

资本项下创新成为人民币国际化新动力

——东盟人民币接受程度季度评价（2014 年度）

曹彤¹ 杨丰² 赵然³

回顾 2014 年，人民币国际化进程仍然保持稳步发展之势，发展的重点已由最初的贸易项下转向资本项下，从香港一枝独秀到离岸市场多点开花，从交易冷清到逐步进入全球重要交易货币行列。

2014 年人民币在经历了多年对美元连续升值后出现明显贬值，全年对美元累计贬值 2.4%，是 2005 年汇改启动以来贬值幅度最大的一年。鉴于 2014 年美元对各国货币大幅升值，尽管人民币对美元有所贬值，但对其他主要经济体货币仍以升值为主。

人民币跨境贸易结算在贸易总额增速大幅放缓的情形下，仍实现了 6.55 万亿元的结算规模，同比增长 41.5%，在整体贸易中占比达 25%，已与日本贸易本币结算比例相当。但想真正实现从结算货币到计价货币的转变仍需漫长过程。

人民币继续巩固全球第二大国际贸易融资货币地位，并成为全球第五大常用支付货币，仅次于美元、欧元、英镑和日元，在全球支付占比达到 2.17% 历史高位。值得关注的是，新西兰首次将人民币纳入其贸易加权指数，这是人民币进入国际货币计价体系的重要进展。虽然 2015 年 IMF 对人民币加入 SDR 的复核仍将困难重重，但我们对此充满期待，若是成功，必将成为人民币国际化进程中的里程碑事件。

资本市场成为人民币国际化新驱动力，至 2014 年底已累计为十个国家或地区授予 8400 亿元的 RQFII 额度，同时沪港通的开通也使得资本跨境循环逐步变得通畅。未来一年，我们可以预见资本市场开放程度将进一步增大，内地和海外资本市场走势联动也将日益紧密。

离岸人民币债券以及存款证发行规模达到 5300 亿元人民币，同比增长 86.6%，成为历史上发行规模最多的年份。一级市场持续的超额认购以及二级市场日益丰富和活跃的交投，持续推动离岸资本市场的发展。

央行在货币互换领域也频频出手。尤其与俄罗斯的 1500 亿元人民币货币互换为两个大国在金融和贸易方面更加紧密的合作奠定了基础，与韩国的货币互换在实际贸易中开始使

¹ 曹彤，中国人民大学国际货币研究所联席所长、前海微众银行行长

² 赵然，中国人民大学国际货币研究所研究员、首都经贸大学金融学院讲师

³ 杨丰，中国人民大学国际货币研究所副研究员、上海河融投资管理有限公司研究员

用。我们可以期待未来在大规模的货币互换协议保障之下，将有越来越多的货币互换得以启动实施，向海外市场提供充足的人民币流动性支持。

为进一步提高人民币区域化、国际化程度，我们认为需要重点做好以下两方面工作。一是应加快建设中国-东盟区域性支付清算系统，由于新加坡、马来西亚、泰国、印尼、菲律宾等国家金融业相对发达，银行间电子清算渠道畅通，可通过加强与各方协作，搭建安全、高效、便捷的人民币跨境结算和清算网络。二是加速构建区域内顺畅的人民币循环通道。一方面逐步突破双边货币互换合作的技术性障碍，另一方面要重视人民币回流机制建设，例如充分利用人民币合格境外机构投资者(RQFII)政策，扩大该政策在东盟的试点范围。

一、中国东盟贸易仍旧失衡，贸易伙伴格局渐变

自 2010 年中国-东盟自贸区建立以来，中国一直是东盟最大的贸易伙伴，东盟也成为中国第三大贸易伙伴。截至 2014 年底，马来西亚、新加坡、泰国、印度尼西亚和越南是中国在东盟最大的贸易伙伴，它们与中国的贸易往来占中国东盟双边贸易总额比重分别为 21.2%、16.6%、15.1%、13.3%和 17.4%，与 2013 年相比贸易格局正在悄然变化，越南份额日益增大，而传统贸易伙伴印度尼西亚份额则持续缩减。另一个值得关注的现象是，除了这些传统贸易往来国家外，其他东盟国家在中国-东盟双边贸易比重已由 2013 年的 4.2%增长到 2014 年的 7.1%，增幅近 80%。

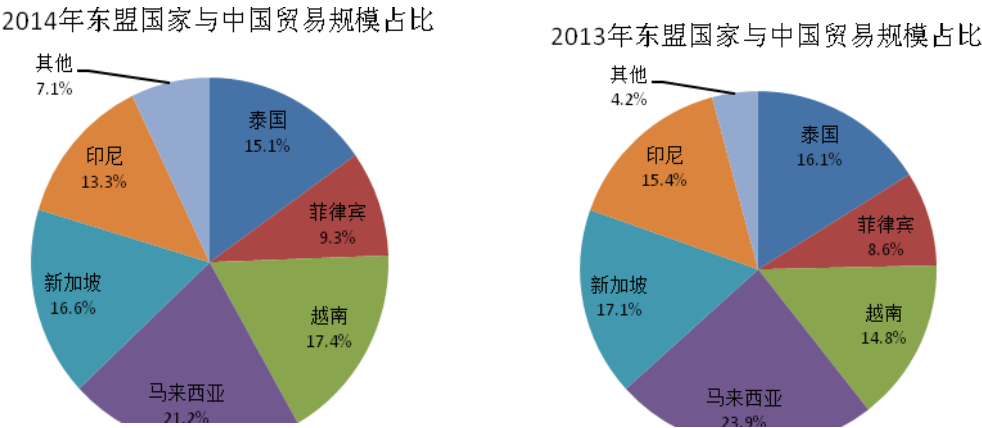


图 1 东盟国家与中国贸易占比

2014 年四季度，双边进出口金额达 1340 亿美元，较去年同期增长 10.5%，较第三季度的 1256 亿美元环比增长 6.7%。2014 年全年累计贸易总额 4804 亿美元，较 2013 年的 4435 亿美元同比增长 8.3%，较 2013 年和 2012 年的 10.8%和 10.4%略有下降。

双边进出口总额增速放缓主要原因是中国国内消费较为疲弱，中国从东盟进口规模增速缓慢，未能形成新的支撑，而中国向东盟出口规模继续保持两位数增长，但增速已连续第三年放缓。2014 年四季度，中国向东盟出口金额 795 亿美元，较去年同期增长 17.1%，较第三季度的 695 亿美元环比增长 14.4%。2014 年全年中国向东盟累计出口金额 2719 亿美元，较 2013 年的 2441 亿美元同比增长 11.4%，这一增速较 2013 年和 2012 年的 19.4%和 20.2%显著下降。2014 年四季度，中国从东盟进口金额 545 亿美元，较去年同期增长 2.1%，较第三季度的 561 亿美元环比增长-2.8%。2014 年全年累计从东盟进口金额 2086 亿美元，较 2013 年的 1994 亿美元同比仅增长 4.6%，较 2013 年和 2012 年的 1.8%和 1.7%略有增加，但增速仍然偏低。

虽然中国向东盟出口增速有所下滑，但仍然高于东盟向中国出口的增速，使得东盟对中国贸易赤字水平进一步增加 632 亿美元，高于 2013 年的 447 亿美元水平。值得注意的是，2011 年东盟对中国贸易盈余曾达 224 亿美元，此后贸易盈余逐渐下滑并转为赤字，近几年贸易赤字持续增加，中国从东盟进口规模将因中国国内经济增速放缓而减速，由此造成东盟对中国贸易逆差水平的进一步增加。这一状况不利于促进中国向东盟的出口，更不利于人民币在东盟的区域化、国际化进程。在东盟主要贸易伙伴中，越南、新加坡、印尼和菲律宾对中国均存在贸易赤字，分别为 437 亿美元、180 亿美元、145 亿美元和 24 亿美元，而泰国和马来西亚对中国存在贸易顺差，分别为 41 亿美元和 94 亿美元。

分国别看，前三个季度东盟地区与中国贸易增速最快的经济体仍是越南和菲律宾，而马来西亚和印尼与中国贸易规模在 2014 年略有萎缩，使得其贸易占比出现了显著下降。

以累计规模计算，越南与中国贸易增速最快，其与中国东盟双边贸易规模占比从 2013 年的 14.8%快速增长至 17.4%，已成为中国与东盟第二大贸易伙伴，仅次于马来西亚。2014 年四季度，中国与越南进出口额继续大幅增长达 264 亿美元，较去年同期增长 42.9%，较三季度 209 亿美元环比增长 26.2%。2014 年全年累计金额 835 亿美元，较 2013 年 655 亿美元同比增长 27.6%，保持了 2013 年和 2012 年 29.8%和 25.5%的高增长水平。中越双边进出口的快速增长同样是由中国向越南出口的高速增长驱动。2014 年四季度，中国向越南出口额为 207 亿美元，较去年同期增长 48.5%，较三季度 157 亿美元环比增长 32.0%。2014 年全年中国向越南累计出口金额 636 亿美元，较 2013 年 486 亿美元同比增长 30.9%。而中国从越南进口的规模虽有增长，但与对越南出口相比仍相对较慢。2014 年由于进出口增速的差异，以及中国从越南进口基数较小，2014 年越南与中国进出口赤字从 2013 年的 317 亿美元大幅增加至 437 亿美元，成为东盟国家中对中国赤字最大的国家。越南对中国贸易赤字的持续扩大，与中国沿海出口型企业的转移有关，中国拥有更健全的产业链，因此转移到越南的工厂

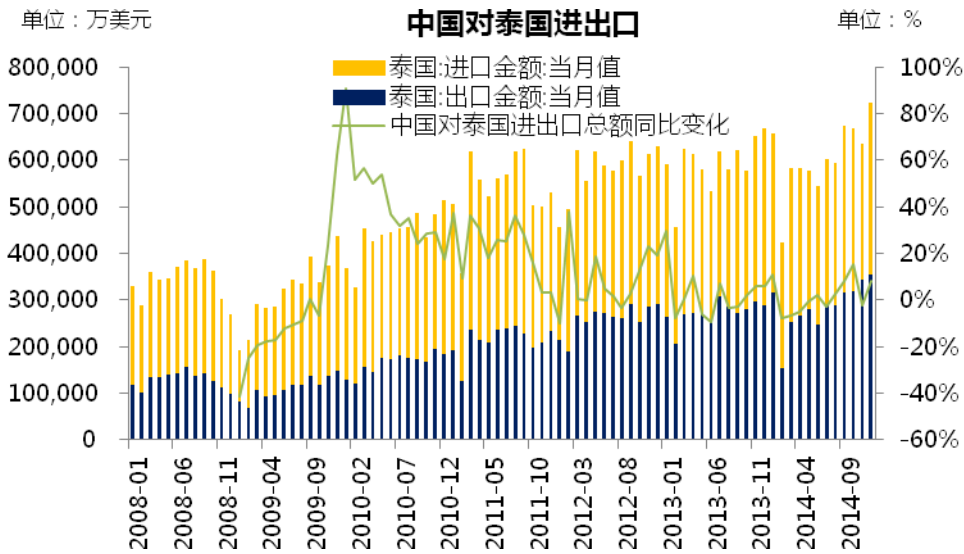
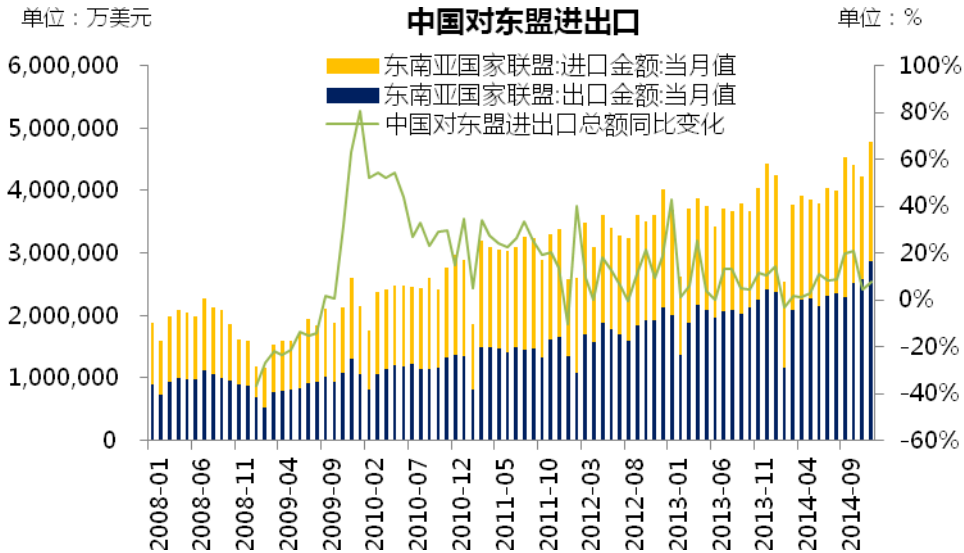
需要进口更多的原材料和半成品。

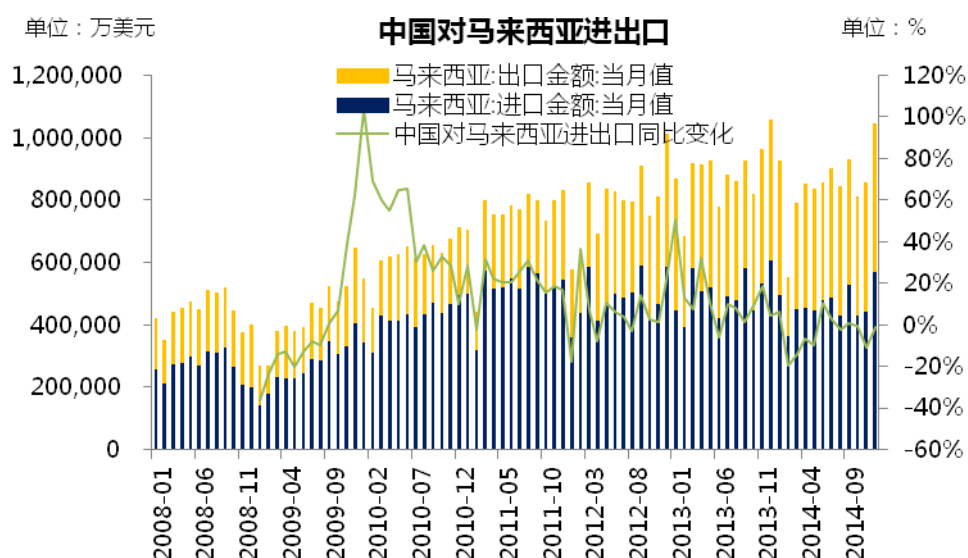
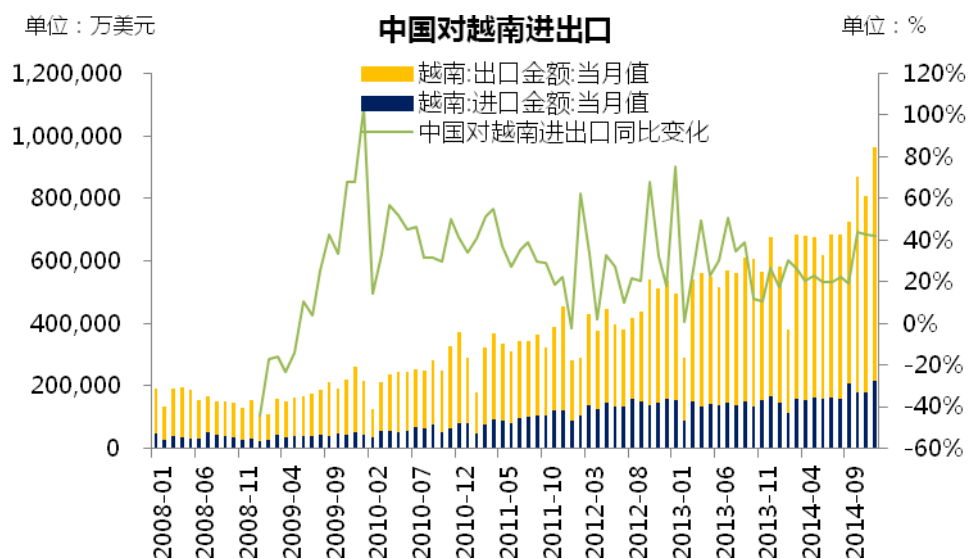
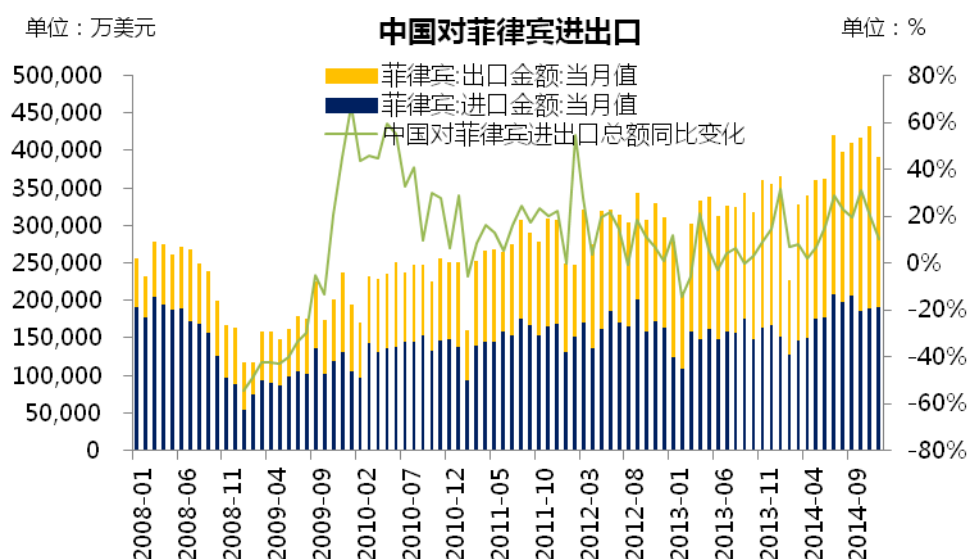
菲律宾与中国贸易规模虽在东盟与中国主要贸易国家中排名最末,但增长速度仍然较为可观,其与中国贸易规模占比从 2013 年的 8.6%增加至 2014 年的 9.3%。2014 年四季度,中国与菲律宾进出口额为 124 亿美元,较去年同期增长 20.1%,较第三季度的 123 亿美元环比增长 1.0%。2014 年全年中国与菲律宾累计进出口额 445 亿美元,较 2013 年的 380 亿美元同比增长 17.0%,显著高于 2013 年和 2012 年同比增速的 4.4%和 13.0%水平。菲律宾与中国贸易状况相对平衡,贸易赤字规模仅为 24 亿美元,与总贸易规模相比仍然较低。其中 2014 年四季度,中国对菲律宾出口额为 68 亿美元,较去年同期增长 21.6%,较第三季度的 62 亿美元环比增长 9.8%。2014 年全年中国对菲律宾累计出口额为 235 亿美元,较 2013 年的 198 亿美元同比增长 18.3%,与此前年度增速相当。2014 年四季度,菲律宾从中国进口额为 57 亿美元,较去年同期增长 18.3%,较第三季度的 61 亿美元环比减少 7.8%。2014 年全年菲律宾累计从中国进口额为 210 亿美元,较 2013 年的 182 亿美元同比增长 15.6%,一改 2013 年降低 7%的低迷局面。

作为与中国贸易往来规模最大的东盟国家,马来西亚 2014 年与中国贸易往来规模显著下滑,这也是中国与东盟贸易规模增速放缓的主要原因之一。2014 年四季度,中国与马来西亚的进出口额为 272 亿美元,较去年同期下降 4.3%,较第三季度的 268 亿美元环比仅增长 1.5%。2014 年全年中国与马来西亚进出口额累计为 1021 亿美元,较 2013 年的 1060 亿美元同比下降 3.7%,显著低于 2013 年和 2012 年的 11.8%和 5.4%。中马贸易往来规模下滑主要是因为中国从马来西亚进口规模的继续下滑,2014 年四季度,中国从马来西亚进口额为 145 亿美元,较去年同期下降 8.9%,与三季度规模相当。2014 年全年中国从马来西亚进口额累计为 558 亿美元,较 2013 年的 601 亿美元同比下降 7.2%,大幅低于 2013 年和 2012 年的同比增速。中国向马来西亚出口规模虽未萎缩,但其增速不足 1%,远低于前两年 25.8%和 30.9%的增速。

与马来西亚类似,印尼与中国贸易往来规模也在 2014 年大幅下降,其在中国东盟双边贸易总规模中的占比从 2013 年的 15.4%大幅下降至 13.3%。2014 年四季度,中国与印度尼西亚双边进出口额为 157 亿美元,较去年同期大幅下降 13.0%,较第三季度的 149 亿美元环比增长 5.1%。2014 年全年中国与印度尼西亚进出口额累计为 637 亿美元,较 2013 年的 684 亿美元同比下滑 7.0%,这已是两国贸易往来规模连续第三年增速下滑,考虑到 2011 年其同比增速曾高达 42%,这一数值的下降速度甚为剧烈。其中,中国从印尼进口规模的大幅下降是整体贸易规模下降的主要原因,2014 年四季度,中国从印度尼西亚进口额为 54 亿美元,

较去年同期剧降 37.3%，较第三季度的 53 亿美元环比增长 1.5%；2014 年全年累计中国从印度尼西亚进口额为 246 亿美元，较 2013 年的 315 亿美元同比下降 21.9%，较 2013 年和 2012 年同比超低增速的-1.7%和 2.3%仍然显著下降。





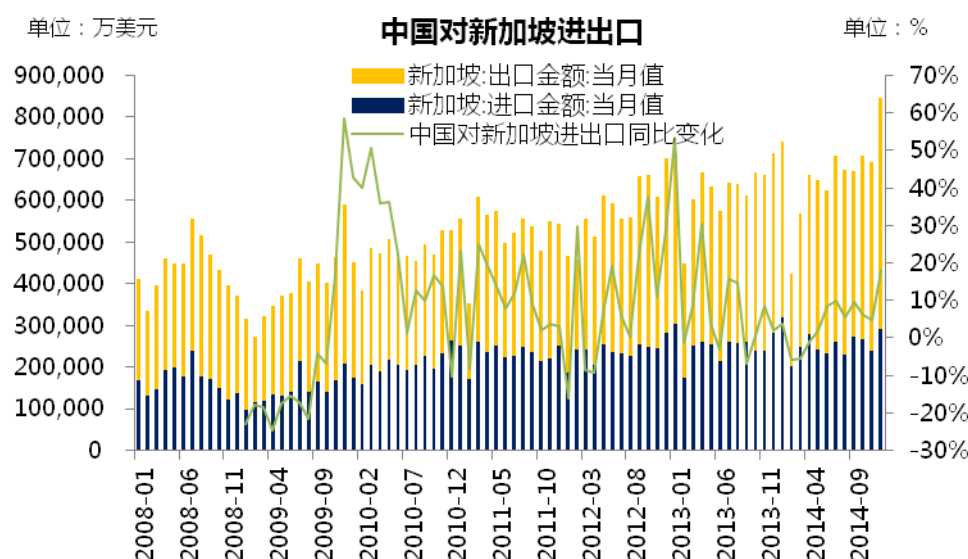


图 2 东盟国家对中国贸易总额

数据来源：根据 CEIC 数据库相关数据整理计算得出。

二、美元升值背景下人民币对美元汇率将继续小幅贬值

2014 年人民币在经历了多年对美元连续升值后出现明显贬值，全年对美元累计贬值 2.4%，是 2005 年汇改启动以来贬值幅度最大的一年。

2014 年人民币对美元之所以贬值一方面来自于市场驱动因素，另一方面源自央行对人民币双向波动的政策引导。2014 年美元指数大幅升值了约 20%，导致与美元挂钩的人民币指数也升值了约 20%。历史数据表明中国出口增速与人民币指数高度相关，人民币对美元本轮贬值主要由中国央行主导引导，体现为人民币中间价首次出现贬值。而贬值的预期来自于 2014 年 3 月 15 日中国人民银行发布公告，自 2014 年 3 月 17 日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 1%扩大至 2%，即每日银行间即期外汇市场人民币兑美元的成交价可在中国外汇交易中心对外公布的当日人民币兑美元中间价上下 2%的幅度内浮动。此举是 1994 年来央行第 4 次调整人民币汇率的波幅。此前三次调整分别为 1994 年扩至 0.3%，2007 年扩至 0.5%，2012 年扩至 1%。

人民币对美元汇率在 2014 年初达到 6.0967 的高位后，从 2 月份开始由升转贬。3 月份央行意外调整人民币兑美元中间价，人民币曾在今年 3、4 月份明显贬值，日内波动显著增加，最大日内波动幅度达到了 1.6%。5 月起全球金融市场逐渐稳定，人民币重新进入平稳缓慢升值阶段，波动区间较窄，波动区间维持在 0.5%左右。7、8 月贸易数据发布后，人民币对美元汇率进一步企稳。首先是央行出人意料地进一步推动人民币中间价升值，其二是中国

整体贸易顺差水平较高，其中 7 月贸易顺差创下 470 亿美元单月历史新高，随后 8 月继续刷新纪录并接近 500 亿美元，其三市场预期沪港通开通会带动海外资本流入国内。到 9 月份，因国内经济数据不佳及香港“占中”因素影响，离岸人民币对美元汇率又有所下跌。至 9 月 30 日，人民币对美元中间价报 6.1525，与上季度末基本持平，离岸人民币 12 月 NDF 报价 6.2690，较上季度末下跌 0.7%。到四季度，资本外流使得人民币再次面临较强贬值压力。2014 年四季度 FDI 以外资本流出规模高达 1600 亿美元，全年流出 3200 亿美元以上，流出渠道包括证券投资、贸易信贷、其他境外借款、套利资本以及资本外逃等。

（一）今年人民币对美元汇率仍将面临贬值压力

首先是美元大幅升值背景下，人民币同其他货币一样面临贬值压力，人民币若想保持对主要贸易伙伴一篮子货币有效汇率不变，人民币将不得不对美元贬值。

其次，由于中国国内房地产和投资增速放缓，经济增长仍需依赖出口以支撑经济增长和就业，央行也并无动力推动人民币继续升值，轻微的贬值对中国出口可能更加有利。

再次，国内经济活动的下滑促使国内利率趋降，而美联储加息周期渐进，利差收窄会驱动人民币偏向贬值，由此导致居民海外投资需求增加，加之资本管制逐步放开，未来一年将可能出现更多的资本外流。

即便如此，我们认为 2015 年人民币对美元汇率不会出现大幅贬值情形，预计 2015 年人民币对美元贬值幅度应在 3%-5% 区间之内。

- 中国存在巨额的贸易顺差，足以抵御大规模热钱流出。同时我国外汇储备数量较大，结构较为稳定，能抵御大规模资本外流。中国与俄罗斯、印度等国最大的区别在于外汇储备结构非常稳定。尤其考虑到今年经常账户顺差可能将扩大至 2500 亿美元以上（其中外贸顺差 5000 亿美元以上），可以大体抵消资本外流，并将外汇储备推高至 4 万亿美元以上。
- 美元升值已导致全球范围的货币贬值，人民币若大幅贬值必将进一步加剧地区货币竞争性贬值，同时加剧市场贬值预期，引发更大规模资本流出，增大市场流动性风险和金融市场波动性，不利于维持国内金融体系稳定。
- 人民币国际化仍然是国家重要战略导向。IMF 将于 2015 年 10 月讨论将人民币纳入特别提款权（SDR）一篮子货币。因此目前最优政策选择应是保持稳定、相对强势的汇率，进一步扩大人民币在国际市场的影响力。



图3 美元兑人民币汇率中间价与NDF走势

数据来源: CEIC, WIND

(二) 离岸人民币汇率定价影响力增强，内外汇率将逐渐走向统一

人民币对美元中间价对在岸(CNY)和离岸(CNH)汇率的引导作用正在减弱。不过，随着人民币国际化进程加快，离岸人民币存量不断提升，及中国金融市场加快开放步伐，离岸人民币交易体量和流动性状况都在迅速改善，其对境内人民币汇率的影响逐步提高。

2014年人民币汇率走势印证了这种引导关系的逐渐逆转。离岸人民币汇率在年初和年末均先于国内人民币汇率两次出现贬值。离岸汇率对在岸汇率报价的参考价值越来越高，即期、掉期等品种的日内报价交易对在岸价格影响逐渐增强，套利交易作用更为明显。究其原因

因，主要归结于以下两个方面：

首先，离岸人民币交易时段更长，且欧美交易时段交易量继续增加。在岸市场交易时段，国内交易仍对人民币汇率起到决定性作用，但在全球外汇集中交易的欧美交易时段，人民币交易需求逐渐提升，有效延长了离岸人民币交易时间，进一步提高了离岸人民币定价能力。

其次，人民币汇率变动越来越反映货币真实供需关系。过去离岸市场主要集中了国际游资炒作，近年来随着越来越多的央企到境外发行点心债，各种离岸结构性产品投入交易，沪港通等金融市场开放举措陆续推出，离岸人民币的真实需求成份正在提升。根据路透社估测，目前离岸人民币的日交易量已远超境内，离岸人民币买卖报价点差也逐年缩窄，流动性明显提升。

而人民币汇率定价权向外转移有利有弊，但从长期而言，境内外汇率将逐步形成联动。

中短期来看，人民币汇率定价权被削弱将会增大中国自身货币政策和宏观调控的难度。若在汇率政策制定过程中忽略境外价格和供求因素，套利交易势必升温，从而影响国内流动性环境和货币政策工具的使用。而过多考虑境外汇率因素又将影响到国内货币政策的独立性。

长期而言，随着中国资本账户逐步可兑换，境内外两种汇率将逐步走向统一。我们必须进一步提高境内汇率定价能力，健全完善外汇市场制度建设，不断拓展市场广度与深度，积极稳妥推进金融市场开放步伐。

三、人民币跨境贸易结算规模稳中有升，实现从结算货币

到计价货币的转变仍需时间

人民币跨境贸易结算是指人民币在跨境贸易中行使计价和结算的货币职能，在开展货物贸易时商业银行所提供的采用人民币作为跨境结算货币的国际结算业务。主要包括进出口信用证、托收、汇款等多种结算方式。自 2001 年中国加入 WTO 以来，贸易总量迅速增长，2013 年，我国进出口总量占世界贸易总量的 12%，成为世界第一大出口国和第二大进口国。中国庞大的贸易总量有助于推动人民币成为我国跨境贸易的结算货币和计价货币。

人民币跨境贸易结算业务发展至今已有 10 年，从最初的基础规模小增速快，发展到现阶段的规模较大且增速较高。2014 年我国进出口总额增速显著放缓，四季度进出口总额 11417 亿美元，与三季度持平，略高于去年同期的 10996 亿美元。2014 年全年进出口总额 43049 亿美元，较 2013 年的 41596 亿美元同比增长 3.5%，低于 2013 年 8% 的增速。但人民币

跨境贸易结算规模并未因贸易规模增速放缓而减慢，在四季度再次加快增长。2014 年四季度人民币跨境贸易结算总额 17500 亿元, 较三季度 15300 亿元环比增长 14. 4%, 较 2013 年 4 季度的 14800 亿元同比增长 14. 4%。2014 年全年人民币跨境贸易结算总额 65500 亿元, 较 2013 年的 46300 亿元同比增长 41. 5%, 略低于 2013 年同比 57% 的增速。人民币已成为中国国际收支中第二大跨境支付货币, 占全部跨境收支的比重已接近 25%, 与日本、澳大利亚两国本国贸易中采用本币结算比例相当。

人民币跨境贸易结算不仅在规模上仍有提升空间, 更需完成从结算货币向计价货币的转变。人民币跨境贸易结算规模与总贸易规模之比达到 25%, 接近日元在本国贸易中的结算水平, 但日元和其他大多数国际货币通常在跨境贸易中兼作结算和计价货币, 而人民币的贸易计价职能却并未相应提升, 仍需进一步强化。

过去贸易商愿意以人民币作为结算货币, 主要原因在于人民币的升值空间。2014 年以来人民币汇率双向波动加剧, 人民币结算规模增速随即开始放缓。国内贸易企业议价权较弱、以及人民币回流渠道有限是导致人民币难以成为计价货币的主要原因。人民币作为计价货币需要一个漫长的市场认可过程, 一是需要国内出口的商品或服务更具差异化及技术竞争力, 出口方可以有较强议价权, 由此推动人民币计价以规避汇率波动风险; 二是应依托中国对大宗商品进口相对集中的优势 (例如中国进口了全球近 70% 大豆, 55% 以上的铁矿石以及 14% 的煤炭), 推动大宗商品以人民币计价; 三是应丰富国内金融市场工具, 增加人民币回流渠道来增强人民币对海外持有者的吸引力。

自 2014 年 8 月份开始, 我国转口贸易被调整到货物贸易范畴内进行统计, 货物贸易规模大幅扩大, 而服务贸易金额相应减少。因此 2014 年 8 月前后数据并不完全具备可比性。在调整后, 约有 1500 亿元的转口贸易额度被记入货物贸易中, 8 月和 9 月货物贸易规模从此前的 3000 亿元左右增长至近 5000 亿元, 服务贸易规模则从每月 2000 亿元迅速下降至每月 500 亿元左右。而到 2014 年 12 月, 又一次性回溯调整了之前 7 个月的数据, 最终 2014 年整体货物贸易规模大幅增加, 服务贸易规模则显著下降。

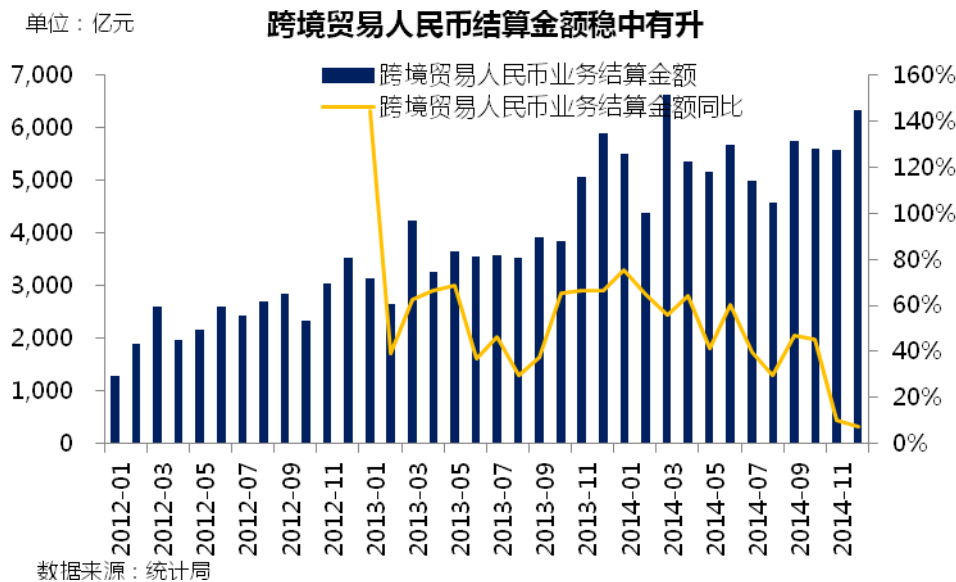
以口径调整后的数据看, 2014 年四季度货物贸易跨境人民币结算规模 25700 亿元, 较三季度 12400 亿元环比增长 107. 3%, 较 2013 年 4 季度 9500 亿元同比增长 107. 3%。2014 年全年货物贸易跨境人民币业务结算规模 59000 亿元, 较 2013 年的 30200 亿元同比增长 95. 4%, 快于 2013 年同比 46% 的增速。

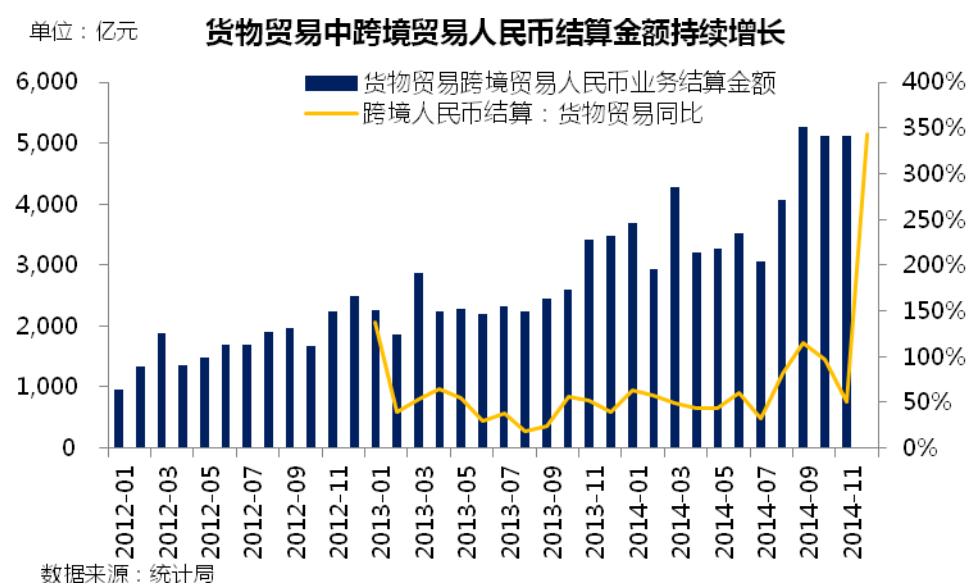
服务贸易跨境人民币结算规模在 2014 年三季度因统计口径调整显著下降, 并在 12 月进一步回溯调整 2014 年 1 至 7 月的数值。统计报表显示 2014 年四季度跨境服务贸易人民币结

算业务规模为8200 亿元，与之前数据不具备可比性。在全年调整后，2014 年全年跨境服务贸易人民币结算业务规模 6500 亿元，名义金额较之前水平显著下降。这更多是因为统计口径调整，而非结构性变化。

与此同时，跨境贸易人民币结算区域不断扩大，中国已与 174 个国家和地区开展跨境贸易人民币结算业务。2014 年四季度香港贸易总额约为 2.10 万亿港元，与三季度规模相当，全年香港总体贸易规模为 7.9 万亿港元，同比增长 3.6%，其中对内地贸易规模 3.97 万亿港元，同比增长 1.9%，占其总体贸易规模的比重仍然维持在 50%左右。全年香港跨境贸易人民币结算额达到 6.5 万亿元，占其总体贸易规模比重达 79%，在 12 月一度达到 96%的高位，远高于 2013 年平均 50%的水平。香港与跨境贸易结算有关的人民币汇款总额在四季度达到 1.7 万亿元，较三季度的 1.61 万亿环比增长 7.1%，全年累计人民币汇款 6.26 万亿元，较 2013 年的 3.84 万亿元同比大增 62.9%。

总体而言，2014 年我国跨境贸易人民币结算规模在经历了上半年的下滑之后，下半年再次加速增长，总体结算规模占整体贸易规模比重回到 25%左右的历史高位。预计未来一段时间里我国进出口规模的放缓将导致未来跨境贸易结算整体规模增速放缓，而美元走强将吸引更多贸易商持有美元，想要继续提升跨境人民币结算在整体跨境贸易规模中占比困难不小。





货物贸易仍然是跨境人民币结算中的主要构成

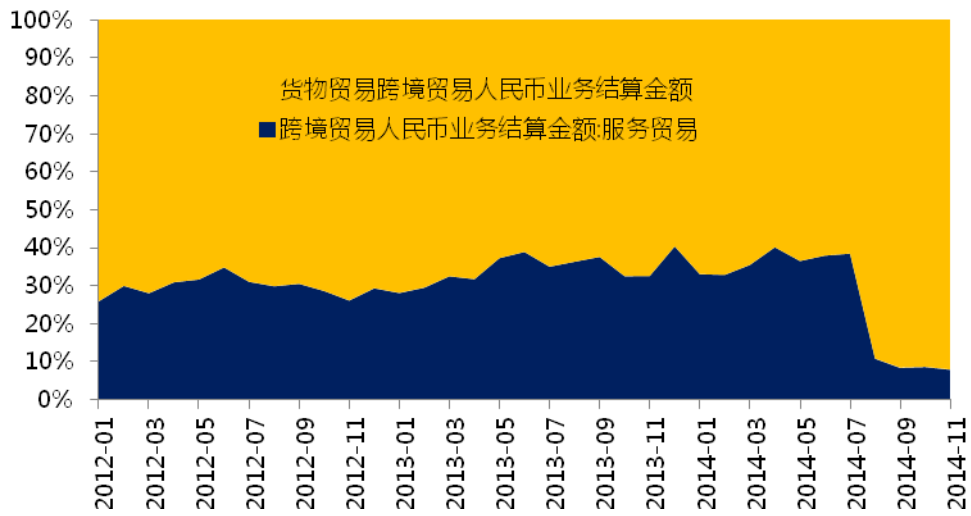


图4 人民币跨境贸易结算

数据来源：CEIC 数据库、统计局。



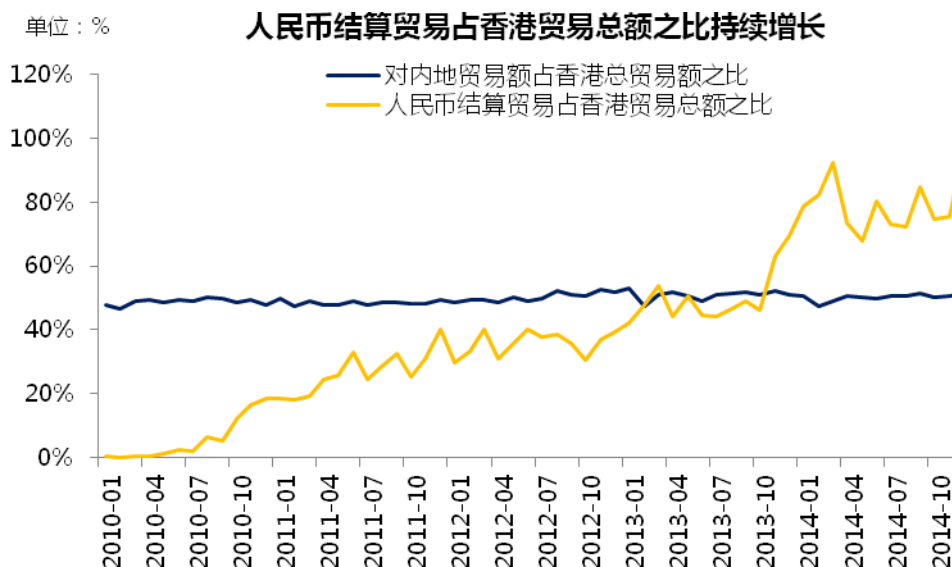


图 5 香港人民币跨境贸易结算

数据来源：CEIC 数据库。

四、人民币全球交易量稳定增长，加入 SDR 任重道远

人民币国际化启动之后的 8 年里，人民币全球交易量稳步增长，人民币国际化政策推进初见成效。未来随着更多离岸人民币中心的活跃，人民币交易品种的增加及直接交易的开展，人民币在全球货币交易中的地位将进一步增强。

2007 年人民币在全球外汇市场中低位可谓微不足道。当时中国的日均外汇交易量为 90 亿美元，占全球比重为 0.2%。人民币日均外汇交易量占所有货币交易量的比重为 0.5%，排名第 20 位。

而截至 2014 年末人民币巩固了全球第二大国际贸易融资货币的位置，成为全球第五大常用支付货币，市场份额创下 2.17% 的历史纪录，仅次于日元、英镑、欧元和美元，超过加元和澳元。其中 2014 年 12 月，人民币在全球的支付金额增速高达 20.3%，显著高于同期其他货币支付金额平均 14.9% 的增速。

目前，离岸人民币金融工具日益多元化，进一步推动离岸人民币市场发展，离岸人民币交易量已超过在岸市场水平。截至 2014 年末，英国、香港离岸人民币交易分别占离岸人民币交易总量的 44% 和 40%，成为最重要的离岸人民币交易中心。

离岸金融工具方面，除了传统的离岸人民币即期交易外，离岸市场上以人民币计价的衍生品种类愈加丰富，主要包含人民币无本金交割远期 (NDF)、人民币可交割远期市场 (DF)、离岸人民币外汇掉期、货币互换、离岸人民币期货、离岸人民币外汇期权等。

过去一年，欧洲地区英国、法国、德国及卢森堡跻身十大人民币离岸中心之列，分列第二位、第六位、第八位及第九位。同时，中国与德国、中国与英国分别签署建立人民币清算安排备忘录，指定离岸人民币清算银行，继续推进欧洲离岸人民币市场建设。此外，美国人民币支付数量也加速增长。美国的人民币支付额在 2013 年 4 月至 2014 年 4 月期间上升 327%，美国跻身人民币全球支付额第三位（不包括中国内地及中国香港地区），位居新加坡和英国之后。在美国对中国内地及中国香港地区的贸易中，越来越多贸易商使用人民币进行支付，这对于进一步推广跨境人民币的使用意义重大。

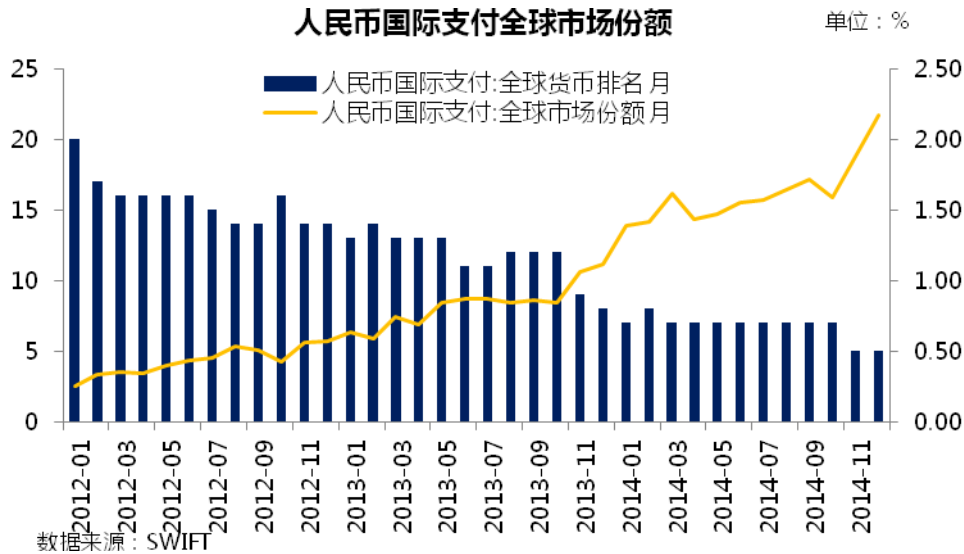


图 6 人民币支付业务全球排名

数据来源：SWIFT

新西兰储备银行在 2014 年 12 月宣布将人民币纳入其新元贸易加权指数，且占比高达 20.09%，远高于美元 12.34% 的占比。这是人民币作为国际结算货币所取得最新成就，充分表明人民币汇率对于其他国家货币汇率指数的影响力日益增强。人民币被纳入新西兰元货币篮子是中新经贸关系的真实反映，也表明人民币国际化需立足于对外经贸往来这种实际交易性需求。

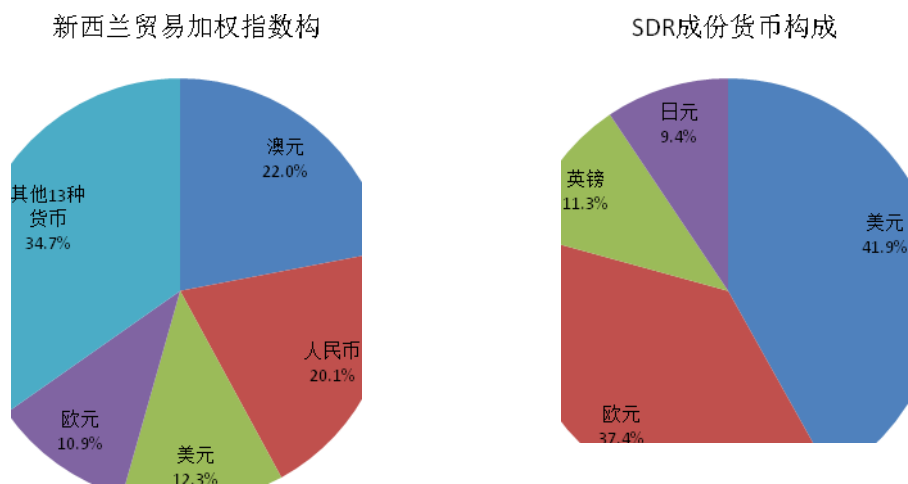


图7 新西兰贸易加权指数与 SDR 成份货币构成

数据来源：IMF，新西兰央行

人民币加入新西兰元贸易加权指数让我们对人民币加入国际货币基金组织（IMF）特别提款权（SDR）有了更多憧憬。2015 年末国际货币基金组织 IMF 将对 SDR 一篮子货币的构成进行每五年一次的复核，若能在此获得突破，将成为人民币国际化进程中的一次飞跃。

与进入新西兰贸易加权指数相比，人民币进入 SDR 的难度更大，尤其是在美元进入加息周期，新兴经济体动荡不安的大环境下，人民币自身也面临诸多内外部调整压力。

人民币若想加入 SDR 必须达到 IMF 关于 SDR 成份货币的条件。首先是商品和劳务出口额，也就是贸易和服务规模要足够大，即在全球外汇市场中拥有足够的流动性。其次必须是国际贸易中广泛使用的货币，其隐含条件即要求货币实现完全可兑换。除了 IMF 的条件外，美国、日本等国的立场也是人民币加入 SDR 的重要障碍。

人民币在最近一次 IMF 例行成份货币调整时被否决的理由就是“自由使用度”不达标。要在短时间内达到 IMF 的要求并不现实，也不符合中国自身利益。卢布近来的暴跌就是前车之鉴，市场上也预测俄罗斯政府可能重新启用资本管制来防止汇率进一步走贬。在坚定推进人民币资本项目可兑换进程的同时，我们必须未雨绸缪，安排临时性管制措施以便应对可能发生的国际资本短期大幅流动。

资本项目的逐步开放，意味着人民币交易将进一步脱离贸易供求关系，其金融属性和投机需求将大大提升。我们认为，人民币必须坚持以跨境贸易结算为其国际化进程的基础，不能为实现某一外在目标而牺牲长远的稳定发展。与其过快改变自身以符合进入 SDR 成份货币的条件，不如通过推动改革 IMF 关于 SDR 成份货币的进入条件来实现最终目标。

五、人民币海外存贷款规模增速放缓

离岸人民币资金池规模持续增长是成熟离岸人民币市场产生的前提，是维持离岸人民币流动性的保障和人民币交易、资产业务拓展的基础。随着跨境人民币结算业务的稳步发展，离岸人民币资金池不断扩容，人民币存款也成为各离岸市场争夺离岸人民币中心的关键。

从人民币离岸市场存款来看，香港以 1 万亿离岸人民币存款规模居首位，占有所有离岸存款规模的 55%。目前离岸人民币存款规模仅占中国境内人民币存款规模的 1-2%，主要集中于亚洲，仍有较大提升空间。欧洲等国凭借外汇交易和央行政策推动的优势，其离岸人民币存款有望在 2015 年加速增长。

主要离岸市场人民币存款余额		
单位:亿元	人民币存款	统计时间
香港	10036	Dec-14
台湾	3023	Dec-14
新加坡	2570	Sep-14
澳门	1187	Sep-14
韩国	1000	Jul-14
伦敦	251	Jun-14
卢森堡	67	Jun-14
合计	18134	

截至 2014 年年底，香港人民币存款较上月增长 294 亿元，环比增量 6.3%，达 10036 亿元，首次突破万亿大关。2014 年香港人民币存款规模尽管曾连续多月停滞不前，但在 11、12 月分别增加近 300 亿元人民币，最终在年底突破万亿。2014 年相关人民币存款增速 16.6%，虽然与 2013 年和 2011 年的 43%和 87%同比增长相比有所下降，但总体上仍保持较高增长态势。而从存款结构看，定期存款仍然占据主要份额，至 2014 年年底定期存款规模 8266 亿元，而活期存款仅有 1770 亿元，二者增速相当。2014 年之前，定存增速一直显著高于活期存款，其中 2013 年定存增速 48%，而活期存款仅增长 22%，而 2012 年定存增长 16%，活期存款则下降 30%。

预计未来港台地区离岸人民币存款增速仍将放缓，难有类似 2011 年 87%的同比爆发式增长。主要原因仍是汇率波幅增大，贬值压力增加，离岸与在岸利差收窄，使得贸易结算规模放缓，进口商减少了在香港的购汇。但长远而言，考虑到人民币国际化进程仍将进一步推进，同时沪港通以及 2015 年即将推出的深港通将增加香港对人民币的资金需求，预计离岸人民币存款规模仍将有所增长。

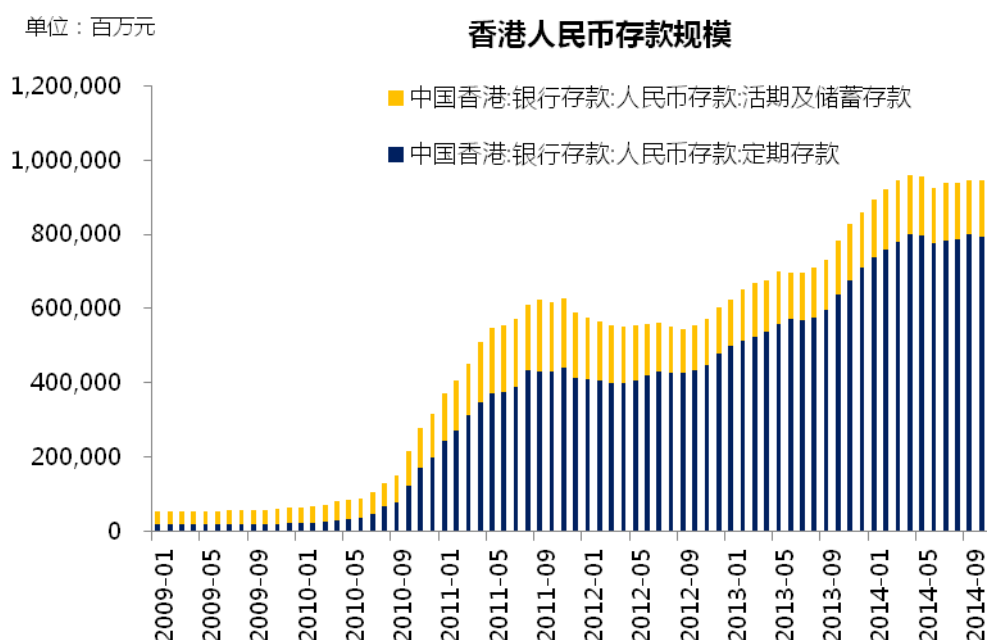


图 8 香港人民币存款规模

数据来源：CEIC 数据库。

截至 2014 年末，境外人民币贷款余额增至 1989 亿元，较 2013 年末的 1874 亿元小幅上涨 6.2%，仅增长 116 亿元。在人民币国际化指标中少有境外人民币贷款余额这样增长缓慢的：2012 年年底规模达 1809 亿元，2 年时间仅增长 180 亿元。2011 年年初，境外人民币贷款与人民币存款规模之比大约为 38%，而到 2014 年年底这一比例仅为 20%。与国内人民币贷款总额 81.7 万亿的规模相比，境外人民币贷款规模显得微不足道，仅为国内人民币贷款规模的 0.24%。

人民币境外贷款规模增速疲软反映出海外人民币需求过多集中于金融交易市场。加之此

前人民币相对美元的强势及美元低利率，内地公司更愿意以美元币种进行融资。

2015 年，由于人民币可能面临小幅贬值压力，我们对境外人民币借贷市场相对看好。人民币汇率的看空气氛虽打压了投资人持有人民币资产的意愿，但随着近期美元贷款对冲成本大增，为活跃离岸人民币贷款市场提供了契机。之前大量中国企业（尤其是房地产商）愿意以美元进行借贷融资，是因为当时境外美元成本远低于境内人民币成本。此外，这些贷款企业多数未对汇率错配进行对冲，当人民币面临贬值压力时，这种汇率错配将增大企业的经营风险。2014 年底一年期离岸人民币远期汇率已升至 2500 点以上的纪录高位，代表对冲成本超过 4%，几乎完全抹去美元借款的成本优势。在对冲成本升高后，以美元借贷的优势大为减弱。

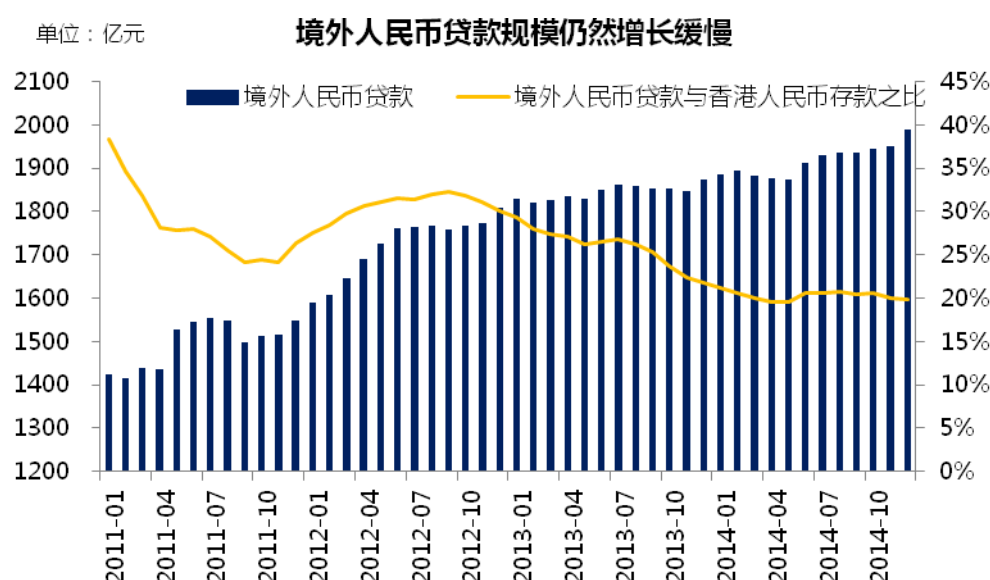


图 9 海外人民币贷款规模

数据来源：CEIC 数据库。

六、人民币跨境直接投资结算规模继续高速增长

人民币跨境直接投资结算业务开展时间并不算长，但增长迅速。人民币实现境内外互联互通需要经常项下和资本项下的双轮驱动，对外直接投资（ODI）与外商直接投资（FDI）构成了跨境循环的两个方向。

2010 年 10 月新疆率先开展跨境直接投资人民币结算试点，2011 年 1 月 6 日，央行公布《境外直接投资人民币结算试点管理办法》，允许对外直接投资支出及前期费用以人民币汇

出，在对外投资中以人民币增资、减资、转股与清算，对外投资利润以人民币汇回，银行向境外企业或者项目发放人民币贷款，这为人民币“走出去”在资本项下打开了通道。

2011 年 10 月 13 日，央行公布《外商直接投资人民币结算业务管理办法》，开始允许外资以人民币向国内进行直接投资。2012 年 6 月 29 日，央行印发《关于明确外商直接投资人民币结算业务操作细则的通知》，境外企业、经济组织或个人以人民币来华投资在遵守中国外商直接投资相关法律规定的前提下，可以直接向银行申请办理人民币结算业务，银行可以按照相关规定直接为外商投资企业办理人民币资金结算业务。这一业务的全面铺开将促进投资便利化，有效扩大人民币跨境使用，建立健全境外人民币投资回流机制，有助于减低相关汇率风险，在起到活跃市场作用的同时还将吸引更多外商投资内地。

2014 年四季度人民币跨境直接投资结算业务规模为 3292 亿元，较第三季度的 2509 亿元环比增长 31.2%，较 2013 年四季度的 2125.9 亿元同比增长 31.2%。2014 年全年跨境人民币直接投资结算业务 10500 亿元，较 2013 年的 5337.4 亿元同比增长 96.7%，快于 2013 年 88% 的同比增速。

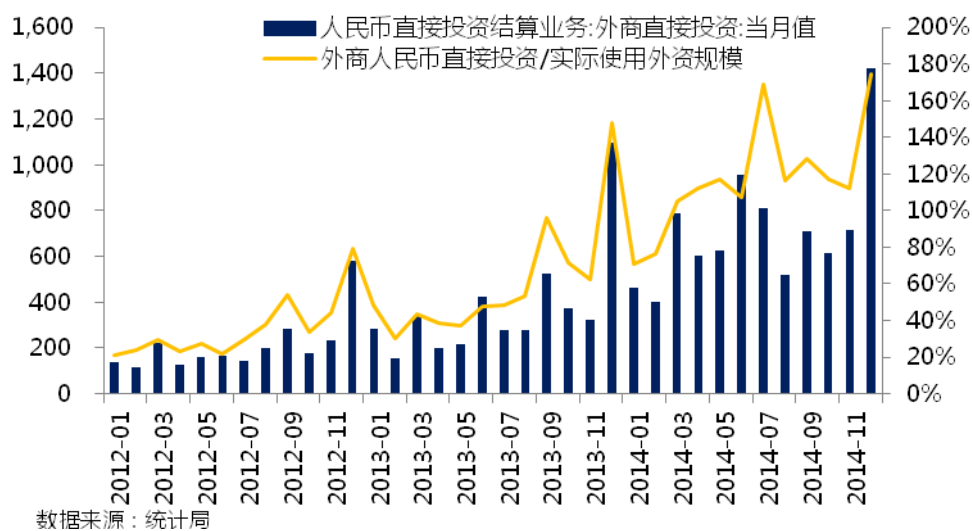
其中，外商对内人民币直接投资占据主导地位，继续保持快速增长态势。2014 年四季度外商人民币直接投资结算业务 2749 亿元，较第三季度的 2037 亿元环比增长 35.0%，较 2013 年四季度的 1787.5 亿元同比增长 35.0%。2014 年全年外商人民币直接投资结算业务 8620 亿元，较 2013 年的 4481.3 亿元同比增长 92.4%，高于 2013 年同比 77% 的增长速度。

人民币对外直接投资规模虽小于外商对内投资规模，但在国家实施“走出去”战略背景下，越来越多的国内企业开始在海外市场布局，增速不断提升。2014 年四季度国内对外人民币直接投资结算业务 529 亿元，较第三季度的 472 亿元环比增长 12.1%，较 2013 年四季度的 338.4 亿元同比增长 12.1%。2014 年全年国内对外人民币直接投资结算业务 1866 亿元，较 2013 年的 856.1 亿元同比增长 118.0%。尽管较 2013 年 181% 的同比增速要低，但考虑到 2014 年同比增速基数较之前大为增加，实现 2014 年增速已难能可贵。

与对外贸易人民币结算类似，2014 年直接投资人民币结算增速也有所放缓。究其原因在于企业更倾向于选择有升值潜力的货币作为结算货币，而 2014 年人民币双向波幅扩大后，单边升值预期消退，上半年阶段性的贬值过程让许多企业心有余悸，纷纷减少了人民币直接投资结算规模。而到年底，人民币直接投资结算出现了大幅增长，国内对外直接投资人民币结算规模从第三季度的 150 亿元提升至 272 亿元，外商直接投资人民币结算规模从三季度平均 700 亿元的水平提升至四季度的 1423 亿元。

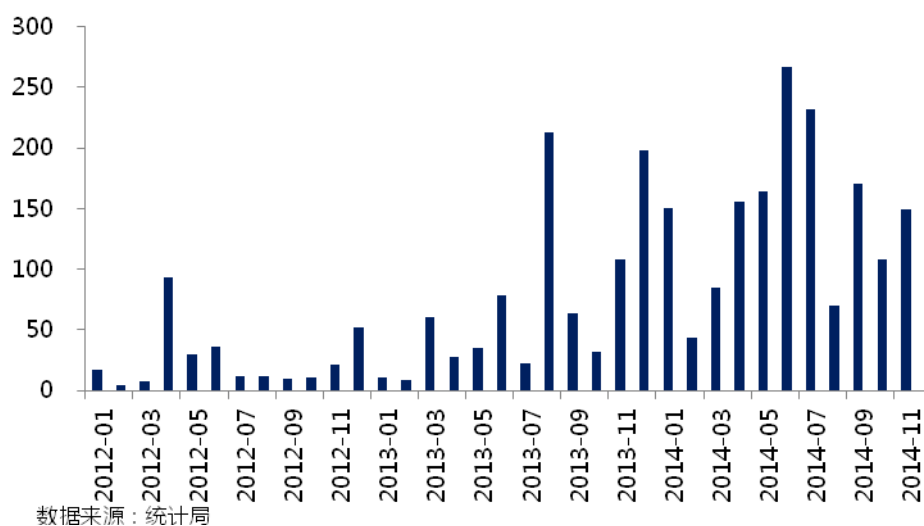
单位：亿元

外商人民币进行直接投资规模不断攀升



单位：亿元

人民币对外直接投资



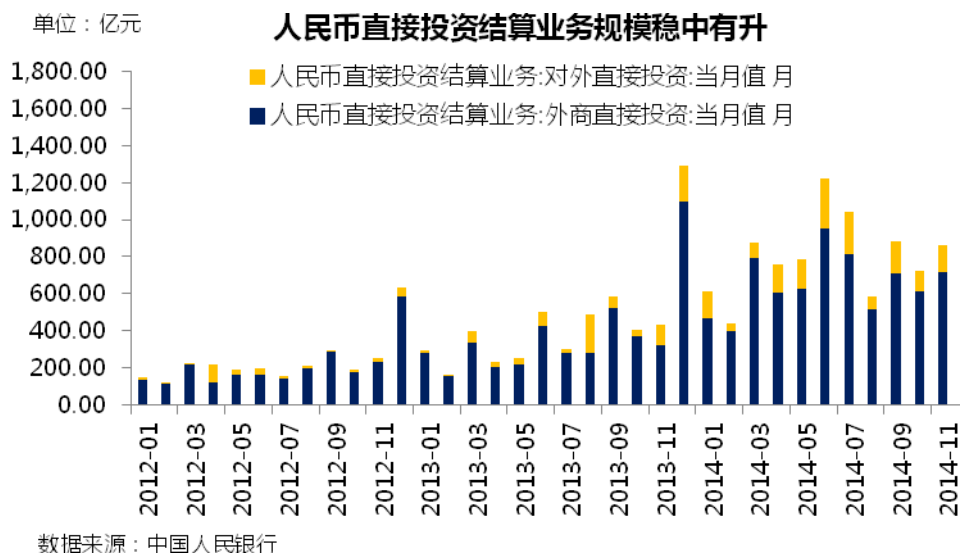


图 10 人民币对外直接投资规模

数据来源：中国人民银行，统计局

七、资本市场逐步成为人民币国际化的新主力

近年来,我国资本市场对外开放程度不断深化,其中人民币境外合格机构投资者(RQFII)的制度安排拓宽了人民币回流渠道,逐步形成人民币“出得去、回得来”的良性循环机制,进一步助推人民币国际化进程。

RQDII、RQFII、沪港通以及未来将推出的深港通是我国在资本项目尚未完全开放情况下,为人民币跨境证券投资制定的阶段性制度安排。2011 年 12 月 16 日,证监会、人民银行和外管局联合发布了《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》,RQFII 试点业务正式启动,首批试点共计 200 亿元人民币境内证券投资额度,共有 21 家香港机构获得核准。

2012 年 4 月,证监会宣布增加 500 亿元 RQFII 投资额度,12 月又再次增加 2000 亿元额度,使得香港的 RQFII 总额度增至 2700 亿元。2013 年 3 月 6 日,证监会公布了《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》。2013 年 7 月证监会宣布,RQFII 试点将在新加坡和伦敦等地进一步拓展。RQFII 业务的推出为境外人民币存量资金投资境内资本市场提供了正规渠道,弥补了离岸人民币缺乏投资渠道的问题。随着 RQFII 额度扩容,其对资本市场的利好效应也将逐渐显现,成为资本市场上具有较大增长潜力的长期投资者,在一定程度上缓解热钱流入中国境内造成的市场波动。

上海证券交易所于 2014 年 3 月 19 日发布修改后的《合格境外机构投资者证券交易实施细则》，对 QFII 和 RQFII 持股比例和投资范围进行了调整。修改后的《实施细则》明确，QFII 和 RQFII 的持股比例将由之前的 20% 提高到 30%，并列举了可以在上证所投资的交易品种，除股票、债券、基金、权证外，新增了优先股、政策性金融债、资产支持证券、国债预发行交易等新品种。细则同时显示，外国投资者对上市公司战略投资不受比例限制，允许开立多个证券账户，可委托最多 3 家具有上交所会员资格的境内证券公司办理业务，但每个证券账户只能指定在一家公司。

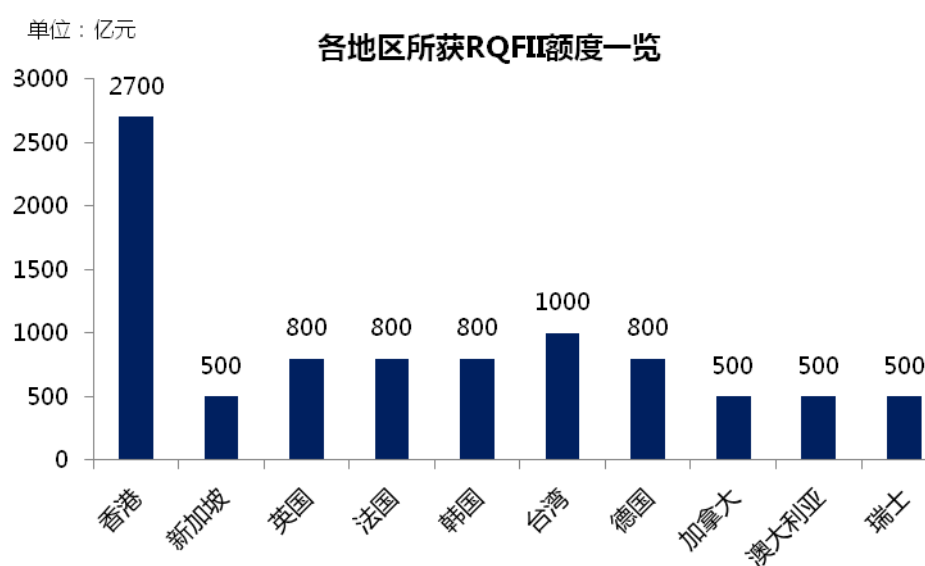


图 11 各地区所获 RQFII 额度一览

2014 年 11 月 14 日，央行发布了《关于人民币合格境内机构投资者境外证券投资有关事项的通知》，正式开闸人民币合格境内机构投资者（RQDII）业务，为人民币“走出去”开拓了新的路径。人民币合格投资者可使用自有人民币资金或募集境内机构和个人人民币资金，投资于境外金融市场的人民币计价产品（银行自有资金境外运用除外），规模也不再实行 QDII 的审批模式，而是以实际募集规模为准，但不得超过其向国务院金融监督管理机构报送的产品最大发行规模。人民币资金将通过境内托管账户向境外人民币托管账户划转，境外投资的本金及收益也通过境外人民币托管账户以人民币形式汇回境内人民币托管账户，过程中不涉及人民币结算。

目前，中国共对香港、新加坡、英国、法国、韩国、德国、加拿大、澳大利亚、台湾、瑞士 10 个地区授予了 RQFII 额度，共计 8400 亿元。截至 2014 年 12 月 31 日，外管局为来自香港、新加坡、英国、法国、韩国的 95 家机构实际批准了 2997 亿元 RQFII 投资额度。随着人民币国际化进程的推进及资本项目的逐步放开，RQFII 的规模还将继续扩大。

2014 年中国资本市场最受关注的事件当属沪港通的推出。2014 年 11 月 17 日启动之后，大陆、香港投资者即可买卖规定范围内的对方交易所上市的股票，沪港通也成为沪港股票市场交易互联互通机制。香港规定机构投资者和个人账户不低于 50 万元的投资者才可参与港股通，而内地则无明确限制。当前沪港通在额度与投资标的上仍有限制。沪港通总额度 5500 亿元，其中沪股通总额度 3000 亿元，港股通总额度 2500 亿元。每日交易限额 235 亿元，其中沪股通每日交易限额 130 亿元，港股通每日限额 105 亿元。沪股通标的主要包括上证 180 指数、上证 380 指数成份股以及同时在港交所上市的沪市股票共 568 只，约占上交所上市股票市值的 90%、交易量的 80%。港股通标的包括恒生综合大型股指数、恒生综合中型股指数成份股以及同时在上交所上市的 H 股股票共 266 只，约占香港联交所上市股票市值和交易量的 80%。自沪港通开通以来，约有 658 亿元人民币，即相当于 7% 的香港人民币存款流入内地股市。

展望 2015 年，股市作为人民币跨境循环的重要构成或将发挥三大作用：一是在沪港通额度上放宽限制，二是将跨境证券交易扩大到深圳证券交易所，三是与更多地区的证交所合作。

八、海外点心债发行规模创新高，离岸融资成本升高将放缓发债节奏

自 2007 年 7 月第一支离岸人民币债券在香港发行以来，香港离岸人民币债券发展步伐日渐加快，债券品种日益丰富，香港市场发售的人民币债券也在业内被称为“点心债券”。从此之后，多个离岸人民币债券市场涌现出来，如新加坡的“狮城债”和台湾的“宝岛债”，伦敦、卢森堡、悉尼等金融市场也纷纷推出人民币计价债券。离岸人民币债券的出现为境外持有人民币的投资者开辟了新的投资渠道。

初期，离岸人民币债券的发行机构以中国政府和内地、香港的企业为主。随着人民币国际化进程的推进，离岸人民币债发行主体逐渐多元化。2010 年 8 月，麦当劳在香港发行了 2 亿元点心债，成为首个进入点心债券市场的外资跨国企业。2014 年 10 月，中国国家开发银行和英国财政部在伦敦发行了价值 30 亿元的人民币债券，这是伦敦市场发行的首只以人民币计价的准主权债券，英国也成为第一个发行离岸人民币债券的非中国主权国家，发行收入纳入英国外汇储备，凸显人民币作为储备货币的潜力。此外，2014 年 11 月中国指定悉尼为离岸人民币清算中心，澳大利亚新南威尔士州政府发行了 10 亿元人民币离岸债。

中银国际统计数据显示，2014 年全年离岸人民币债券以及人民币存款证（CDs）发行量

达到 5300 亿人民币的历史高位，较 2013 年同比增长 86.6%。2014 年前 5 个月，离岸人民币新债发行量达 1410 亿元，超过 2013 全年 1374 亿的总额。考虑到同期人民币对美元累计贬值 3%，这样的成绩已相当不易。尽管人民币对美元有所贬值，但人民币流入境市场激活了离岸资金对人民币投资的需求，同时为企业在境外人民币融资创造机会。

另据香港金管局数据显示，作为最主要的离岸人民币市场，截至 2014 年底香港点心债全年累计发债 1795 亿元人民币，较 2013 年 850 亿元规模同比增长超过 100%，但全年发行节奏并不平均，上半年 5 月最高达 356 亿元发行规模，10 月最低仅有 25 亿元的规模。

离岸人民币债发行量大增主要因为中资发行人发行规模不断攀升。境内不断上升的融资成本使得国内企业更有动力寻求海外低成本资金的机会，中国国有企业成为发行主体，它们既包括像中国电建、中化、中外运这样的央企，也包括像北汽集团、上海浦发银行和北京基础设施投资这样的地方国企。尽管它们中的许多并没有评级，且有些更是离岸市场里初来乍到的名字，但这些企业在其各自行业中的龙头地位以及给投资者开出的较具吸引力的收益率使得它们的债券得以成功发行。从行业来看，金融债占据最大份额，达 59% 的历年来最高水平，这种增长可能与许多中资银行从国家发改委获批离岸人民币债券发行有关。而工业债占比 17% 位列第二。

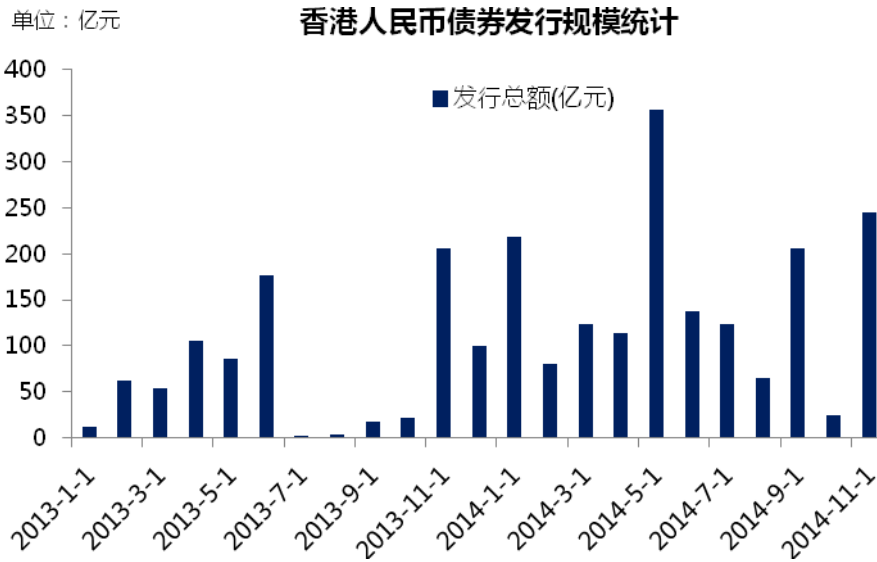


图 12 香港人民币债券发行规模

数据来源：中国人民银行，统计局

截至 2014 年年底，香港点心债存量规模 3873.37 亿元，其中企业债 1833 亿元，金融债 1112.27 亿元，国债 805 亿元，可转债 123.1 亿元，占比分别为 47.32%，28.72%，20.78% 以及 3.18%。从债券期限结构看，绝大多数债券为 1 至 3 年短期债券，总规模为 2366.67 亿

元，占比 61.1%，而 3 至 5 年的中期债券次之，规模 1025.08 亿元，占比 26.46%。而从利率结构来看，固定利率债券规模 3854 亿元，而浮动利率债券仅有 19 亿元。

从发行主体看，企业是离岸人民币债券的主要发行体，其 1938 亿元的规模在总债券存量中占据半壁江山。财政部作为第二大发行主体，累计发行存量 805 亿元，占总规模的 20.78%。股份制商业银行是第三大发行主体，债券存量总额 750 亿元，占总规模的 19.36%。政策性银行债存量规模 320 亿元，占总规模 8.26%。

除了传统的香港市场，台湾地区人民币债券业务发展同样值得关注。2013 年 2 月台湾开放岛内人民币业务，3 月中国信托银行发行台湾第一只人民币债券，此后台湾人民币债券市场逐渐起步。至 2014 年三季度台湾人民币债券(宝岛债)发行总额达 239 亿元人民币。目前国内企业发行宝岛债余额已达 87 亿人民币，逼近金管会对外说明的 100 亿元人民币额度。金管会表示将提高大陆银行来台发行宝岛债额度，从现行 100 亿元人民币的额度改为随人民币存款等三原则动态调整。依据金管局的动态调整公式，以台湾地区人民币存款 3000 亿元计算，目前大陆银行宝岛债发行大约有 200 亿元人民币的空间。

在经历了 2014 年井喷式增长后，我们预计 2015 年点心债发行将有所降温，2015 年点心债及人民币存款证(CDS)发行总量将维持在 5000 亿元人民币左右。增速下降的主要原因在于离岸人民币市场融资成本不断攀升。根据汇丰点心债指数，高收益债券和无评级点心债平均收益率在 2014 年年底达到 6.4%，预计 2015 年还将进一步升高。利率上升的主要原因在于国内企业境外贸易信贷及债券融资成本通常以 LIBOR 或同期的美国国债收益率加点形式计算，然后再通过 CCS、IRS 等工具锁定利率成本，因此美元基准利率和美债市场的变动直接影响中资企业海外融资成本。随着美联储政策拐点临近，2015 年境内外融资成本差异或将进一步收窄。与此同时，沪港通和人民币境外合格机构投资者(RQFII)等具有里程碑意义的政策安排将吸引资金流回国内，资金回流通道的拓宽将加剧离岸人民币资金紧张局面。此外，中国国内市场发债环境持续改善及政府降低融资成本的导向使得国内融资成本保持下行压力，进而降低了中国企业离岸发债的融资需求。

人民币国债基石作用显现，发行模式有待升级

2009 年，中国政府首次在香港发行人民币国债。2011 年，中国政府宣布了支持香港发展成为离岸人民币业务中心的六项措施，表示要把在香港发行人民币国债作为一项长期的制度安排，逐步扩大发行规模。同年，财政部决定在港发行国债 200 亿元。迄今，财政部在香港累计发行人民币国债 1260 亿元，未偿还余额 805 亿元。

人民币国债作为中国主权债券，已经成为相关人民币债券市场的重要组成部分，对离岸

人民币债券市场的发展起到了基准作用。首先，离岸人民币国债对于稳定一级市场至关重要，尽管 2009 和 2010 年离岸人民币国债发行规模仅为 60 亿和 80 亿元，但对刚刚起步的点心债市场已是颇为重要。近四年来国债发行已进入常态化操作，近三年年均发行量超过 200 亿元，市场份额保持在 20% 左右。其次，离岸人民币国债增加了离岸人民币市场的深度和广度，多种期限结合使得人民币国债成为点心债市场品种最齐全，期限最长的债券，且销售对象趋于多元化，包括零售客户、海外机构和外国央行。发行方式包括簿记建档以及 CMU 招标，交易方式也覆盖了银行间市场和交易所挂牌交易。第三，人民币国债正在成为离岸金融创新的基础工具。由于发行规模较大，流动性高、市场认可程度高，离岸人民币国债成为可信赖的拆借、回购交易首选抵押品，增进了市场流动性，成为离岸人民币其他产品创新的基础性产品。

同时，离岸人民币国债为点心债定价提供了定价基准。人民币国债利率已成为市场参照基准，离岸国债期限从最初的 3 种增加至 7 种，期限从 1 年延伸至 30 年，而日益增加的国债供给和交易需求使得离岸国债收益率曲线报价更加频繁和平滑，更具代表性和基准作用，为其他点心债发行提供了可靠的分析工具，对确定其发行成本至关重要。人民币国债的利率显著影响了点心债一级市场的发行。例如 2013 年年中，3 年期国债发行利率飙升 100 个基点达到 2.87%，导致此后两个月点心债发行的低迷。在二级市场上人民币国债同样对其他点心债起到了引导作用。在成熟市场，国债利率与其他债券收益率走向大体相同。但在人民币离岸市场发展初期，由于国债利率曲线不完整，且交易规模较小，国债对其他等级点心债引导作用较小。近两年来，人民币国债和其他点心债收益率走向几乎同步变化，其对二级市场的引导作用逐步得以凸显。

2014 年，人民币国债发行继续保持稳定增长态势，累计发行规模超过千亿元，国债发行规模的增大也为整个点心债市场发展奠定了良好基础。为进一步推进人民币国际化进程，促进点心债市场发展，离岸人民币国债发行可重点着眼以下几个方面：

其一，可继续增加人民币国债发行规模。相对于国内 2 万亿元左右的国债发行规模，离岸市场国债每年 280 亿的发行额度微不足道。与万亿级人民币海外存款相比较，1260 亿元存量的人民币国债规模同样体量较小。为进一步拓展离岸人民币资金用途，增加人民币国债发行规模势在必行。

其二，继续丰富离岸人民币国债发行品种。虽然存量离岸国债中已有 2、3、5、7、10、15、30 这 7 个年限，但 5 年以上长期国债发行量不足 10%，不利于长期利率基准的形成。以国内国债发行看，1-3 年占比 24%，3-5 年、3-7 年占比均超过 20%，分布较为均匀。未来离岸国债应增加 5 年以上长期限国债发行，同时逐步发行 1 年以下短期限国债。

其三，目前离岸人民币国债发行时点仍相对集中，未来可尝试离岸国债的常态化发行，以减少对离岸市场流动性影响。此外，也可尝试借鉴美国国债发行中的一级交易商制度，以协助财政部更好的评估市场变化，更加灵活的调整发行规模。

九、人民币互换规模进一步扩大，实际启用仍有待激活

央行货币互换是指持有不同币种的两国央行事先约定在某一时点交换等值货币，在另一时点再换回各自本金并相互支付相应利息的市场交易行为。央行货币互换从其机制设定上就已明确了人民币跨境循环的路径。央行签订货币互换的主要目的是有三点，一是完成双边贸易与投资中的结算安排，防止汇率变动给贸易双方造成的损失。二是缓解离岸人民币市场流动性紧张的局面。三是力争推动人民币在境外逐渐实现计价、结算和储备的职能。

2008 年，央行与香港金管局签署了规模为 4000 亿元人民币的货币互换协议，这是我国央行签订的的第一份货币互换协议。从 2009 年以来至 2014 年底，人民银行先后与 28 个境外央行或货币当局签署了 38 份双边本币互换协议，总额度 3.12 万亿元人民币。人民币与欧元、日元、英镑、澳大利亚元、新西兰元、新加坡元、马来西亚林吉特、俄罗斯卢比等实现了直接交易。一些央行或货币当局已经或者准备将人民币纳入其外汇储备，人民币已成为全球第七大储备货币。货币互换协议对于深化国际经贸金融交往，维护国际金融体系稳定乃至推动人民币国际化等方面起到积极作用。

2014 年四季度央行签订了三个货币互换协议，其中与俄罗斯卢布货币互换规模最大，影响也最为深远。2014 年 10 月 13 日中俄两国央行签署了规模为 1500 亿元人民币/8150 亿卢布的双边本币互换协议，旨在便利双边贸易及直接投资，促进两国经济发展。互换协议有效期三年，经双方同意可以展期。中俄货币互换协议的签署意味着卢布和人民币在中俄双边贸易结算中使用的机会大大增加。

2014 年 12 月 14 日，中国人民银行与哈萨克斯坦国家银行续签了双边本币互换协议，同时签订了新的双边本币结算与支付协议。双边本币互换规模为 70 亿元人民币/2000 亿哈萨克坚戈，协议有效期三年，经双方同意可以展期。双边本币结算与支付协议签订后，中哈本币结算从边境贸易扩大到一般贸易。两国经济活动主体可自行决定用自由兑换货币、人民币和哈萨克坚戈进行商品和服务的结算与支付。上述举措有利于深化中哈两国货币金融合作，便利双边贸易和投资，维护区域金融稳定，标志着中哈两国金融合作进入新阶段。

2014 年 12 月 22 日，中国人民银行与泰国银行签署了在泰国建立人民币清算安排的合

作备忘录。同日，中国人民银行还与泰国银行续签了双边本币互换协议。双边本币互换规模为 700 亿元人民币/3700 亿泰铢，协议有效期三年，经双方同意可以展期。上述安排标志着中泰两国金融合作迈出新步伐，有利于中泰两国企业和金融机构使用人民币进行跨境交易，促进双边贸易、投资便利化。

2014 年在人民币互换领域中最为重要的突破在于央行首次实际动用货币互换协议。5 月 30 日，中国央行使用中韩本币互换协议下 4 亿韩元（约合 240 万元人民币）资金支持企业贸易融资。这是中国央行首次在双边本币互换协议下动用对方货币，对于后续动用其他货币互换协议具有较强的示范意义。交通银行成为中国首家启用中韩货币互换资金的银行，此次申请的中韩货币互换金额为 4 亿韩元，期限为六个月，通过开立在友利银行（中国）的账户入账，用于向中国境内的韩资企业发放韩元融资，支持中韩贸易往来。

但总体而言，由于人民币资金报价成本较高等原因，央行货币互换的实际应用还较为有限。未来通过建立和完善相应的配套措施，制定具体的操作流程，央行货币互换协议有望更好地从多个层面支持经济发展与合作。

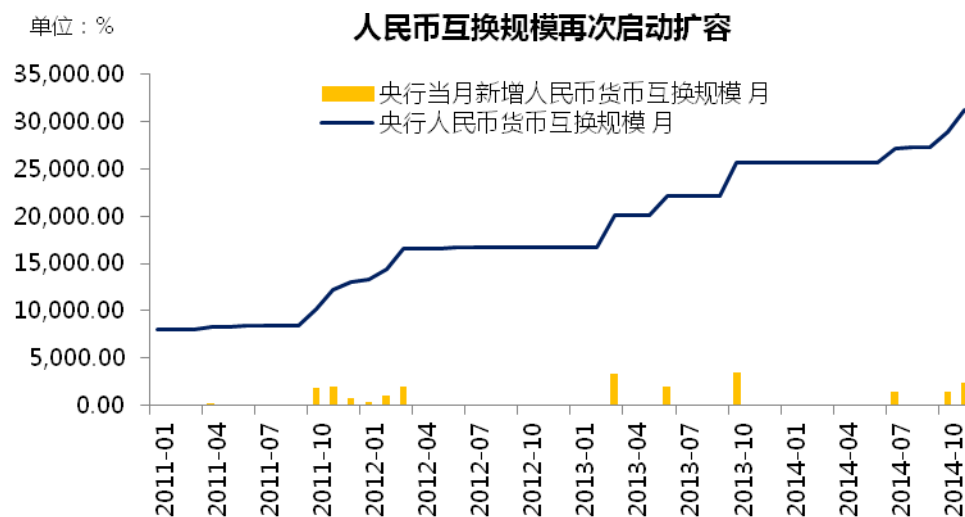
表 3 中国与其他国家签订的货币互换协议一览表

序号	签订时间	对方国	协议总额	有效期	备注
1	2001. 12	泰国	20 亿美元		
2	2002. 3	日本	31 亿美元	必要时	
3	2002. 6. 24	韩国	20 亿美元	必要时	
4	2008. 12. 12	韩国	1800 亿人民币/30 亿韩元	三年	首次避开美元
5	2009. 1. 20	香港	2000 亿人民币/2270 亿港元	三年	
6	2009. 2. 8	马来西亚	800 亿人民币/400 亿林吉特	三年	
7	2009. 3. 11	白俄罗斯共和国	200 亿人民币/8 万亿白俄罗斯卢布	三年	
8	2009. 3. 23	印度尼西亚	1000 亿人民币/175 万亿印度尼西亚卢比	三年	
9	2009. 4. 2	阿根廷	700 亿元人民币/380 亿阿根廷比绍	三年	中国和拉美国家历史上最大规模的金融交易
10	2010. 6. 9	冰岛	35 亿人民币	三年	

11	2010. 7. 23	新加坡	1500 亿人民币/约 300 亿新加坡元	三年	
12	2011. 4. 18	新西兰	250 亿人民币	三年	
13	2011. 4. 19	乌兹别克斯坦共和国	7 亿人民币	三年	
14	2011. 5. 6	蒙古国	50 亿人民币/1 万亿图格里特	三年	
15	2011. 6. 13	哈萨克斯坦共和国	70 亿人民币	三年	
16	2011. 10. 26	韩国	3600 亿人民币/64 万亿韩元	三年	原协议失效
17	2011. 11. 22	香港	4000 亿人民币/4900 亿港元	三年	原协议失效
18	2011. 12. 22	泰国	700 亿元人民币/3200 亿泰铢	三年	
19	2011. 12. 23	巴基斯坦	100 亿元人民币/1400 亿卢比	三年	
20	2012. 1. 17	阿联酋	350 亿元人民币/200 亿迪拉姆	三年	
21	2012. 2. 8	马来西亚	1800 亿人民币/900 亿林吉特	三年	原协议失效
22	2012. 2. 21	土耳其	100 亿人民币/30 亿土耳其里拉	三年	
23	2012. 3. 20	蒙古国	100 亿人民币/2 万亿图格里特	三年	扩大原协议规模
24	2012. 3. 22	澳大利亚	2000 亿人民币/300 亿澳大利亚元	三年	
25	2012. 6. 26	乌克兰	150 亿人民币/190 亿格里夫纳	三年	
26	2013. 3. 7	新加坡	3000 亿元人民币/600 亿新加坡元	三年	原协议失效
27	2013. 3. 26	巴西	1900 亿元人民币/600 亿巴西雷亚尔	三年	
28	2013. 6. 22	英国	2000 亿元人民币/200 亿英镑	三年	与 G7 国家签订的第一份货币互换协议
29	2013. 9. 9	匈牙利	100 亿元人民币/3750 亿匈牙利福林	三年	
30	2013. 9. 12	阿尔巴尼亚	20 亿人民币/358 亿阿尔巴尼亚列克	三年	
31	2013. 9	冰岛	35 亿元人民币/660 亿冰岛克朗	三年	续签
32	2013. 10. 1	印度尼西亚	1000 亿元人民币/175 万亿印度尼西亚卢比	三年	续签
33	2013. 10. 9	欧洲中央银行	3500 亿元人民币/450 亿欧元	三年	
34	2014. 7. 21	瑞士	1500 亿元人民币	三年	
35	2014. 9. 16	斯里兰卡	100 亿元人民币	三年	
36	2014. 10. 13	俄罗斯	1500 亿人民币/8150 亿卢布	三年	

37	2014.12.15	哈萨克斯坦	70 亿元人民币/2000 亿哈萨克坚戈	三年	
38	2014.12.22	泰国	700 亿元人民币/3700 亿泰铢	三年	续签

注：数据来源：中国人民银行网站。



数据来源：中国人民银行



图 13 人民币货币互换协议

数据来源：中国人民银行

【专题】东南亚五国 2015 年年度展望

- ◆ **印尼：**经济增长方面，预计 2015 年经济增速小幅升至 5.2%，投资增速上升在一定程度上抵消了消费增速下滑和出口低迷的负面影响。通胀方面，2015 年通胀上行风险依旧高企，预计 CPI 同比增长 6%。经常账户赤字占 GDP 比重仍将处于高位，将束缚央行货币宽松的空间，预计央行继续维持偏紧的货币政策。
- ◆ **马来西亚：**经济增长方面，预计 2015 年经济将继续温和增长，消费和出口增速料将小幅放缓，但投资增速很可能有所提升，实际 GDP 增速或小幅下滑至 5% 左右。通胀方面，预计 2015 年 CPI 同比增速将升至 3.9%，其中一季度为全年低点而后逐渐走高。货币政策方面，除非消费意外强劲引发需求拉动型通胀压力，2015 年通胀问题不会成为影响央行货币政策的关键因素。目前市场预计下次加息时间最早在 2015 年 9 月份，但实际加息时点可能更晚。
- ◆ **菲律宾：**经济增长方面，在国内需求稳健增长的支撑下，预计 2015 年经济继续强劲增长，实际 GDP 同比增长约 6.5%。通胀方面，预计 2015 年通胀依旧保持低位，全年 CPI 同比或仅增长 2.3%。货币政策方面，预计马来西亚央行短期将维持基准利率不变，最早可能会在 2015 年四季度加息。
- ◆ **泰国：**经济增长方面，旅游业仍是经济增长的主要推动力，预计 2015 年泰国经济将保持温和复苏，GDP 同比料将增长 3.5%。通胀方面，预计泰国通胀水平仍将保持低位，全年 CPI 料将同比增长 1.7% 左右。货币政策方面，预计泰国央行再度降息的可能性很小。
- ◆ **新加坡：**经济增长方面，预计新加坡经济将继续低位运行，实际 GDP 同比料将增长 3.0% 左右。通胀方面，受私人运输成本、拥车证价格和房租价格下降等因素影响，CPI 同比可能仅增长 0.4%，通货紧缩风险依旧高企。货币政策方面，除非经济增长面临严重的下行风险或劳动力市场的紧张局势得到明显缓解，预计新加坡金管局不大可能降息。

一、印尼：经济增速小幅增加，通胀上升风险和高企的经常账户赤字令货币政策继续偏紧

2014 年印尼实际 GDP 同比增长 5.0%，为 5 年来最低水平，其中投资同比增长 4.4%，消费同比增长 4.8%，出口同比仅增长 1.0%。展望 2015 年，我们认为，虽然以资源为主的出口陷入低迷，受电力、液化气及燃料价格上调影响居民购买力下降，导致消费增速下滑，私人

部门投资和政府投资的增加将在一定程度上抵消前者对经济增速的负面影响，预计全年 GDP 同比增长 5.2%，略好于 2014 年。

通胀方面，2014 年印尼通胀率在 8 月份触底后持续上升，全年 CPI 同比增长 8.4%，通胀形势十分严峻。我们认为 2015 年印尼仍将面临通胀上行风险，虽然石油价格暴跌令物价上升速度暂缓，未来新政府燃油价格补贴改革仍可能推升通胀水平，预计 2015 年 CPI 同比增长 6%，仍高于央行的合意目标区间 3.5-5.5%的上端。

经常账户方面，2014 年印尼经常账户赤字占 GDP 的比重仍高达 3.0%，高企的经常账户赤字依旧是央行制定货币政策的重要考量。我们认为 2015 年经常账户赤字占 GDP 的比重将小幅降至 2.5%，虽然制造业和基建投资增加将增加相关进口，消费增速放缓则会导致进口减少，二者相互抵减，避免了经常帐赤字继续恶化。

货币政策方面，考虑到未来燃料价格上调导致通胀上行风险及高企的经常账户赤字，预计印尼央行将继续保持偏紧的货币政策。若新政府明年继续上调燃料价格导致通胀攀升，央行很可能在 2015 年采取加息措施。

图 1. 预计 GDP 同比增速小幅增加至 5.2%



图 2. 预计投资增速增加，抵消消费增速的下滑

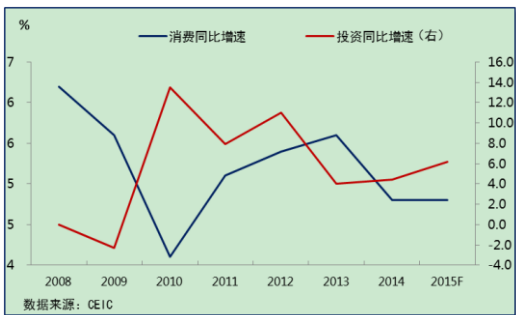


图 3. 出口增速保持低迷



图 4. 通胀上行风险依旧高企

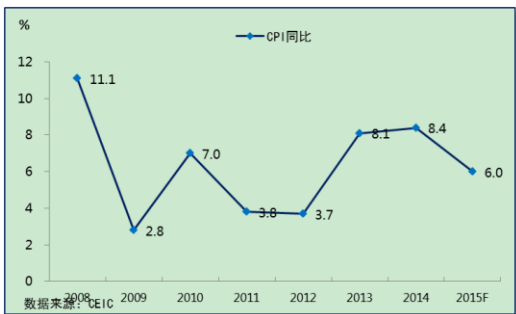


图 5. 经常帐赤字依旧保持高位

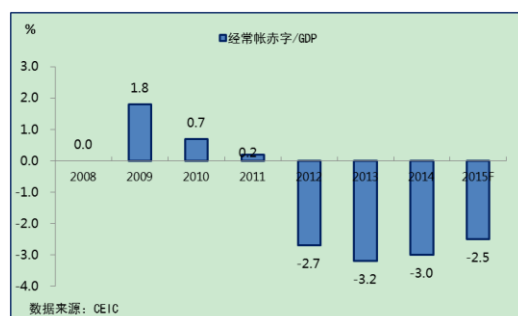
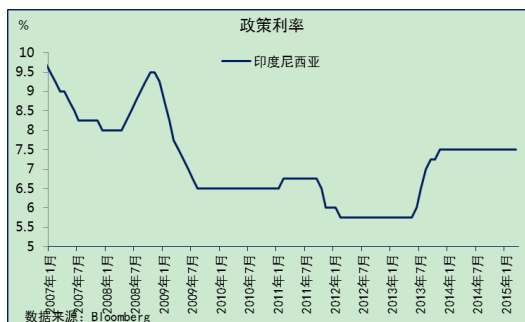


图 6. 货币政策依旧偏紧，政策利率维持在 7.5% 高位



二、马来西亚：经济继续温和增长，通胀上升幅度有限，加息可能性较小

2014 年马来西亚实际 GDP 同比增长 6%，好于前值 4.7%，为过去 4 年来最大增幅。其中消费同比增长 6.5%，投资同比增长 1.3%，出口同比增长 5.1%，进口同比增长 3.9%，稳健的消费和强劲的出口是助推经济增长的主要驱动力。展望 2015 年，预计马来西亚经济将继续温和增长，消费增速料将小幅放缓，出口增速也略有下降，投资增速可能有所提升，实际 GDP 增速或小幅下滑至 5% 左右。

消费方面，2014 年棕榈油价格大幅下跌显著削弱了低收入农村消费者的消费能力，商品和服务税的实施又令消费增长前景蒙上一层阴影。尽管政府针对低收入者的救助政策仍将延续，且商品和服务税对消费的打压并不像日本那么严重，沉重的债务压力仍然抑制了私人消费增长。因此 2015 年消费增速料将继续下滑，预计消费同比增长将降至 5.1% 左右。

投资方面，受益于 2013 至 2014 年期间批准的投资项目实施滞后及美国经济加速增长带动制造业出口，2015 年马来西亚制造业外商直接投资将大幅增加。工资上调呼声高企也将进一步推动资本与劳动的替代，带动私人部门增加投资。此外，根据 2015 年财政预算，公共部门投资也将有所增加。总体而言，预计 2015 年马来西亚投资增速将有所上升，在一定程度上弥补消费增速下滑对经济增速的拖累。

出口方面，预计 2015 年马来西亚出口将温和增长，其中制造业和大宗商品出口前景将出现分化。鉴于美国市场占马来西亚制造业总出口量的 17.6%，美国经济加速增长将带动马来西亚制造业出口稳健增长。而中国和日本在马来西亚大宗商品总出口量占比高达 48%，受制于中国和日本经济增速放缓以及大宗商品价格疲软，预计大宗商品出口前景并不乐观，增速料将放缓。

通胀方面,2014 年马来西亚 CPI 同比增长 2.7%,随着燃料价格和卷烟价格的上调、RON95 汽油和柴油价格补贴的取消及商品和服务税的实施,预计 2015 年 CPI 同比增速将升至 3.9%,仍位于马来西亚央行设置的 3%-4%通胀目标区间,其中一季度为全年低点,4 月份实施商品和服务税后通胀将逐渐走高。

货币政策方面,考虑到去年下半年马来西亚通胀压力已得缓解,预计 2015 年通胀不会成为影响央行货币政策的关键因素。目前马来西亚央行的基准利率为 3.25%,我们认为下次加息时间最早是 2015 年 9 月份,届时美联储很可能已经加息,马来西亚央行将有机会利用数据来评估美联储加息以及商品和服务税的实施对经济增速和通胀水平的影响。总体而言,我们认为 9 月份加息的可能较小,实际加息时点可能会更晚。

图 7. 经济继续温和增长, GDP 增速料将降至 5.0%



图 8. 消费增速料将继续放缓

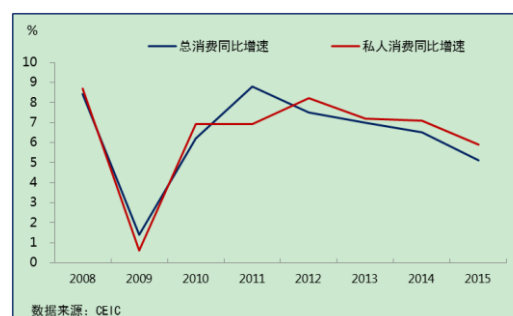


图 9. 投资增速可能略有上升



图 10. 出口继续温和增长

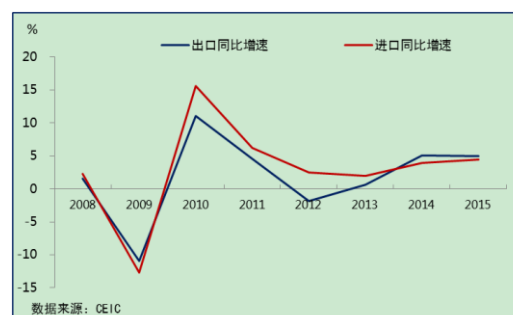


图 11. 通胀水平趋于上升

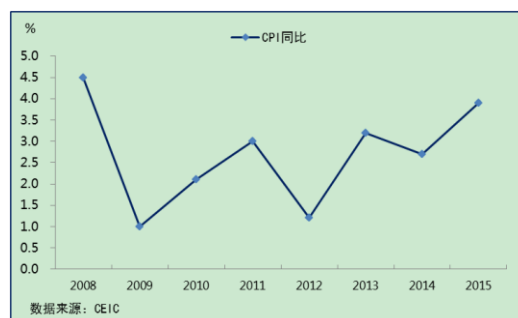
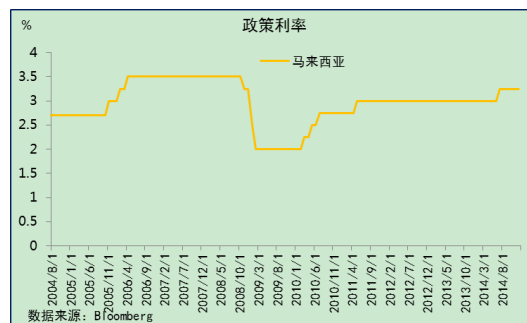


图 12. 预计加息的可能性较小, 基准利率维持在 3.25%



三、菲律宾：经济继续强劲增长，通胀保持低位，货币政策存在调控空间

2014 年菲律宾实际 GDP 同比增长 6.1%，低于前值 7.2%，其中投资仅增长 1.1%（前值 29.9%），是导致经济增速下滑的最主要因素，消费增速保持稳健，从 5.9% 降至 4.9%，仍是经济增长的主要驱动力，出口方面受低基数效应的影响，同比增长 12.1%（前值-1.1%），在一定程度上对冲了投资增速下滑对经济增速的拖累。

展望 2015 年，预计国内需求稳健增长，消费增速或回升至 5.7%，仍是经济增长的主要驱动力。由于 2013 年低基数效应，2015 年增速将低于 2014 年水平，但实际出口额依旧可观，同时进口增速较为温和，对外贸易盈余继续为经济增长贡献力量。财政支出方面，菲律宾政府已签署总额为 1790 亿菲律宾比索的 2014 至 2016 年尤兰达台风灾后重建预算并开始实施，预计 2015 年财政支出增加将助推经济增长。综上，预计 2015 年经济继续强劲增长，实际 GDP 同比增长约 6.5%。

通胀方面，近期菲律宾通胀压力已得到明显缓解，2014 年 CPI 同比增长 2.7%，远低于前值 4.1%。能源价格和大米等食品价格出现下跌，预计 2015 年通胀依旧保持低位，全年 CPI 同比或仅增长 2.3%，仍位于央行 2-4% 的合意目标区间。

货币政策方面，自去年四季度起马来西亚央行的货币政策态度已由鹰派转为中性，连续两次维持 4.0% 的基准利率水平不变。未来一段时间里经济将强劲增长，但考虑到通胀水平较低，预计马来西亚央行短期将维持基准利率不变，最早可能在 2015 年四季度加息。

图 13. 预计 2015 年经济继续强劲增长

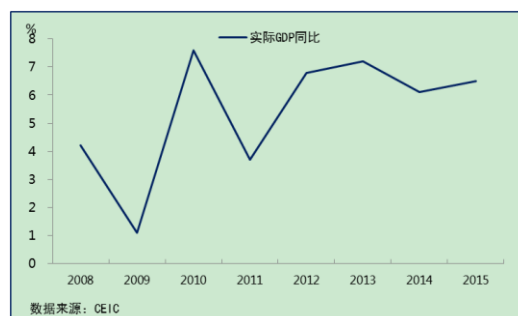


图 14. 国内需求料将保持稳健, 消费增速小幅上升

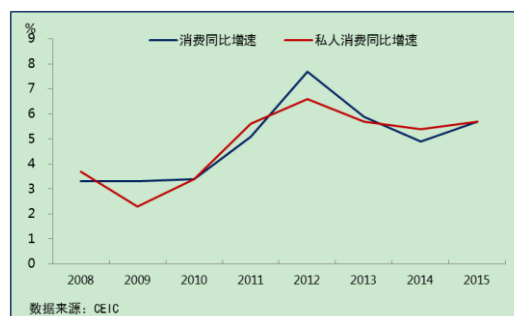


图 15. 预计 2015 年出口和进口均温和增长

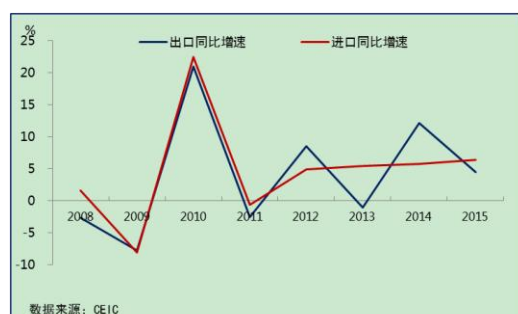


图 16. 预计 2015 年财政赤字扩大, 投资增速回升

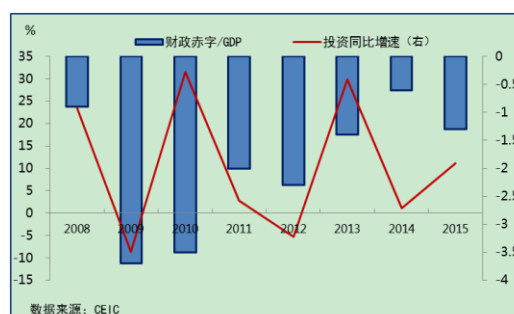


图 17. 通胀料将继续下行

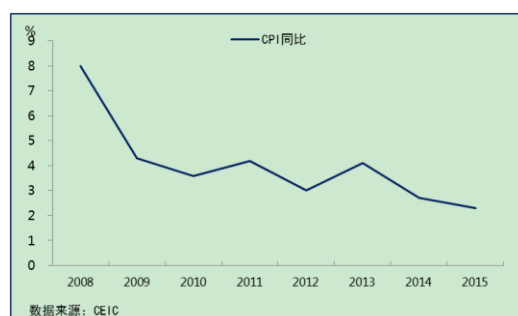
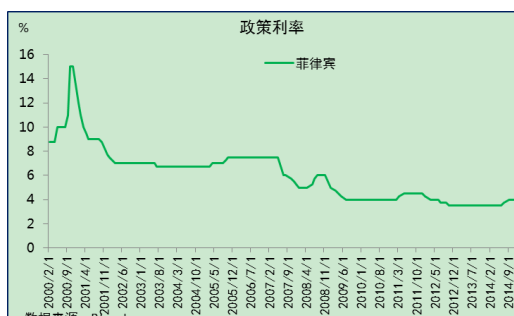


图 18. 预计菲律宾央行最早于 2015 年四季度加息



四、泰国：经济温和复苏，通胀低位运行为央行维持低利率政策提供空间

2014 年泰国出口和消费持续疲弱，再加上 5 月份政变冲击，经济一度陷入衰退，最终全年 GDP 仅增长 0.7%，为 2011 年以来最低水平，也是东南亚五国中经济表现最差的国家，其中投资同比下降 11.4%，消费同比仅增长 0.7%，出口零增长，进口同比下降 4.8%。

展望 2015 年，我们认为，作为泰国的主要贸易伙伴，日本经济重陷衰退，欧元区经济

衰退风险日益上升，中国经济增速逐渐放缓，泰国出口难以强劲复苏，预计 2015 年出口同比仅增长 3%。但油价下跌在一定程度上提高了居民购买力，预计国内需求温和增长，消费料将同比增长 3.4%左右。此外政府投资力度也可能逐渐加强，实际投资增速可能回升至 4.1%，旅游业仍是经济增长的主要推动力并带动相关产业发展。总体而言，预计 2015 年泰国经济将保持温和复苏，GDP 同比料将增长 3.5%。

通胀方面，受新任政府下调汽油和燃气价格及全球大宗商品价格下跌的影响，去年三季度以来泰国通胀水平持续下行，全年 CPI 同比增速降至 0.6%。展望 2015 年，预计泰国通胀水平仍将维持低位，全年 CPI 料将同比增长 1.7%左右，位于央行的合意目标区间 1.0-4.0%，为泰国央行维持低利率提供操作空间。

货币政策方面，在 3 月份央行会议上泰国央行称，由于经济增速弱于预期，将基准利率下调 25 个基点至 1.75%，并表示将密切关注经济走势，必要时仍将采取行动。我们认为，泰国央行再度降息的可能性很小，除非经济衰退风险上升，出现出口锐减、财政支出显著减少等情况。

图 19. 预计 2015 年经济温和复苏，GDP 同比增长 3.5%

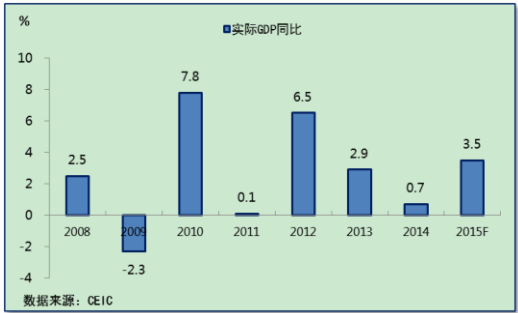


图 20. 财政支出增加带动投资增速触底回升



图 21. 国内需求温和增加

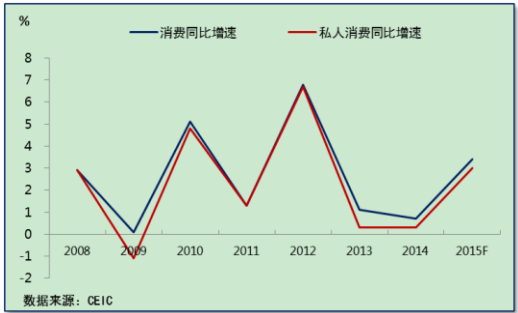


图 22. 受外围经济不景气影响，出口难现强劲复苏

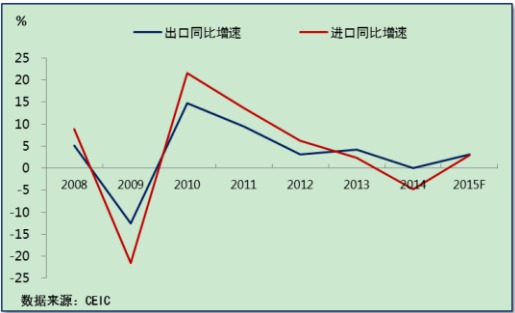


图 23. 通胀低位运行

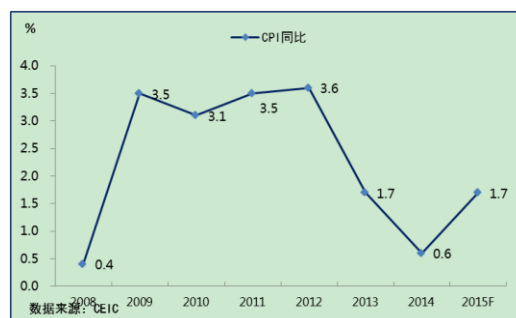


图 24. 3 月份泰国央行将基准利率下调 25 个基点至 1.75%



五、新加坡：经济增速低位运行，通货紧缩风险高企，劳动力市场紧张局面抑制央行降息意愿

2014 年新加坡 GDP 同比仅增长 2.9%，投资、消费和出口增速普遍下滑。展望 2015 年，预计新加坡经济将继续低位运行，GDP 同比料将增长 3.0% 左右。消费方面，2010 年以来私人消费增速逐渐放缓，原因在于人口自然增长率的下降，同时消费信贷收紧导致人均消费额显著下降，预计 2015 年消费增速将由 2.0% 降至 1.6%。投资方面，随着经济结构持续向资本密度较低的服务业转型，预计投资增速也将处于低位，投资增速可能从 -2.4% 转为零增长。出口方面，除美国以外其他主要经济体经济前景不容乐观，新加坡出口越来越依赖于美国经济的复苏。若美国经济增长出现意外波折，新加坡经济增速可能面临下行风险。

通胀方面，2014 年新加坡时隔五年后再度遭遇通货紧缩风险，2015 年受私人运输成本、拥车证价格和房租价格下降等因素影响，CPI 同比可能仅增长 0.4%，通货紧缩风险依旧高企。目前新加坡市场对拥车证的需求依旧坚挺，但 2014 年 11 月至 2015 年 1 月期间有大量车辆登记被注销，拥车证供给增加，压制了拥车证价格上行空间。房租方面，随着大量新建住房完工，房屋空置率日益升高，进一步加大了房租下行压力。此外，全球大宗商品价格下跌也是新加坡通缩风险高企的原因之一。

货币政策方面，自 1981 年以来，新加坡金融管理局货币政策的中心一直是管理新加坡元名义有效汇率，目标是维护价格稳定，保持经济持续增长，但汇率目标区间一直未有公开。自 2012 年 4 月以来新加坡金融管理局一直推行新加坡元名义有效汇率温和渐进升值的货币政策。目前新加坡失业率依然在 2% 附近徘徊，劳动力依旧十分紧缺，工资上涨对核心通胀力的上行压力依旧显著，劳动力市场的紧缺是新加坡金管局实施宽松货币政策的拦路虎。我们认为，除非经济增长面临严重的下行风险或劳动力市场的紧张局势得到明显缓解，新加坡

金管局不大可能采取降息措施。

需要注意的是，新加坡现任政府任期将于 2016 年任满，但不排除 2015 年提前进行选举的可能性。若选举提前进行，政府的经济政策导向可能发生变化。

图 25. 预计经济继续低位运行，GDP 同比或仅增长 3%

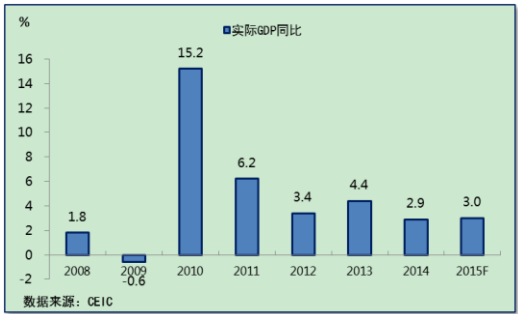


图 26. 投资和消费增速疲弱

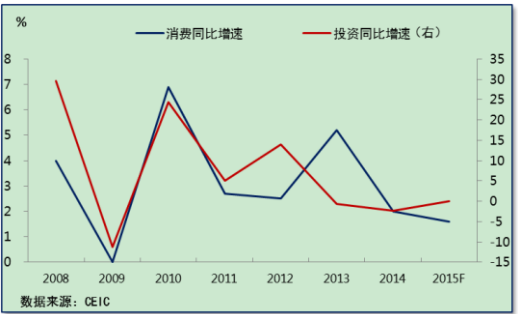


图 27. 出口增速温和，料难出现惊喜



图 28. 2015 年通缩风险依旧高企

