

# 毕马威行业透视



2012年第4期

作者：



姚建华  
主席  
毕马威中国  
stephen.yiu@kpmg.com  
+86 10 8508 7070



陆婷  
研究员  
毕马威全球中国业务发展中心  
christina.lu@kpmg.com  
+86 10 8508 5116

## 前海扬帆：人民币国际化逻辑再议

站在香港回归 15 周年的节点上，国务院就支持深圳前海深港现代服务业合作区开发开放的有关政策请示作出了批复，支持前海实行比经济特区更加特殊的先行先试政策。在金融领域，这包括支持前海构建跨境人民币业务创新试验区、探索试点跨境贷款、支持前海企业赴港发行人民币债券等政策。其中，最受瞩目的当属跨境双向贷款，它被视为建立人民币回流、循环机制的重要突破，也是资本项目开放、人民币国际化向前推进的又一标志。

### 人民币国际化进展长足

事实上，改革开放三十多年来，随着中国经济总量的快速增长，以及国际市场对于人民币成为国际贸易结算、计价、投融资和储备货币需求的与日俱增，人民币国际化进程业已不断提速。

回顾过去几年的数据，我们可以看到，一方面，在政策支持下，跨境贸易人民币结算金额高速增长，货币互换协议规模持续扩大，截至 2012 年第一季度末，跨境贸易人民币结算业务金额累计达到 3.17 万亿元，中国人民银行与韩国、马来西亚、中国香港等 17 个央行或货币当局，共计签署 1.65 万亿元人民币的本币互换协议；另一方面，资本项目下人民币业务不断突破，香港人民币离岸市场发展迅速，2011 年 12 月人民币合格境外机构投资者（RQFII）制度试点，而 2012 年 4 月，香港银行业人民币存款总量已超过 5,523 亿元。如今，前海



新政的出台，则通过拓宽人民币回流渠道，进一步为人民币国际化注入了新的动力。

## 众说纷纭路线图

然而，尽管人民币国际化已成为基本共识，其进程也取得了一定的成绩，但对于如何在确保宏观稳定、金融风险可控的前提下，选择人民币国际化的最优路径，仍存在较多争议。

在微观操作层面上，一种货币的国际化通常包括四个步骤：资本项目开放、离岸市场建设、汇率机制改革及利率市场化。四者之间存在着一定逻辑顺序和交互关系，各个国家由于其所处外部环境及内部条件的不同，可能采取不同的开放改革顺序。

目前国内对于汇率利率改革与资本项目开放之间先后顺序的讨论较多，一部分学者认为，汇率和利率改革应先于人民币资本项目开放，在金融领域，“以开放促改革”的笼统说法可能导致重犯过去盲目“闯关”的错误。也有一部分观点认为，资本项目开放有利于提高货币政策有效性，促进国内相关改革，可适当先行推进。还有一些经济学家表示，不应过于看重理论上的顺序，而应就眼前形势和市场需求，选择与之相匹配的改革或开放策略。

## 务实求稳，先改革后开放

对比分析以上三种观点，我们认为，尽管存在着所谓“计划赶不上变化”的说法，但在以维护中国经济金融稳定为首要前提、尽量降低改革开放过程中的风险和冲击的理念下，人民币国际化仍需要一个指导意义上的路径图，在实践过程中，或可以考虑依照“汇率—利率—离岸市场—资本项目”这一主线，在汇率改革先于利率改革，利率改革先于离岸市场建设，离岸市场建设先于资本项目开放的大前提下，以协调推进的方式进行。

我们的理由是，如果汇率和利率改革得不到较好的实现，一旦放开资本项目管制，将很难避免大规模的跨境资本流动，直接冲击经济与金融体系的稳定，同时也很难持续推动与培育境外对人民币的需求，不利于离岸市场的发展。而根据既有国家的开放经验，不依靠离岸市场，直接开放境内资本项目管制和金融市场的国家货币，基本上没有潜力成为国际储备、结算和计价货币。

## 人民币国际化路线图

**(一) 汇率机制改革。**人民币要成为国际储备货币，自由浮动的汇率不可或缺。然而一步到位做到完全自由的浮动汇率制，既缺乏现实基础，也可能导致人民币投机活动的活跃，不利于中国经济、金融体系的稳定发展。因此可以考虑分两阶段进行，第一阶段逐步减少政府对



于汇率的干预，适度扩大汇率波动幅度，让市场供求在汇率形成机制中发挥主导作用，使汇率具有充分弹性，实现真正的有管理的浮动汇率制度，其次在衡量利率市场化、资本项目开放进程及国内外经济环境的情况下，进一步取消汇率管理，最终实现汇率的完全自由浮动。

**(二) 利率市场化。**利率市场化并非单纯地放开存款利率上限和贷款利率下限，它实际上意味着从政策利率转向市场利率，建立以市场为基础的利率体系。因此在利率市场化的进程中，一方面应当促进和鼓励银行间拆借市场、企业债市场以及国债市场的发展，建立完整的利率联动体系，实现中央银行通过公开市场操作影响市场利率这一机制的良好运转。另一方面，中央银行应该依照“先长期后短期，先大额后小额”的顺序，循序渐进地放弃对商业存贷款利率的直接干预，控制短期信贷的增长速度，减少短期冲击对经济的影响。

**(三) 人民币离岸市场建设。**除建立多层次的人民币回流机制，完善人民币市场基础设施和市场规则外，离岸市场建设中的一个重要问题是香港、上海、伦敦及新加坡等离岸市场各自的定位与合作，从而发挥各自优势，避免功能重复及过度竞争。就现阶段而言，香港离岸市场由于其金融市场本身成熟度较高，金融基础配套设施较为完善，最有潜力成为人民币离岸市场的中心；上海跨境人民币业务发展迅猛，未来成长空间广阔，可在承担人民币离岸“零售”业务的同时，明确与香港在政策和市场机制层面的合作，为进一步深化发展做好客观条件的准备；新加坡则主要为东南亚各国与中国的贸易和直接投资提供人民币金融业务平台，并在中长期成为该地区投资于人民币金融产品的地区性市场；伦敦由于其所处地理位置及入场机构投资者的优势，应被定位为市场驱动型离岸市场。

**(四) 资本项目开放。**资本项目开放有助于充分、有效地利用国内外两个市场和资源，但在其开放过程中，如不注重必要的管理和引导，容易出现短期资本逆转、过度借贷等种种问题，对中国金融体系稳定造成冲击。因此资本项目开放应以金融风险防范为主体思路，首先开放风险相对较小的长期资本流动项目，提高直接投资的便利度，同时对一些影响较大、不确定性较强的项目如债券融资、证券投资等，采取额度控制的方式放开；其次适度扩大或取消部分项目的数量限制额度，进一步提高开放水平，尝试通过税收、无息存款准备金等基于价格的管制措施管理短期资本流动；最后一个阶段基本取消额度控制，实现资本项目可兑换，但允许对风险较大的项目保留必要管理。

## 从路线图看前海新政

从我们所提出的主线来看，虽然前海试验区对于人民币国际化是一种尝试性的创新，设想良好，但它的实质毕竟是开放，而非改革。因此它的设立并不符合先改革后开放的逻辑顺序。而是在国内金融市场化改革尚未取得较好进展的环境下，超前加快了资本项目开放的步伐。

这就意味着，如果没有相关配套措施的及时出台，它将有可能导致某些金融风险，如境外资金套利、政府难以在前海与内地其他地区间实施资本管制等。因此，在以金融稳定为出发点的视角下，人民币国际化还需适当把握节奏，切勿操之过急，先将重点放在汇率利率机制改革上，然后再循序渐进地推进离岸市场建设和资本项目开放。



[kpmg.com/cn](http://kpmg.com/cn)

本刊物所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些数据在阁下收取本刊物时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据本刊物所载资料行事。

© 2012 毕马威企业咨询（中国）有限公司——中国外商独资企业及毕马威华振会计师事务所——中国中外合作经营企业，均是与瑞士实体——毕马威国际合作组织（“毕马威国际”）相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。

© 2012 毕马威会计师事务所——香港合伙制事务所，是与瑞士实体——毕马威国际合作组织（“毕马威国际”）相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。

毕马威的名称、标识和“cutting through complexity”均属于毕马威国际的注册商标。