

人民币全球发展系列研究报告

跨境贸易人民币结算结构失衡 及其对中国货币体系的影响

上海交通大学中国金融研究院

2011-10

版权声明：本报告版权仅为上海交通大学中国金融研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表。

摘要

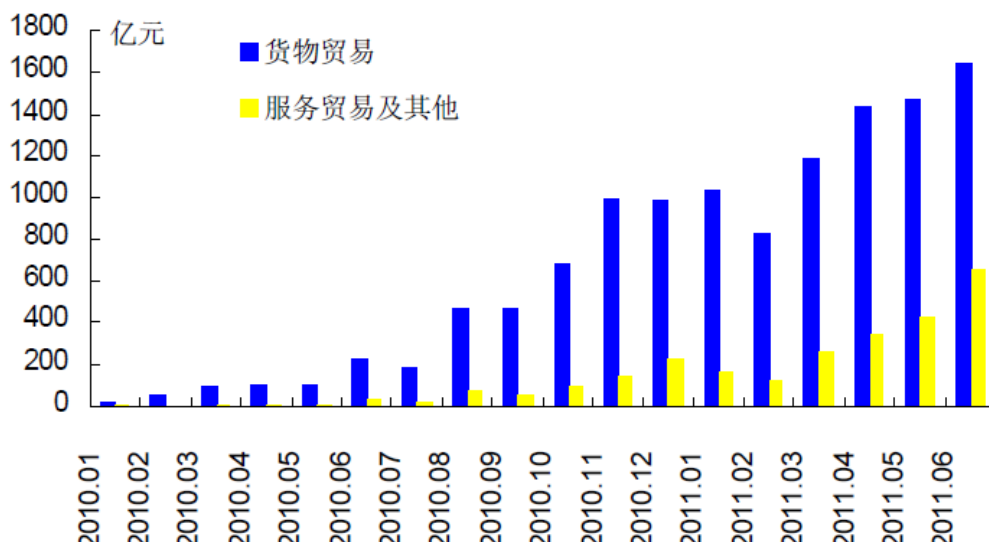
随着跨境贸易人民币结算的快速发展，结算结构失衡的问题也日益凸现出来，成为各界广泛争论的焦点问题。本文对这一问题及其影响进行了详细分析：首先我们分析了造成跨境贸易人民币结算进出口失衡的主要原因，接下来结合中国的外汇管理制度阐述结算结构失衡导致的中国外汇储备增加，并对其影响程度进行量化估算，在此基础上，我们分析了这一现象对中国货币政策的影响。

（一）前言

在人民币全球发展初期，首先要解决的问题是要在境外形成一定的人民币存量，在此基础上才能谈如何推动人民币成为结算货币、计价货币、投资货币和国际储备货币。一般来说，人民币可以通过以下四种途径输出：一是通过贸易渠道，中国企业在进口贸易中使用人民币支付；二是通过资本项目，中国企业在海外直接投资时使用人民币（人民币 ODI），三是通过银行信贷，中国境内银行对海外公司提供人民币贷款，四是与外国央行签订货币互换协议。

根据由易到难的思路，中国选择了贸易进口人民币结算作为向境外输出人民币的突破口。目前，跨境贸易人民币结算发展迅猛，尤其是 2010 年 6 月，跨境贸易人民币结算试点由上海、广州、深圳、珠海、东莞四个城市扩展到 20 个省市之后，人民币结算规模呈现出爆发式增长（见图 2.1）。在 2009 年，人民币跨境贸易结算额仅为 36 亿元人民币，而 2010 年飙升至 5028 亿元人民币。2011 年上半年，银行累计办理跨境贸易人民币结算业务 9575.7 亿元，同比增长 13.3 倍。

图 2.1 跨境贸易人民币结算额按月情况



数据来源：《2011 年第二季度中国货币政策执行报告》P14

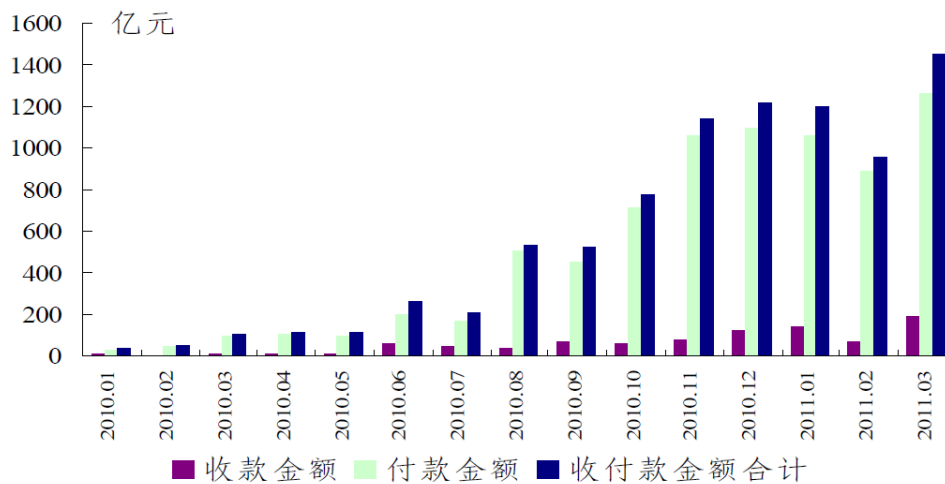
但是，在此过程中也出现了一些值得关注的问题，其中最突出的是贸易进口人民币结算额占人民币结算总额的比重过大，即跨境贸易人民币结算进口与出口不平衡的现象，被很多学者和业界人士戏称为“跛足”现象，被普遍认为对我国外汇储备产生了一定程度的影响，甚至有学者认为，跨境贸易人民币结算进出口失衡是造成同期外汇储备增长的主要推手。本文将对现象进行详

细分析：首先我们将分析造成跨境贸易人民币结算进出口失衡的主要原因，接下来将结合中国的外汇管理制度阐述结算结构失衡导致的中国外汇储备增加，并对其影响程度进行量化估算，在此基础上，我们将会分析这一现象对中国货币政策的影响。

（二）跨境贸易人民币结算进口与出口不平衡的状况及其原因分析

迄今为止，人民币跨境贸易结算主要集中于进口。根据中国人民银行的统计数据，2010 年第一季度至第三季度，货物贸易进口人民币结算额占人民币结算总额的比重分别为 83%、79% 与 80%，而同期货物贸易出口人民币结算额的相应比重仅为 8%、10% 与 9%。从图 2.2 可以看出，2011 年第一季度跨境贸易人民币结算实际收付总金额 2584.7 亿元，其中收付之比为 1：5。

图 2.2 跨境贸易人民币结算额实际收付按月情况



数据来源：《2011 年第一季度中国货币政策执行报告》P14

在货币国际化初期，货币的流出大于流入是必然现象。只有这样，境外居民和企业手中才能形成一定的人民币存量，使得人民币在境外沉淀，以促进离岸市场发展。目前人民币输出主要依靠贸易渠道，因此势必导致人民币跨境贸易结算主要用于境内的进口贸易。

另外，目前的相关政策也在一定程度上造成了当前的跨境贸易人民币结算进口与出口失衡。按照 2010 年 6 月发布的《关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》，目前出口贸易的人民币结算仅限于 16 个省共计 67359 家试点企业，范围相对有限；而进口贸易、服务贸易以及其他经常项目的人民币结算，则是 20 个省的所有企业（包括非试点企业）都能进行办理的，根据 2011 年 8 月的新政策，进口结算范围已经扩大至全国。

从跨境贸易企业来讲，上述人民币结算在进出口贸易中存在的不对称性，实际上反映了进出口交易中境内企业和境外企业根据条件各种为自身利益最大化而进行博弈的结果。

1. 境内进口企业与境内出口企业在跨境贸易中倾向于使用人民币结算。

这里我们首先需要明确，以本币结算和以本币计价，是两个完全不同的概念，不能混为一谈。对于境内企业来说，他们在跨境贸易中面临不同的计价货币和结算货币选择（如表 2.1），每一组

合的风险和成本是不同的。

表 2.1 不同的计价和结算货币组合对企业的汇率风险和相关成本影响

组合	计价货币	结算货币	中国企业的汇率风险和相关财务成本的影响
1	美元	美元	承担汇率风险 & 购汇/结汇时发生的交易成本
2	美元	人民币	承担汇率风险
3	人民币	美元	承担购汇/结汇时发生的交易成本
4	人民币	人民币	无

对于境内进出口企业而言,之前大部分贸易采用的是表 2.1 中的组合 1,即美元计价和结算,企业要承担人民币兑美元的汇率风险,同时企业需要向商业银行卖出(或购入)收到(或所需)外汇,因此要承担交易金额的 1.25%作为银行的兑换费用。虽然企业可以通过远期结售汇、远期合约等外汇衍生工具来对冲汇率风险,但是也因此需要承担 2.5% -5.0%甚至更高的交易费用。采用人民币结算后,如果进出口贸易也是人民币计价的(表 2.1 中的组合 4),企业可以规避汇率风险,同时可以节省购汇/结汇时发生的交易成本;即使仍然以美元计价(表 2.1 中的组合 2),企业虽然无法规避会率风险,但是起码可以节省一部分外汇兑换费用。

从这个角度上讲,境内的进出口商在对外贸易中会更愿意使用人民币作为计价和结算货币。因此,开展跨境贸易人民币结算试点、给予企业选择计价和结算货币的自由,是非常必要的。

此外,采用人民币结算还可以使企业避开现行外汇监管手续。出口报关不需提供出口收汇核销单,不用进行出口收汇核销,异地付款不需要到外汇局进行备案,享受国家正常出口退税政策,并且可以在报关出口后直接到税务局申请退税,可以大大简化程序,提高效率。

2. 在人民币升值预期下,境外企业在跨境贸易中愿意接收人民币,以博得人民币升值收益。

自央行启动“二次汇改”以来,截止 2011 年 7 月 30 日,人民币对美元名义汇率累计升值幅度达到 25.85%,2011 年人民币升值速度加快,也形成很强的人民币升值预期,在此背景下,境外企业愿意接受人民币,以期望获得人民币升值的收益。

3.境外进口企业在跨境贸易中更倾向于支付外币和以外币计价。

在人民币升值的预期下,境外企业也不愿意用人民币支付货款,更不愿意使用人民币计价,因为这意味着他们要承当人民币与其惯用货币(美元等)之间的汇率风险。同时,境外人民币存量的多少也会影响影响境外进口商使用人民币的积极性。在货币输出的初期,境外人民币存量有限,境外贸易企业获得人民币并用于支付进口的难度较大或成本较高,从而限制了境外进口企业对人民币结算货币的使用。

从上述进口贸易中境内外企业的币种选择上可以看出,在进口贸易(对中国企业而言)中,双方都倾向于使用人民币结算,因此在结算货币上很容易达成一致;在出口贸易中,境外企业倾向于使用外币支付,而中国贸易企业虽然愿意接受人民币,但其定价权相对较弱,而最后的贸易结算币种选择跟贸易双方定价权的强弱有关,因此很多出口贸易最终是按照境外企业的意愿使用外币结算。这种利益博弈的接管最终形成了目前饱受争议的跨境贸易人民币结算主要集中于出口这一失衡现象。

同时，我们可以看出，这一现象的出现很大程度上是因为在跨境贸易中，境外企业愿意接受人民币而不愿意支付人民币，其背后的主要动因是人民币升值预期。我们认为这是可以理解的，在升值预期下扩大本币的使用范围更容易取得成功，这可以看作人民币国际使用的初期我们必须支付的代价。但是，不能以此作为反对跨境贸易人民币结算的理由。从表 2.1 的分析中，我们可以看出，跨境贸易人民币计价和结算是有利于中国境内企业的，尤其是规避汇率风险这一点，很多实证研究表明，这有利于刺激企业的活动从而刺激实体经济的发展。而减少汇率风险，最关键的问题是提高跨境贸易中人民币计价功能的使用。

(三) 跨境贸易人民币结算结构失衡在一定程度上导致了中国外汇储备的增加，仅 2011 年上半年由此而导致的外汇储备增加为 589.4 亿美元，但是如果考虑到离岸人民币的其他回流途径，这部分外汇储备的增长“只是将来要发生的储备增长提前而已”。

跨境贸易人民币结算结构失衡对中国外汇储备的影响，与我国外汇管理中的“结售汇”有很大的关系。在进口贸易（对中国企业而言）中使用美元结算，境内进口企业需要向银行购买美元（对银行而言是售汇业务）支付给境外企业，从而使得外汇储备减少；改用人民币结算后，境内企业直接用人民币支付货款，相对于美元结算的情景，使得原本应该减少的外汇储备仍然保留在中国的银行体系中。同样的，在出口贸易中（对中国企业而言）中使用美元结算，境内出口企业收到外币货款后，需要通过结汇将外币兑换成人民币，因此增加了外汇储备；改用人民币结算后，使得这部分应该增加的外汇储备不会发生。由于跨境贸易人民币结算的现状是，进口贸易结算量远远大于出口贸易结算量，这导致了银行的售汇下降大于结汇下降，本应该减少的外汇资产没有减少，这在一定程度上增加了我国的外汇储备。

表 2.2 跨境贸易人民币结算对中国外汇储备的影响

	对外汇储备的影响		
	A. 美元结算	B. 人民币计算	与 A 相比，B 导致
进口贸易 (1)	外汇储备下降	无影响	外汇储备增加
出口贸易 (2)	外汇储备增加	无影响	外汇储备减少
总计			由于 (1) > (2)，外汇储备增加

跨境贸易人民币结算结构失衡导致外汇储备增加了多少，虽然有一些学者都做过估算，但是得出的结论并不一致（见表 2.3）。

表 2.3 跨境贸易人民币结算结构失衡对中国外汇储备影响的估算

研究者	估算结果	估算方法
社科院国际金融中心 (张斌)	1230 亿 -1384 亿美元。	截至 2011 年 5 月，人民币贸易结算达到 1 万亿元人民币，其中 80%-90%是进口贸易结算，即 8000 亿-9000 亿元人民币。按照人民币/美元汇率 6.5:1 推算为 1230 亿-1384 亿美元。人民币代替美元支付出口，这意味着外汇市场上的外汇需求减少，央行被迫购入这多增加的 1230 亿-1384 亿美元外汇资产。
德意志银行 (马骏)	470 亿美元	2011 年 1-5 月香港的人民币贸易结算中进口结算的比重已经大大降低到 65%(去年第三季度为 81%)。马骏认为，实际的人民币

		<p>进口结算占全部人民币贸易结算的比重应该在内地所报告的和香港所报的数据之间。要计算人民币贸易结算对中国外汇增加的数据，可以参考香港人民币存款中企业存款上升的幅度，这个数据较准确地反映了人民币贸易结算对中国外汇的影响。</p> <p>从 2010 年 1 月到 2011 年 5 月，香港人民币的企业存款净增加为 3200 亿元人民币，相当于 470 亿美元。</p>
--	--	---

来源：张斌《次序颠倒的人民币全球发展进程》，马骏《人民币全球发展四大误解》

我们认为张斌的估算结果存在一定的高估，主要是因为其没有考虑出口贸易人民币结算会导致本应该增加的外汇储备没有发生，因此会减轻外汇储备的压力，而且根据央行的统计，2011 年第二季度跨境贸易人民币结算实际收付比上升至 1:2.9，而这个数据在 2011 年第一季度为 1:5，可见这一期间跨境贸易人民币结算进口与出口平衡的状况有所改善，因此简单用 80%-90% 作为进口贸易结算的占比有失偏颇。而马骏的估算结果在很大程度上低估了跨境贸易人民币结算的影响。2010 年，香港跨境人民币贸易结算额合计 3692 亿元人民币，占中国跨境人民币贸易结算总额的 73%。截至 2010 年 12 月底，香港人民币存款总额为 3149 亿元，香港企业客户人民币存款额达到 1820 亿元，占人民币存款总额的 58%，而 2010 年香港企业人民币存款额的增量（约 1760 亿元）绝大部分来自 2010 年香港企业在跨境贸易结算试点中收到的人民币净支付（约 1500 亿元）。因此，香港企业人民币存款增加额不能完全反映整个跨境贸易人民币结算收付失衡的全貌。

我们发现，在中国人民银行的统计数据中存在“跨境贸易人民币结算实际收付总额”，我们认为这一个指标更能够全面反应跨境贸易人民币结算收付情况。由于央行在 2011 年才开始公布该指标的详细数据，受数据的限制，我们的估算仅仅针对 2011 年上半年，且假设汇率为 2011 年 6 月末的水平：1 美元兑 6.4716 人民币。表 2.4 的显示结果表明，2011 年上半年跨境贸易人民币结算实付额高于实收额 3814.4 亿人民币，相当于增加了 589.4 亿美元的外汇储备，占同期外汇储备增量（1369 亿美元）的 43.1%。这一比例在一定程度上反映了问题的严重性。

表 2.4 跨境贸易人民币结算实际收付额及其对外汇储备的影响

	跨境贸易人民币结算实际收付情况			导致的外汇储备增加（亿美元）
	实收（亿元）	实付（亿元）	净付（亿元）	
2011 年第一季度	392.5	2192.2	1799.7	278.092
2011 年第二季度	1037.8	3052.5	2014.7	311.314
合计				589.406

但是，如果我们将视角放大，从人民币输出和回流的完整过程来看这个问题，就会有不同的发现。除了跨境出口贸易人民币结算，离岸人民币还存在其他回流途径，正如我们在《香港人民币离岸市场评估报告》中所分析的，当境外人民币通过人民币 FDI、发行人民币债券所得汇回国内使用等形式流回境内时，与外汇 FDI 和使用外债的情境相比，由于不涉及结售汇，使得原本应该增加的外汇储备没有增加，从这个角度上，现在人民币贸易结算的不平衡导致的外汇储备增长“只是将来要发生的储备增长提前而已”。随着人民币贸易结算结构不平衡的缓和以及回流渠

道的完善，人民币跨境业务对外汇储备的影响会大大减少，其对中国货币政策的影响也将趋于中性。

（四）跨境贸易人民币结算结构失衡导致的外汇储备增加的压力，并不会增加央行的对冲压力和国内基础货币的供给。如果流出到境外的人民币沉淀在香港“不回流”，预计中国政府因此可以享受每年200-300亿人民币的“铸币税”收益。

根据我们的测算结果，短期来看，跨境贸易人民币结算结构失衡的确在一定程度上增加了外汇储备增加的压力，但是我们必须意识到，这种外汇储备增加压力与外币结算贸易顺差引起的外汇储备增加有本质区别。

因为我国现在实行的是冲型货币政策，在保持会率相对稳定的前提下，外汇流入时，需要到商业银行办理结汇业务，将外汇兑换成人民币，这直接导致人民银行以外汇占款的形式增加基础货币的投放；为了防止国内的通货膨胀，央行需要对这部分投放的基础货币以商业银行存款准备金和发行央票等形式进行回笼，以保持国内的人民币流动性稳定。现在，以人民币代替美元兑外汇作为支付手段，中间不涉及结售汇环节，因此人民银行无需以外汇占款的形式被动投放基础货币，**从而并没有增加基础货币的投放。**根据跨境人民币业务清算的基本原理，人民币用于进口支付时，支付出的人民币只是从境内企业在境内商业银行的存款转变成了境外银行在境内商业银行的同业往来帐户存款或者港澳清算行在中国人民银行的存款，这两类帐户的存款都不得用于支持境内商业银行的信贷活动，也就是说，相应的人民币流动性通过人民币贸易结算被支付到海外，不会造成国内的通货膨胀压力，因此对于人民币贸易结算的不平衡导致的外汇储备增长，央行是不需要对冲的，与外汇结算相比，这为央行节省了一笔对冲成本。

当然从央行的资产负债表和外汇管理的角度来看，以美元为代表的外汇储备资产增加，而央行的负债主要为人民币。随着人民币的升值，和欧美经济增长前景低迷的预期，这实际上是我国央行用强势货币负债换取弱势货币资产，在未来可能遭受重大财务损失。但是，我们认为不应该把这种损失归咎于跨境贸易人民币结算，这涉及到人民币汇率形成机制和我国外汇储备管理机制的滞后等中国金融体系中的深层问题，对此我们会在以后的报告中进行详细论述。

如果流到境外的人民币能够在境外市场“沉淀”下来，还可以为中国央行带来“铸币税”收益。境外企业和居民长期持有的人民币纸币，相当于是持有中央银行发行的无需支付利息的债券，这会为中央银行带来利息的节省；同样，如果境外私人部门长期持有人民币存款，根据前文的分析我们可以看出，形成这些存款的基础——最初从大陆输出的人民币存款，或者存放在境内商业银行的同业往来帐户，或者直接存放在中国人民银行，也就是说依然存放在中国的银行体系中，央行对此只需要支付0.72%的准备金利率，远低于央行的融资成本，因此同样会为央行节省一笔利息支出。上述两种情况中的利息节省，就是境外私人部门长期使用人民币而为中央银行带来的“铸币税”收益。

为了估算人民币离岸市场的发展为中国央行所带来的“铸币税”收益，本文使用的是国际铸币税文献中最常用的“机会成本铸币税”指标。在我们的计算中，没有考虑中央银行印刷、发行、维持纸币正常流通、反假币等的支出成本，首先根据下列公式计算央行因所发行的货币每年所获得“铸币税”总收益 $S(t)$ ：

$$S(t) = i(t) * M(t) + [i(t) - ir(t)] * R(t)$$

其中， $i(t)$ 为中央银行的融资成本，以一年期国债利率来表示；纸币余额为 $M(t)$ ，商业银行存款准备金为 $R(t)$ ，都可以从中国人民银行资产负债表中找到详细数据；央行支付的准备金利率为 $ir(t)$ ，由此可以认为， $i(t) * M(t)$ 和 $[i(t) - ir(t)] * R(t)$ 分别代表纸币和商业银行存款准备金为中央银行带来的利息节省。

在此基础上，我们假设香港人民币存款目前还不具备乘数效应，可以代表大陆向境外输出的人民币基础货币量，根据香港人民币存款占中国人民银行资产负债表中“储备货币”的百分比，可以估算出这部分人民币存款为央行带来的“铸币税”收益。

我们的测算结果表明，2010年香港人民币存款为中国人民银行带来的“铸币税”为63.71亿人民币，而2011年上半年达到149.62亿人民币。按照我们的测算，从大陆向香港总共需要输出约1.17万亿美元的人民币基础货币，每年向央行转移的“铸币税”规模在200-300亿之间。

表 2.5 香港的人民币存款为中国央行带来的“铸币税”收益（单位：亿人民币）

	货币发行	其他存款性 公司存款	融资 成本	准备金 利息率	机会成本 铸币税	香港人民币存款 贡献的铸币税
2009年	41555.80	102429.2	2.25%	0.72%	2502.17	10.90
2010年	48646.02	136665.06	2.55%	0.72%	3748.86	63.71
2010年 上半年	48815.89	154653.99	3.25%	0.72%	5499.26	149.62

（五）小结

在人民币全球发展初期，首先要解决的问题是要在境外形成一定的人民币存量，根据由易到难的思路，中国选择了贸易进口人民币结算作为向境外输出人民币的突破口，是符合市场规律的。

跨境贸易人民币结算政策的实施，给予了企业选择计价和结算货币的自由，尤其是人民币计价功能的发挥，为境内企业提供了可以规避汇率风险的一种途径，这对实体经济的发展有积极的促进作用。在具体推进的过程中出现了跨境贸易人民币结算结构失衡的问题，我们认为，这是货币输出初级阶段的必然现象，除了制度上的一些瓶颈之外，人民币升值预期、我国企业在跨境贸易中的定价权相对较弱等都是造成这一失衡问题的主要因素。

跨境贸易人民币结算结构失衡在一定程度上增加了中国的外汇储备，根据仅2011年上半年，有此而导致的外汇储备增加为589.4亿美元，占同期外汇储备增量（1369亿美元）的43.1%。这一比例在一定程度上反映了问题的严重性。但是从人民币输出和回流的完整过程来，综合考虑其他回流方式，这部分外汇储备仅是“将来要发生的外汇储备的提前”。

更为重要的是，我们要认识到，跨境贸易人民币结算结构失衡导致的外汇储备增加的压力，并不会增加央行的对冲压力和国内基础货币的供给。而且如果流出到境外的人民币沉淀在香港“不回流”，预计还可以为中国央行带来每年200-300亿人民币的“铸币税”收益。

从长远来看，我们需要在外汇储备增加与人民币全球发展之间寻求一种平衡。在货币国际化的初期，首先需要更多的人民币走出去，需要更多的人民币在境外流通和被境外机构、企业所接受，这是我们近期需要解决的首要问题，目前来看，人民币进口与出口比例失衡，在客观上促进了海境外人民币存量的增加，这一点可以从香港人民币存款在2011年爆发式增长速度可以看出，这一现象而导致的外汇储备“被增加”是跨境贸易人民币结算发展初期我们需要付出的必然代价，

而这与最终人民币全球发展所取得的收益相比是值得的。

综合前面的分析，我们认为管理当局在今后的政策制定中需要注意以下四个方面：

(1) 继续坚持以推进人民币全球发展为根本点，以风险可控为前提，保持开放而审慎的态度，促进跨境人民币贸易结算结构的优化，以维持跨境贸易人民币结算健康持续发展，发挥其对中国实体经济的积极促进作用，为推动人民币成为结算货币、计价货币、投资货币和国际储备货币发挥其应有的作用。

(2) 短期来看，还需要更多的人民币走出去，跨境贸易人民币结算收付失衡的现象还会维持一段时间。目前进口贸易人民币结算境内范围已经扩展到全国，在保持审慎监管的前提下，逐步扩大出口贸易中使用人民币结算的企业范围，使得出口贸易中的人民币结算比例有所提高，有助于缓解跨境贸易人民币结算的结构失衡问题。

(3) 随着制度瓶颈的解决，如何增加境外企业对人民币的接受程度、鼓励境外企业选择以人民币作为支付货币是未来跨境贸易人民币结算政策的重点。。

(4) 大力发展境外人民币贷款业务和人民币计价的各种资产，增加境外企业和个人对人民币的接受程度（而不单单是出于人民币升值预期），使得人民币在境外成为融资货币和投资货币。促进人民币更好的境外沉淀和循环使用，一方面可以为中国央行带来“铸币税”收益，另一方面也是人民币全球发展战略中的重要一环。