

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

## 依托外交的人民币国际化时间窗口已经打开

### ——历史经验对人民币国际化的借鉴意义

历经多年跋涉，人民币就快到达国际化货币俱乐部的大门了。拿到这间俱乐部的入场券，几乎是从政府到民间的共识，因为一旦成功入场，不但会给国家带来荣耀和可观的铸币税，也会给市场和金融机构带来巨大的商业机会。

我们认为，一只货币在全球的贸易、支付、结算、交易、储备体系中被广泛接受和运用，并且对金融市场有较强影响力，可以视为这只货币成功国际化。以此衡量，真正意义上的国际化货币俱乐部仅有四位成员：美元、欧元、英镑、日元。美元实现了高度的国际化，长期处于国际货币体系核心的地位，欧元实现了一定程度的国际化，成为区域性国际货币，日元和英镑则实现了低水平的国际化，而其他一些货币，如瑞郎和澳元、加元，虽然国际化程度也较高，但受制于自身流通规模太小，在国际金融市场中影响力不大，难以称其为国际化货币。

那么一只货币如何才能实现国际化？当前的人民币国际化如何选择路径？我们尝试着从历史的角度，通过比较各个历史时期国际化货币的共性，来回答这些问题，初步结论是，人民币国际化的多数条件都已经具备或即将具备，唯独外交政策可能成为尚显薄弱的一环。

从历史来看，世界货币体系格局经历了4个阶段的演变：

1) 从工业革命到1914年第一次世界大战之前，借助强大的综合国力，英镑成为第一只国际化货币；

2) 两次世界大战之间，英镑相对衰落，美元崛起，英镑与美元成为国际货币体系的“双核”，法郎区的地位亦比较重要；

3) 二战后~1973年，在布雷顿森林体系下，英镑衰落，美元成为国际货币体系的核心；

4) 1973年布雷顿森林体系解体后，在牙买加体系下，美元继续成为国际货币体系的核心，但西德马克（包括后来的欧元）、日元崛起，加入国际化货币俱乐部。

纵观国际货币体系上百年的演变，我们选择了在国际化道路上

曾经成功的例子——英镑，正处于核心地位的例子——美元，以及不太成功的例子——日元，与人民币来进行比较，希望能够得出一些有意义的结论。

通过比较，我们认为以下因素直接决定了上述货币国际化的成功与否，并且带来了历史上核心货币之间的荣衰演变，而这些因素对于人民币国际化，具有直接而显著的参考价值。

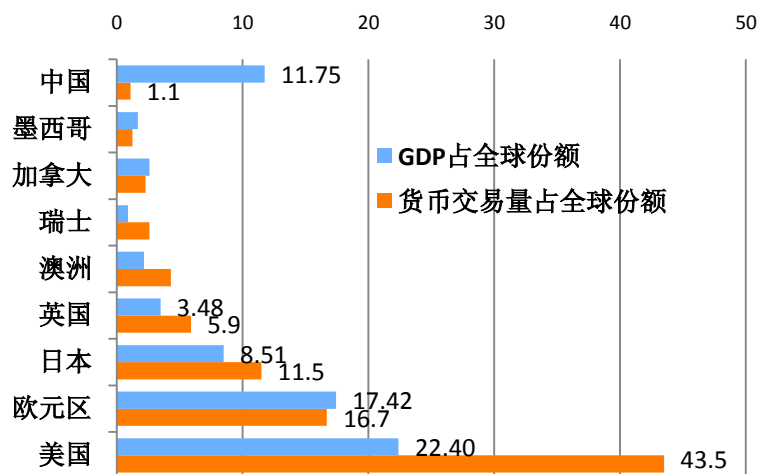
## 首先，货币发行国必须拥有强大的经济和贸易基础。

这种经济和贸易的基础，不仅表现为体量巨大，在国际经济中有重要地位，还表现在处于国际产业链中的上游，拥有竞争力最强的产品和服务体系。

英镑：在 19 世纪中期，英国的工业产值已占到全球的 4 成，贸易份额占世界的 3 成，全球结算量的 4 成以英镑结算，1913 年英国的资本输出额达到 195 亿美元，占全球的接近 5 成，但两次大战后英国的经济实力已经严重衰落，英镑也失去了国际货币体系核心的地位，当前英镑仅占全球货币交易量的 6%。

美元：美国经济在 19 世界末即已取代英国，成为最大的经济体，并在两次世界大战期间飞速发展，二战后美国的工业产量占全球的一半以上，至今依然是全球第一大经济体，2012 年美国 GDP 占全球的 22.4%，根据国际清算银行的数据，美元在全球货币交易量中占比高达 43.5%，而全球储备货币的 60-70%是美元资产。

图1：前9大货币份额与GDP份额（原数据加总为200%，已处理）



日元：日本经济在二战后迅速崛起，并于 1969 年超越德国成

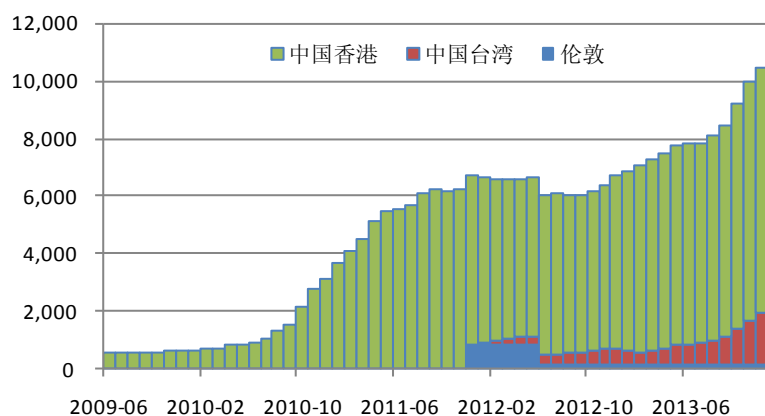
为第二大经济体，这一地位一直保持到 2009 年，同时日本外贸实力雄厚，长期保持高额顺差，当前约有 12%的货币交易量是以日元来进行的。

人民币：中国已于 2010 年取代日本成为全球第二大经济体，并最快可能在 10 年后超过美国跃居第一，同时中国在全球贸易中的份额已达 11%，有望在 2013 年夺得世界第一贸易大国的头衔（有待最终数据的确认），可以说，**中国的经济和贸易规模已经足以支撑人民币成为国际化货币**。与此相比，根据国际清算银行的数据，2012 年人民币交易量只占到全球的 1.1%，与经济和贸易规模远远不成比例，而在国际产业链中，中国目前只居于中游，产业结构和竞争力有待进一步升级。

**其次，依托于外交政策，将本国货币大规模输出到海外。**

巧妇难为无米之炊，如果一只货币仅在国内流动，当然是绝无可能实现国际化的。此时便涉及到货币输出机制的问题，通常包括国际收支逆差、对外投资、对外信贷、货币互换等几种形式，迄今为止，中国主要依靠跨境贸易结算和与外国央行签订货币互换的形式。我们看到海外沉淀的人民币确实在不断增长，比如在香港，人民币存款的规模已经超过 8000 亿元。

图2：部分离岸市场人民币存款规模（伦敦为2013年6月数据）



目前存在的问题，一是离岸人民币资金主要集中在香港，其他市场规模有限，二是跨境贸易结算虽然增长迅速，但有相当比例是以跨境套利为目的，真实贸易背景的比例有待提高，三是在投资渠道有限和惯性依赖作用下，人民币在海外的接受度有限，海外机构以人民币来替代其他货币的动力不强。

我们认为，从历史经验来看，单纯的依靠经济手段输出货币，难度较大，且可能会重蹈日元国际化的覆辙，而以积极的外交政策推进对外经济政策，才是人民币国际化最有效的推动力，但这也是目前尚显薄弱的一环。在已经成功实现国际化的货币中，外交政策的推动作用十分明显。

英镑：英镑跟随着英国的殖民政策走向海外，在英国的对外贸易和投资中扮演重要角色，而英镑之所以能通行海外，一个重要的原因是英国首先确立了金本位且英镑币值稳定，因此接受英镑就等于接受黄金，这一条件如今已经完全不具备可复制性。

美元：美国是通过积极的外交政策输出货币的成功典型，可以说，外交政策的转变，成为美元取代英镑的关键转折点。

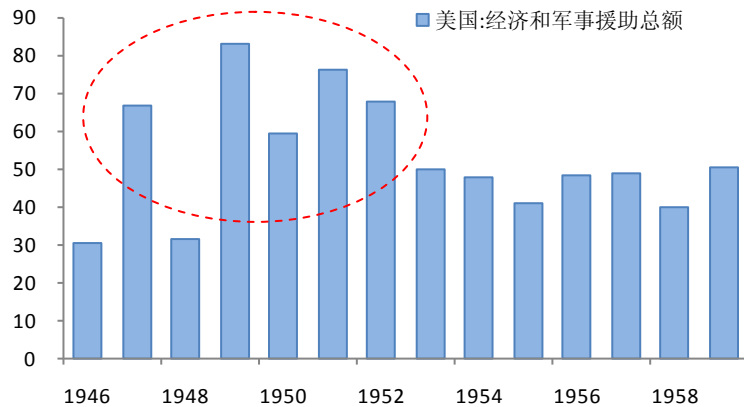
在一战前，美国经济规模已经高居全球第一，但美国奉行“孤立主义”，较少承担国际义务，美元也丝毫不对英镑构成威胁。但一战中美国不但参战，而且欧洲国家还欠下美国巨额战债，美国一举成为最大的债权国，欧洲国家战债高达 115 亿美元，计算利息在内则高达 220 亿美元。

由于战后欧洲经济复苏乏力，各国偿债困难，为此美国开始介入欧洲事务，推出“道威斯计划”和“杨格计划”，向德国提供贷款以恢复其经济。此时便形成了这样一个循环，美国将国内的过剩美元输出到德国，德国用美元贷款恢复经济及购买商品，德国经济的恢复使得其可以支付对英法等国的战争赔款，而获得赔款的欧洲国家又可以偿还欠美国的战债。美国对欧洲尤其是德国的大规模援助，不但恢复了欧洲经济，而且使得美元地位大幅提高，国际货币体系正式进入英镑美元共治的时代。

二战后与一战后的情况高度相似，欧洲经济同样复苏乏力，美国顺势于 1947 年推出了“马歇尔计划”，在 4 年时间内，以资金、技术、设备等形式，向西欧国家提供了价值 130 亿美元的援助，促使西欧经济迅速恢复，并进入长达 20 年的繁荣期，起到了与“道威斯计划”类似的效果。如果说“布雷顿森立体系”确立了美元做为国际货币体系核心的地位，那么“马歇尔计划”则将大量美元输出到海外，确保了美元核心地位的有效性。

而在二战后的历次经济危机中，美国主导下的世界银行和 IMF 所推出的援助和整顿计划，都将美元做为主导货币进行推广。

图3: 二战后美国年度对外经济和军事援助猛增 来源: Wind



从美国外交政策的转变可以看到，经济政策是外交政策不可或缺的部分，抓住有利时点，积极介入国际事务、承担国际义务，是输出货币，推动本币国际化的最佳手段，其效果要比单纯通过经济手段的资本输出更为有效。

需要注意的是，无论是“道威斯计划”还是“马歇尔计划”，都是以美国为主导的国际资金安排，在美国的外交主导权下，美国企业获得了从资源调度、资金、产品、组织体系的全面主动，欧洲企业和政府只能被动接受，这种外交主导权推动下的货币输出，远比平时的跨国投资来的更为立竿见影。

日元: 日元国际化于 70 年代起步, 80 年代进入政府推动阶段。

日元国际化一度风生水起, 东京出现武士债券市场, 欧洲出现日元债券市场, 离岸日元市场遍地开花, 日本政府大力推动贸易结算日元化, 甚至还成立官办银行来推动日元国际化。

但很快, 这种离岸市场搭配跨境结算的模式就出现了问题, 由于缺乏强有力的外交政策的支持, 日本介入国际事务的程度相当有限, 无法通过外交途径来为日元国际化提供保证, 在 1997 年亚洲金融危机之后, 日本银行业一度大规模撤资, 日本也未能主导对东南亚地区的援助, 其所提供的贷款亦是美元贷款。

进入 2000 年后, 日元国际化的程度不进反退, 在国际储备货币中的占比从 90 年代的 8% 降至 5%, 在金融市场上, 日元更多的沦为套利交易 (carry trade) 货币, 而非被普遍接受的支付结算货币。可以认为, 与日本多年居全球第二的经济规模相比, 日元国际化的程度“不成比例的偏低”, 日元国际化并不成功。

人民币：参考前述美元与日元国际化的例子可以认为，缺乏外交政策支持下的人民币国际化，更有可能重蹈日本覆辙。

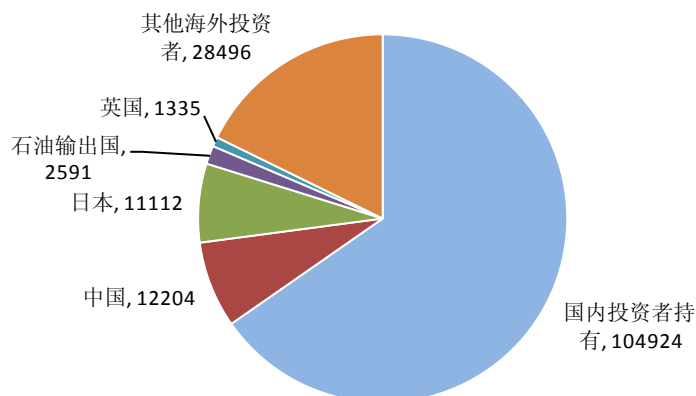
我们认为，以今日中国的政治、经济实力而言，开始深度介入国际事务的时机已经成熟，依托外交政策的人民币国际化时间窗口已经打开。除了继续稳步推进跨境结算和离岸市场建设外，抓住有利时机，主导或积极介入区域危机后的重建、援助工作，以本国银行和企业为核心，向受援国提供人民币贷款，或者进行人民币跨境投资，是推动人民币国际化的关键步骤。

当然，这种时机是可遇不可求的，而且还牵涉到大国关系问题，对于中国而言，只能耐心等待。不过可以想象，如果1997年亚洲金融危机之后，日本政府不是让日元大幅贬值，日本银行业没有大规模收缩，而是日本政府主导地区援助，大量提供日元贷款，那么今日之东南亚，很可能已经形成日元与美元共同流通的二元货币区。

## 再次，建立发达的债券市场，形成货币跨境循环体系。

显而易见，只有解决了货币“出的去，回的来”的问题，让海外货币持有人拥有投资场所和投资工具，即提供充分的流动性，货币持有人才有意愿持有这只货币。这涉及到两层体系，一是海外与本土间的跨境循环，二是货币在海外国家间的跨境循环。债券市场在货币循环体系中具有重要地位，一个开放的，拥有足够广度和深度，以及合理的债券收益率曲线的债券市场，将成为风险资产的定价基准，促进货币的有序流动。

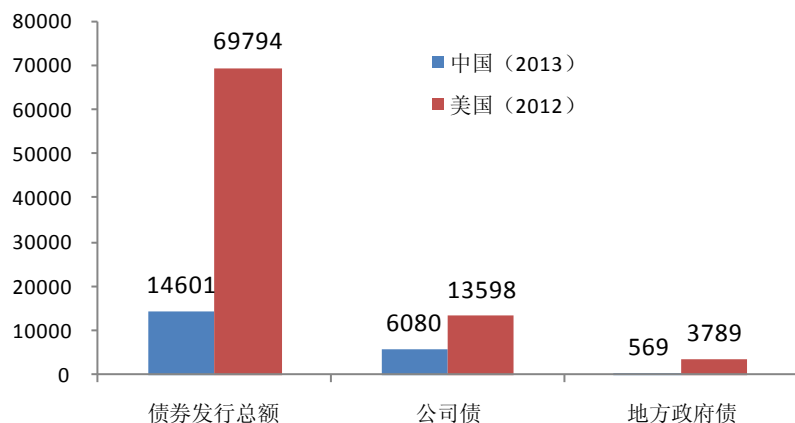
图4：美国国债持有人分布（亿美元） 来源：Wind，招行



英镑：伦敦是三大金融中心之一，外汇、贵金属交易中心有重要地位，同时拥有发达的债券市场。

美元：纽约是目前最重要的金融中心，华尔街已经成为美国金融的象征，离岸美元市场遍布全球。美国债券市场高度发达，高度开放，各国主权机构与私人投资者均可投资美债市场，包括公债、公司债、垃圾债等，已经形成了“贸易逆差输出美元——发行债券回收美元”的循环体系，美国国债已经成为主权资金优先追逐的对象。即使不回流美国，境外美元依然拥有丰富的投资市场和投资工具，如欧洲美元市场和亚洲美元市场。

图5：中美债券发行量对比（亿美元） 来源：Wind，招行



日元：东京是世界三大金融中心之一，日本政府在东京市场发行武士债券，允许日本以外的发行人发行日元计价的债券，同时欧洲也存在欧洲日元债券。

人民币：尽管上海在努力建设成金融中心，但与其他金融中心相比，仍存在不小的差距，特别是市场与制度建设。中国的债券市场也尚未全面开放，海外人民币债券的规模也相当有限，在构建循环体系的道路上，人民币仍有很长的路要走。

需要指出的是，资本账开放和汇率的自由浮动，对于货币国际化当然是有极大帮助的，但可能并不是货币能否国际化的必要条件，因英镑与美元实现国际化时，仍存在普遍的对汇率和资本的管制，日元在国际化起步时，日本金融系统的上述改革也仅是刚刚启动。因此对人民币国际化而言，可以抓住时机先行先试，或可以与资本账和汇率放松同步推进。

最后，我们对人民币国际化有如下建议。

一、大力提高产业升级，提高出口产品竞争力，只有处在国际

产业链的上游，才能具备较强的议价权，贸易伙伴才有可能考虑接受人民币结算。

二、外交政策是人民币目前的软肋，抓住有利时机，积极介入国际事务，以进取的外交政策推动人民币跨境信贷、投资，要比单纯的跨境贸易结算和离岸市场建设更有效。

三、做大做强债券市场，有序对海外投资者开放，构建人民币回流体系和境外循环体系，推动投资者多元化，避免人民币国际化仅局限在境内外中资机构，成为“自己人的游戏”。

四、不可操之过急，美国在成为第一经济大国后，美元用了足足半个世纪才取代英镑，因此人民币国际化将是一条极为漫长，甚至充满反复的道路。

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行版权所有。保留一切权利。