

# 熊猫债推动人民币国际化的路径研究

新世纪评级研发部 齐涵

人民币的国际化是中国经济与金融发展的要求。熊猫债市场作为跨境人民币交易的市场之一，将有利于推动人民币国际化的进程。本文从人民币跨境流动的各种渠道入手，探究熊猫债推动人民币国际化理论上的路径。

## 一、熊猫债推动人民币国际化的路径概述

### （一）“熊猫债”和“人民币国际化”的含义与发展

熊猫债券是境外主体在中国境内发行的以人民币计价的债券。2005年10月，国际金融公司和亚洲开发银行在境内银行间债券市场发行熊猫债券，标志着熊猫债市场的开端。经过十年的暂时遇冷后，2015年，随着中国货币环境的宽松和人民币加入SDR进程的推进，熊猫债市场迎来首个发行高潮，当年内有六家境外机构在该市场发行了总额为155亿元人民币的债券。自2005年《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》发布以来，熊猫债市场的制度建设也不断推进，在操作上放宽了对发行方式和资金用途等方面的限制，而更为全面、明确的管理办法尚待出台。目前熊猫债的实际发行主体已扩展至国际开发机构、境外非金融企业、境外商业银行和境外政府机构等。

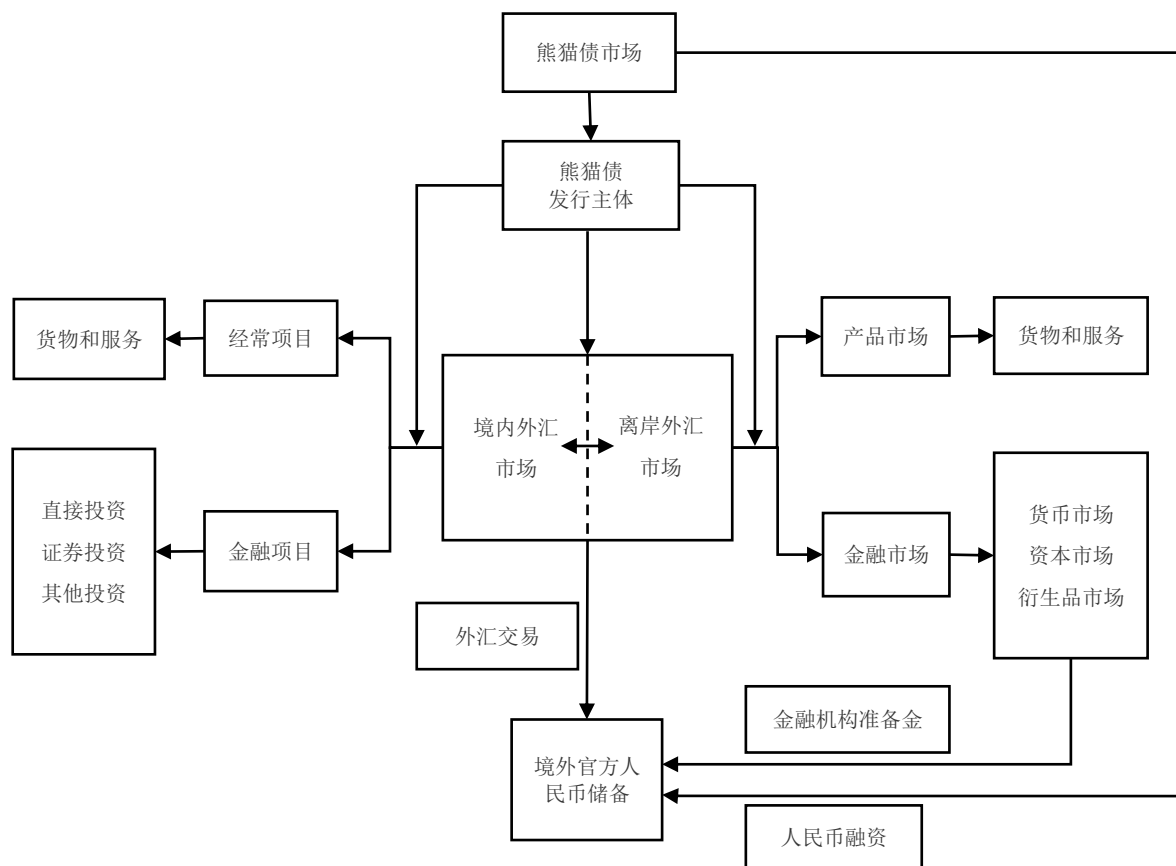
人民币的国际化意指人民币跨境使用之总量与范围的扩大，具体表现为人民币在跨境贸易中的使用、在跨境投资与融资中的使用、境外人民币资产的增长及人民币双边合作的深入。其基础是中国境内与境外贸易和金融活动的繁荣发展、人民币国际使用政策框架的构建和人民币跨境转移基础设施的完善。在一定的意义上，人民币的所有跨境及境外流动都属于人民币国际化的范畴，并且这些流转方式相互转化、相互连结，又共同推动人民币国际化的进程。随着中国对外贸易的增长和资本项目的逐渐放开，人民币已经居于全球第二大贸易融资货币、第五大支付货币和第六大外汇交易货币的地位，并已纳入多国的官方外汇储备中。

### （二）熊猫债推动人民币国际化的路径概述

熊猫债市场的不断发展，实质是中国资本项目可兑换进程的一部分，直接有利于人民币在跨境投融资活动中的使用，而资本项目与经常项目之间的融资关系意味着熊猫债也将推动人民币在跨境贸易中的使用。因此熊猫债的发展是人民币国际化的一个必要组成部分，有利于人民币国际化的进程；而后者所带来的人民币国际地位之提高与境外人民币需求之增长，又将反过来促进熊猫债市场的发展。概括来说熊猫债与人民币的国际化是相互依存并且相互促进的关系。

人民币的国际化以人民币所有的跨境流动形式为依托，因此分析熊猫债推动人民币国际化的路径，可从熊猫债与各种人民币跨境流动形式的关系入手。熊猫债发行主体从熊猫债市场借入人民币资金后，经过可能的境内或离岸外汇兑换，可以将资金用于境内或境外的产品、服务及金融合约等。境外主体与境内的交易，按照《国际收支和国际投资头寸手册》的统计口径划分为经常项目和金融项目两大类，前者主要包括货物和服务贸易，后者包括直接投资、证券投资和其他投资等。为与境内用途相区别<sup>1</sup>，资金在境外市场的用途划分为产品市场与金融市场两部分，前者包括产品和服务的交易，后者包括货币市场、资本市场和衍生品市场等金融子市场。境内外产品、服务和资本的流转，在一定条件下会相互搭配形成套利行为，从而推动境内外人民币实物及金融产品价格接轨。境外货币当局可以作为发行主体直接在熊猫债市场借入人民币资金，或者参与外汇市场交易，或者通过本国境内的金融机构准备金而形成境外官方人民币储备。在上述过程中，人民币资金参与跨境产品、服务的贸易活动，投资、融资、套利等金融活动，并且形成非居民人民币资产及境外官方人民币储备，都是熊猫债可以直接或间接推动人民币国际化的途径（见图表1）。

图表 1：熊猫债推动人民币国际化的理论路径



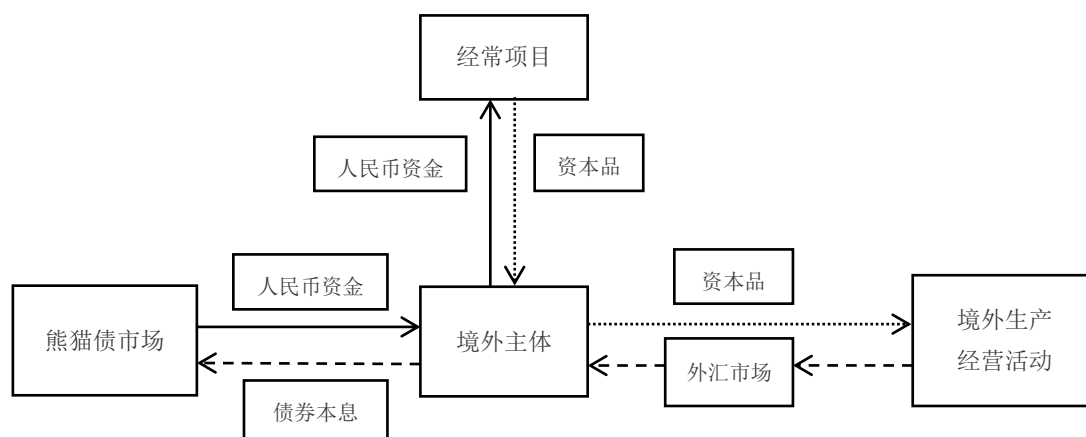
资料来源：新世纪评级

<sup>1</sup> 本文对境内与境外资金用途的分析均基于《国民账户体系》，即记录国民经济活动的账户序列。收入分配和资本账户下的活动均不予考虑。境内的金融交易按照产品类型划分，跨境金融交易则按照职能类别划分，但基本内容相同。

## 二、熊猫债推动人民币在跨境贸易中的使用

境外主体通过经常项目将熊猫债资金用于境内主要是指货物与服务的交易。值得注意的是，熊猫债市场的运行需要发行主体具有可支付债券本息的预期现金流入。消费性的产品与服务并不具有增值属性，只有在套利关系中与熊猫债搭配才具有可持续性<sup>2</sup>，因此这里主要讨论境外主体以人民币资金从境内购买非消费品（如机器等资本品）的情况。例如境外主体在熊猫债市场筹得人民币资金后，将该资金通过经常项目从境内购买资本品，然后将资本品投入境外的生产经营活动，获得经营收入后，该境外主体用该收入支付熊猫债本息，形成完整的循环过程（见图表 2）。

图表 2：熊猫债资金通过经常项目用于境内市场的示例



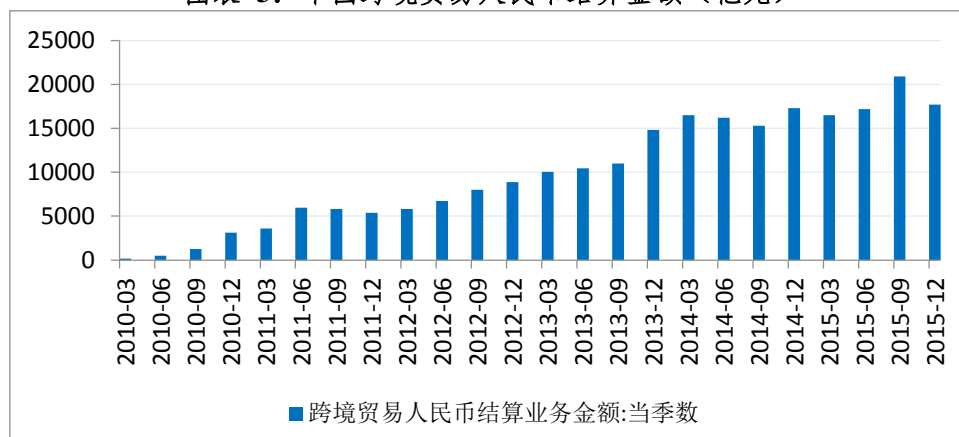
资料来源：新世纪评级

上述过程在理论上阐述了熊猫债推动人民币跨境贸易使用的路径，但是现实中这种用途的发展还十分有限。这一方面由于熊猫债尚处于初期发展阶段，另一方面也与近年来境内外的经济状况和货币政策有关。先后爆发的美国次贷危机和欧洲主权信用危机使得国外主要经济体近年均增长乏力，并普遍实行超低利率政策，使得境外生产经营回报下降、资金成本相对低廉，抑制了境外主体将境内资金用于境外投资的需求。再者，以外币收入为主的境外主体如果要偿付熊猫债本息，需要将外币兑换为人民币，因此还会受到汇率因素的影响。当市场上人民币升值的预期较强，那么以外币收入为主的熊猫债发行人将承受资本成本上升的预期，发债动机会减弱。随着资本项目的进一步开放、境内货币政策环境的适度宽松和人民币汇率形成机制的市场化，上述限制因素将会减弱。近年来中国以人民币结算的对外贸易快速增长，是人民币国际化的重要内容。中国跨境贸易人民币结算金额由 2010 年第一季度的 183.5 亿元增长至 2015 年第四季度的 17700 亿元，六年间增长了近 100 倍。2015 年全年跨境贸易人民币结算金额为 72300 亿元，

<sup>2</sup> 基于跨境贸易的人民币套利过程详见本文第四节

较 2014 年（65300 亿元）增长了 10.72%（见图表 3）。长远来看，熊猫债市场的发展，将为人民币跨境贸易使用提供融资支持，有利于人民币的国际化。

图表 3：中国跨境贸易人民币结算金额（亿元）



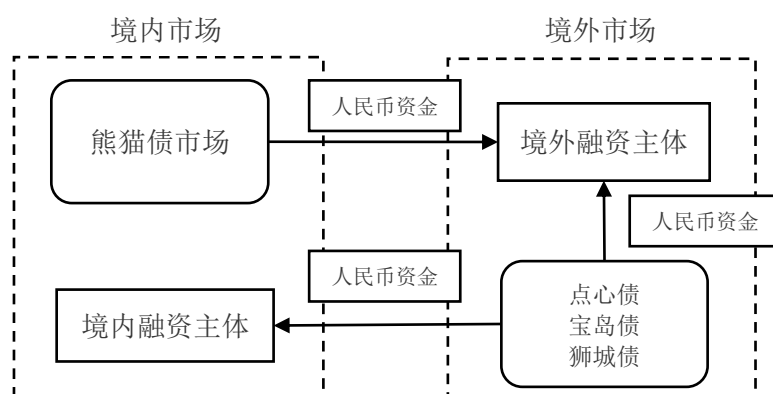
资料来源：Wind，新世纪评级整理

### 三、熊猫债推动人民币在跨境投融资中的使用

#### （一）熊猫债拓宽境外主体人民币融资渠道

熊猫债作为境外主体在中国境内发行的人民币债券，其最直接的作用就是拓宽了境外主体的人民币融资渠道。境外主体进行人民币债券融资的渠道总体上可以分为境内市场与境外市场两大类。境内市场主要是熊猫债市场，融资主体主要是境外主体；境外市场则是在香港、台湾等地的境外人民币债券市场，其中香港人民币债券市场称为“点心债”，台湾人民币债券市场称为“宝岛债”，新加坡人民币债券市场称为“狮城债”。在境外人民币市场参与融资活动的除了境外主体之外，还有境内的企业和政府机构等。这些市场囊括境内主体在境外的融资和境外主体在境内外的融资，一起构成了人民币国际债券市场（见图表 4）。

图表 4：境外主体人民币债券融资渠道



资料来源：新世纪评级

近年来离岸与在岸人民币债券市场都有较大的发展,根据中国金融信息网发布的《2015年人民币国际化报告》,2015年离岸人民币债券发行规模1697.64亿元,其中香港点心债发行规模687亿元,台湾宝岛债发行规模311.72亿元。在熊猫债市场上,截至2015年12月末,共有308家境外机构获准进入中国境内银行间债券市场,305家境内机构的债券托管余额为6025.85亿元。从2015年的市场表现来看,受人民币汇率等因素的影响,境内与离岸人民币债券市场在一定的条件下呈现此消彼长的关系。但是长远来看,随着跨境和境外人民币投资、融资需求的不断增长,熊猫债和点心债、宝岛债等离岸人民币债券市场作为人民币跨境和境外投融资活动的必要组成部分,都将有长足的发展,共同推动人民币国际化的进程。

## (二) 熊猫债推动跨境及境外人民币投资活动

跨境及境外的投资活动是境外主体运用人民币资金的重要渠道。依据2010年修订的《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》,熊猫债资金可以用于“向中国境内的建设项目提供中长期固定资产贷款或提供股本资金”,也可以“直接汇出境外使用”或者“购汇汇出境外使用”,因此熊猫债资金的投资范围实际上已经扩展到境内和境外的全部范围。根据国际货币基金组织《国际收支与国际投资头寸手册》的统计口径,金融交易按照职能类别可划分为直接投资、证券投资和其他投资等方式(见图表5)<sup>3</sup>。

图表 5: 跨境金融交易类别及其释义

投资类别	释义
直接投资	一经济体的居民为了对另一经济体的居民企业实施管理上的控制或重要影响而进行的投资
证券投资	证券投资指没有被列入直接投资的,有关债务或股本证券的跨境金融交易
其他投资	除直接投资和证券投资之外的金融交易,包括货币和存款、贷款、贸易信贷和预付款、其他应付/应收款等

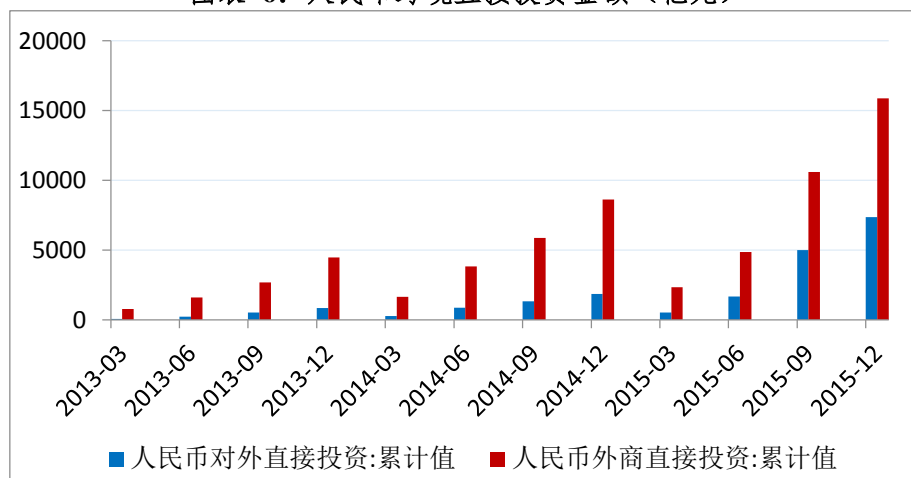
资料来源:国际货币基金组织,新世纪评级整理

跨境及境外投资是人民币国际使用的重要内容,也是熊猫债资金目前最重要的应用渠道。2015年人民币跨境直接投资总额为23223亿元,比2014年(10485.8亿元)猛增121.5%。其中对外直接投资7362亿元,比2014年(1865.6亿元)增长了近三倍,外商来华直接投资15871亿元,比2014年(8620.2亿元)增长了近一倍(见图表6)。在人民币跨境投资的迅猛增长的背景下,熊猫债市场的发展将为境外主体在境内外的投资活动提供更多的资金支持,进一步推动人民币

<sup>3</sup> 为简化分析,“金融衍生品和雇员认股权”忽略不计。“储备资产”在本文第五节中另作分析。

国际使用的膨胀与国际地位的提高。

图表 6: 人民币跨境直接投资金额 (亿元)



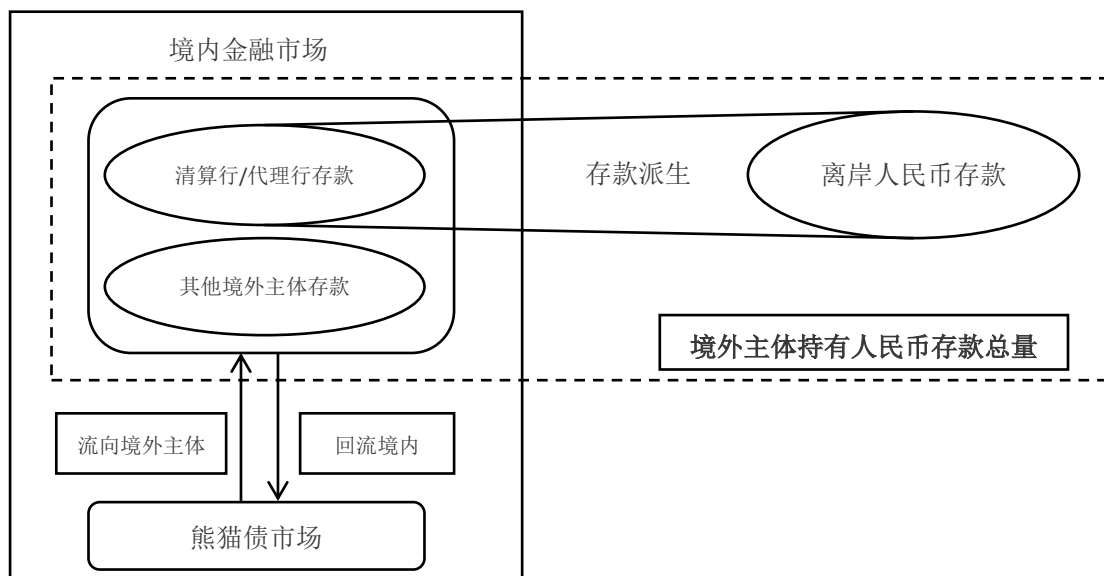
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

### (三) 熊猫债在离岸人民币供给创造中的作用

人民币的境外投资活动会产生与在岸人民币存款派生相似的货币派生过程。伍戈、杨凝 (2014) 在《人民币跨境流动与离岸市场货币创造:兼议对我国货币政策的影响》中详细分析了离岸人民币供给的形成机制。在整个货币派生过程中, 境内银行体系起着“中央银行”的作用, 是离岸人民币基础货币的来源; 境外银行则起着“商业银行体系”的作用, 是离岸人民币供给的生成渠道; 境外银行与境外企业、个人之间的贷款、存款行为, 派生出了整个离岸人民币供给。

熊猫债市场主要通过影响基础货币部分来影响离岸人民币供给。熊猫债的发行使人民币资金由境内市场流到境外主体手中, 但由于清算的需要, 仍然被境外主体存放在境内银行体系中, 分为“清算行/代理行存款”和“其他境外主体存款”两部分。这两部分构成离岸人民币总供给创造的基础货币部分。其中“其他境外主体存款”相当于境外主体持有的现金, 并不具有货币派生的功能。“清算行/代理行存款”则是境外主体在境外银行的人民币存款, 可以由境外银行再贷出给境外企业和个人, 如果该企业或个人继续将所借资金存放于境外银行体系, 就会由重复的贷款、存款行为而产生“存款派生”过程, 最终形成“离岸人民币存款”。“离岸人民币存款”和“基础货币”这两部分, 形成离岸人民币总供给 (见图表 7)。

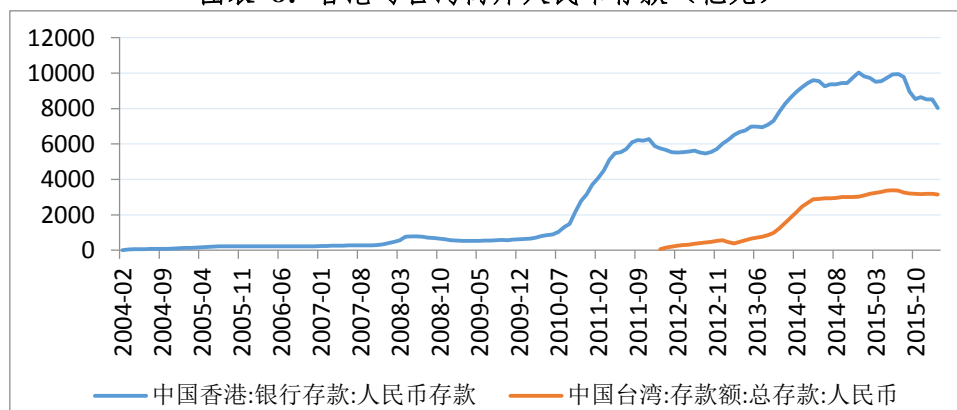
图表 7：熊猫债在离岸人民币供给创造中的作用



资料来源：伍戈、杨凝（2014），新世纪评级整理

近年来香港、台湾等主要离岸市场的人民币资金池总体上呈现增长趋势，截至 2015 年底，香港人民币存款总额 8511 亿元，台湾人民币存款总额 3182 亿元（见图表 8）。中国金融信息网《2015 年人民币国际化报告》发布的数据显示，截至 2015 年末，中国香港、中国台湾、中国澳门、新加坡和韩国五个地区离岸人民币存款规模达到 14971 亿元。熊猫债市场的发展，将进一步促进人民币资金由境内市场流向境外主体，从而通过存款派生的机制推动离岸人民币资金池的扩大。

图表 8：香港与台湾离岸人民币存款（亿元）



资料来源：Wind，新世纪评级整理

#### 四、熊猫债推动境内外资金价格接轨

人民币国际使用的增加意味着离岸人民币资金市场的扩大。由于在参与主体、交易机制和政策干预等方面存在差异，境内和境外人民币资金市场尚未充分衔接，包括汇率、利率等市场价格在一定条件下会出现背离。例如在美国开启加息周期

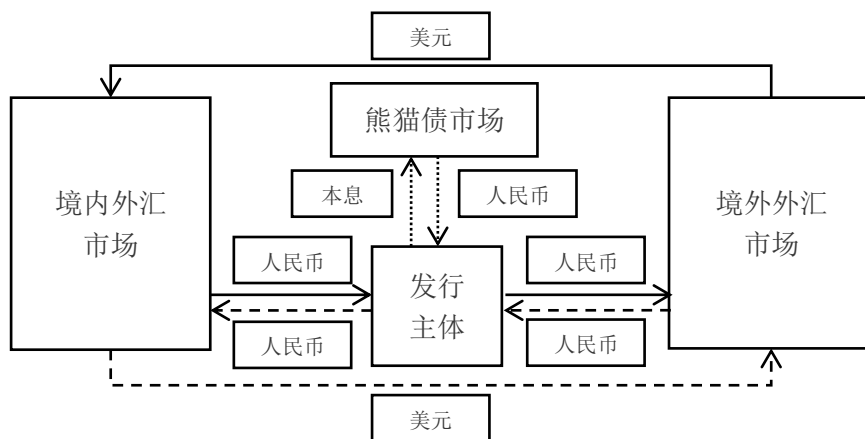
的背景下,人民币面临较大的对美元贬值预期,而在岸市场受到较强的政策调控,导致 2015 年离岸市场和在岸市场汇差扩大,从年初的 100 基点左右扩大到年末的 1000 基点左右。汇率、利率等境内外人民币资金价格的背离,是市场存在一定程度隔离的表现,也是人民币国际化不够充分的表现。一致、理性的境内外资金价格意味着境内人民币与国际金融体系的衔接,是人民币国际化的重要内容。

套利是通过在一个或多个时点上构造反方向的资产组合来获得确定性现金流入的市场行为。对于人民币来说,即期汇率、远期汇率和利率等人民币资金价格的变动可能产生套利空间,而套利行为将拉动这些价格向中间水平收敛,促使其差距缩窄。因此套利活动有利于境内外人民币资金价格的接轨。熊猫债市场是境外主体在境内的融资市场,实质是人民币利率市场的一部分,因此在一定的条件下可以成为套利活动的一部分,在境内外价格的衔接过程中发挥作用。境外主体借入熊猫债资金后,可以用于产品市场、外汇市场和其他金融子市场以构造套利交易。

### (一) 基于外汇市场的套利

当在岸与离岸外汇市场上的人民币汇率出现背离时,境外主体可以通过在两个市场上进行反向交易来获取套利收益,如果该套利收益高于熊猫债资金成本,那么境外主体可以利用熊猫债资金进行套汇。当离岸人民币对美元贬值幅度更大,即离岸人民币汇率更高时,发行主体通过熊猫债市场借入人民币资金后,可以在在岸市场兑换为美元,而后在离岸市场以较高的汇率兑换回人民币,支付人民币本息后剩余所得为套利收益(见图表 9)。当在岸人民币汇率更高时为反向操作。

图表 9: 基于外汇市场的人民币套利路径



注:点状线与实线的组合为离岸人民币汇率较高时的套利路径,点状线与虚线的组合为在岸人民币汇率较高时的套利途径。

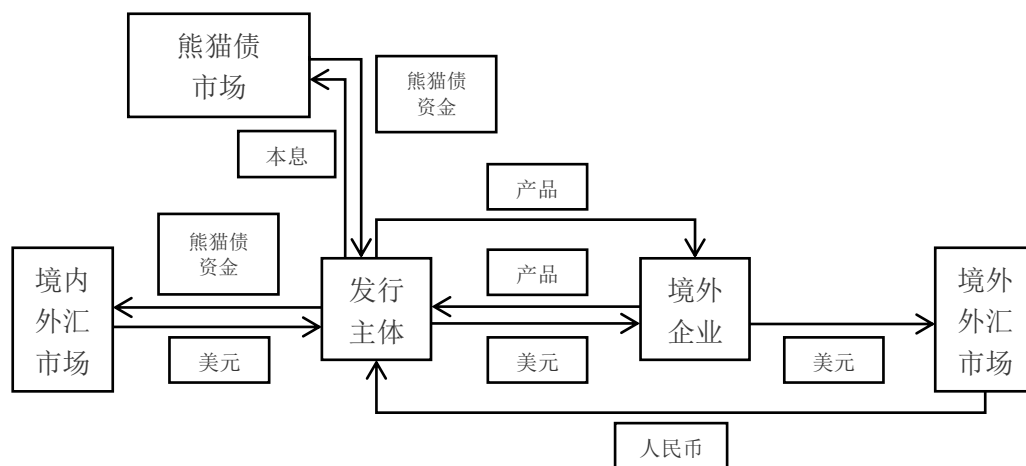
资料来源:新世纪评级



## （二）基于外汇市场与产品市场的套利

由于中国资本项目没有完全开放，通过纯粹的资金转移来进行人民币套汇在某些情况下可能受到限制。借助贸易活动进行套汇操作有时相对灵活。当离岸人民币对美元贬值幅度更大时，发行主体从熊猫债市场获得人民币资金后，可以在在岸外汇市场将其兑换为美元，然后与某境外企业签订两份贸易合同，产品相同、方向相反，并且分别以人民币和美元结算。在以美元结算的合同下，发行主体买进产品，并以美元向境外企业支付买价。境外企业获得美元后，在离岸外汇市场以更高的汇率将其兑换为人民币，而后与发行主体执行第二份贸易合同，即境外企业买进产品，并以人民币向发行主体支付买价。在整个过程中，发行主体通过构造贸易，将熊猫债资金在在岸市场购汇并在离岸市场结汇，实现了人民币套汇（见图表 10）。

图表 10：基于外汇市场和产品市场的人民币套利路径



资料来源：新世纪评级

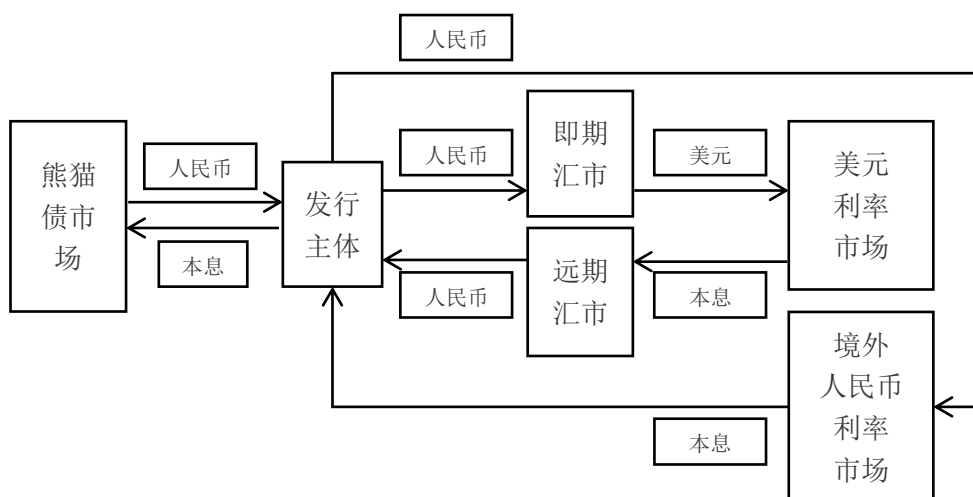
## （三）基于外汇市场、利率市场与衍生品市场的套利

随着人民币资本项目的逐渐开放，境内外的汇率市场、利率市场和衍生品市场等各种人民币资金子市场之间的联系将越来越多样而紧密。从套利的角度来看，任何人民币资金子市场之间的关联都可能提供套利的空间。在理论上，即期汇率、远期汇率和利率等资金价格可以通过套利活动而达到一种相互制约平衡的平价关系，从而实现资金市场价格的衔接。熊猫债市场作为人民币利率市场的一部分，将在多个子市场组成的人民币资金市场中推动人民币的跨境流动，并且在一定的条件下通过套利活动促进离岸和在岸的人民币即期汇率、远期汇率和利率等价格的衔接，是人民币国际化的重要部分。

包括熊猫债市场在内的汇率市场、利率市场和衍生品市场之间的联系可以形成人民币套利活动。发行主体在熊猫债市场借入人民币资金后，可以直接将其投

资于境外人民币利率市场，也可以通过即期外汇市场将其兑换为美元后投资于美元利率市场，同时签订一份卖出美元的远期合约。如果投资于境外人民币利率市场，则发行主体未来将获得人民币本息。如果投资于美元利率市场，则发行主体未来将获得美元本息，同时利用远期合约将该美元本息兑换为人民币资金。如果境外人民币利率高于熊猫债市场资金成本，或者即期汇率、美元利率与远期汇率的乘积高于熊猫债资金成本，则发行主体偿付熊猫债本息后仍有资金剩余，即为套利收益（见图表 11）。这样的套利行为可以将包括人民币利率、外币利率、即期汇率和远期汇率在内的各种资金价格联系起来，推动人民币融入国际金融市场，因此是熊猫债推动人民币国际化的途径之一。

图表 11：基于外汇市场、利率市场和衍生品市场的人民币套利路径



资料来源：新世纪评级

## 五、熊猫债有利于人民币储备货币地位的提高

人民币储备货币地位的提高，意指各个国家或地区货币当局人民币储备的增长，代表了国际社会对人民币国际地位的认可以及境外货币政策操作对人民币的需求，是人民币国际化的重要内容。2014 年 9 月英国政府曾宣布将发行人民币债券，并将发行债券所得的人民币资金作为英国政府的外汇储备，这是人民币首次纳入英国官方外汇储备。根据中国人民银行发布的《人民币国际化报告（2015 年）》，截至 2015 年 4 月末，境外中央银行或货币当局在境内外持有债券、股票和存款等人民币资产余额约 6667 亿元。

从资产负债表的角度来看，境外货币当局的各种活动都将通过其资产负债表中资产与负债项的变动表现出来。人民币储备作为境外货币当局的一项外汇资产，必然通过其资产负债表中的某些负债项目形成。因此熊猫债市场推动人民币储备货币地位的提高，也必然通过与这些负债项目的关联来实现。以英格兰银行资产

负债表为例，其左侧为资产端，各种形式的人民币储备资产都包含在其中。右侧为负债端，列示资金来源，英格兰银行通过这些负债项目获得人民币资金以形成人民币储备资产（见图表 12）。在理论上，可以籍以形成人民币储备资产的负债项目包括：1) 流通中现金，也即境外货币当局在外汇市场买入人民币并卖出本币，使得市场上流通的本币增加；2) 金融机构准备金，也即境外商业银行等金融机构将人民币资金存入境外货币当局而形成外币准备金；3) 发行的外币证券，也即境外货币当局在熊猫债市场发行人民币债券而获得人民币资金；4) 市场操作，也即境外货币当局在衍生品市场进行回购操作，实质上借入人民币资金。境外货币当局通过这些渠道获得人民币资金后，转而将其投放于现金、存款、债券、股票等资产形式，形成其人民币储备。

**图表 12：英格兰银行资产负债表结构**

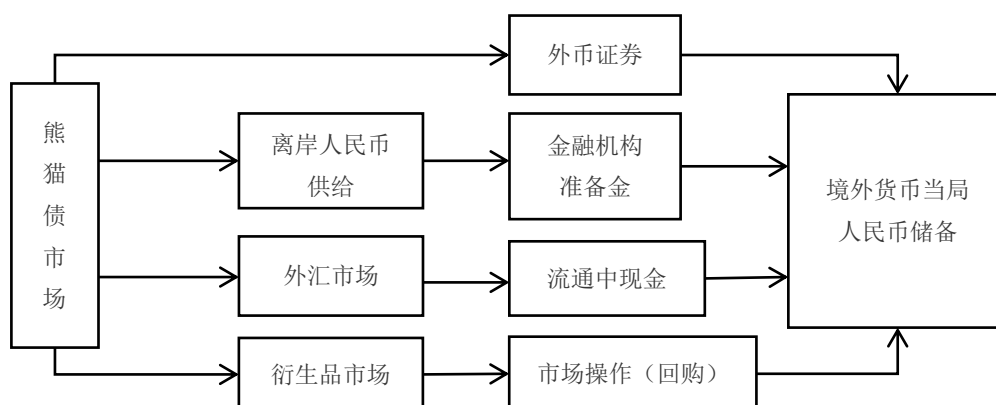
资产	负债
贷款	流通中现金
市场操作（逆回购）	金融机构准备金
以公允价值持有的证券	发行的外币证券
可出售证券	市场操作（正回购）
其他资产	其他负债
	资本与留存
总资产	总权益与负债

资料来源：英格兰银行

虽然熊猫债在直接上来说属于人民币债券市场，但由于资金在国际贸易活动和金融活动中的流转，熊猫债实际上与整个境外人民币市场都直接或间接地联系着。境外货币当局通过上述活动形成其外汇储备，也必须通过境外人民币市场实现，因此熊猫债市场实际上与境外货币当局的多个资产负债项目相联系，而直接或间接地推动人民币国际储备地位的提高。在理论上，熊猫债市场通过联系境外货币当局资产负债表的负债项以推动人民币国际储备形成的路径包括：1) 熊猫债券，即境外货币当局直接在熊猫债市场发行人民币债券，通过其“外币证券”项获得人民币资金；2) 离岸人民币供给，如前文所述，熊猫债市场的发展有利于离岸人民币存款总量的扩大，因此也可以间接地推动境外金融机构准备金的增加，通过“金融机构准备金”项提高境外货币当局人民币储备；3) 外汇市场与衍生品市场，在一定的条件下，熊猫债发行主体会出于投资或套利的目的在外汇市场和衍生品市场交易人民币资金，而扩大境外人民币与外币的交易数量与交易范围，为境外货币当局在外汇市场和衍生品市场的操作提供有利条件，从而通过“流通中现金”和“市场操作（回购）”项目增加其人民币储备（见图表 13）。总的来说，熊猫债市场与整个境外人民币市场的关联，使其可以通过上述渠道与境外货币当局的有关负债项目相联系，最终形成境外官方人民币储备资产，推动

人民币国际储备货币地位的提高。

图表 13：熊猫债推动人民币国际储备形成的理论路径



资料来源：新世纪评级

## 六、结论

熊猫债市场的发展在理论上可以直接或间接推动各种形式的人民币跨境与境外流动，从而推动人民币国际化的进程。具体来说，熊猫债资金用于货物与服务的交易可以增加人民币在跨境贸易中的使用，用于金融交易可以增加人民币在跨境投资、融资活动中的使用以及境外主体所持有的人民币资产，用于外汇市场、产品市场、利率市场和衍生品市场之间的套利活动可以推动境内外汇率、利率等人民币资金价格的接轨，熊猫债使人民币资金由境内流向境外主体，可以推动离岸人民币资金池的扩大。熊猫债市场还可以通过与各种人民币跨境流动方式的联系而直接或间接地影响境外货币当局资产负债表的相关负债项，以推动人民币储备资产的形成和人民币国际储备货币地位的提高。随着中国对外经济和金融活动的继续壮大，熊猫债市场也将迎来更广阔的发展空间，继续推动人民币国际化的进程。