



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

鄂永健

交通银行金融研究中心

研究员

鄂永健：

尊敬的各位朋友、各位领导、各位来宾大家下午好，非常荣幸能有这样一个机会参加中韩金融合作论坛。交通银行的首尔分行是韩国当地的人民币清算行，自2009年人民币国际化推进以来，交通银行致力于为中韩金融合作、致力于为人民币国际化贡献自己的力量。

我来自交通银行发展研究部，我们对人民币国际化在宏观上一直保持着密切关注，在中国和其他国家金融合作过程中我们也不断探索商业银行可以开展哪些创新性的业务。

今天跟大家分享一下有关人民币国际化的观点，这是我们团队的观点。今天跟大家交流四个方面：

第一，人民币国际化推进路径的看法。我们的主要看法是，在以前的国际化推进过程中，更多的是在经常项下，靠跨境的人民币结算进行推进，未来会发生一些转变。

第二，经常项下推进为主逐渐过渡到经常项和资本项下并重的阶段。

第三，负债型为主过渡到负债与资产型并重的阶段。

第四，在人民币国际化新阶段，中国和韩国商业银行有哪些可以合作的空间和机遇。

我首先对 2009 年以来人民币国际化推进的过程做一个简单的总结，看看在这个阶段的过程中人民币国际化有哪些特征。

在前一阶段人民币国际化推进主要有这样几个特征：首先是以经常项下推进为主；其次是以人民币流出为主，这是在人民币国际化的初级阶段，想把人民币推出去，致力于建设离岸金融市场的关系；第三，以境外非居民持有人民币资产为主，这对我们来说是负债；第四，以支付结算功能为主；第五，过去人民币国际化对于人民币的币值有过度的依赖，我们发现在升值预期比较强时，人民币国际化推进得比较快，境外的非居民对持有人民币的意愿比较强。这是我们总结下来的几个特征。

在人民币加入 SDR 以后可能会推动人民币国际化进入一个全新的阶段，借人民币加入 SDR 的契机推动人民币从跨境贸易支付结算货币逐步向跨境投融资货币、储备货币、金融市场上的交易货币为主，推动这样一个过程的升级。展望未来人民币国际化推进的方式，可能会呈现经常项和资本项并重、流入与流出并重、负债型与资产型并重，实现更为均衡、可持续的推进路径。

第二部分，经常项和资本项并重转变。2009 年以来人民币国际化贸易结算试点推进以后速度非常快，到 2010 年是 180 多亿，2015 年三季度破 2 万亿。我们也注意到这样一个特征，之后贸易结算的速度、总体规模都呈现下降，至少是保持平稳的阶段。

跨境贸易人民币结算的占比从 2012 年的 7% 到目前 30% 左右，我们发现从 2014 年和 2015 年开始，这样的占比开始平稳下来，没有像刚开始那样持续高速的向前发展。从支付地位来看，SWIFT 的数据 2016 年 7 月份人民币在全球支付中占比 1.9%，位列全球第五，每个月数据都有波动，基本保持第五、第六的位置，明显进入平缓阶段。

下面我们看一下经常项下的人民币国际化进入平稳发展期的原因分析。前期，基于对人民币持续升值的预期，境外主体持有人民币的意愿比较强，所以会表现为人民币结算占比快速上升。但是当前和未来一段时期，人民币单边升值预期在短期内基本已经结束，未来人民币的贬值压力还是比较大的，我们的判断是人民币汇率双向波动格局已经形成。经过六年快速发展，人民币在对外

贸易结算中计价和支付结算的需求空间基本到了一个平缓的阶段。在我们贸易结算中，有很多是对欧美发达国家的进出口结算，在现有的经济结构和企业基础水平的条件下，我们对欧美发达国家的进出口产品议价能力不是特别强，未来想要进一步提升贸易结算占比会面临阶段性的瓶颈。

基于这样几个判断，我们认为在未来的结算中，会有多方面的因素推动资本项下的人民币国际化加快发展。有这样一些因素：比如说离岸人民币市场以存款为主，存量已经达到一定规模了，这个时候回流到国内渠道的需求比较强烈；第二，境内居民和企业在全球配置资产的需求日益增长，都是在推动人民币国际化在资本项下进一步发展；第三，人民币形式的跨境投融资不涉及本外币兑换，风险相对可控。以拓宽人民币回流渠道，促进跨境人民币投融资为主要特征，资本和金融账户下的人民币国际化会快速发展。

接下来看一些具体例子。RQFII、沪港通等稳步推进，深港通已经正式获批启动，一些细则正在紧锣密鼓的制定当中，也是呼之欲出。到2016年8月底RQFII的可投资额度达到5000多亿元，是2012年初的20倍，各个国家的额度都在不断扩大，韩国到目前是1200亿元的额度，这都是资本项下推进的体现。

上海自贸区正在着手建立面向国际、服务全国的人民币国际债券平台，这个平台和区外的债券市场有些不同，主要面向国际、以及国内有走出去需求的企业和金融机构。中国债券市场对外开放程度是在逐步提高的，但是从人民币国际化的需求来看，从推动人民币国际化的需要来看，开放程度可能还不够。在未来推进的过程中，借助于自贸区的制度创新优势和对外开放优势，可以采取试点运行的方式。在自贸区建立一个服务全国、面向世界的人民币国际债券平台，打造一个人民币国际债券市场，对推动人民币国际化、金融市场的对外开放具有重要意义，这个开放度会是很高的，会使境内市场和境外市场互联互通。

未来更具开放度的人民币衍生品市场也会逐步建立，相比较债券市场来看，对于交易的规则、投资者的要求，以及跨境资本流动风险的管控会更高，是逐步渐进的过程。随着人民币加入SDR，境外投资者对人民币资产配置的需求越来越大，人民币汇率风险管理的需求会越来越多，更具开放度的衍生品市场是必

不可少的。我们完全可以在自贸区内建立这样一个交易和定价的平台，如果比较成熟，我们可以复制，可以进一步的推广。

这是对外投资，也是资本项下的重要一项。近年来人民币形式的直接投资发展得非常快，以 2016 年 8 月为例，人民币直接投资结算业务单月达到 2110 亿元，其中对外直接投资 900 多亿元，外商直接投资 1198 亿元。2015 年人民币直接投资结算业务发展最快，是爆发式增长的一年，全年人民币直接投资累积达到 2.3 万亿人民币，对外和吸引外商加一起合计是 2.3 万亿人民币，结构是对外直接投资占大头，大概是 1.5 万亿人民币，可见我们在资本项下直接投资方式的推进，人民币形式的推进还是有很大的空间，速度也是很快的。我们认为未来在“一带一路”战略推进的带动下，人民币对外直接投资还会迎来一个快速发展的时期。

加入 SDR 有这样几个促进作用，推动人民币国际化在资本项下加快发展：第一，有助于推动资本和金融账户的开放，资本市场开放等金融改革与开放。第二，有利于国内企业和居民在全球范围内进行资源的配置。第三，有助于人民币汇率的基本稳定。最近一段时间人民币汇率面临贬值的压力，加入 SDR 以后，国际储备功能被正式承认，肯定有主权机构、商业性金融机构会加大人民币资产的配置。我看到一个最新的数据，最近一段时间以来中国债券市场上国际投资者购买的债券量将近 110 多亿美元，特别是在 9 月份呈现快速发展的阶段，其中有 60 多亿美元都是买中国的政府债券。这是一个反映，反映出未来在国际市场、在全球范围内对人民币资产，特别是风险比较低、有固定收益的产品配置的需求会越来越多。第四，促进境外人民币资金有一个资金回流的效应。

人民币国际化的推进会逐渐向投资、交易、储备功能拓展，引领人民币国际化，和之前的推进阶段会有明显的不同。这里有两个数据，据 IMF 的统计，2014 年全球官方外汇储备中，人民币的占比是第七位，排在美元、欧元、英镑、日元、澳元、加元之后，IMF 官方最新的公告，人民币已经加入 SDR，会在 10 月份逐步公布外汇储备中人民币的占比，未来会定期发布人民币在国际官方外汇储备中的排位。国际清算银行发布的全球外汇市场调查报告显示，2016 年 4 月人民币外汇交易量 2020 亿美元，全球占比 4%，排名第八位，未来我们预计会逐渐进入平稳上升的阶段。基于这样几个判断，我们觉得人民币的交易、投资、

储备等功能会大大的拓展。在这一系列的推动因素下，可能会使人民币的各项功能在 5 到 10 年内达到相对均衡的局面，不像之前仅仅对币值变化依赖程度较强、以输出为主，这会对未来人民币真正成为国际的主要货币打下良好的基础。

第三部分，人民币推进方式可能会从负债型向负债与资产型并重转变。人民币在前几年的推进是以输出为主，境外的非居民持有人民币，对我们来讲是负债，他们持有人民币是一种资产，肯定对币值会有强烈的预期，币值越高、升值越强会越倾向于持有人民币。这样一种方式是不太均衡、不太稳定的方式，我们认为未来这样的局面有望慢慢发生转变，负债和资产可能会并重。

对外投资会推动人民币国际化向资产型转变。对外投资与本币国际化是相互促进发展的。对外投资能够同时带来本币结算的集聚效应和对其他国际货币的替代效应，我们国家通过大量的海外投资来对本国进出口贸易形成带动，围绕投资会形成这样一个产业链，会激发本国的货币和其他国家的货币进行反复的交易结算，这也会提高本国货币的地位。本国企业向东道国进行直接投资越来越多，会减少东道国对出口产品的进口，从而替代东道国因进口而向出口国支付其他国际货币的效应，减少了对其他国际货币的依赖，相应提高了本国货币的国际地位。

人民币对外投资还可以在很大程度上促进出口，人民币更多在出口贸易中使用，这是很显然的作用。如果很多对外投资以本币进行，本币国际化的进程也会进一步的加快，它在很大程度上可以带动出口。中国企业对外投资过程中原料的生产、产品的进口，都会产生对中国产品的逐步增加的需求，这是一个很明显的替代效应。同时可以使我国企业在对外投资的过程中，将人民币的资金用于全球资源配置的生产、销售、定价。

我们也看到，以对外投资推动人民币国际化具备一系列有利的条件。当前国际经济的大环境，美国加息，全球资本逐步回流美国，很多新兴市场国家，特别是“一带一路”沿线的新兴市场国家会面临资本短缺的局面，这正是给人民币形式的对外投资、人民币形式的资本输出提供了一个好的机遇。从我们自身来看，经过数十年的积累，我国在交通、港口、通信行业上已经积累了一定

的经验，积累了比较先进的技术，我们也具备进行技术输出、通过投资来进行资本输出的这样一些有利的条件。

值得关注的一点，对外投资在现阶段最好以有实体经济为依托的直接投资为主，以金融投资为辅，金融最根本的目的是服务实体经济。如果只强调金融，单纯强调跨境的对外借贷、对外资本输出，很可能导致产业的空心化，使人民币国际化建立在一个虚拟经济基础上，这样一种局面是不可持续的，所以对外投资还是以直接投资为主加以推进。日本在日元国际化的推进过程当中不是十分成功，其中的原因之一有可能就是对外投资过程中忽略了这样一点，1984年日本对外总资产中直接投资占比11%，证券投资占比26%，直接投资远远低于证券投资占比。过度依赖金融投资会导致国际化缺乏实体的基础，缺少实体经济的支持，难以形成持久的推动力。

第四部分，在人民币国际化新阶段的大背景下，中韩商业银行面临哪些机遇。之前以跨境贸易人民币结算为主的时候，更多基于贸易领域、经常项下。在人民币国际化的新阶段，负债、资产和对外投资逐渐加速的过程中，对于商业银行来说合作空间、合作机遇跟以前有所不同，空间非常广阔。未来中国和韩国的商业银行可以在以下四个方面有一些重点的合作机会。

第一，对外投资会带动出口，跨境贸易人民币结算依然是中韩两国金融机构可以合作的重点领域。未来的合作重点是新型的融资方式，比如协议融资、协议付款，这样一些贸易融资的方式可能会快速发展。

第二，跨境人民币投融资。这个也是和前面的资本账户项下人民币国际化加快推进高度契合，跨境人民币投融资业务合作空间也很大，比如投融资里面人民币的结算会有一个不错的增长空间，再比如跨境的项目贷款、对外担保、跨境人民币的双向资金池，也取得了不错的效果，双向资金池已经在自贸区启动。围绕跨境人民币投融资的业务未来有很大的增长空间。

第三，跨境人民币的财富管理业务。这也是和资本项下人民币国际化加快推进息息相关，包括跨境汇款、跨境投资理财，可以以这种产品为抓手，我们共同合作，打造全球的私人财富管理平台。

第四，跨境人民币的资金托管。随着中国金融市场对外开放程度的不断提高，跨境人民币资金托管的业务空间还是非常大的，包括资产的估值、资金的清算、交易结算、投资监督等。以 RQFII 为例，它的额度不断扩大，围绕 RQFII 的投资和资金的托管，这种业务机遇增长空间还是非常大的。

交通银行首尔分行是当地人民币的清算行，我们可以提供高效的人民币清算服务。第一，我们可以为参加行在本行开立人民币清算及结算账户。第二，可以办理参加行人民币业务的清算和结算。第三，为参加行提供人民币流动性的支持。第四，为参加行提供人民币资金与韩元和其他外币间的兑换交易。第五，为参加行办理人民币现钞运送，负责参加行间的人民币现钞的收付。

清算行有一些独有的优势：第一，可以独享中国境内三类金融市场资格，首尔分行是韩国境内唯一可以直接进入中国境内外汇交易、同业拆借和银行间债券市场的银行。第二，可以进入境内银行间同业拆借市场，为客户提供更多期限的人民币资金，人民币资金价格更具市场竞争力。第三，可以进入境内银行间债券市场，拓宽人民币投资渠道。第四，可以进入离岸及在岸人民币外汇交易市场，为客户提供更具优势的汇率报价。

以上是和大家分享的观点，不当之处请批评指正。谢谢！

主持人：非常感谢鄂永健先生的报告，同时也祝愿交通银行作为首尔的人民币清算行在人民币国际化和首尔人民币离岸市场建设当中发挥更巨大的贡献。