

人民币国际化助推资本项目开放的机制与路径

叶亚飞

(同济大学, 上海 200120)

摘要: 人民币国际化和中国资本项目开放之间存在紧密的联系。人民币国际化战略和资本项目开放政策具有交叉性, 人民币国际化程度和资本项目开放水平具有趋同性, 人民币国际化通过倒逼资本项目开放、增加资本项目开放收益、降低资本项目开放风险、与资本项目开放内涵存在替代性和重合性等机制助推资本项目开放。构建 TVP-SV-VAR 模型实证检验后发现, 人民币国际化对资本项目开放的延时影响大于即期影响, 且影响程度因宏观经济形势变化呈现差异。基于人民币国际化和资本项目开放“一体两面”视角, 结合货币替代理论, 提出在人民币发挥全球贸易结算货币、全球投融资货币、全球金融外汇交易货币和全球储备货币职能的过程中, 逐步实现人民币资本项目开放的可行性路径和保障举措, 以期为推进人民币国际化和中国资本项目开放提供思路借鉴与视角参考。

关键词: 人民币国际化; 资本项目开放; 机制分析; 可行性路径探索

中图分类号: F830

文献标识码: A

文章编号: 1006-1894 (2024) 06-0025-13

人民币国际化和中国资本项目开放之间存在紧密的联系。在“双循环”新发展格局下, 稳妥有序推进资本项目开放是统筹国内和国际两个市场、两种资源的必要条件, 也是稳慎推进人民币国际化, 提升人民币国际地位的必然要求。纵观国际货币发展历程, 一国货币国际化程度越高, 对资本项目开放的要求也越高。然而, 2022 年自今, 受美联储货币政策调整、地缘政治冲突加剧、新冠疫情反复等因素影响, 人民币汇率双向波动加剧, 中国跨境资本流动波澜频发, 资本项目开放节奏有所调整。朱隽 (2022) 认为, 推动人民币国际化和资本项目开放是“一体两面”的同一过程, 当前应把握难得的历史机遇, 继续稳妥推进高质量的资本项目开放和人民币国际化。

学界和业界均认为资本项目开放是人民币国际化的必然要求, 但鲜有研究关注人民币国际化程度提升对资本项目开放水平的影响。鉴于此, 本文基于人民币国际化和资本项目开放“一体两面”的独特属性, 认为人民币国际化和人民币资本项目开放之间具有很大的交叉性、趋同性、替代性和重合性, 人民币国际化亦是资本项目开放的重要推手, 并在分析其作用机制的基础上构建 TVP-SV-VAR 模型进行实证检验, 进而提出人民币国际化助推资本项目开放的可行性路径和保障措施。本文可

作者简介: 叶亚飞, 同济大学经济与管理学院博士后, 研究方向: 国际金融、金融贸易。

能的创新点在于：从反向视角论证人民币国际化对资本项目开放的影响，为“在人民币国际化进程中实现资本项目开放”提供论据支持；基于“一体两面”思维，结合货币替代理论，从国际货币职能拓展视角提出人民币资本项目开放的可行性路径，以期为推进人民币国际化和资本项目开放提供新的思路借鉴与视角参考。

一、文献综述

关于人民币国际化和资本项目开放的相关研究比较丰富，代表性研究如下。

（一）资本项目开放是人民币国际化的技术条件和重要保障

王元龙（2008）认为，资本项目开放不仅是人民币国际化的技术条件，更是人民币国际化的核心内容。人民币跨境使用的大规模发展必然对中国资本项目开放提出相应要求（丁剑平，2013），资本项目自由化是人民币国际化的前提（余永定，2014）。人民币国际地位受中国资本项目限制和外汇政策干预的影响（Aizenman，2015）。人民币要想成为真正的国际货币，中国资本项目充分自由化是必要条件（Frankel，2012；Gagnon，2014）。资本项目开放是人民币国际化健康发展的重要保障（吴立雪，2019），人民币国际化水平要继续提升，资本项目开放问题就无可回避（朱隽，2022）。

（二）人民币国际货币职能的发挥不以资本项目完全开放为前提

资本项目开放是一把双刃剑，步伐过快的开放可能会将国内相对脆弱的金融市场直接暴露于国际资本冲击之下，反而不利于人民币国际化发展（严佳佳等，2018）。纵观人民币国际化进程，在尚未涉及资本项目开放时，人民币跨境交易已为周边国家贸易提供了便利（于学伟，2018），并非一定要等到资本项目完全开放，一国货币才能发挥国际职能（白晓燕和于晓宁，2019）。人民币国际化可以有效缓解资本项目开放对国内金融市场带来的冲击，在一定程度上助推资本项目开放（张斐燕和陈得文，2019）。当前，人民币国际化已取得积极成效，在此基础上，资本项目开放亦可适当转换思路，在人民币国际化进程中推动资本项目开放（周诚君，2020）。

（三）发达的金融市场是人民币国际化和资本项目开放的坚实基础

中国金融市场的不完善、不发达是影响资本项目开放的首要因素（Dobson and Masson，2009），而不发达的金融体系和资本项目不完全开放又成为当前人民币国际化的两道难关（Chitu et al.，2014），且金融市场发展滞后是最深层次的原因（严佳佳等，2018）。只有先成为金融市场上广泛使用的货币，人民币才能逐步成为真正的国际货币（McCauley，2011）。可在金融市场渐进开放过程中逐步扩大人民币使用范围和拓展人民币国际货币职能，将资本项目开放作为金融开放的最后一步（张明等，2021）。

（四）在特殊经济区探索人民币资本项目开放是可行性路径

在人民币资本项目开放进程中，重点在于提高人民币在跨境贸易和投资使用中的便利化程度，构建人民币跨境循环体系（申岚和李婧，2020）。亦可尝试在成熟领域推动负面清单管理，参照逐步建立外汇管理负面清单制度的思路，坚持在风险可控前提下的先行先试（管涛，2020）。以自贸试验区为代表的特殊经济区在人民币国际化和资本项目开放方面进行了率先尝试和探索，并取得了重大的制度突破（王桂虎等，2021），可通过其制度创新来破解各种跨境业务中的限制，推动其成为更高水平人民币资本项目开放的试验田和先行者（管涛，2020）。

综上所述，已有研究多聚焦资本项目开放对人民币国际化的影响，关于人民币国际化在提升资本项目开放水平方面的研究还较少，学界和业界已有观点认为可“在人民币国际化进程中推动资本项目开放”并提出了相应思路。在借鉴已有研究的基础上，本文从理论视角分析人民币国际化助推资本项目开放的现实特征与作用机制，从实证视角构建 TVP-SV-VAR 模型检验人民币国际化程度提升对资本项目开放水平的促进作用，探索在人民币国际化进程中实现资本项目开放的可行性路径。

二、人民币国际化助推资本项目开放的特征与机制

（一）人民币国际化战略和资本项目开放政策具有交叉性

中共十四届三中全会首次提出逐步使人民币成为可兑换的货币，自此拉开了人民币国际化和资本项目开放的序幕。2009 年人民币跨境贸易结算试点的启动标志着人民币国际化的正式开始，历经十余年发展（图 1），人民币国际地位和影响力全面提升。2010 年外汇管理“五个转变”理念的提出预示着资本项目改革的全面启动（图 2），随着自贸区设立中国资本项目开放进程持续加快，开放水平不断提升。纵观人民币国际发展历程和中国资本项目开放进程，不难发现两者之间存在紧密的联系，发展战略和支持政策之间存在交叉性和重叠性。

（二）人民币国际化程度和资本项目开放水平具有趋同性

人民币国际化程度。目前学术界多采用 RII 指数衡量人民币国际化程度，鉴于 RII 公开频度较低，综合考虑国际货币职能以及人民币国际化现状，借鉴已有研究，本文将人民币国际化分为跨境贸易结算、支付清算、离岸市场发展、官方货币储备、环球发展潜力等维度，从不同视角衡量人民币国际化程度（图 3）。具体而言，以中国人民银行统计的跨境贸易人民币结算额月度数据作为跨境贸易结算（CBS）的代表性指标，为保持量纲一致，对其取对数处理；以 SWIFT 发布的人民币占国际支付份额月度数据作为支付清算（PS）的代表性指标；考虑到香港是全球最大的离岸人民币市场，以人民币月度存款在香港存款中的占比作为离岸市场发展（OS）的代表性指标；以国际货币基金组织（IMF）公布的人民币储备占全球储备比重作为官方储备

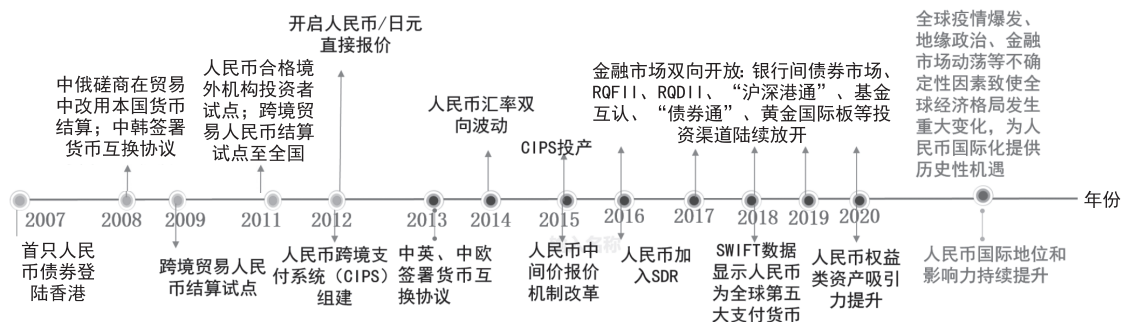


图1 人民币国际化历程

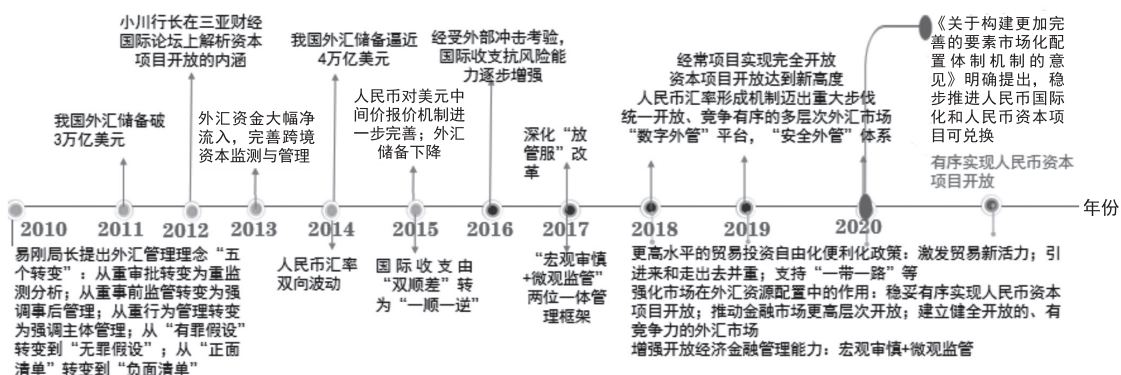


图2 中国资本项目开放历程

（*POR*）的代表性指标，并利用 *EViews* 软件将其由季度数据转换为月度数据；以星展银行发布的月度人民币环球指数（*RGI*）作为环球发展潜力的代表性指标。

图3数据表明，人民币跨境结算量、人民币全球支付占比、人民币官方储备占比发展趋势基本一致，在波动中稳步提升；人民币在香港离岸市场占比在2015年之前稳步上升，2016~2020年有所下降，2021年再次上升；同离岸市场发展趋势相似，人民币环球发展潜力在2015年之前上升幅度较大，2015~2019年有所波动，2020年后再次快速上升。

资本项目开放水平。基于国际收支平衡表中关于资本账户的统计分类，对照IMF资本项目开放评价标准，目前中国直接投资项下业务除继承财产转移外已基本开放，证券投资项下和其他投资项下业务基本开放或部分开放，跨境投融资需求基本能够得以满足（叶亚飞和石建勋，2021）。为进一步从纵向视角清晰认识资本项目开放趋势，借鉴已有研究，以中国国际收支平衡表中资本与金融账户资产和负债总额（即跨境资金流量）占中国GDP比重来衡量资本项目开放水平（*CA*），其中，资本与金融账户资产、负债季度数据来源于国家外汇管理局网站，并将其计量单位按人民币兑美元汇率中间价由美元折算为人民币；中国GDP季度数据来源于CEIC经济数据库；基于 *EViews* 软件将季度数据转换为月度数据。

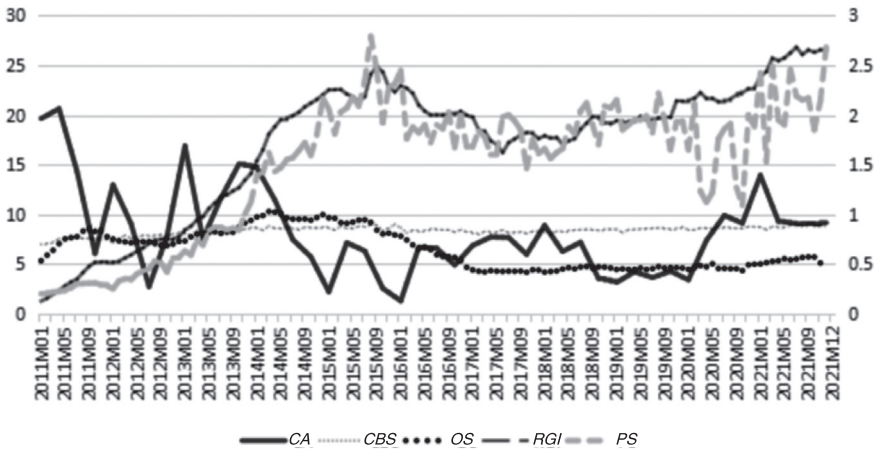


图3 中国资本项目开放水平与人民币国际化代表性指标趋势（2011~2021年）

注：CA、CBS、OS、RGI数据趋势参照主坐标轴，PS数据由于较小参照次坐标轴。

由图3可知，在2014年之前，资本项目开放水平在波动中提升，人民币国际化代表性指标在此期间亦均有所提升；2014~2016年，受国际形势、汇率制度改革等影响，资本项目开放水平（跨境资金流量）在波动中有所下跌，人民币国际化代表性指标除OS外均在此期间有所提升，而人民币在香港离岸市场占比（OS）亦与汇率制度改革息息相关；2017~2020年，资本项目开放水平相对稳定，人民币国际化代表性指标亦相对稳定；2020年后，资本项目开放水平明显提升，人民币国际化代表性指标亦出现不同程度的提升。整体来看，人民币国际化程度和资本项目开放水平之间存在基本相同的趋势。

（三）人民币国际化推动资本项目开放的机制

人民币国际化倒逼资本项目开放。在人民币跨境贸易结算过程中，受诸多因素影响，人民币呈现“净流出”状态，大量人民币通过跨境贸易结算付汇流出，加之人民币海外投资和离岸人民币市场的发展，使得境外人民币流量和存量都颇具规模。大量人民币的流出必然伴随着相应的回流需求，非居民通过贸易结算获得的人民币回流、境内人民币海外投资利润与本金汇回、中国经济持续向好使得人民币资产吸引力增强等均对中国资本项目开放提出了要求。为构建完善的人民币“流出一流入”循环机制，增加国际市场主体持有和使用人民币的意愿，除经常项目开放外，中国金融市场和资本市场也在不断开放以满足境外人民币回流需求和投资需求，对资本项目开放形成有效倒逼，人民币国际化发展倒逼资本项目管制逐步放松。

人民币国际化增加资本项目开放收益。随着人民币国际货币职能的不断拓展和提升，人民币在国际市场的定价权和话语权逐步提升，使用人民币进行国际直接投资、国际证券投资、金融和衍生品投资的便利度大幅提高。资本账户子项目（直接投资、证券投资、其他投资）渐进开放有助于国内金融市场和投资者分享人民币国际化的

便利和红利，开放政策使得更多国内市场主体能够有机会参与国际金融市场和海外投资，提高投资收益。此外，当前国际政治经济局势跌宕起伏，中国资本项目开放为更多境外资金入境投资和避险提供了通道，也给予国内经济主体更加多元的资金选择，实现双向收益。

人民币国际化降低资本项目开放风险。人民币国际化进程也伴随着境内外人民币交易市场的发展壮大以及人民币汇率弹性的持续增强。人民币外汇交易市场的发展和繁荣为持有人民币的市场主体进行风险规避、套期保值提供场所，使得人民币资金进出对国内金融市场和宏观经济的影响也较小，有效熨平因跨境资金流动引发的金融市场波动；同时，境内外人民币市场的互通与联动能压缩投机性跨境资本的套利空间，有效降低资本项目开放风险。此外，在三元悖论框架下，人民币汇率弹性的提高能有效降低对货币政策独立性的影响，在保障资本项目安全开放的基础上提高资本流动的自由性。

人民币资本项目开放兼具人民币国际化。由前文分析可知，人民币国际化和资本项目开放是“一体两面”的同一过程。基于货币替代理论，人民币国际化即人民币发挥世界货币职能后对其他货币在价值尺度、计价结算、支付清算、投资储备等职能上的替代。人民币成为国际货币后代替美元等现行国际货币承担中国的经常项目收支和资本项目收支。资本项目开放表现为资本项目下本外币自由兑换及本币资金自由流出入两种形式。人民币成为世界货币后与其他货币间可实现自由兑换，能够满足资本项下本外币自由兑换；人民币成为世界货币后承担居民与非居民间的资本项目收支，能够满足本币资金自由流出入。因此，人民币国际化的实现也意味着资本项目开放要求的实现。人民币资本项目开放即在中国对外开放过程中强调本币主导，探索在资本账户子项目中的本币开放，进而逐步实现本币与外币间的完全可兑换以及本币资金自由流动。在当前人民币国际化货币职能尚未完全发挥和资本项目尚未完全开放的情况下，人民币国际化和资本项目开放之间具有很大的替代性和重合性，推进人民币资本项目开放既是人民币国际化也是资本项目开放。

三、人民币国际化推动资本项目开放的实证检验

（一）指标选取与处理

基于人民币国际化现状的研究，为保障数据质量和完整性，将人民币跨境结算量（*CBS*）、人民币在香港离岸市场占比（*OS*）、人民币环球发展潜力（*RGI*）作为人民币国际化代表性指标。将资本项目开放程度（*CA*）作为资本项目开放代表性指标。结合2015年8月人民币汇率形成机制改革、“热钱”大幅流动的现实情况，将人民币汇率（*E*）作为关键变量纳入计量指标体系。鉴于金融市场的重要作用，且信贷市场、证券市场对外开放都会通过银行业对外存贷款变化体现，借鉴已有研究，

以银行业对外存贷款占存款总额的比例来衡量中国金融市场开放程度（*FI*）。此外，充分考虑国内外金融市场割裂情况，将境内外利差纳入控制变量，以上海银行间同业拆借利率（*Shibor*）与伦敦银行间同业拆借利率（*Libor*）间的差值作为利差（*DI*）的衡量指标。样本区间为 2011~2021 年月度数据，数据来源于 CEIC 经济数据库和国泰安数据库。

在建模之前，为避免不平稳造成的伪回归现象，对变量进行单位根检验（表 1）。

表 1 各变量单位根检验

变量	T 值	5% 检验值	P 值	变量	T 值	5% 检验值	P 值
<i>CA</i>	-1.057464	-1.943563	0.2609	ΔCA	-2.737408	-1.943563	0.0065
<i>RGI</i>	1.024858	-1.943427	0.9192	ΔRGI	-3.381879	-1.943427	0.0009
<i>CBS</i>	1.668868	-1.943385	0.9766	ΔCBS	-13.59970	-1.943385	0.0000
<i>OS</i>	-0.419804	-1.943364	0.5301	ΔOS	-7.440166	-1.943364	0.0000
<i>FI</i>	0.555000	-1.943344	0.8348	ΔFI	-9.926317	-1.943364	0.0000
<i>DI</i>	-1.308091	-1.943324	0.1756	ΔDI	-10.69650	-1.943344	0.0000
<i>E</i>	-0.283218	-1.943344	0.5821	ΔE	-8.484169	-1.943344	0.0000

由表 1 可知，各变量原序列均不平稳，但满足一阶单整。对各变量进行协整检验后发现存在协整关系，可对其建模。

（二）模型构建与检验

模型选取。鉴于人民币国际化各指标在样本期内有所反复，为比较不同时期人民币国际化对资本项目开放水平的影响，在 VAR 模型的基础上，构建时变参数的向量自回归模型（TVP-SV-VAR）进行实证检验。借鉴 Nakajima（2011）的做法，采用马尔可夫链蒙特卡罗（MCMC）方法对模型参数进行贝叶斯估计，得到更为精确可靠的参数估计结果。

MCMC 估计。为计算参数的后验分布，应用 MCMC 法迭代 10,000 次，舍去初始的 1,000 次，综合考虑边际似然函数滞后选取结果和模型的经济含义，最优滞后阶数为 3。MCMC 估计结果见表 2。

表 2 MCMC 估计结果

参数	均值	标准误	95% 置信区间	CD 统计量	无效因子
$(\Sigma_{\beta})_1$	0.0023	0.0003	[0.0018, 0.0029]	0.224	6.54
$(\Sigma_{\beta})_2$	0.0023	0.0003	[0.0018, 0.0029]	0.661	8.16
$(\Sigma_{\alpha})_1$	0.0057	0.0019	[0.0034, 0.0106]	0.346	40.54
$(\Sigma_{\alpha})_2$	0.0058	0.0018	[0.0035, 0.0104]	0.392	50.30
$(\Sigma_{\eta})_1$	0.1123	0.0434	[0.0535, 0.2236]	0.390	109.27
$(\Sigma_{\eta})_2$	0.0057	0.0020	[0.0034, 0.0113]	0.355	72.20

由表 2 可知，CD 统计量的值均收敛于后验分布，参数的无效因子都较小，表明模型抽样总体是有效的。

不同滞后期的脉冲响应分析。为检验人民币国际化对资本项目开放的影响，分

别构建各变量滞后 1 期（月）、滞后 3 期（月）、滞后 6 期（月）的脉冲响应函数，以比较变量波动的即期影响和延时影响（图 4）。

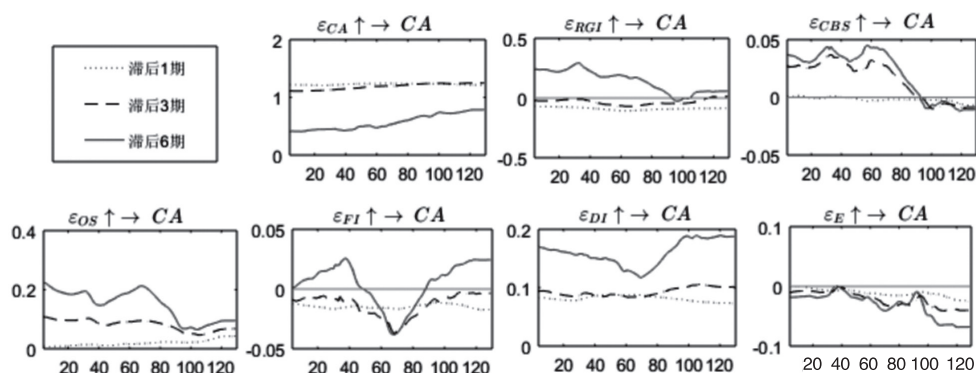


图 4 不同滞后期的脉冲响应

由图 4 可知，资本项目开放对其自身随机扰动项波动呈现持续正响应，且滞后期越长响应程度越小。资本项目开放对人民币环球指数、人民币跨境交易、人民币离岸市场发展的随机扰动项波动呈现较为相似的响应趋势，即滞后 1 期几乎无响应，滞后 6 期先有较大幅度的正响应随后逐渐减弱，且滞后 6 期的响应程度明显大于滞后 3 期，表明人民币国际化对资本项目开放的延时影响要大于即期影响。在作用程度上，人民币环球发展指数和离岸市场发展的影响整体上要大于跨境贸易结算的影响。资本项目开放对金融市场开放随机扰动项的波动在滞后 1 期和滞后 3 期呈现微弱负响应，在滞后 6 期响应方向有所波动，最终呈现正响应，表明金融市场开放即期内不利于资本项目开放，长期内助推资本项目开放，这与中国金融市场发展现实情况一致，在金融市场发育不成熟的阶段，开放反而会加大波动、增加风险。资本项目开放对境内外利差随机扰动项的波动有持续正响应，且滞后期越长，响应程度越大，这与境内外利差越大、境外资金流入量就越大的情况一致。资本项目开放对人民币汇率随机扰动项的波动有持续负响应，滞后期越长，响应程度越大，因人民币汇率采用直接标价法，充分表明人民币币值越高，越有助于资本项目开放。

不同时间节点的脉冲响应分析。为充分比较不同时间节点人民币国际化对资本项目开放的差异影响，选取样本期内人民币国际化的 3 个事件节点，即“811”汇改时期、入篮 SDR 时期和疫情后期；考虑到事件发生的滞后效应，选取 2015 年 9 月（“811”汇改后 1 期）、2016 年 11 月（人民币加入 SDR 后 1 期）、2020 年 12 月（疫情后期）为节点（图 5）。

由图 5 可知，在不同时间节点，资本项目开放对其自身随机扰动项的波动均有正响应，疫情期间响应的持续性更好。资本项目开放对人民币环球指数、人民币跨境贸易结算、人民币离岸市场发展等随机扰动项波动的响应程度在“811”汇改时期和人民币加入 SDR 时期要大于疫情时期；且人民币离岸市场发展对资本项目开放的

影响在人民币加入 SDR 时期最大,表明入篮 SDR 显著提升人民币离岸市场影响力。资本项目开放对金融市场开放、境内外利差随机扰动项波动的响应程度在疫情期间最大,在“811”汇改时期次之,在人民币加入 SDR 时期相对较小,表明疫情时期中国金融市场开放对跨境资金的吸引力更大,疫情时期境内外利差的增大吸引更多境外资金配置人民币资产,也为资本项目开放创造了新契机。资本项目开放对人民币汇率随机扰动项的波动在疫情期间的响应程度最大,人民币加入 SDR 时期次之,“811”汇改时期相对较小。

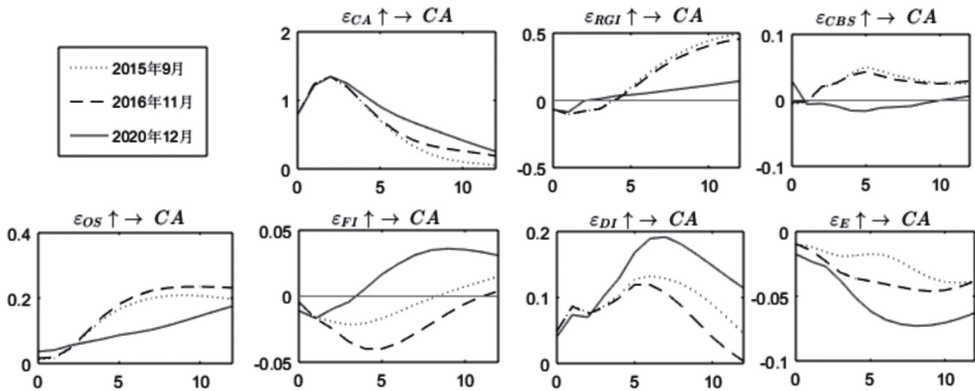


图5 不同时间节点的脉冲响应图

(三) 实证小结

综上所述,人民币国际化能明显提升资本项目开放程度,人民币环球发展指数越高、人民币跨境贸易结算量越大、离岸市场越发达、金融市场越开放、境内外利差越大、人民币币值越高,资本项目下跨境资金流量就越大,越有助于资本项目开放,且各变量对资本项目开放的长期影响要大于即期影响。人民币环球发展指数、人民币离岸市场发展对资本项目开放的影响程度相对更高,因此,在人民币资本项目开放进程中,要重视人民币离岸市场发展,不断提升人民币环球影响力。

人民币国际化对资本项目开放的影响程度在“811”汇改时期较大,与汇改前后跨境资金大幅流动的情况有关。人民币入篮 SDR 时期,人民币离岸市场对资本项目开放的影响较大,表明入篮 SDR 提升了人民币国际影响力。新冠疫情暴发初期,中国金融市场开放、境内外利差增大、人民币币值相对稳定均增加了跨境资金流量,推动了资本项目开放。因此,应充分抓住当前全球经济格局动荡契机,以更加开放的金融市场、更加成熟的人民币汇率形成机制推动人民币资本项目开放。

四、人民币资本项目开放的可行性路径

当前人民币国际化面临的问题在于人民币作为国际性货币的职能未充分发挥,国际市场对人民币的认可度和使用量需进一步推进,人民币离岸市场深度和广度需要进一步拓展,受制于国内金融市场完善度和资本项目开放度等问题,人民币国际

地位和影响力需进一步提高。资本项目开放的核心和关键在于金融市场的开放(陆磊, 2020), 以及如何防范开放进程中跨境资金异常流动带来的汇率风险、金融风险和宏观经济风险。人民币资本项目开放是在人民币作为国际性货币的职能尚未充分发挥和资本项目尚未完全开放的情况下, 在以金融市场开放为代表的中国对外开放进程中强调人民币的主导地位, 在人民币国际货币职能拓展和提升中探索资本账户子项目中的本币开放, 以本币的流出入(替代外币流出入)在一定程度上降低汇率波动风险和宏观经济风险。鉴于此, 下文从国际货币职能视角出发, 研究当前阶段和中长期内如何在人民币国际货币职能拓展进程中逐步实现资本项目开放, 探索未来完全实现人民币资本项目开放的可行路径。

增加交易环节的人民币使用量, 在人民币发挥全球流通手段和支付手段的进程中实现直接投资开放。由实证研究可知, 人民币跨境贸易结算量越大, 越有助于资本项目开放, 直接使用人民币跨境交易不仅能降低汇率波动风险, 还能进一步提升人民币在全球范围的使用量和可接受度。因此, 在人民币资本项目开放进程中, 首先要提升人民币在交易环节的使用量。目前直接投资项下的资本项目已基本开放, 可优先考虑在人民币流量或存量相对较大、兑换和清算机制相对健全的国家 and 地区推进直接投资项下人民币跨境交易, 可重点考虑“一带一路”国家、《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP) 成员, 鼓励和支持其在业务往来中直接使用人民币计价结算, 推动人民币充分发挥全球流通手段和支付手段货币职能, 助力直接投资项下人民币资本项目完全开放。

拓展人民币离岸市场的深度和广度, 在人民币发挥全球投融资货币职能的进程中突破资本项目开放在投融资方面的瓶颈和政策障碍。由实证研究可知, 离岸市场越发达, 越有助于资本项目开放。为进一步推动人民币从国际结算工具发展至活跃的投融资货币, 需要进一步拓展离岸人民币市场资金供应渠道, 不断开发人民币在离岸金融体系内的运用场景和功能, 提升人民币资金的可获得性和持有便利性, 增强人民币在国际投融资市场上的吸引力。此外, 畅通的境内外人民币循环流通体系是人民币发挥全球投融资货币职能的关键, 也倒逼资本项目开放, 进一步突破外债、跨境投融资方面的瓶颈, 且离岸市场上人民币实现轧差结算, 对国内金融市场及外汇储备的影响有限, 能够实现跨境资金流动风险的部分隔离。

加强境内外互联互通, 推动人民币成为全球金融和外汇交易货币, 实现资本项目下人民币资金自由流动。周诚君(2020)认为, 人民币若要发挥国际投资储备货币职能, 首先要满足持有人民币资产市场主体的风险管理需求, 发展人民币外汇交易市场。目前中国资本项目和外汇市场开放同市场预期还存在一些差距, 更需双向发展外汇交易市场, 进一步丰富境内人民币外汇市场的风险对冲工具, 适时探索人民币外汇期货, 大力建设离岸人民币外汇交易市场, 加强离岸和在岸外汇交易中心的协同联动, 给予持有人民币的境内外市场主体能够便捷进行套期保值、对冲交易、

流动性管理和风险管理的场所，进而推动资本项目下人民币资金自由流动，助力人民币成为全球金融和外汇交易货币。

保持人民币币值稳定，发挥国际储备货币功能，与其他货币实现自由兑换。币值稳定、高流动性、广泛接受性以及货币发行国强大的经济实力是国际储备货币的必要条件。当前人民币汇率弹性持续增强，正成为全球最稳定的货币之一。据不完全统计，目前人民币已被全球 80 多个境外央行或货币当局纳入外汇储备。整体来看，中长期内，人民币国际化的路径即人民币逐步成长为全球流通手段、全球支付手段、全球投融资货币、全球金融和外汇交易货币以及全球储备货币。人民币资本项目开放路径即是实现人民币资金自由流动和本外币自由兑换。随着人民币国际货币职能的不断延伸和拓展，本币资金跨境流动对国内经济和金融秩序的影响越来越小，资本项下人民币资金流动愈发自由；同时，基于人民币国际地位和货币职能的提升，其他货币会积极主动与人民币进行兑换，人民币自发承担非居民与居民、非居民间的资本项目收支，人民币资本项目开放问题迎刃而解。

五、推进人民币资本项目开放的保障措施

货币国际化是中长期战略，资本项目开放也是渐进系统性工程，因此，人民币资本项目开放的实现并非一蹴而就。当前，需要不断提升金融发达程度，大力发展人民币离岸市场，加强金融基础设施建设，推动风险可控下的先行先试，并根据未来形势变化不断调整与人民币资本项目开放要求相匹配的保障措施，直至中长期实现人民币国际化和资本项目开放目标。

深化金融市场双向开放，加强资本与金融项下人民币输出。坚定不移深化金融市场双向开放，不断拓展人民币资金流出和回流通道，研究探索将通道式分散的资本开放项目逐步转向统一的规则性的开放模式，便利境外资金（含人民币资金）的流入与划转，以提升人民币交易环节的使用量和人民币资产在国际市场的影响力。顺应人民币国际化驱动力逐渐由贸易驱动向贸易和投资双向驱动的转变，借鉴国际货币发展经验，加强资本与金融项下人民币输出，并将其置于国家战略高度，在对外直接投资中，以人民币为投资行为的定价货币和结算币种，增加人民币海外市场流量和存量。充分利用中国巨额外汇储备的影响力以及中国大宗商品进口国的市场地位，逐步推动以人民币计价的大宗商品市场形成。通过多边性安排增强人民币使用和持有的吸引力，在合作共赢中拓展人民币国际货币职能。

构建本外币一体化账户体系，加强金融基础设施建设。人民币资本项目开放需要本外币一体化账户体系为载体。目前中国个人账户已基本实现了本外币一体化，FT 账户在一定程度上打通了境内外人民币流动的通道，但并非真正意义上的自由贸易账户。现有的外汇账户、离岸账户及其业务服务已对资本项目开放形成制约，迫切需要构建本外币一体化的账户体系（周诚君，2018），便利人民币资金的流动、

汇兑、划转和使用，为人民币资本项目开放提供载体和通道，提升人民币交易的流动性和便利性。除账户体系外，也要进一步加强人民币相关金融基础设施建设，继续加强 CIPS 和人民币跨境收付信息管理系统（RCPMIS）建设，便利海外人民币投融资，优化境外人民币清算行制度，着力提高人民币清算效率和安全，为打造人民币全球循环体系提供技术支持和保障。

由点到面，推动风险可控前提下先行先试。充分利用自贸区和特殊经济功能区的体制机制优势，利用其满足人民币资本项目渐进式开放和条块式开放的条件，根据不同自贸区的发展定位和差异优势，先行先试，实施更高水平的人民币资本项目开放。基于区内外可有效隔离的先决条件，探索在区内率先突破，在更深层次、更宽领域以更大力度推进人民币资本项目开放。探索推进跨境投融资体制改革创新、缩减资本项目负面清单、开展境内离岸业务，与海外人民币离岸市场形成互补等。在条件成熟的情况下，由点到面，可将区内相关政策梯度推广至区外。同时，要构建跨境资金流动风险防范机制，将本外币跨境资金的流量流向置于监管内，通过设置阈值及时预警潜在风险，并据此适时调节开放步伐和政策着力点，为人民币资本项目开放提供安全保障。

参考文献：

- [1] 白晓燕,于晓宁.国际金融投资视角下的货币国际化——指标构建及长短期驱动因素分析[J].国际金融研究,2019,(3).
- [2] 丁剑平.推进人民币资本项目可兑换的有关思考[J].国际金融,2013,(6).
- [3] 管涛.推动制度型金融开放 推进人民币资本项目可兑换[N].证券时报,2020-09-03.
- [4] 陆磊.正深入研究未来五年推动资本项目开放的主要内容和关键环节[Z].财联社,2020-09-26.
- [5] 申岚,李婧.人民币国际化新的可能性:人民币跨境循环体系的升级与发展[J].社会科学文摘,2020,(11).
- [6] 王桂虎等.我国自贸试验区推动资本项目开放的经验与发展研究[J].国际贸易,2021,(6).
- [7] 王元龙.人民币资本项目可兑换与国际化的战略及进程[J].中国金融,2008,(10).
- [8] 吴立雪.人民币国际化与外汇市场压力——基于 TVP-SV-VAR 模型的实证检验[J].金融论坛,2019,(10).
- [9] 严佳佳等.人民币国际化的制约:资本账户未开放还是金融市场欠发达[J].经济学家,2018,(8).
- [10] 叶亚飞,石建勋.中国资本项目开放:进程、影响与实现路径——率先实现实体部门资本项目可兑换的可行性研究[J].经济学家,2021,(8).
- [11] 于学伟.人民币竞争力提升的驱动因素研究——基于跨境贸易和金融交易的经验分析[J].经济体制改革,2018,(2).
- [12] 余永定.人民币贸易结算与短期资本跨境流动[J].上海交通大学学报(哲学社会科学版),2014,(3).
- [13] 周诚君.关于我国银行账户体系的若干思考——兼论 FT 账户和海南自贸区(港)账户选择问题[J].上海金融,2018,(11).
- [14] 张明等.中国金融开放的维度、次序与风险防范[J].新金融,2021,(4).
- [15] 张斐燕,陈得文.人民币国际化、资本项目开放及其宏观政策效应[J].投资研究,2019,(2).
- [16] 周诚君.人民币国际化和资本项目开放[J].浙江金融,2020,(12).
- [17] 朱隽.推动人民币国际化和资本项目开放是一体两面的过程[N].21 世纪经济报道,2022-04-24.
- [18] Aizenman, J. Internationalization of the RMB, Capital Market Openness and Financial Reforms in China[J]. Pacific Economic Review, 2015, (3).

- [19] Dobson, W.,Masson, P.Will the RMB Become a World Currency?[J].China Economic Review,2009,(1).
- [20] Frankel,J.Internationalization of the RMB and Historical Precedents[J].Journal of Economic Integration, 2012,(3).
- [21] Gagnon,J. E.,Troutman,K.Internationalization of the RMB: The Role of Trade Settlement[J].Policy Briefs,2014,(4).
- [22] Livia, C.,et al.When Did the Dollar Overtake Sterling as the Leading International Currency?Evidence from the Bond Markets[J].Journal of Development Economics,2014,(111).
- [23] Mccauley, R.Internationalizing the RMB and China's Financial Development Model[C].The Future of the International Monetary System and the Role of the RMB.BeiJing:2011,(1).
- [24] NakaJima,J.,et al.Bayesian Analysis of Time-varying Parameter Vector Autoregressive Odel for the Japanese Economy and Monetary Policy[J].Journal of Japanese and International Economies,2011,(25).

Mechanism and Path of RMB Internationalization Boosting Capital Account Opening

YE Yafei

Abstract: There is a close connection and logical relationship between RMB internationalization and capital account opening. Research shows that the internationalization strategy of RMB and the opening policy of the capital account feature an intersection, and the internationalization degree of RMB and the opening level of the capital account feature a convergence, RMB internationalization will promote the opening of capital accounts through many mechanisms,such as forcing capital account opening, increasing capital account opening benefits, reducing capital account opening risks, replacing and overlapping capital project opening. This paper constructs a TVP-SV-VAR model for empirical testing and shows that the delayed impact of RMB internationalization on capital account opening is greater than the immediate impact, and the degree of impact varies with changes in the macroeconomic situation.Based on the development perspective of “one body, two sides” of RMB internationalization and capital account opening, combined with currency substitution theory,this paper explores and proposes a feasible path and safeguard measures to gradually realize the opening of the RMB capital account in the process of using the RMB as a global trade settlement currency, a global investment financing currency, a global financial foreign exchange transaction currency, and a global reserve currency.It is expected to provide new ideas and perspectives for advancing the internationalization of the RMB and the opening of the capital account.

Keywords: RMB internationalization; capital account opening; mechanism analysis; feasibility path

(责任编辑: 张建华)