场都没有，韩国市场有什么优势呢？一是韩国市场是完全开放的资本市场；二是韩国政府从国家角度提出了建设离岸人民币市场作为发展金融产业的战略，对有关人民币债券给予一些优惠；第三，因为韩国金融的基础设施非常发达，交易费用非常低，有关的基础设施完备，资金的进入进出是非常方便的；还有就是利率比中国低，中国的企业或者是“一带一路”国家企业到韩国发行债券，负担的资本费用低于中国。把韩国作为中国投资者和发行者能够汇集的平台，我们应该活用起来，建设成为亚洲国家人民币资本市场枢纽。

第二个论据是，右下角的图展示的是东亚主要国家的债券发行规模，最下边灰色的是中国，规模最大，中国在亚洲是除了日本以外最大的市场，蓝色的是韩国，合起来是7万亿美元的债券市场，其他六个国家合起来规模很小。如果韩国和中国建一个共同债券市场，本身就是一个亚洲的债券市场，再加上中国这么庞大的经济规模，以及和周边国家的经济合作，如果合起来，会成为亚洲重要的债券市场，可以吸引很多的亚洲国家聚集到这个市场上来，韩国和中国走在一起，我们很容易实现亚洲的债券市场梦想。

韩国已经成为中国企业投资最多的国家之一，韩国和中国之间的贸易规模很大，远远超过美国和日本，实际的贸易规模达到了2354亿美元，以后估计可能会扩大到2万多亿美元。中国和韩国已经在首尔和上海建立了人民币和韩币的直兑市场，可以进行直兑交易。

在韩国的人民币存款额度不是很多，而且下降的非常快，2014年193亿美元，现在已经降到了19亿美元，这是因为投机的需求都去掉了，剩下的是实际存款的需求。

中国的海外直接投资规模已经达到了8826亿美元，但是投资到韩国大约是28亿韩币，从2015年开始急剧增长，每年增长50%多，这张图是到2014年为止的。到韩国投资的中国企业非常多，以后以并购为主的金融投资方式是中国企业在海外进行投资的最重要的方式。中国企业在海外进行并购时，遇到的主要问题是，在海外做的时候主要是现券交易，很多都是非上市企业，在中国上市很难的企业。这些中国企业到韩国去进行并购韩国交易所的企业以后，会成为一个上市企业，把韩国企业作为一个平台，在海外以股票交换的方式进行M&A，韩国会成为中国企业走向世界的很好的金融交易平台。像中国这样的非上市企业，如果把韩国这种金融市场作为平台来使用，会节省很多并购的费用。近年来中国投资韩国的额度越来越扩大。

现在国内有很多以人民币为标的的资本市场的情况，首先是人民币贷款。现在山东省的企业已经成为可以从韩国银行贷出贷款的中国企业，贷款的渠道已经开通了，这是去年李克强总理访韩时签的协定，山东省可以作为韩国的特区，直接做人民币贷款，还有人民币回购、人民币债券等。去年末韩国政府到

中国的银行间市场发行了熊猫债券，还有在韩国交易所上市人民币远期商品并开始交易。在右下角这个图当中，目前中国债券在韩国金融市场中已经达到了46.5%，也就是说韩国的债券市场当中，中国资金占到46.5%，非常高的比重。

以后韩国人民币资本市场发展方向是怎样的呢？走的途径是这样的：第一步，跟中国政府签订人民币离岸市场发展协议。第二步，主要是以贸易结算为主，进行人民币离岸市场的建设。还有RQFII，除了香港以外韩国是最大的，1200亿韩币的额度可以投资到中国市场。第三步，在韩国发行人民币债券，现在很多中国企业愿意到韩国发行债券。第四步，进入发展衍生品的阶段，人民币期货以及其他场外金融产品开发的阶段。

以后会以什么样的方向发展呢？韩国政府以后发展人民币市场大概是这几个方向：第一，以实体交易为中心，发展贸易结算、贷款、贸易融资；第二，重点应该发展在韩国内人民币交易基础设施，比如人民币证券发行的证券登记结算、清算等基础设施的便利变通，尽量使费用在全世界变得最低，这也是要构筑的方向；第三，现在有很多人民币汇率、人民币利率，针对这个现象开发有关的对冲商品，这也是在韩国发展衍生品商品的战略方向。韩国有一个优点是山东省可以作为韩国的特区，指定山东省为对韩国的QDII2试点地区，山东省的富人财富管理可以试验性的在韩国开始，这也是努力的一个方向。韩国和中国地方政府之间的合作已经变得很活跃，吉林省、烟台、盐城、四川、青岛、大连、重庆、温州都有跟韩国进行产业开发的试验地区，在这样的试验地区，我们可以进行高附加值的产业开发，进行投资、融资的时候使用人民币。韩国和中国之间最好的优势是有实体经济的需求，并且很大，包括贸易、直接投资、并购战略金融投资的需求非常大。

第二个探讨的方向是，中国政府从来没开放过众筹市场，能不能搞一个试点开放？从制度层面需要把韩国和中国（山东省）的众筹市场相互开放，推出像QFLP、基金互认这样的开放制度，能不能跟韩国一起试着开放，把中国和韩国的众筹市场（Crowd Funding）联合起来，包括后台的证券登记、交易、结算一起做，做这样的众筹我们应该建立什么样的平台呢？

图例显示，右边是韩国，左边是中国，中国和韩国都有自己的众筹市场。在韩国指定一个专对中国投资者的常任代理人，比如韩国的预托决济院、韩国的银行或者是韩国的证券公司，在中国指定一个常任代理机构，比如跟山东省做的话，把山东省齐鲁证券交易所作为常任代理人，从韩国进来的投资、回收都是通过它来做。建立这样的一个互联互通的系统，为了好管理，需要两边的信息互相开放，所以可以成立中外合作的中介公司，把两边的信息随时公布、随时确认，把这样的系统做出来，两个众筹市场可以连接起来，而且好管理。

发行市场，我们用系统连接起来，发行完了以后还得流通，能不能建立共同的流通市场？现在韩国设立了专用的众筹回收交易系统，韩国交易所准备成立一个 KSM 场外交易市场，如果中国有，可以把两个市场联系起来，像沪港通一样。用图形表示的话是这样的概念，韩国已经有两个市场，齐鲁用类似“沪港通”的方式互联互通，前面发行的债券通过这样的回收市场，把它流通起来，证券的登记、清算、结算，韩国的可以由预托决济院做，中方的可以是齐鲁交易所做。这样的系统如果山东省和韩国政府一起去沟通，两国市场的众筹资源活用起来、调动起来，韩国先进的产业，像半导体、文化、第四次工业革命有关的新产业，我们可以互相进行开发和合作。

最后，再总结一下，以后人民币国际化重点应该放在亚洲，在亚洲资本市场中最发达的是韩国，韩国和中国能不能构建一个共同的资本市场交易平台，这是第一。第二，作为第一个试验的制度，我们能不能从众筹市场做，因为它针对的是中小企业，针对的是新技术产业的众筹系统，我们能不能从这里开始探讨一下两国合作的方向。

我的发言就是这些。谢谢大家！

主持人：非常感谢安玉花教授的报告，安玉花教授对人民币国际化在韩国的金融合作，尤其在山东地区合作，提出了非常全面系统的方案，这个方案真的能够实施，不仅对于人民币国际化，而且对中国的金融改革有很大的推动作用，会给上海自贸区带来非常大的压力。