



张明：人民币踏上新征程 香港重要性不减



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张明



‘尽管人民币依然落后美元，而且仍未实现完全可兑换，但在某些重要的方面，人民币已经来到储备资产时代(the age of as a reserve asset)。’英国智库国际货币金融机构官方论坛（OMFIF）主席 David Marsh 在《全球公共投资者调查 2021》的序言中写道。人民币来到 ‘新时代’，作为 ‘离岸人民币枢纽’ 的香港，应如何革新自己，扮演重要角色？当人民币国际化不断推进，又会为香港金融业带来什么新红利？香港金融业从业者、监管者乃至特区政府，应该做好哪些准备？中国社会科学院金融研究所副所长张明接受《香港 01》独家访问，为读者解析人民币国际化的趋势以及香港未来的角色、机遇和挑战。

人民币有望成为全球第三大货币

香港 01：您如何评价人民币国际化的历史进程？

张明：中国政府在 2009 年开始推进人民币国际化，这十二年人民币国际化的进展较快。无论是使用人民币占国际支付的比重，人民币占全球外汇交易的比重，还是人民币占全球储备资产的比重，都至少达到了 2% 左右。在全球主要的货币排名中，（人民币）大概排第五位，仅次于美元、欧元、日元、英镑。

一种货币国际化十多年，到这个水平已经很不错了。当中还有个重要的里程碑，就是人民币在 2016 年加入了 国际货币基金组织 (IMF) 的 ‘特别提款权’ (SDR) 货币篮子，而且在货币篮子当中，权重排到第三位，就仅次于美元和欧元。

香港 01：学界普遍认为，人民币的地位与中国的经济实力是不相符的，您怎么看这种现象？

张明：从目前看，人民币的国际地位的确显著弱于中国经济的全球地位。比如，我讲的三个人民币指标约是 2% 至 3% 左右，但去年年底，中国经济已占全球 GDP 的 17%。两者之间还存在很大的 gap（差距）。

但这也正常，从国际金融历史来看，货币地位的变迁要显著滞后于经济地位的变迁。举个例子，美国的 GDP 超过英国的 GDP 和美元超过英镑成为全球第一大国际储备货币，中间大概差了五十年，主要原因有两个。

第一个原因是，货币能否国际化和取得很高的地位，关键取决于国内金融市场是不是足够大，足够深，流动性足够强，但一个国家的金融市场的发展，往往滞后于实体经济的发展。

第二个原因是，国际货币的使用具有较强的‘路径依赖’，或叫‘网络正外部性’。一旦国际社会习惯使用一种货币，例如美元，除非其自身出很大的问题，比如大幅贬值，币值不稳定，否则国际倾向于继续使用美元。

这两个原因都决定了一种货币的国际地位变迁是比较慢的。

香港 01：步入后疫情时代，国际对于美元的信心似乎有所下降，这会不会为人民币国际化推进带来机遇？

张明：首先，我并不认同一个说法，即由于美国政府实施了非常宽松的财政货币政策，美元短期内就一定会贬值。从历史经验来看，在次贷危机爆发之后的十年里，美元指数是不降反升的。美元指数的变化其实并不单单取决于美国的国内情况，更取决于美国和全球其他主要国家的对比。不过，新冠疫情之后，美国政府扩张财政和扩张货币的力度之大，确实是历史上空前的。

我个人认为，美元指数一段时间后确会面临中长期的下行压力，但短期内美元指数走势依然存在很大不确定性。换言之，从中长期来看，美元指数下行对人民币国际化的确提供了机遇。

但客观来讲，人民币国际化在未来五到十年也会面临两个挑战。

第一，中国经济正在结构转型，国内潜在经济增速会显著下降，所以人民币计价金融资产的收益率总体上也面临下行的压力。第二，当前中国系统性金融风险依然在显性化，而且依然处于较高水平。对中国政府来讲，未来五到十年如何避免系统性金融危机的爆发，将是一个重要挑战。

简言之，人民币国际化前景光明，但很多细微之处的风险值得中国政府高度重视。

香港 01：人民币国际化未来会继续推进吗？具体的方向是怎样的？

张明：人民币国际化未来肯定会进一步推进，但是更多会依靠市场的力量。

2018 年以后，中国政府已经采取了一些新方式来推动人民币国际化，一是拓展以人民币计价的大宗商品期货市场，例如上海以人民币计价的原油期货交易市场，二是向外国机构投资者加快开放国内金融市场，三是在东盟国家与一带一路沿线大力培育海外机构、企业、个人对人民币资产的真实需求或黏性需求。‘真实需求’指的是持有人民币资产的目的并不在于短期的汇率波动或利差，而是基于对人民币资产的长期信任和依赖。

我的大概判断是，再过十年，到 2030 年左右，人民币很可能超过日元和英镑，成为仅次于美元和欧元的第三大国际货币，人民币国际化有望达到一个新的里程碑。

香港要成为中国的‘伦敦’

香港 01：在过去的人民币国际化进程中，香港扮演了怎样的角色？

张明：香港离岸的人民币市场在方便内地企业融资和外国投资者投资人民币产品上都扮演着非常重要的角色。因为整个内地金融市场还没那么开放，同时还存在着一定程度的资本管制，对于想持有人民币资产的外国投资者来讲，获得相关资产的能力是比较有限的。香港离岸人民币市场的创设，使得外国投资者可以方便地获得人民币计价金融产品，便利他们投资。

同时，香港也为中国内地企业以人民币获得融资提供了便利。‘点心债券’（离岸人民币计价债券的别称）发展也比较快。在香港发行‘点心债’，已经是内地部分行业的企业比较重要的融资来源。

虽然，香港离岸人民币金融市场在过去十年的发展比较快，但它也暴露出一些问题：资产种类相对而言比较单一，市场发展有典型的顺周期性。在 2010 至 2015 年上半年，香港离岸市场发展比较快，而在 2015 年下半年到 2017 年年底，发展明显放缓，2018 年以后又重新提速。

顺周期性的背后，香港离岸人民币市场发展和人民币汇率升贬值预期是高度相关。人民币对美元汇率面临升值预期时，市场持有人民币计价金融资产的意愿高，香港人民币市场的发展比较快。在人民币兑美元面临贬值压力时，人民币资产的吸引力就显著下降了。

为什么 2015 年之后香港人民币市场发展比较慢呢？因为 2015 年‘8·11 汇率改革’之后，人民币面临较大的贬值压力。为了缓解贬值压力，中国央行在一定程度上收紧了境内人民币外流。而针对人民币流出管制的加强，其实就会限制香港市场上的人民币规模，这是香港人民币市场发展遇到障碍的另一个原因。

香港 01：‘8·11 汇改’是人民币国际化进程中非常重要的一次改革，也是推动人民币加入 SDR 的重要因素。您认为，‘汇改’会为香港的离岸人民币市场带来什么变化？

张明：香港过去主要做的是人民币资产业务，外国投资者更多是在香港购买人民币金融产品。而负债业务一直没有发展起来。尽管有人民币债券，但是贷款没有发展起来。负债业务难以发展的重要原因，是因为初期存在人民币升值预期。如果人民币兑美元有升值压力，那海外投资者是不愿意以人民币来举债的。

在这种情况下应该怎么办呢？如果人民币汇率不再具有单边的升贬值预期，而是开始双向波动的话，那么投资者人民币持有意愿的周期性就不会那么强烈了。

在一系列汇率改革后，人民币对美元汇率进入了双向波动阶段，未来很难有单边升贬值压力，此时适合发展人民币负债业务。在人民币国际化初期，离岸人民币资产主要以存款为主，后来逐渐拓展至债券。在未来，离岸人民币资产有望更加多元化，例如包括基金、证券化产品、房屋信托

基金（REITs）、衍生品等。除了产品类型更加多元化之外，在产品规模与流动性方面，离岸人民币资产也有望显著增强。

另外，随着汇率走向双向浮动，中国央行可以适当放开对于境内人民币外流的限制，这有望促进香港离岸人民币市场的发展。

香港 01：您认为，未来人民币汇率市场化改革还会进一步深化吗？

张明：我觉得会的。我们团队有关注最近这一两年人民币对美元汇率波动，发现无论是在人民币对美元面临贬值压力还是升值压力时，央行干预程度都明显下降了，而且逆周期因子现在也淡出了。

从目前来看，人民币对美元汇率波动将愈来愈受到市场供求的影响。尽管人民币对美元出现特别大的升值或贬值时，中国央行可能还会介入并进行干预。但只要波动在合理范围内，央行干预程度明显下降了，这意味着人民币汇率形成机制的市场化程度进一步上升了。随着时间的推进，央行的汇率干预会愈来愈少，人民币汇率制度正在朝着自由浮动的方向前行。

香港 01：以上海为代表的在岸人民币金融市场建设正在加速。坊间不

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34886

