



中国特色社会主义经济建设协同创新中心

《 成果要报 》

2016年第49期

（总第67期）

中国特色社会主义经济建设协同创新中心 编

2016年12月17日

调整人民币国际化战略，建立适应经济新常态的 跨境资本流动协同监管体系

郝项超

【内容简介】跨境资本流动及其监管是国际金融监管实践领域关注的焦点问题之一，长期以来存在诸多争论。跨境资本流动一方面提高了资本配置效率，促进了发展中国家的发展，推动了全球经济金融的一体化，但另一方面又会影响到一国汇率的稳定以及货币政策的制定。因此，一国应当根据其实际经济情况、汇率制度等因素来决定如何对跨境资本流动实施有效监管，以发挥其积极作用，抑制其负面影响。就我国而言，随着人民币国际化战略的实施和进程的不断加快，我国跨境资本流动出现了本币与外币同时并存的局面，对现有监管体系提出了新的挑战。本币相对宽松与外币相对严格的监管差异为跨境资本流动者平衡资产组合和进行监管套利提供了可能，而正在完善中的利率市场和浮动汇率制度以及内外分离的在岸与离岸人民币市场等则提供了进行套利的条件。在这种情况下，本币与外币相结合的跨境资本流动不仅严重干扰了我国人民币汇率机制的形成，同时也使得我国跨境资本流动的监管变得异常复杂，亟需建立有效的协同监管体系。

人民币国际化不仅是我国“十三五规划”中金融改革的重要内容，也是“一带一路”战略顺利实施的重要基础。但随着我国经济从高速增长的态势转变为中低速增长的新常态，以及国际政治、经济与金融等环境的剧烈动荡，人民币国际化战略的负面影响开始凸显出来。在没有完成汇率制度改革以及国际收支严重不平衡的情况下，国际投机资本借助境外人民币不断冲击人民币汇率形成机制，导致汇率剧烈变动，大量资本短期内跨境流出，导致了严重的监管问题，严重威胁了我国的经济与金融安全。

一、我国人民币国际化进程概况

2005年7月，央行宣布我国开始实施以一篮子货币为参照的有管理的浮动汇率制度，同时也开始加快推动人民币国际化进程。在未对现有资本管制体系进行明显改动的情况下，央行主要通过货币互换的方式来推动人民币成为未来的“结算货币”、“记账货币”以及“储备货币”。截止到2016年9月底，我国已经与36个国家和地区的央行（或货币当局）签署了双边本币互换协议，协议总规模达到3.3357万亿元人民币。2016年10月1日，IMF正式将人民币纳入特别提款权（SDR）货币篮子，占比仅次于美元与欧元，为10.92%。人民币在跨境结算中规模不断增加，在经常项目中的比例已经超过30%，全球贸易结算的人民币份额上升到了3.38%的水平，人民币对外直接投资以及国际信贷、债券与票据交易等国际金融交易规模保持高速增长，占比已经上升到5.9%的水平。

另外，央行还建立了人民币合格境内机构投资者（RQFII）和人民币合格境内机构投资者（RQDII）为人民币跨境流动提供了

新的资本账户渠道。根据WIND的数据统计，截止到2016年6月底，人民币合格境外机构投资者（RQFII）为168家，批准额度5079.68亿人民币，实际使用1897.35亿人民币。然而，考虑到人民币贬值的风险，人民币合格境内机构投资者（RQDII）在2015年底推出后不久就被暂停。沪港通以及未来即将开通的深港通也将成为人民币跨境流动的重要渠道。总的来说，我国政府依据实际情况形成了具有中国特色的人民币国际化进程和资本账户开放过程。然而，这种独特的设计也导致我国跨境资本的流动更为复杂。

二、人民币国际化进程对我国跨境资本流动及其监管的影响

我国独特的人民币国际化进程主要从本外币资本监管的差异、在岸与离岸人民币市场的内外分离以及外汇市场的不完善等三个方面影响了我国跨境资本流动及其监管的影响。

（一）本外币资本监管差异的影响

在美元等外币跨境流动方面，尽管央行逐步解除了经常账户的外汇管制，但对资本账户仍然采取了比较严格的管制。但在人民币本币跨境流动方面，随着人民币国家化战略的推动，央行对人民币采取了相比外汇更为宽松的资本监管；金融机构与非金融企业的监管以及非金融企业之间的监管也都存在明显的差异。另外，随着我国自贸区建设的不断扩大，各自贸区内本外币监管的差异也开始日益突出，并对跨境资本的流动产生了明显的影响。

差异化监管导致的结果却使得不同的跨境资本流动渠道成本以及便利性等出现了明显差异。对于有平衡组合需求的国内投资者而言，可以将境内人民币合法流出到境外离岸市场，然后在境

外购入外国资产，从而实现国际投资组合的平衡。尽管这种跨市场多渠道的实现方式使其承担了额外的成本，但只要这个成本低于其对投资者风险增加的预期，那么投资者很可能认为这种方式是可接受的。对于套利者而言，人民币跨境流动管制的放松，使得投资者选择交易成本较低的渠道，并借助组合策略形成多边交易，然后实现套利。这种套利会致外汇跨境流出，人民币跨境流入。在不允许资本流动的情况下，因投资者无法自由买卖外汇导致外汇市场渠道的跨境资本流动的成本非常大，但黑市的流动成本则比较低。当资本管制逐渐放松时，外汇市场渠道跨境资本流动的成本不断降低，并逐渐成为投资者首选的渠道。因此，本币与外币监管的差异化导致资本流动的途径多元化，链条变得更长，单个部门已经无法对其进行有效监管。

（二）在岸离岸人民币市场内外分离的影响

随着中国贸易规模的不断扩大和人民币国际化战略的实施，越来越多的人民币流出境外。但受资本管制的影响，这些人民币无法顺利回流到境内，形成了规模庞大的人民币离岸市场。人民币在岸与离岸市场的参与者存在明显的差异，兑美元等外币的汇率也不一样。但更糟糕的是，在岸与离岸人民币的利率和汇率都存在非常明显的差异。比如，在多数的时间里，人民币在岸同业拆借利率SHIBOR都是要明显高于人民币离岸同业拆借利率HIBOR；在人民币升值趋势时，在岸人民币兑美元汇率要大于离岸人民币汇率，而在人民币贬值趋势时，在岸人民币兑美元汇率要小于离岸人民币汇率。这些都为国际投机资本提供了绝佳的套利机会。再加上本外币监管的巨大差异，这使得国际投机资本实

施资本跨境流动的成本更低，速度更快。然而监管部门面临新的问题是，由于资产组合需求导致跨境资本流动包含在贸易与金融账户之中，将其识别并区分出来需要与其它部门的协同配合。即便正规渠道的跨境资本流动在付出高昂的协同监管成本之后可以监管，央行仍将面临非法地下跨境资本流动的协同监管问题。

（三）不完善外汇市场的影响

尽管人民币国际化进程不断加快，但我国外汇市场建设步伐却远未跟上，与投资者的需求仍然存在非常明显的差距。境内居民只能参与境内外汇市场，但境内外汇市场是封闭的市场，以中国外汇交易中心为平台，主要参与者为银行。因此境内外汇市场实际上是一个银行间外汇市场。不仅参与者、交易规模和交易品种非常有限，而且境内外汇市场交易的还受到诸多政府管制和干预，市场竞争不足，效率比较低下。尽管从2015年开始，央行允许如境外央行类机构进入到中国银行间外汇市场和银行间债券市场，但大量私人部门投资者仍然只能依赖国际外汇市场对冲其持有的人民币风险。外汇市场的不发达可能在一定程度上限制了跨境资本的流入或者流出，但这要取决于投资者对远期汇率预期与未来实际即期汇率偏差的判断。此外，由于无法有效对冲人民币汇率风险，投资者对人民币资产的风险溢价提高，并可能对跨境资本流动产生重要影响。

三、本币国际化的国际经验借鉴

总结分析美国美元、德国马克和日本日元等国际货币的本外币跨境资本流动监管经验。从历史的角度看，美元、马克以及日元等国际货币在本币的国际化过程中都不同程度的经历了本外币

跨境资本流动监管的问题。尽管二战后美元取代英镑成为国际货币，二十世纪60到70年代美国不断恶化的经常账户差额以及财政赤字等经济状况迫使美国政府不得不通过实施利息平衡税等措施管制美元流出。而马克与日元随着德国与日本经济规模的不断增加，也逐渐实施了国际化进程。从三种国际货币的经验来看，资本管制会在一个相对较长的期间持续存在，并且资本管制措施与程度的变动与本国汇率稳定、本币国际化存在非常紧密的联系。新兴货币的崛起必然需要一个较长的期限来解决遇到的各种可能问题，并在成熟之后才会完全放开资本管制。

四、政策建议

人民币的国际化不是一蹴而就的，是需要根据一国经济状况、金融发展水平和国际环境不断进行调整和完善的。目前来看，人民币国际化战略应当减速，并将中心转移到与人民币国际化相匹配的基础工作上。

（一）放慢香港以外的人民币离岸金融中心建设

由于央行与香港金管局的密切合作关系，再加上大量人民币业务在中资银行开展，因此香港离岸市场的人民币相对可控，但其他离岸金融中心的人民币完全脱离于央行的监管范围，将会成为做空人民币的不可能力量。

（二）进一步完善人民币汇率形成机制和境内外汇市场的建设

目前一些专家学者认为，完善人民币汇率形成机制的重点是减少对汇率的干预和增加形成机制的透明度。但这些完善忘记了人民币汇率有在岸与离岸两个汇率并且离岸汇率影响在岸汇率的

事实。因此完善汇率形成机制不能只重视形式上的建设，还要从本质上解决问题。解决的方案就是增加更多的外汇市场参与者，将更多的市场需求和供给在在岸外汇市场达成交易，从而实现境内外汇市场汇率引领（至少不受影响）离岸汇率的目标。

（三）减少本币与外币监管的差异，建立新常态下的本外币跨境资本流动协同监管体系

在我国，人民币本币和外币的跨境流动监管分别由央行和国家外汇管理局负责。尽管人民币国际化必然要求实施本外币统一监管，但就目前来看，在很长一段时间内我国将维持本币与外币的分别独立监管。这种情况下，为了避免异常跨境资本流动对我国经济与金融安全的威胁，首先必须要减少本外币监管的差异。其次，在相对独立的跨境资本流动协同监管阶段，监管部门要积极尝试构建协同监管体系，未雨绸缪，并为统一监管奠定基础。

【作者简介】

郝项超，南开大学经济学院财金研究所副教授，中国特色社会主义经济建设协同创新中心研究员。

