**人民币国际化与资本流动现状分析**

范志勇 章启

**摘要：**自2008年金融危机以来，全球资本市场跌宕起伏，而2015年末美联储宣告加息让原本动荡的市场愈发躁动不安。风险偏好的普遍下降使得资金更多地涌向发达国家货币避险，主要新兴市场国家在遭遇增长乏力的同时亦面临着汇率明显贬值。正是在这样的背景下，人民币国际化进程稳步推动，其作为交易货币与储备货币的发展值得称道，而加入SDR的象征意义更是给予了人民币莫大的肯定。然而，新的成就同样伴随着新的问题。一方面，金融危机后中国国际收支平衡状况发生剧烈变动，资本通过非储备金融项下渠道与“热钱”成分持续流出，并自2014年2季度起终结了中国“双顺差”；另一方面，人民币在岸与离岸汇率在2015年汇改之后一度明显分化，离岸汇率震荡走低，显著汇差令在岸汇率承压下行。从长远来看，欲提升人民币汇率与长期资本流动稳定性，关键在于提高资本回报率，而供给侧改革恰是一剂补益良方。

# 一、全球资本市场现状

## 1. 2016年初全球资本市场动荡加剧

2015年12月中旬，美联储在金融危机之后首次将隔夜拆借利率提高25个基点，成为全球资本市场关注焦点。此后，政策余波、各类突发事件以及市场情绪持续混合发酵，国际金融形势动荡不断：

从金融市场来看，股市、汇市、信贷市场、商品市场全线震荡。2016年年初全球股票市场出现大幅波动，银行信贷利差扩大，新兴市场国家货币相对美元贬值，同时大宗商品市场出现下跌，原油价格在1月份一度跌落近三成；

从金融机构来看，全球银行系统一度遭受重创。2016年2月，德银传出CoCo债兑付危机，引发市场恐慌，伴随着银行坏账率的上升，银行股价出现普遍下跌，信用违约互换(CDS)价格上涨；

从金融政策来看，负利率政策影响市场投资者信心。2016年1月，日本开始对金融机构在中央银行存款边际上收取负利率。负利率虽然显示了日本银行对于反通货紧缩的决心，但是利率下降会进一步降低商业银行的利润，加剧银行体系的脆弱性，并引发国际市场对负利率战的恐慌；

从金融资产来看，在全球经济增速下滑和金融市场动荡的大背景下，投资者信心和风险偏好逆转。投资者正逐步减少风险资产，而增加对安全资产的需求。

## 2. 新兴市场国家和发达国家汇率走势分化明显

投资者在国际间重新配置资产，导致各国汇率出现相对变化。特别是在美联储加息背景下，各国货币相对美元呈现出明显的贬值势头。对于新兴市场经济而言，除中国之外，其它国家货币贬值的趋势在金融危机之后由来已久。遭受石油价格重创的俄罗斯卢布价值仅相当于2009年年初的约50%。印度卢比在2013年第三季度之后企稳，目前名义有效汇率约为2009年年初的78%。同为“金砖五国”成员的巴西雷亚尔价值仅相当于2011年6月份历史高点时期的64%。以名义有效汇率看，中国在2015年维持了人民币币值的基本稳定，但进入2016年以来缓慢贬值趋势开始显现，9月较年初贬值约6%。

对于发达经济体而言，除了英镑从2015年11月份之后出现小幅贬值之外，包括美元、欧元和日元在内的主要发达经济体的货币均呈现名义有效汇率升值状态。尤其是日元，从2015年6月到2016年9月期间大约升值了26%。欧元从2015年4月份至2016年9月份升值约4%，美元亦从2014年7月持续升值约19%左右。

发达经济体货币持续升值，很大程度上反映了国际投资者风险偏好的逆转和对安全资产需求的增加。随着新兴市场国家经济增长率下滑，国际投资者对整个新兴市场国家经济增长前景信心不足，导致市场避险情绪上升，国际资本重新流回到美国等经济体。以日本为例，尽管其在2016年初宣告负利率政策，但日元仍博得国际市场诸多投资者青睐，以致汇率逆市走高，升值幅度遥遥领先，足以体现出日元作为传统避险资产的强大吸引力。

**图1：2009年以来发展中国家货币名义有效汇率走势（2010年=100）**

数据来源：国际清算银行

**图2：2009年以来发达国家货币名义有效汇率走势（2010年=100）**

数据来源：国际清算银行

# 二、作为交易货币和储备货币的人民币

无论就国际金融秩序演化而言，还是就中国随经济崛起自然引发的金融扩展需求而言，人民币国际化一直是近年来引发国内外广泛关注的议题。尽管国际金融市场持续动荡，但人民币国际化进程在政策加持下始终稳步推进。一方面，中国政府积极推进国内金融市场改革，采取诸如存款利率自由化等措施提升金融市场灵活性与有效性，同时放松资本项目管制，允许国外资本进入银行间债券市场与外汇市场，逐步顺畅资本流通渠道；另一方面，跨境贸易人民币结算稳步推广，离岸市场+清算中心运作强劲，货币直接交易+货币互换持续推进。在此背景下，人民币国际化进程有条不紊，其作为交易货币与储备货币的使用在整体上呈现积极态势。

## 人民币作为交易货币的发展

2009年7月，央行发布《跨境贸易人民币结算试点管理办法实施细则》，人民币向交易货币的迈进有了初步政策框架。随后，试点地域范围扩展至全国，行业范围囊括服务贸易，并由经营项目向资本项目扩展。根据环球银行金融电信协会（SWIFT）数据，人民币在国际交易结算市场中的份额已由2013年1月的0.63%大幅攀升至2016年9月的2.03%，成为仅次于美元、欧元、英镑、日元的第五大交易货币，目前已有101个国家使用人民币作为交易结算货币；截止2016年9月，在对中国内地和香港进行直接支付时，已有57个国家的人民币支付占比超过10%[[1]](#footnote-2)。

人民币交易地位的提升根本上源于中国经济平稳运行态势与庞大贸易体量，同时海外清算行的建立明显增强了人民币交易结算的可行性与便利程度。目前，离岸人民币清算行已超过20家，其中英国、新加坡分别以6.3%与4.6%的人民币清算市场占比位列香港之后的二、三位[[2]](#footnote-3)。2016年9月纽约清算行的落地进一步完善了清算布局版图，拓展了份额增长空间。

尽管人民币在国际交易中的绝对使用量扩张迅速，然而如图3所示，2015年8月成为人民币交易份额变动的重要转折点，后续发展趋于平缓。究其原因，主要有实体与金融两大层面。从实体层面看，2015年以来，受制于外需复苏疲软与内需提振乏力，叠加国际大宗商品价格低位震荡，中国对外贸易量开始出现经常性的同比负增长。贸易额缩减使得人民币交易份额缺少上行支撑力。从金融层面看，“811”汇改直接带来人民币大幅贬值，而2016年以来美联储加息预期与实体经济低迷又形成持续的人民币贬值压力。由此，持有并使用人民币的机会成本上升，制约了其作为交易货币的增长。

**图3：2013年以来人民币在国际交易结算市场中的份额**

数据来源：环球银行金融电信协会

## 人民币作为储备货币的发展

2015年12月1日，IMF宣布人民币将于2016年10月1日正式加入SDR。这标志着人民币国际化步入新阶段，而人民币作为储备货币的功能也得到了IMF的背书。与之相对应，自2016年四季度起IMF官方数据库COFER将人民币单独作为外汇储备统计列示，进一步确立人民币的官方储备地位。而在SDR构成上，人民币以10.92%的比重超越日元和英镑位列第三，反映了与中国经济实力相称的货币份额地位。

储备货币的职能是货币运用的相对高级阶段，建立在以该货币广泛而自由地进行计价结算、投资融资的基础之上。正因如此，前期将人民币纳为储备货币的国家多与中国存在大量人民币贸易结算业务。例如，亚太地区重要贸易伙伴韩国、台湾、新加坡、俄罗斯、菲律宾等都将人民币列为储备货币；又如英国先于其它西方国家在2014年10月发行了人民币主权债券，并将债券收入用作外汇储备，而目前英国人民币清算总量累计已突破10万亿元，人民币在中英全部支付业务中占到40%。

长远来看，投融资属性是储备货币不可或缺的支撑，亦是当下人民币国际化面临的短板。当前人民币还远未被大多数国家作为自身的储备货币，因而在全球外汇储备中的占比极为有限，市场普遍估计在1%左右。同时，在推动人民币储备过程中较多使用了双边货币互换，尽管是巧妙的开局之策，但难以提升对方国家持币主动性，无法长期倚赖。

鉴于SDR本身的小体量与窄应用，人民币入篮的战略意义甚于其实际效果，长远影响甚于其短期作用。当下而言，如何提升人民币持有价值是更为关键的问题。短期来看，人民币贬值压力或构成外国观望乃至减持人民币的动因；中长期看，金融市场的完善、资本项目的开放、汇率水平的灵活构成人民币成长为重要储备货币的主要挑战。

# 三、人民币跨境资本流动状况

随着国际经济形势的变化，中国国际收支平衡相应地发生了剧烈调整。1990年之后除个别年份外，中国经常项目持续顺差，2008年达到改革开放之后的最高值4206亿美元；非储备性质金融项目大致呈现相似结构，2008年为188亿美元。这就是所谓中国的国际收支的“双顺差”现象。净误差与遗漏项作为所谓“热钱”的流向检测指标，在2008年之前也连续多年为正数。这表明在次贷危机爆发之前，无论是经常项目渠道、金融项目渠道还是所谓的“热钱”，资本整体呈现流入态势。

2008年之后中国国际收支平衡发生了剧烈调整。首先，年度经常项目顺差规模大幅下降，并呈现明显震荡。2011年经常项目顺差降至1361亿美元，仅为2008年的32%，此后走势出现剧烈波动。2015年经常项目顺差达3306亿美元，创金融危机以来最高；而2016年前两个季度形势又趋于恶化，同比分别下降54%和27%。其次，在经常项目出现剧烈波动的同时，非储备性质金融项目也出现大幅变动：其在2010年达到2822亿美元的历史最高水平之后，2012年至2014年分别录得-360亿美元、3430亿美元和383亿美元，2015年则前所未有地达到-4856亿美元。更重要的是自2009年之后，净误差与遗漏项目持续为负数，并且规模不断扩大，2009年为-414亿美元，2015年则进一步下滑至-1882亿美元。

季度数据对于近期非储备性质金融项目变化的表现更加直观。自2014年2季度之后非储备性金融项目持续为负数，2015年第四季度非储备性金融项目达到-1659亿美元。这表明金融项目下资本呈现净流出的趋势，同时也意味着中国持续多年的“双顺差”现象的终结。

## 人民币跨境流动的新变异

金融项目下资本流动是导致中国国际收支新变化的重要因素。中国非储备性质金融项目下的资产和负债在金融危机之后都呈现新的变异。从资产端来看，中国金融项目开放程度的不断扩大促使中国对外投资规模不断放大，资本流出规模不断扩大。其中特别值得关注的是在“其他”投资项目下的投资规模持续攀升，而且波动性较高。例如2014年第二季度，“其他投资”项目下的资产增加导致资本流出达到1226亿美元。

近期非储备性质金融项目下负债端则在某些项目下出现了逆转的新情况。首先，自2014年年末以来，源于境外的“直接投资”和“证券投资”整体上都呈现持续下降趋势。直接投资从2014年第四季度的889亿美元下降至2016年第二季度的337亿美元；证券投资由2014年第四季度的315亿美元震荡下行，于2016年第一季度录得-189亿美元，随后有所反弹。这些数据表明，2015年以来，中国利用FDI的规模不断下降，而来自境外的证券投资则由流入变为流出，并且规模相当可观。其次，在“其他投资”项目下，从2014年第三季度至2016年第一季度，资本流入逆转为持续的资本流出，并且规模一度显著扩大，2015年第一季度和第四季度分别达到1171亿美元和1181亿美元的单季流出，是2008年金融危机之后的最高水平；2016年情况稍有缓和，二季度在负债端录得206亿美元资本流入。

总结近年来中国国际收支中非储备性质金融项目的变化可以发现，一方面中国私人部门不断增持国外资产；另一方面，来自境外的资金流入规模不断下降，并且在有些项目下由流入变为流出。正是在此双重作用下，私人部门于2014年第二季度之后出现金融项目下资本净流出的局面，并且规模持续扩大，从2014年第二季度的347亿美元扩大到2015年第四季度的1659亿美元，直至2016年二季度方回落至488亿美元。

## 2．“热钱”流向出现异动

除了金融项目下反映的各类方式，处在监管以外的“热钱”是资本流动的另外一个重要渠道。从国际收支平衡表的“净误差与遗漏”项目看，2014年第二季度之后该项目持续为负数，并且规模较之前明显扩大，2014年3季度后每季度大致维持在400至500亿美元的水平。

考虑到非储备性质金融项目下“证券投资”和“其他投资”规模不断增长，我们还计算了季度新增外汇占款与经常项目顺差和非储备性质金融项目顺差，以此近似计算未被统计的资本外流部分。除了2012年之外，从2008年金融危机发生到2013年之间热钱整体呈现净流入状态，当年热钱流入规模达到3878亿美元。但是进入2014年第二季度后情形出现逆转，热钱呈现持续净流出。除了2014年第一季度之外，其他季度均呈现热钱净流出，2014年全年达到129美元，其中后三个季度达到1610亿美元；2015年前三个季度达到2499亿美元，其中第三季度达到1862亿美元，热钱流出规模不断扩大。在2015年前两季度中国出现股市泡沫时，通过金融项目和热钱流入中国的外资并没有显著的增长，反倒是热钱呈现净流出状态。进入第三季度之后，在人民币贬值预期下，热钱呈现加速流出态势。

考虑到非储备性质金融项目下“证券投资”和“其他投资”规模不断增长，我们还计算了季度新增外汇占款与经常项目顺差和非储备性质金融项目顺差，以此近似计算未被统计的资本外流部分。除了2012年之外，从2008年金融危机发生到2013年之间热钱整体呈现净流出状态。进入2014年第二季度后形势加剧，热钱呈现持续净流出。2014年除了第一季度之外，其他季度均呈现热钱净流出，2014年全年达到998亿美元，其中后三个季度流出1228亿美元；2015年全年达到2913亿美元，其中第三季度流出1179亿美元；2016年一季度，热钱流出达到前所未有的3359亿美元，虽然第二季度数据回落至468亿美元，但资本外流规模仍然可观。值得注意的是，在2015年前两季度中国出现股市泡沫时，通过金融项目和热钱流入中国的外资并没有显著的增长，反倒是热钱呈现净流出状态。进入第三季度之后，在人民币贬值预期下，热钱呈现加速流出态势。

# 四、人民币在岸市场和离岸市场汇率分化

人民币在岸与离岸市场源于中国对资本进出的管制，由此也出现了在岸与离岸两种人民币汇率。在岸市场参与者多为银行类机构，且资本项目半开放条件下资本流动受阻，央行操作空间充足，相对而言汇率稳定可控；离岸市场直接面向全球各类投资者，资本对各类信息的反应更自由灵活，汇率的市场化特征使其演化变动更为复杂。通常，在巨额外汇储备实力支撑下，中国央行主导着两市汇率定价主动权，加之部分渠道套汇，汇差在相当长时间内处于较窄水平。

然而自2015年“811汇改”至2016年1月，人民币在经历大幅贬值的同时，也遭遇了史无前例的显著汇差。美元兑人民币离岸即期汇率由汇改前的6.2148一路上行至1月6日的6.6959，人民币贬值7.74%；期间在岸市场与离岸市场汇率显著分化，汇差数度突破1000个基点，1月6日更高达1384个基点。如此罕见而决绝的分化表达了国际投资者对在岸人民币汇率水平的质疑与挑战。如图4所示，若以汇差幅度变化与在岸人民币走势来看，这一时期又可分为两个略有差异的阶段。

**图4：2015年以来美元兑人民币离岸即期汇率与在岸即期汇率走势**

数据来源：WIND数据库

## 第一阶段：2015年8月11日至9月末

该阶段在岸人民币汇率稳健，而离岸汇率低位震荡，最终以离岸汇率被迫升值、汇差倒挂收尾。分化始于“811”汇改横空出世：彼时央行将人民币兑美元汇率较前一日下调1.9%，引发金融市场普遍震惊，离岸汇率当日下挫逾3%，汇差由前一日51个基点迅速扩大至近800个基点。一方面，离岸汇率跳水体现了全球投资者对意外汇改事件本身的强烈反应，另一方面，汇改也恰好为蛰伏已久的看跌势力提供了出场契机。由于投资增速持续下滑、出口形势恶化，叠加国内“股灾”造成的金融动荡，贬值预期+资产荒诱发资本流出，最终将汇改事件作为贬值压力释放窗口。8月，银行代客结售汇逆差与代客远期结售汇签约逆差分别达到前所未有的8071亿与4284亿元人民币，资本流出欲求可见一斑。

为避免引发汇市风险，同期央行对在岸汇率施加了明显控制，在加紧购汇背景审核的同时，对代客远期售汇业务开收20%外汇风险准备金，打击远期空头。由于在岸汇率无法主动靠近离岸汇率，汇差动荡持续，直至央行在离岸市场的博弈中取胜。

## 第二阶段：2015年11月至2016年1月

该阶段离岸人民币汇率一路下行，在岸人民币承压跟随贬值，汇率分化表现为同向走势下的持续汇差。市场方面，这一轮贬值正处于美元走强阶段。由于投资者对美联储危机后首次加息的预期不断升温，美元指数自2015年10月中旬的94低位强势攀升，在11月末一度站上100关口，对包括人民币在内的其余货币形成压力。此外，人民币加入SDR的消息使得市场预期后续人民币汇率波动更趋自由化，增强看空势力信心。政策方面，人民币汇改有意淡化与美元的联系，CFETS的推出鲜明地表现出央行意欲重塑市场对人民币汇率走势的衡量范式，由此央行对人民币兑美元走弱的干预力度明显收敛。同时，官方对贬值的容许也包含对美联储加息及季末年末换汇的压力释放意图。

在央行默许的背景下，在岸汇率跟随离岸行情持续平行走跌，而在岸汇率中间价的这种跟随恰好构成对离岸贬值预期的印证，因而又助推离岸人民币汇率的进一步分化，陷入循环加强状态。由于2016年年初人民币快速贬值引起全球金融市场不安，同时超过1000基点的汇差使套汇活动危及金融秩序，央行最终出手，在离岸市场大量买入人民币抛售美元，同时授意中资银行削减人民币出借，离岸人民币流动性骤然趋紧，1月12日HIBOR飙升至66.82%，最终使离岸汇率强行升值回归。

离岸汇率对在岸汇率的低位背离及其剧烈波动体现了国际资本对人民币走势的贬值预期，而这种预期既是中国经济短期低迷形势下资本流出的结果，反过来又强化了资本流出的动因。

## 3．后续特点

自2016年2月起，人民币在岸汇率与离岸汇率走势步调基本一致，汇差亦大幅收窄，市场分化情绪较之前两个阶段明显改观。然而，在岸离岸汇率演化变动的一些新特点值得我们关注。首先，从两种汇率背离程度来看，尽管汇差趋于平稳，但其运行中枢已明显上移，亦即日常分化较汇改之前更为明显。2014年及2015年1-7月日汇差绝对值平均数分别为57个基点和59个基点，而2016年2月以来这一指标已显著扩大为105个基点。其次，从两种汇率背离方向来看，汇改后离岸汇率较在岸汇率普遍走低的趋势得以延续，在岸汇率持续承受贬值压力。2014年离岸汇率对在岸汇率的背离有正有负，分布大体均衡，日均而言离岸汇率高于在岸9个基点；2015年1-7月，离岸汇率开始低于在岸汇率，日均偏离59个基点；而2016年以来这一数值已经增至80个基点，隐隐施压在岸汇率贬值。

# 五、影响人民币汇率稳定和资本流动的短期与长期因素分析

简单来说，影响中国资本跨境流动和人民币汇率稳定的因素可以分为短期因素和长期因素两种。短期内，包括即时经济形势、国际资本市场动荡、经济政策安排等都是影响资本跨境流动的重要因素。但是从长期来看，投资回报率是决定资本流向的关键因素。本报告研究发现，进入新常态之后，中国经济出现资本回报率趋势性下滑的现象，将在长期内影响资本的流动；而供给侧改革正是提振投资收益、稳定金融秩序的根本良策。

## 1、短期因素

从短期因素来看，金融危机之后，由于新兴市场国家普遍面临经济增速下滑，增长引擎趋于乏力，拖累了国际投资者对中国经济的信心，因而导致中国资本跨境流动和汇率剧烈波动。尤其从图1中可以发现，除了中国之外，印度等主要发展中国家近年来都出现了比较大幅度的贬值，这在相当程度上反映了全球资本市场对新兴市场国家短期经济基本面的重新评估。而作为新兴市场首要代表、曾为全球经济增速贡献颇丰的中国，目前仍处于增长动力与发展路径深层调整之中，经济尚在探底，未显露短期内复苏的迹象，更加强化了人民币贬值的预期。

此外，国际金融领域的重大事件、突发性政策安排亦在短期内对人民币汇率构成不可忽视的影响。前者如美联储在金融市场中引导培养加息预期，造成人民币被迫承受下行压力，直接刺激了资本寻求各类渠道加速流出；后者如“811”汇改，未预期到的汇率机制调整迅速搅动市场神经，引发一系列理性与非理性的资本操作。

## 2、长期因素

从长期因素来看，进入新常态之后随着中国潜在经济增速的下降，资本回报率也出现了下滑态势。根据本报告计算，就中国的工业部门而言，2008年金融危机之后资本回报率已经由于冲击而明显下降。在4万亿财政刺激计划的推动下，工业部门的资本回报率一度企稳回升，甚至走出一波小高潮。但是在2012年之后，随着经济政策转向，资本回报率再次呈现趋势性下滑的状态。在图5中，我们根据不同的方法对中国工业部门资本回报率进行了测算，尽管不同的方法或者口径测算的结果有所差异，但所有的方法都显示出工业部门资本回报率步入下行通道的现状。从目前的状况看，不同类型所有制企业资本回报率均已回到2009年的水平。其中根据净资产税前利润率指标测算，2014年国有及国有控股企业资本回报率为10.25%，外商及港澳台商投资企业回报率为18.92%，私营工业企业为24.58%。[[3]](#footnote-4)

**图5：不同口径计算的中国工业部门资本回报率（%）**

数据来源：本文计算

在资本回报率不断下滑的情况下，一方面已投入生产的资本难以获取足额报酬，经营困难与资金链断裂的概率抬升，同时较高的杠杆水平放大了收益下滑的风险，或将导致银行坏账率不断上升，金融风险积聚；另一方面，新增投资缺乏动力，本地投资欲望低迷，长期看助推资本持续流出。如此关系之下，实体经济与金融市场易陷入相互拖拽的恶性循环，令增长与稳定落于泥淖。

从理论和经验事实来看，维持较高的资本回报率应该着眼于中国经济的供给侧结构改革。总需求政策只能在短期内拉动经济增长，长期内政策效果必然衰减，资本营利空间将重新坍缩。2012年之后资本回报率的再次下滑恰好支持了经济理论的判断。而供给侧改革则是打破现有的生产格局束缚，给予市场充分的想象空间，在清理市场呆滞角落的同时刺激新的经济运作方式。通过供给侧结构性改革，实现“三去一降一补”，不仅有助于增加市场有效供给，同时更有利于解放企业，塑造真正的市场化主体，培育中国经济新的增长动力。

作为国际金融市场不断崛起、羽翼渐丰的新秀，中国必将在国际金融秩序的塑造中扮演日益重要的角色。无论是对于人民币国际化而言，还是对于全球市场有序运作而言，人民币汇率稳定与资本流动稳定都是不可或缺的。或许从短期看，供给侧改革似乎与金融议题交集甚浅；但长期来看，它恰恰为金融目标的实现夯实了基础。毕竟，归根到底，经济稳定增长和资本回报率平稳提升才是稳定人民币汇率与长期资本流动的终极要义。

1. 环球银行金融电信协会(SWIFT)https://www.swift.com/insights/press-releases/more-than-100-countries-are-now-using-the-rmb-for-payments-with-china-and-hong-kong [↑](#footnote-ref-2)
2. SWIFT RMB Tracker, April 2016 [↑](#footnote-ref-3)
3. 由于数据缺失，私营部门为2013年数据。 [↑](#footnote-ref-4)