

刘东民

sunshine\_ldm@126.com

## 以地方政府债券的离岸发行 促进人民币国际化

2015年人民币加入SDR货币篮子，成为国际金融界的一件大事，这说明国际社会对于近年来人民币国际化所取得的成就给予了充分认可。在此背景下，伴随中国持续推进经济改革，国际投资者（特别是各国央行和大型金融机构）将逐步提高人民币计价资产在自身投资组合中的比重。建议中国政府把握这一趋势，积极推动地方政府债券的离岸发行，逐步将人民币计价的地方政府债券打造成全球安全资产，进一步推动人民币国际化。

### 一. 全球安全资产的供不应求为人民币国际化创造机遇

全球安全资产是指历史违约率低、在国际金融市场上获得高信用评级的金融投资品。在过去几十年，全球安全资产的供应方是西方发达经济体，具体产品包括发达国家的政府债券、大型跨国金融机构和跨国公司的债券以及多边金融机构债券，这些债券的信用评级都在AAA或者至少AA水平。

2008年金融危机和其后的欧元区危机，导致全球安全资产的供需状况发生重大变化。一方面，安全资产的供应显著下降。危机期间发达国家为了维护金融市场的稳定，实施了大规模政府救助，私人机构债务转化为公共债务。危机后，主要西方经济体大多成为重债国，这些国家的主权信用评级遭遇历史性地调降。美国、英国、法国、奥地利等国丧失了AAA评级，原本就未达到AAA评级的日本、意大利、西班牙、葡萄

牙等国被进一步调降。一国的主权信用评级代表着该国各类信用评级的最高等级，因此主权信用的下降使得发达经济体的中央与地方政府债券、金融机构债券和公司债券普遍遭遇降级，国际金融市场上高信用评级的安全资产供应大幅下降。根据 2012 年 IMF 的测算，截至 2016 年全球安全资产的供应将减少 9 万亿美元。另一方面，危机后的国际金融监管改革使得金融机构对于全球安全资产的需求上升。《巴塞尔协议III》已经在世界主要国家实施，它提高了商业银行在资本充足率、资产质量和资产流动性等方面所应遵循的监管标准。为了满足这些要求，商业银行需要比以往持有更多的安全资产。此外，一些发达国家内部的金融监管改革也提升了对安全资产的需求。例如，越来越多的场外衍生品交易需要有安全资产做担保。

传统上的全球安全资产都是由发达经济体提供的。由于发达国家的债务问题难以在中短期内解决，可以看出，全球安全资产的供不应求将是一个中长期趋势，这为中国的人民币国际化带来了机遇。在人民币加入 SDR 以及中国持续推进经济改革的背景下，国际投资者将会增加对人民币计价资产的需求。如果中国政府能够抓住这一机遇，推动政府债券市场的国际化发展，让中央和地方政府债券上升为全球安全资产，中国将成为新时期全球安全资产的重要供给者，这不仅是人民币国际化的重大成就，也将对国际货币金融体系产生重要影响。

## 二. 政府债券上升为全球安全资产是货币国际化的重要标志

货币国际化取得成功的标志之一是该种货币成为国际储备货币。各国央行持有的国际储备货币，其大部分不会以现金形式存放，而是要购买全球安全资产，形成自身的储备资产，以获得一定的投资收益。储备资产的核心组成部分就是以国际化货币计价的政府债券。理论上讲，政府债券、金融机构债券和公司债券都有可能成为高信用评级债券。但是，从历史经验来看，只有政府债券才可能在长期中维持较低的违约率，成为名符其实的安全资产，从而成为各国央行储备资产的主体。换言之，只有把政府债券做成公认的全球安全资产，该国货币才能成为真正的国际化货币。美国和英国是这方面的典型案例。

美国债券的国际化程度，尤其是美国国债作为“安全资产”的全球发行，充分显示了美元的国际化地位。全球金融危机发生前的 2006 年，美国本土发行的国债、金融机构债和公司债，共有 5.3 万亿美元由境外投资者持有；到了 2013 年，尽管经历了严重的金融危机，美国三类债券的境外持有总额却上升到 9.3 万亿美元。更为重要的是，境外投资者持有美国国债占全部美国国债发行额的比例，从 2006 年的 45.8%

上升到 2013 年的 47.2%，而境外投资者持有美国公司债占全部美国公司债的比例在同期却从 40.6% 大幅下降到 29.6%。英国也是如此。在金融危机前的 2007 年，境外投资者持有英国国债占全部英国国债发行额的 31%，而在 2013 年，该比例仅仅减少 2 个百分点，依然达到 29%。美元和英镑都是国际化的货币。从上述数据可以看出，政府债券的国际持有是该国货币国际化的重要标志。而且，政府债券与金融机构债、公司债相比，具有更好的抗衡经济危机的能力，是比较好的全球安全资产。

实际上，金融危机后美英两国的主权信用评级都遭遇下调，其国债的安全程度已经大不如前。但是，在没有新的安全资产出现以前，国际投资者别无选择，只能是“两害相权取其轻”。IMF 所指出的全球安全资产供应下降，是站在一个高标准来讲的，即达到 AAA 评级的安全资产数量大幅下降。在此背景下，如果中国政府能够积极推进国债和地方政府债券的国际发行，同时坚定不移地进行国内经济改革，以人民币计价的中国中央政府和地方政府债券，就能够进入全球安全资产池，成为国际投资者（特别是各国央行和大型金融机构）的重要配置资产。到那时，人民币国际化就迈出了至关重要的一步。

### 三. 中国地方政府债券的离岸发行具有必要性和可行性

从美欧发达国家的实际情况来看，地方政府债券的国际化程度很低，完全无法与国债相提并论，这是由西方发达经济体的国情决定的。与美国和中国相比，欧洲国家的经济体量较小，地方政府债券的发行规模和流动性不足（英国政府更是不允许地方政府发行债券），因此国际投资者更愿意选择购买欧洲国家发行的国债。美国的国债资产池巨大，流动性强，再加上大型金融机构和跨国公司发行的债券，已经形成了足够规模的“全球安全资产池”，作为联邦政府既无动力也没有足够的权限推动地方政府债券的国际发行。

中国作为全球第一人口大国和第二大经济体，每一个省放在国际上，都是一个中等规模的经济体。从经济体量和未来的发展空间来看，中国地方政府债券上升为全球安全资产是有充分潜力的。从推动人民币国际化的价值来看，地方政府债券的国际发行对于中国也是很有必要的。中国国债市场的规模远远小于美国。2015 年，中国国债未清偿余额为 11.19 万亿元人民币（合 1.7 万亿美元），而当年美国可以在二级市场流通的国债余额高达 13.2 万亿美元，中国国债市场规模只有美国可交易国债市场规模的 12.9%。从公共债务管理的角度而言，中国未来的国债市场规模也不宜达到美国的水平。因此，推动地方政府债券的国际发行，将国债和地方政府债券共同提升为全

球安全资产，就成为解决我国国债规模偏小、促进人民币国际化的一种有效举措。2015年中国地方政府债券未清偿余额为5.2万亿元人民币，加上公认的“准地方政府债券”——5.1万亿元城投债），总计10.3万亿元，已接近国债规模。伴随城镇化和基础设施投资的持续推进，中国地方政府债券(含城投债)的市场规模还会有所增加。因此，在推动人民币债券上升为全球安全资产的过程中，中国地方政府债券是不可忽略的重要组成部分。

地方政府债券的国际发行，可以有两种模式：一是直接到离岸市场发行，二是在中国的在岸市场（如银行间市场）面向境外机构投资者发行\*。本文建议，近期应重点推动地方政府债券的离岸发行，因为这一模式的可操作性强，还能对人民币离岸金融中心建设起到直接的推动作用。近年来由国债、金融机构债和企业债构成的点心债市场在各大人民币离岸中心的快速发展已经充分证明，点心债是拓展人民币回流机制、促进人民币国际化最有效的金融工具之一。事实上，所有在离岸市场发行的中国国债和大部分金融机构债、企业债，都获得了国际投资者的超额认购。本文作者所在的研究团队近年来对香港、台湾、伦敦和巴黎等离岸人民币金融中心进行了调研，上述地区的政府部门和金融机构都希望中国政府扩大点心债的发行规模。去年“811”汇改后点心债市场出现萎缩，这只是短期现象。从中长期看，点心债市场的发展依然前景广阔。中国地方政府债券的信用评级略低于国债，而等于或者高于金融机构债和企业债。既然金融机构和企业可以在离岸市场发行点心债，地方政府就完全可以在离岸市场发行人民币债券。地方政府债券的离岸发行，将扩大离岸金融中心的人民币资产池规模，有助于人民币离岸金融中心的持续发展。当越来越多的国际投资者在离岸市场上接受了中国地方政府债券之后，我国境内金融市场上发行的地方政府债券就可以比较容易地得到境外机构投资者的认可，地方政府债券的国际发行就进入了常态化轨道。

中央政府需要积极推动地方政府债券的离岸发行。目前点心债的低成本融资优势逐渐消失，且离岸发行债券的复杂程度高于在岸发行，如果没有中央政府的推动，一般情况下，地方政府缺乏离岸发行债券的动力。建议中央政府选择广东、山东、浙江等经济强省，以及上海、深圳、杭州等经济强市，率先赴香港、伦敦、台湾、新加坡等地发行地方政府债券，试点成功后逐步推广到其他省市。

（笔者单位为中国社会科学院世界经济与政治研究所）

---

\*目前在中国的银行间市场上，是有地方政府债券交易的，但是境外机构极少购买，其可能的原因是，地方政府债券的评级很少由国际评级机构完成，境外投资者对这些债券的信用风险难以评估。在中国国债和地方政府债券的比较中，境外投资者更愿意购买国债。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。

