企业家日报

国内外公开发行　国内统一刊号:CN51——0098　邮发代号:61——85

学术支持:
清华大学新经济与新产业研究中心
中央财经大学中国改革和发展研究院
总顾问:成思危(原全国人大常委会副委员长)
高级顾问:张文台(全国人大环资委第十一届副主任)
编委:管益忻 陈宇 黄文夫 赵红 李千 吴明伏 白卫星
编委会主任:管益忻
副主任:陈宇
主编:管益忻
常务副主编:启文
副主编: 白卫星
编辑部副主任:刘立华
主编助理:何超

经济学家周报

学术顾问:(按姓氏拼音排序)
巴曙松 蔡继明 陈东琪 陈栋生 程恩富
迟福林 戴圆晨 范恒山 樊 纲 高尚全
顾海兵 谷书堂 贺茂之 洪银兴 黄范章
贾 康 江春泽 金 碚 李成勋 李江帆
李京文 李维安 刘诗白 刘 伟 刘涛雄
茅于轼 任玉岭 宋洪远 宋守信 宋养琰
谭崇台 王东京 卫兴华 魏 杰 吴 澄
徐长友 晏智杰 杨家庆 杨启先 张曙光
张晓山 张卓元 赵人伟 郑新立 朱铁臻
周叔莲 周天勇 邹东涛

第 97 期 (总第 211 期)　2015 年 5 月 10 日 星期日　乙未年 三月二十二　投稿邮箱:jjxjzb@163.com　地址:北京市海淀区大慧寺路 8 号　邮编:100081　电话:010-62135959　本刊订阅方法:网易"云阅读"搜索"经济学家周报"即可订阅。　本报所刊载文章系作者观点,均不代表本报意见

人民币离储备货币有多远?

■ 屈宏斌 汇丰中国首席经济学家

自 2009 年正式拉开序幕以来,人民币国际化进程在过去六年间的发展,可能超过了市场上几乎所有人的预期(编注:可参见作者前文《中国金融改革路径分析》)。中国经济总量的增长、国际贸易、跨境投资的扩张、金融改革深化带来的利率、汇率进一步市场化,国内股票、债券市场规模和开放程度的提升,人民币资本账户可兑换进程的加快等,均让人民币跻身主要国际储备货币的条件趋于成熟。截止到 2014 年底,以人民币结算的贸易已占到中国进出口总额的 22%,人民币已经是全球第 9 大交易货币,第 5 大支付货币和第 2 大贸易融资货币。此外,官方统计显示 30 家央行与货币当局已把人民币纳入了外汇储备。人民币成为下一个主要国际储备货币,指日可待。

国际储备货币的四大条件

历史经验表明,一国货币如若要成为国际储备货币,通常需满足如下条件:

首先,经济总量达到一定规模。以美国为例,二战后美国经济迅速发展,工业生产占据全球半壁江山,1950 年美国 GDP 占全球比重更是高达 27%。美元也是自那时开始崛起。同样,日元和欧元的国际地位的凸现,也伴随着该地区经济的复兴。日元于上世纪 80 年代中期跻身国际储备货币,彼时日本 GDP 占全球比重约 10%。欧元区在 1999 年经济总量占全球的 22%左右,之后欧元的国际地位亦显著提升。

其次,金融市场发达并深度开放,从而该货币在跨境交易中可被广泛使用。上世纪前半叶,在美元的国际化进程中,其金融市场的三大发展发挥了至关重要的作用,即:美国银行的全球扩张,银行间市场的形成以及美联储的大力扶植。当时的美联储鼓励进出口商们使用美元作为贸易结算货币,支持美国银行全球布局并为其提供优惠利率,力邀他国央行在美投资,并为积极为战后欧洲提供美元贷款。通过上述方式,美国金融市场规模迅速扩大并日臻完善,为美元走向世界铺平了道路。

第三,政策的大力扶植。纵观美国,欧盟和日本三大经济体,后两者的经济体量加在一起与美国大致相当,但欧元和日元在国际市场上的影响力远逊于美元。究其原因,美国政府对该国货币国际化的支持力度大大高于

后二者。日本政府对日元的支持力度不够且为时较晚。日本直到上世纪九十年代才开始全面放松对金融市场的管制并推行日元国际化,而彼时日本经济已经从顶峰阶段开始下滑。类似的,欧洲央行对欧元的国际化采取了放任自由的态度。欧元的广泛使用,很大程度上归结于进出口商觉得使用欧元结算更便利。

第四,宏观经济的稳定性。经济学家 Goldberg 和 Tille 曾撰文写到,实际有效汇率的大幅波动会阻碍一国货币作为贸易、投资清算货币的广泛使用。宏观经济和货币币值的稳定无疑会提高一国货币的吸引力。德国马克曾一度在国际市场风光无限,很大程度上归功于德国经济的稳健增长和德国央行对通胀的精准控制。相形之下,日元的吸引力稍逊一筹。九十年代日元汇率波幅(3 个月平均波幅)一度维持在 10%以上,这大幅降低了日元作为一个国际货币对国际投资者的吸引力。

中国是否满足条件?

对照上文中所述的条件。可以发现,中国在经济贸易规模、金融市场发展的深度和广度、政策面的支持和宏观经济的稳定性方面已经基本满足国际储备货币的要求。

中国的经济规模已居世界前列,贸易、投资在全球份额的不断提升,推广了人民币在国际贸易和投资中的广泛使用。中国的年度 GDP 占全球总额 12%左右,与日元和英镑国际化时其国家经济总量占全球的份额相当。2014 年,中国全球贸易占有量约为 12%,其中 22%(约 6.5 万亿)是以人民币为结算货币的,预计 2015 年人民币结算的贸易额将占到中国进出口总额的 30%左右,至 2020 年该比重将进一步升至 50%。此外,中国吸引了全球 6%的 FDI,其中以人民币结算的直接投资于 2014 年高达 3280 亿人民币,较 2012 年末翻了三倍有余。2014 年,中国的对外投资高达 1160 亿美元,与吸引外资(FDI)的规模相当,其中多数以人民币作为结算货币。用人民币作为跨境投资工具(如离岸人民币债券的发行,外国投资者通 R-QFII 项目投资于中国资本市场等)的做法日益普遍。

随着金融改革的步断深化,中国的资本市场更加自由和开放,为人民币成为国际储备货币铺平了道路。**首先,人民币汇率开放程度不断加深。**通过建立汇率完全开放、但又与在岸人民币市场相隔离的离岸人民币市场,中国有效地、在保留一定程度的资本项目管制的情况下逐步加大汇率市场的放开力度。目前,离岸人民币存款已高达 2 万亿元。随着离岸人民币市场的日益成熟,中国继续放开跨境资金流动的渠道,从而促进在岸、离岸人民币市场趋同。与 2012 年相比,2014 年离岸、在岸人民币的汇率差已然由 4 个基点缩减至不到 2 个基点。中国的金融体系正高速融入到国际市场。此外,从 2014 年 3 月开始,在岸人民币市场的日间交易浮动区间由+/-1%上调至了+/-2%,汇率决定机制的市场化再进一步,也反映出政策面对汇率波幅容忍度提高。我们预计未来汇率波幅还将进一步扩大。央行于 2015 年内还将修改外汇管理条例,以适应人民币资本项目可兑换需求。

其次,国内利率进一步市场化。继 2013 年贷款利率放开之后,存款利率上限也一再上浮,目前为基准利率的 1.3 倍。2015 年 5 月 1 日起,中国央行将正式引入存款保险制度,为中国利率市场完全放开扫清了障碍。2015 年"两会"期间中国央行张张周小川行长表示,年内完成利率市场化的的最后一部,即放开国内存款利率的"可能性很大"。利率市场化有助于促进银行间的良性竞争,继续扩大金融机构的自主定价空间,提高金融机构的整体运作效率,从而让市场在资源配置中起决定性作用。

第三,国内直接融资市场的规模、市场化和对外开放程度均有较大提升。截至 2014 年底,中国股票、债券市场的规模均已达到世界第三名的水平。1990 年 A 股市场刚成立时,仅有 8 家企业上市,而如今已达 2600 余家。中国股票、债券市场的融资额增长在近年来一直保持在 20%以上的高水平,占社会融资总量的比重也大幅上升。继沪港通之外,今年中国即将开通深港通,助力国内直接融资市场的自由化和对外开放。预计未来数年会出现更多境内外证券市场连通。

政策层面上对人民币国际化的支持力度屡超市场预期。十八届三中全会上,包括人民币资本项目的可兑换等内容的人民币国际化进程就被明确列入改革纲领中。始于上海,如今涵盖五省市的自贸区,已经逐步成功实现利率自由化及人民币资本项目下可兑换等改革目标,并为这些改革在全国范围内开展提供经验。2015 年 3 月周小川行长透露央行今年将采取措施促进个人跨境投资便利化,让资本市场更加开放,并依据人民币资本项目可兑换的基本框架修改外汇管理管理条例,亦反映出政策面的支持力度较大。再者,一带一路计划鼓励中国的对外投资,而这部分投资中绝大部分都将会以人民币作为结算货币。

从宏观经济和币值的稳定性来看,人民币的表现亦是不俗。尽管近期经济增速有所下滑,但中国整体宏观经济的前景依然稳健。此外,央行在实施外汇改革的时候始终关注人民币汇率的稳定性。自 1994 年以来,BIS 的实际有效汇率显示人民币的汇率一直持续走高。

人民币的未来

上文中四个条件中最核心的部分,亦是它们共同指向的方向,在于该货币是否可以自由兑换。中国资本项目可兑换步伐正在大幅加快。2015 年两会之后,中国央行行长周小川宣布中国政府将继续采取措施,争取在本年内实现人民币资本项目完全可兑换。这意味着诚如汇丰此前预计的那样,人民币实现完全可兑换的速度远快于市场预期。

从现有的开放程度来说,人民币的可兑换程度可能也要比人们想象的要大。按照官方统计,中国资本账户基本开放程度达 85%。对照 IMF 标准,目前只有 40 余个项目是不可兑换的,主要集中在国内货币、基金、信托和贸易衍生品领域。22 个项目属于部分可兑换,主要集中在股票债券市场交易,房地产和个人通过 QFII,R-QFFI 和 QDII 的投资项目。在可预见的未来,中国即将进一步放宽跨境投资(包括对 QFII 等项目的限制和限额或会进一步放宽)和外汇交易的管制。

值得提出的是,所谓资本项目可兑换,并不是一定要 100%的资本跨境流动无限制。根据 IMF 统计,70%货币可自由兑换的 IMF 成员国在直接投资、房地产交易和资本市场领域内资金流动仍有种种限制。中国完全可以借鉴亚洲经济发达国家和地区,如新加坡、香港等地的经验,实行有条件的资本项目可兑换来规避特定风险。加之中国高达 4 万亿美元的外汇储备,我们认为资本项目完全兑换后可能带来的风险尚在控制之内。

随着中国经济规模的扩大和贸易占比的提升、金融市场的开放和完善,加之政策面的有力支持,今年内人民币国际化还将会有实质性的进展。具体可能体现在对跨境投资限制的放、国内外证券市场的联通、汇率决定机制的进一步市场化和透明化、自贸区的扩张等。总结而言,笔者认为人民币成为下一个主要国际储备货币的时机已然成熟。

人民币或遇"升值天花板"

■ 张明 中国社科院世经政所国际投资室主任

近期,国际层面发生的一系列变化令人关注。

一是长期性停滞(Secular Stagnation 或 Persistent Stagnation)的风险正在强化。根据国际货币基金组织(IMF)最新预测,在 2015 年至 2020 年期间,发达国家的潜在产出年均增速仅为 1.6%,仍然远低于本轮全球金融危机之前 2.25%的潜在产出增速,而新兴市场的潜在产出年均增速将由过去 5 年的 6.5%下降至未来 5 年的 5.2%。

二是受美联储加息预期、全球经济增长低迷与金融市场避险情绪加剧等因素的影响,美元有效汇率指数破百,德国与瑞士 10 年期国债收益率首次由正转负。这表明在避险情绪驱使下,大量国际资本正在流入上述核心发达国家。

三是受潜在增速下降与美联储加息预期影响,新兴市场国家正在面临新一轮资本外流。荷兰国际集团(ING)的数据显示,15 个大型新兴市场经济体在 2014 年下半年的净资本流出合计达到 3924 亿美元,已经相当接近于 2008 年美国次贷危机爆发时的资本外流规模。作为资本外流的直接结果,IMF 的统计表明,2014 年新兴市场国家的外汇储备总额出现了自 1995 年有记录以来的首次年度下降。

中国也概莫能外。一方面,中国经济的潜在增速,很可能已经由过去 10 年间的 9%至 10%,下降至未来 10 年间的 6%至 7%,目前本轮宏观经济的下行尚未触底。另一方面,尽管 2014 年全年中国的资本与金融账户仍有 382 亿美元顺差,然而在 2014 年第二季度至第四季度,中国出现了连续三个季度的资本与金融账户逆差。这种连续三个季度出现资本净流出的局面,即使在美国次贷危机期间或欧债危机期间均为出现过。作为这一资本净流出的结果,尽管 2014 年下半年中国出现了 1392 亿美元的经常账户顺差,中国的外汇储备规模还是在 2014 年 8 月触顶(3.99 万亿美元),并在随后几个月内不断走低。

问题在于,究竟是哪些类型的资金,那些主体的资金正在流出中国呢?对国际收支表进行详细的分析,可以大致回答上述问题。

首先来看流出资金的类型。国际收支表的资本与金融账户,可以细分为直接投资、证券投资与其他投资三个子项。在 2014 年的四个季度中,中国的直接投资子项分别出现了 537、393、445 与 712 亿美元的资金净流入,中国的证券投资子项分别出现了 223、146、235 与 220 亿美元的资金净流入,这意味着,资金净流出几乎全部发生在其他投资子项。在 2014 年,中国的其他投资子项仅在第一季度出现 178 亿美元的资金净流入,而在后三个季度分别出现 695、772 与 1239 亿美元的资金净流出。

其他投资子项主要衡量中国与全球其他国家的跨境债权债务流量,它又可以细分为贸易信贷、贷款、货币与存款以及其他资产负债这四个细项。在 2014 年全年,上述四个细项分别出现了 708、1081、783 与-44 亿美元的资金净流出。

其次来看流出资金的主体。我们可以从国际收支表的借方与贷款资金变动来大致了解居民与非居民的资金流动。以其他投资子项的贷款细项为例,2014 年四个季度,中国居民的对外贷款分别为 179、387、145 与 27 亿美元,这意味着在 2014 年下半年,中国居民降低了对外贷款的规模;同期内非居民的对华贷款分别为 553、216、-576 与-537 亿美元,这意味着在 2014 年下半年,非居民的对华贷款发生了超过 1100 亿美元的收缩。上述分析表明,至少就贷款细项这超过 1000 亿美元的资金净流出来看,主要是由于非居民的对华贷款规模下降所导致的,而这无疑与在人民币兑美元汇率的升值预期转变为贬值预期后,中国私人部门的外币贷款需求显著下降密切相关。

> 展望 2015 年,中国的国际收支很可能会重复 2012 年的故事,即出现经常账户顺差与资本和金融账户逆差这种"一正一负"的组合。但与 2012 年不同的是,今年的资本与金融账户逆差很可能大于经常账户顺差,这意味着 2015 年中国的外汇储备余额可能有所下降。这一格局体现在外汇市场上,将会使得人民币有效汇率的升值压力明显减弱。

沿用上述思路,我们可以发现,对存款子项而言,净流出的原因主要是中国居民的海外存款显著增长,仅仅在 2014 年上半年,中国居民的海外存款就增加了 1161 亿美元,这部分或许可以被解读为中国居民的资产多元化行为显著增强。对贸易信贷子项而言,净流出的原因一方面是中国居民对外国的贸易信贷显著增长,另一方面是非居民对华的贸易信贷显著下降。

综上所述,可以看出本轮中国资本外流的两大特征:第一,资本外流主要发生在跨境借贷领域,而非直接投资与证券投资领域;第二,资本外流同时受到中国居民海外投资增加与境外非居民撤回中国投资的驱动。

一国货币汇率运动受到外汇市场上供给与需求的影响,而一国的经常账户余额与资本和金融账户余额均会对外汇市场供求产生影响。2014 年后三个季度持续的资本外流,无疑会对人民币汇率造成向下压力。事实上,在 2014 年 11 月下旬至 2015 年 3 月中旬,人民币兑美元即期汇率出现了较大幅度贬值,由 6.10 左右一度贬值 6.30 附近。这一贬值在很大程度上与资本外流密切相关,且互为因果。

有学者认为,人民币汇率并不具备显著贬值的基础,因为 2014 年中国的国际收支依然是双顺差,尤其是四个季度的经常账户依然是持续顺差。这个判断虽然没错,但其实所指的是人民币有效汇率,而非人民币兑美元汇率。事实上,根据 BIS 的数据,截至 2014 年 2 月,人民币的名义与实际有效汇率仍然处于强劲升值的过程中,两者均不断创下新高。

造成人民币兑美元汇率有所贬值,但人民币有效汇率依然强劲升值的最重要原因,在于目前主要发达国家央行货币政策的分化。目前美联储已经退出量化宽松,并且即将步入加息周期,而欧洲央行与日本央行在 2015 年均宣布要进一步加大量化宽松的力度。这一分化格局造成美元对欧元与日元的汇率大幅升值。而由于中国央行刻意维持了人民币兑美元汇率的大致稳定,这就造成人民币兑欧元与日元汇率大幅升值的格局。换言之,人民币兑美元汇率的贬值,恰恰是为了缓解人民币有效汇率的过快升值。

展望 2015 年,中国的国际收支很可能会重复 2012 年的故事,即出现经常账户顺差与资本和金融账户逆差这种"一正一负"的组合。但与 2012 年不同的是,今年的资本与金融账户逆差很可能大于经常账户顺差,这意味着 2015 年中国的外汇储备余额可能有所下降。这一格局体现在外汇市场上,将会使得人民币有效汇率的升值压力明显减弱。而如果美元继续对其他主要货币强劲升值的话,那么人民币兑美元市场汇率将会面临较大的贬值压力。

笔者认为,2015 年中国央行很可能维持人民币兑美元汇率稳中有贬的格局。一方面,人民币有效汇率升值过快,已经影响到中国的出口增长。在国内消费与投资均增长乏力、通胀率滑向通缩区间的背景下,通过稳定有效汇率来稳定出口增速、进而实现保增长与保就业目标的意义将会进一步凸显,这意味着中国央行有动机让人民币兑美元走弱;但另一方面,如果人民币兑美元贬值过快,这可能会强化人民币贬值预期,从而导致更大规模的资本外流。而持续大规模资本外流又会对经济增长与金融稳定造成负面影响。例如,人民币兑美元过快贬值,可能造成一大批过去几年大幅举借美元债务的中国企业面临违约风险。因此,中国央行又有动机避免人民币兑美元的大幅贬值。

综上所述,笔者认为,2015 年人民币兑美元市场汇率很可能在 6.20 至 6.40 的区间内窄幅波动。人民币有效汇率或许还有一点升值空间,但空间已经显著收窄。这是因为,中国面临的资本流动已经发生了趋势性的变化。事情正在起变化,而且可能持续发生变化。