

专家学者研讨人民币与外汇市场

9月13日，由中国社会科学院国家金融与发展实验室和CLS集团（Continuous Linked Settlement）联合主办的人民币与外汇市场论坛在京举行。与会嘉宾围绕中国金融开放和人民币国际化问题以及中国金融发展及其面临的挑战、中国金融市场与金融全球化、外汇市场与金融基础设施等主题展开探讨。

国家金融与发展实验室理事长、中国社会科学院原副院长李扬，国家外汇管理局副局长陆磊分别为论坛致开幕主旨演讲。

“最近两年人民币国际化步伐有所放缓，主要是受全球贸易保护主义的影响。”李扬教授在会上指出，中国过去主要是通过商品和劳务交易来推进人民币国际化。由于中国是贸易大国，有贸易就会有货币流通，就会使用人民币，因此前几年人民币国际化步伐比较快。但是，最近几年，随着全球贸易保护主义的抬头，世界贸易扩大步伐放慢，导致人民币国际化开始放缓。

除了贸易保护主义，人民币支付结算基础设施的不完善已成为阻碍人民币国际化的技术性因素。李扬认为，要推进人民币国际化，不能只局限在贸易领域，资本金融领域实际上有更大的潜力。“人民币虽然已经‘走出去’，但人民币的支付结算仍不是那么方便。国际上通行外汇交易是通过PvP系统，它可以有效防范风险，提升结算交易效率。中国目前还没有采用这套系统。因此，人民币国际化过程中要重视支付清算问题。”

针对下一步人民币和外汇市场发展趋势，陆磊局长表示，人民币汇率会更具弹性，完善以市场供求为基础的人民币汇率形成机制这个方向不会改变。第一，要坚持金融市场服务实体经济。第二，从市场参与者层面看，如果有更多的中资主体走向国际市场，同时有更多的外资主体走向中国的货币和债

券市场及资本市场，那么“散户+羊群”的特征可能会得到改变。第三，从价格层面看，汇率会更具弹性，完善以市场供求为基础的人民币汇率形成机制这个方向不会改变。

CLS 集团战略发展部陈之晋博士与国家金融与发展实验室学术委员会秘书长程炼分别在会上作主旨报告。

陈之晋在题为“支持人民币国际稳定性的外汇市场基础设施研究”的报告中，通过对市场承压或波动期间风险管理所面临的挑战进行分析，认为通过创建人民币跨境支付系统（CIPS）和布局人民币清算银行的全球网络，中国正采取有效的措施支持人民币国际化。然而在现有模式下，外汇交易的人民币及其对手货币仍然面临较为严重的结算风险，因为跨境结算风险无法通过单个司法辖区有效解决。随着中国金融体系的发展，可以预期套期保值和外汇活动的范围和规模也将增加；包括中国机构在内，金融市场参与者的本金风险敞口在交易高峰日可能会高至超过银行的全部资本。在缺乏 PVP 结算机制的情况下，外汇交易者只能通过对手方信用额度等方法对结算风险进行控制，将大大提高人民币交易的经济成本和流动性压力，进而约束人民币进一步发展和国际化。若人民币想要扮演更为重要的全球性角色，就必须成为国际性交易媒介，因此探索安全高效的人民币结算途径至关重要。

程炼基于 CLS 的外汇市场交易数据，从市场交易模式的视角对人民币国际化状况进行了评价与分析。数据显示，人民币更倾向于是高度国际化的货币，但与此同时，它又和大部分的国际化货币在交易特征上有较大差异。这种看似矛盾的现象可能来自两个原因：第一，人民币不是 CLS 成员货币；第二，人民币交易数据的稀疏性。“可以预料的是，随着人民币国际化的继续推进和人民币离岸市场的进一步发展，参与国际金融基础设施尤其是支付合作机制的必要性在不断提高。”程炼表示。

论坛一：中国金融发展及其面临的挑战

论坛一由中国人民大学国际货币研究所所长张杰主持，中银国际研究公司董事长曹远征、对外经贸大学丁志杰教授、民生银行首席研究员温彬、华融证券首席经济学家伍戈分别发言。

中银国际研究公司董事长曹远征发表了主旨演讲，主要讨论人民币国际化现状及发展路线的特殊性，离岸市场发展的必然性及面临挑战，以及对人民币国际化未来的展望。他认为：人民币国际化造成了离岸市场发展快于在岸市场的局面，并形成了“离岸市场+清算行”的安排；人民币国际化进程中，资本项目的本币开放应运而生，相应推动了人民币利率市场化、汇率自由化和可兑换的进程，继而人民币在岸市场迅速发展；一旦人民币资本项目实现可兑换，人民币国际化的特殊路线将回归传统；目前人民币主要是双边使用，而未来发展方向是多边使用，多种迹象表明人民币国际化已开始进入新阶段。

对外经贸大学丁志杰教授通过剖析新特里芬难题，为中国的资本账户开放与货币国际化进程提出了几点政策建议：新兴市场国家资本流动（包括资本账户开放进程）需要得到管理；国际货币体系应提供更为有效的机制，为国际流动性补充提供便利，而 SDR 可以在其中发挥重要作用；中国应加强对资本流入的管理（但不是管制）；人民币的国际化应着力于提高货币的国际接受程度。

民生银行首席研究员温彬主要归纳分析了人民币汇率在近期大幅升值的五个主要原因，包括中国经济基本面回暖，美元指数自身的走高，我国年初以来加强资本项目管理并规范海外投资的合规审查，人民币汇率形成机制的进一步完善，以及中美无风险收益率（十年期国债）利差扩大。温彬认为，未来一段时间内人民币汇率走势的不确定性将主要取决于美国经济的复苏状

况、美元指数的走势以及美联储的缩表节奏。

华融证券首席经济学家伍戈通过分析基本面，市场预期、国际收支，认为中长期看来人民币继续升值的空间有限。他认为本轮人民币升值的主要来自于相对于其他经济体增长超预期：美国经济相对走弱，而中国经济上半年超预期，使得人民币主导市场力量，带动近两个月的人民币升值；然而，美国各项宏观指标依然向好，美联储缩表即将开启，欧元区退出 QE 步伐或将放缓，美指走弱未必持续；与此同时，中国下半年经济预期放缓，进入平稳震荡，难以实现超预期反弹增长。综上，当下市场预期进入多空平衡状态，难以进一步推动人民币升值。

论坛二：中国金融市场与金融全球化

论坛二由亚洲证券业与金融市场协会（ASIFMA）首席执行官 Mark Austen 主持并发表主旨演讲；BNY Mellon 亚太区主席 David Cruikshank、BlackRock 亚太区公共政策主管 Winnie Pun、汇丰银行（中国）有限公司副行长兼环球资本市场总监宋跃升分别在会议中发言。

ASIFMA 首席执行官 Mark Austen 进行了本论坛的主旨演讲。他概述了中国资本市场的现状与发展，并从外国机构的角度提出了建议。他认为，中国是一个非常大的经济体，因而改革很难有一个特定的顺序，也无法仅通过一个机构实现，需要中国和不同的国家机构密切合作。他认为人民币国际化的道路应该坚持走下去，更应该进一步开放人民币的可兑换性。流动性、市场与政策透明度、完善的金融基础设施对海外投资机构的重要性，

作为全球最大托管机构亚太区主席，David Cruikshank 表示，近年中国改革与市场开放势头可喜，投资渠道和投资机会不断增多。他从国际机构的视角着重分析了国际投资者主要关心的问题，包括市场及政策的可预测性、

一致性、透明性、流动性以及高效性。David 建议中国在未来加强国际对话、促进行业改革与资本市场开放，提高准入体制的一致性，从而增加国际投资者对中国市场的信心。

作为全球最大资产管理公司的亚太区公共政策主管，Winnie Pun 简要介绍了资本市场开放的四个重要组成部分：海外资本进入中国、中国资本“走出去”、外国金融机构进入中国，以及中国金融机构的海外扩张。Winnie 着重分析了外国资本在投资中国时的主要关注点，包括准入渠道的合规性与透明度、对冲工具的可用性与市场的流动性、离在岸货币市场的一体化，和交易效率提高与成本缩减。中国目前准入渠道数量上的发展喜人，但这种发展同时增加了海外投资者的运营风险，因为渠道之间可能不相通；她认为中国需要着力构建更加透明和稳定的准入渠道，以提高国际投资者的参与积极性。此外，Winnie 还建议中国参与构建全球性的金融生态系统，积极对接国际标准并参与行业标准制定。

汇丰银行副行长兼环球资本市场总监宋跃升认为，虽然最近人民币国际化有一些下降的势头，但是中国的资本市场，特别是银行间债券市场，在过去几年开放的很快。其驱动因素既包括决策者打开大门让投资者进来，也包括投资者本身对中国市场兴趣的增加。从投资者的角度，他认为投资者最关注的问题包括人民币的贬值压力和对货币的管制。

论坛三：外汇市场与金融基础设施

论坛三由国家金融与发展实验室副主任张晓晶主持，CLS 首席监管官 Dino Kos、人民银行清算总中心业务部副总经理王韧、中国银行（香港）发展规划部人民币业务处主管杨杰文，境银行间支付清算（上海）有限责任公司总经理张欣、人民银行清算总中心业务部副总经理王韧、中国银行（香港）

发展规划部人民币业务处主管杨杰文，以及 CLS 信用风险主管 Jim Hughes 分别在会议中发言。

CLS 首席监管官 Dino Kos 发表了主题演讲，重点介绍了外汇市场在国际金融和贸易中的重要作用，外汇市场所存在的固有的风险以及其应对方法。Dino 认为，市场参与者可以依靠自身降低一部分与外汇结算有关的风险（市场，运营和结算前风险）；但由于外汇市场的互联互通性，本金风险和法律风险的应对需要通过国际合作机制支持寻求多边解决方案。他分析了中国近年来国际化和风险管理的发展。“要承担更大的全球作用和实现更高的影响力，人民币必须成为符合多边国际合作标准、外汇市场参与者所能接受的安全国际流通媒介。”他说。

跨境银行间支付清算上海有限责任公司（CIPS 运营机构）的总经理张欣主要回顾了人民币跨境支付发展的历程，着重分析了 CIPS 系统近年来的发展与成就，并展望了下一阶段目标，包括实现全时间覆盖，引入混合结算的方式，并可能发展直接的海外参与者。

人民银行清算总中心业务管理部的王韧在论坛中概述了中国支付系统整体的概况，具体分析了人民银行的对外支付清算服务，并展望了未来的发展重点，包括从技术上实现多站点同时提供服务，加强自身的研发能力与创新，关注金融科技的研究与应用等。

中国银行香港发展规划部人民币业务处主管杨杰文以独特的视角，用深、沪港通和债券通为例，从技术层面分析了中银香港作为最大的境外人民币清算行，在跨境互联互通的实际运作中所遇到的挑战。提出了下一步人民币国际化需要关注的五个方面：时间覆盖欧美时区，实现 DvP 和 PvP，实现境内外金融基础设施的连接，探索金融科技在监管中的实践，以及人民银行对离岸市场流动性的支持。

CLS 信用风险主管 Jim Hughes 则主要侧重于外汇结算中的风险防范。他分析了金融市场基础设施的主要特征，结算风险主要特征及其应对方案，其中包括实时全额结算系统的全球连接与运作，全球结算标准与操作流程的应用，PvP 系统的工作原理。Jim 同时介绍了 CLS 在外汇结算中的最佳实践，以及对风险的解决方案，为中国的支付清算系统提供了借鉴。