

国家开发银行金融研究中心

中国第十二个五年(2011-2015年)规划

与人民币国际化
对国家开发银行的意义

刘遵义

研究专论第八号

二零一二年十二月

香港中文大学全球经济及金融研究所
香港新界沙田泽祥街十二号郑裕彤楼十三楼

中国第十二个五年（2011—2015 年）规划 与人民币国际化 对国家开发银行的意义¹

刘遵义²

2012 年 12 月

1. 简介

国家开发银行（以下简称「国开行」）于 1994 年成立，为国有企业，直属中华人民共和国国务院，享有半主权信贷评级。作为政策性银行，国家开发银行专为规模极大、风险极高或年期极长以致一般商业银行无法承担融资的发展项目筹募资金。自创立以来，「国开行」已为建设三峡水利枢纽、内地主要机场和海港、高铁、大桥、高速公路、发电站、通讯网络、城市集体运输系统、基础产业和创新工业等国家基建重点项目投入所需的大部分资金，并一直担当中国城镇发展的强大后盾，为北京、上海、天津、成都等城市提供信贷。「国开行」在陈元董事长的领导下蓬勃发展，截至 2010 年末，资产总额几近 8,000 亿美元，贷款额高达 7,150 亿美元，是世界银行的两倍以上，而贷款不良率在 2010 年保持在 0.68%（自此更下降至低于 0.4%），这不仅在中国的银行业是令人叹服的纪录，对世界主要的银行来说亦然。

¹ 本论文（英文本）将刊于即将出版的 Andrew SHENG, ed., *Finance, Development and Reform: A Tribute to Chen Yuan*。

² 作者为中投国际（香港）有限公司董事长、香港中文大学藍饶富暨藍凯麗经济学讲座教授、美国史丹福大学李国鼎经济发展荣休讲座教授。本论文初稿于 2011 年 5 月 19 日在北京举行的国家开发银行国际顾问委员会第十二次会议上发表。作者感谢劉麦嘉轩女士的意见和建议。本文仅属作者个人观点，不代表国家开发银行以及作者所属其他机构的立场。

（电邮：lawrence@lawrencejlau.hk；网址：www.igef.cuhk.edu.hk/ljl）

中国现时已跃居世界第二大经济体，第十二个五年（2011-2015 年）规划已启动实行，政府正全力加快转变经济发展的方式。与此同时，人民币亦开始应用于商贸、投资、借贷的跨境交易。这些发展将可为国家开发银行造就更广阔的机遇。本文所要探讨的就是「十二五」规划与人民币国际化对国家开发银行的意义和影响。

2. 国民经济和社会发展第十二个五年规划

国民经济和社会发展第十一个五年（2006-2010 年）规划，在 2010 年 12 月 31 日正式结束，规划的大部分主要指标达到预期目标，甚至超额完成，其中包括单位国内生产总值能源消耗较 2006 年初降低了 20%。「十一五」规划拟定，2006-2010 年国内生产总值年均增长以 7.5% 为目标，而实际上却高达 10.84%。唯一没有达标的是研究与试验发展经费支出占国内生产总值比重，规划完结时占 1.8%，稍低于 2% 的规划目标。

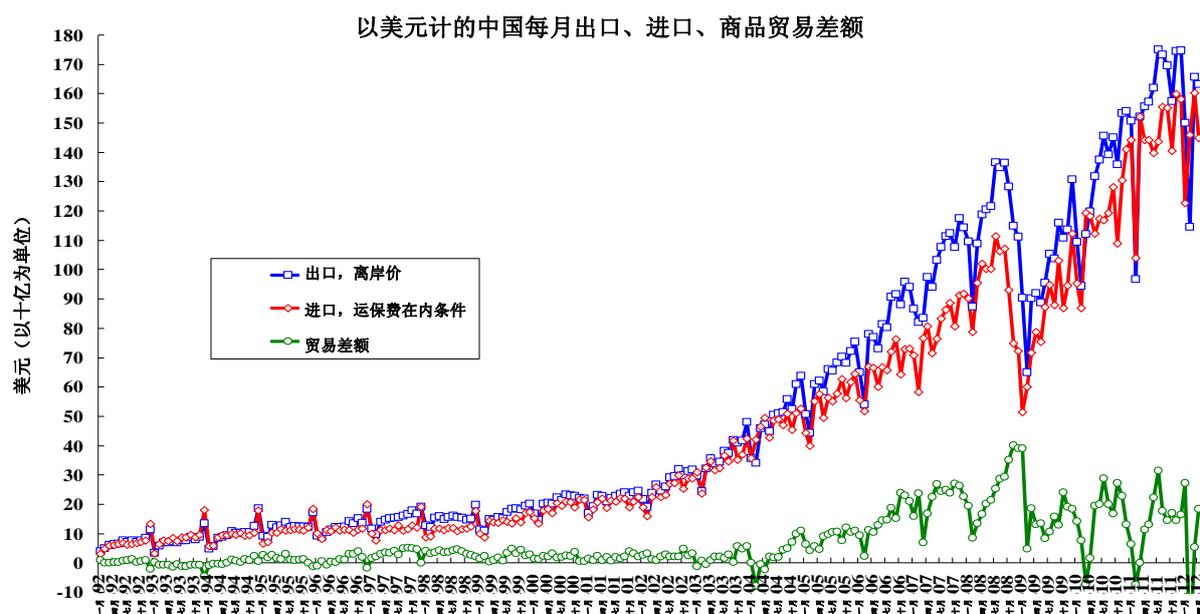
2011 年 3 月中，国民经济和社会发展第十二个五年规划在人民代表大会上获得通过。「十二五」规划的基调仅为指示性，指令意味极淡薄。整个规划最为瞩目的，是把国内生产总值年均增长从「十一五」规划的 7.5%，调低至 7%。这个目标增长率几乎可以肯定会被超越，就像「十一五」规划的情况一样（实际年均增长达 10.8%）。然而，把目标增长率减低，正反映了在这五年内，中国政府对经济成长的着眼点将从过往的重「量」转向重「质」。

「十二五」规划的主线在于转变中国经济发展的方式，要从外向转往内需，从投入驱动走向科技创新驱动。规划亦设定了另一目标，要求在五年期届满时大致达到商品与服务的对外贸易平衡。

「十二五」规划又积极推动城镇化，期望在五年内把农村人口占总人口的比例从 51% 降至 47%。加速城镇化的一个作用，就是增加经济转型所需要的国内总需求。另外，教育和医疗卫生支出亦有所增加，特别是对农村地区加大投入，规划并针对环境保育、保护和修复，以及水和空气污染的防治，增加开支，其中更为提升能源效益、减少碳排放设下约束性指针，要求单位国内生产总值能源消耗减低 16%，而碳排则减少 17%。规划同时提出，采取税收、社会保障、转移支付等手段，以及提高教育、医疗卫生等公共服务支出比重，完善社会保障网和养老保障制度，以求缩小实质收入差距。此外，规划亦要求进一步加强对中、西部的基建投资，并在有条件的地区推进城镇化，两者相辅相成，以期改善区域收入分配。

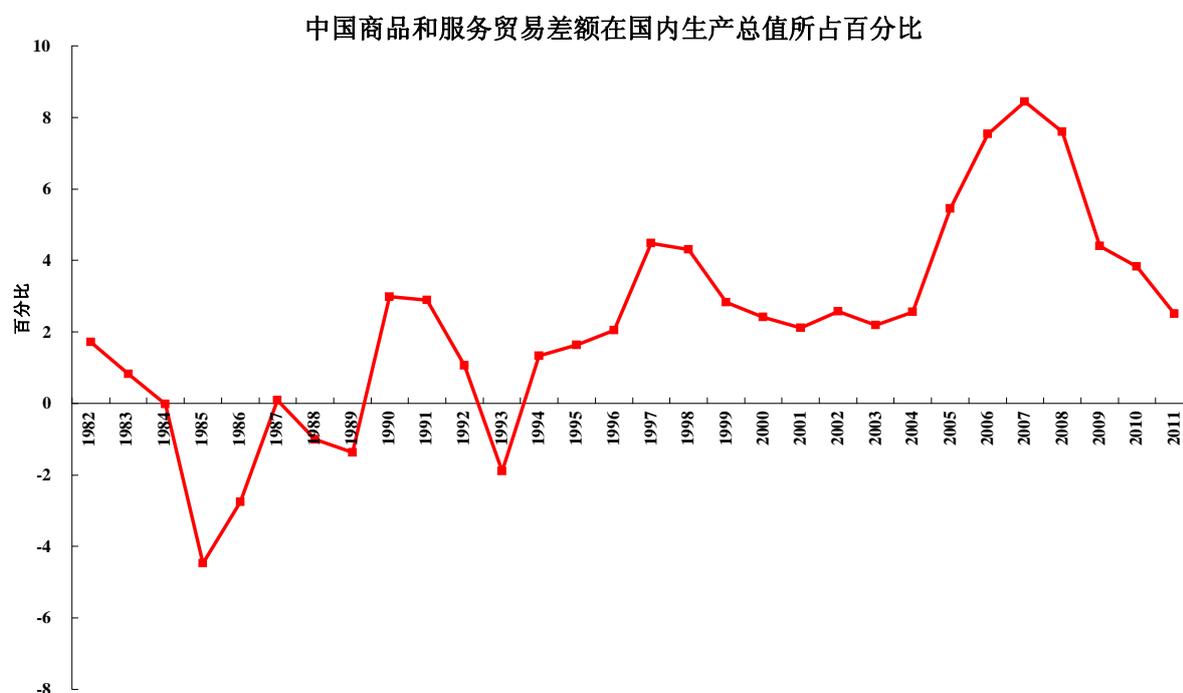
国际社会常常对中国经济有一个错误印象，以为她主要依赖出口，特别是依靠出口盈余来达到经济增长。事实却是，中国自 1978 年起，经济一直以平均差不多 10% 的实质比率不断增长，但却要到 2005 年，才开始出现相对世界来说十分可观的贸易顺差。中国的经济从来没有依赖贸易盈余来增长，现在、将来也不会。

图一：中国每月出口、进口、贸易差额（以美元计）



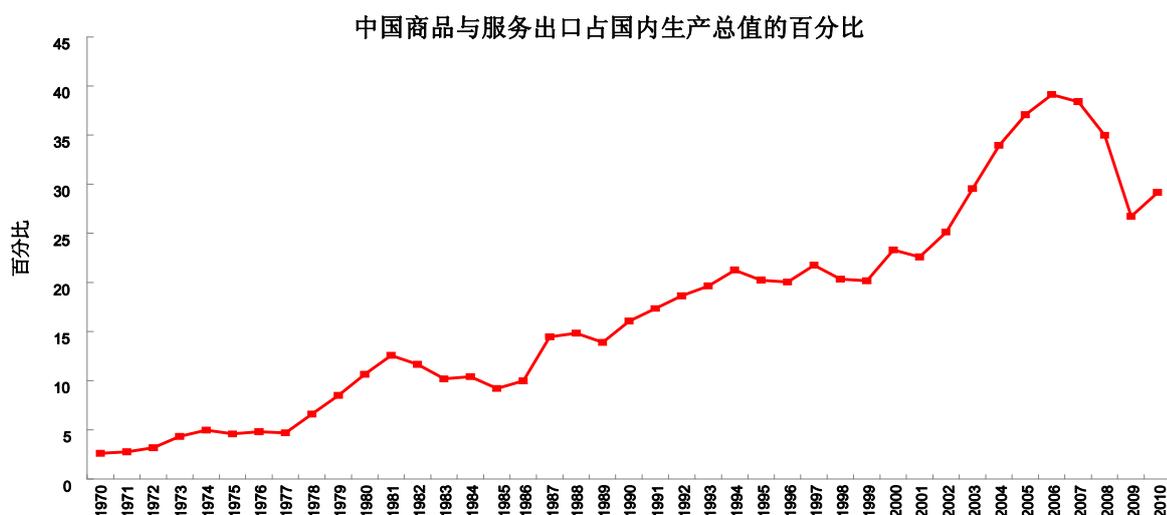
1982—2004 年间，贸易盈余在中国国内生产总值所占的比例一直徘徊在 -4.5%至 4.5%之间，平均占国内生产总值 2%以下，其后开始上升，到 2007 年达至 9%的顶点，自此不断大幅下降，在 2010 年跌至低于 3%，2011 年更低至 2%左右。正如美国所提出，中国要达到贸易盈余占国内生产总值 4% 的目标可说是易如反掌。相对于世界而言，中国商品和服务的国际贸易，在无需大幅调整人民币兑美元汇率的情况下，预期在两三年内可基本达到平衡。这个预期基于两个原因，一是内地储蓄与投资差距逐渐缩窄，二是自 2005 年年中至今，人民币兑美元汇率已大幅实质升值几近 25%。

图二：1982 年至今，中国商品和服务贸易差额在国内生产总值所占百分比



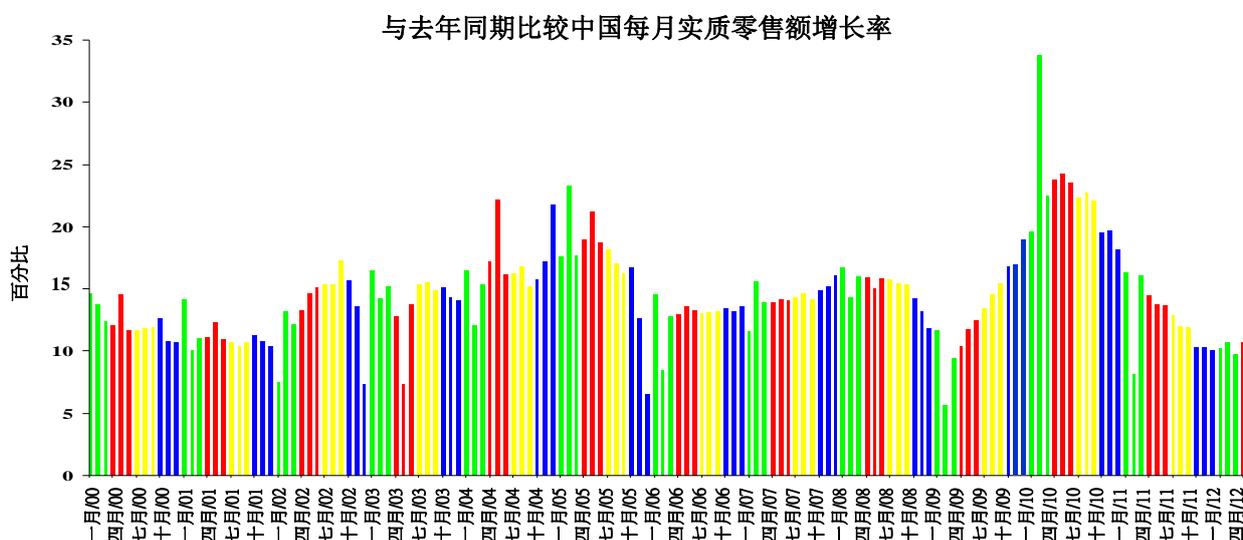
中国出口占国内生产总值的比率，自 1978 年起稳步上扬，2006 年达到顶峰，差不多占 40%，随后开始下降，至 2009 年仅占约 25%。骤眼看来，这个比例好像相当高，可是，看看香港、新加坡、韩国、台湾这些地方，出口额之大可以是本地生产总值的倍数，相较之下，中国这个比例实在是小巫见大巫了。中国出口占国内生产总值的比例实际上夸大了出口对中国经济的重要性，因为这个比率并没有把中国出口货的本地增值成分平均偏低这个因素考虑在内。

图三：1970 年至今，中国商品与服务出口占国内生产总值的百分比



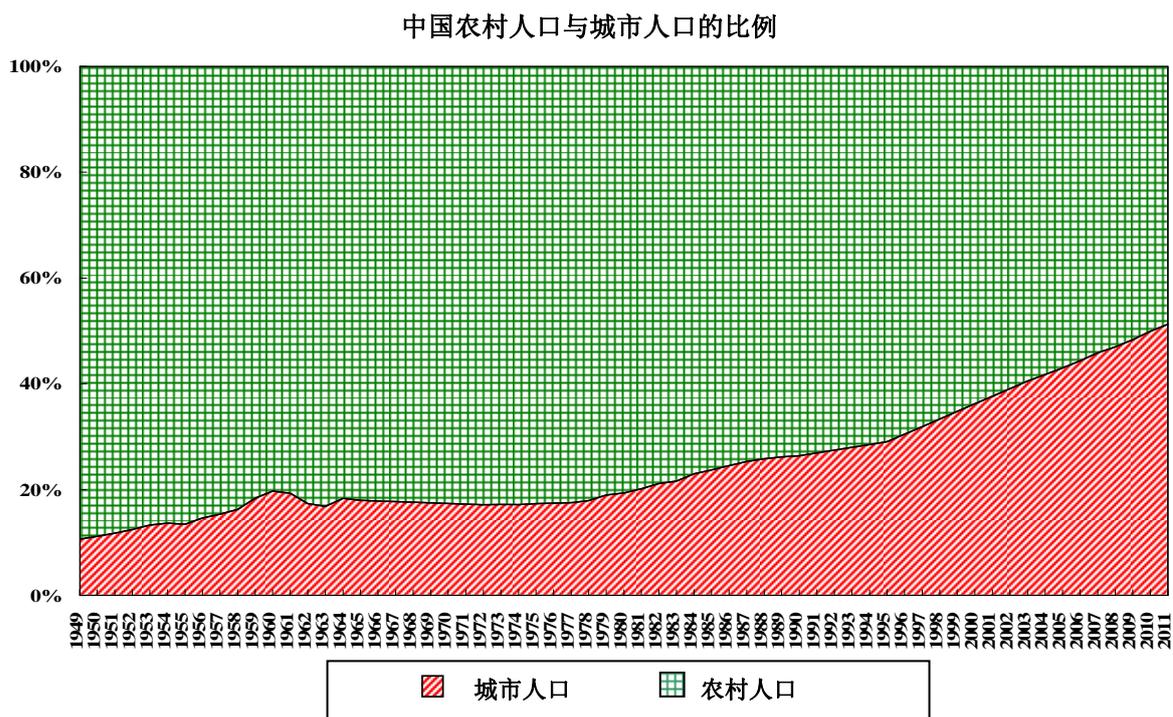
另一方面，认为家庭消费有潜力可持续支撑中国国内总需求的生长的看法，时而有之。事实上，内地家庭消费的增加颇为迅速，这表现从 2009 年第一季开始，每月实质零售额增长率与去年同期比较一直保持双位数字的增长。同期，实质零售额增长率远高于实质国内生产总值或实质家庭收入的增长率，这多少反映了因应家庭收入增加而调整家庭消费的过程出现滞后。因此，即使实质国内生产总值增长率下降，实质消费增长率至少仍会上升一段时间。当然，要维持实质消费的增长大幅超前实质国内生产总值的增长，唯一的可能是实质家庭收入继续比实质国内生产总值增加得快，而这个条件又需要家庭收入占国内生产总值的比例不断提高才可以达到。

图四：与去年同期比较中国每月实质零售额增长率



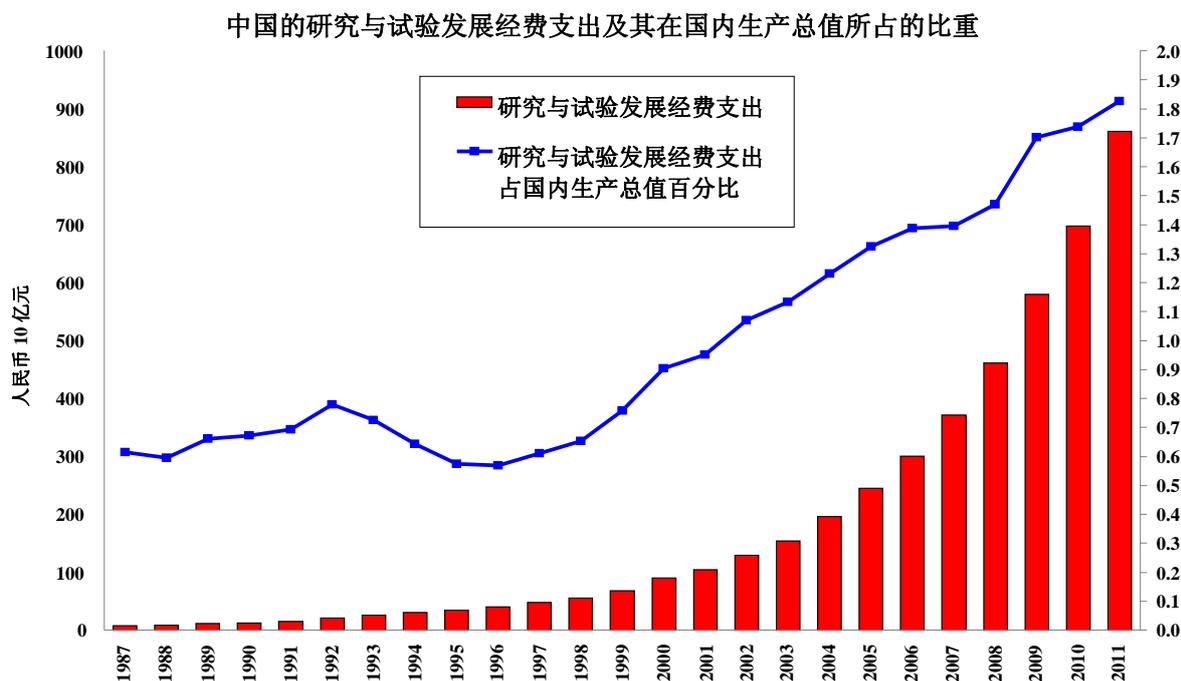
1949年，全国人口近九成是农村人口，到1978年占82%，2010年下降至51%，仍有一半国民在农村生活。在「十二五」规划五年内，预算农村人口比例会继续减低至47%。基本上，农村人口比例平均每年约减少1%，与第一产业——农业的就业人口比例减少比率相若。

图五：1949年至今，中国农村人口与城市人口的比例



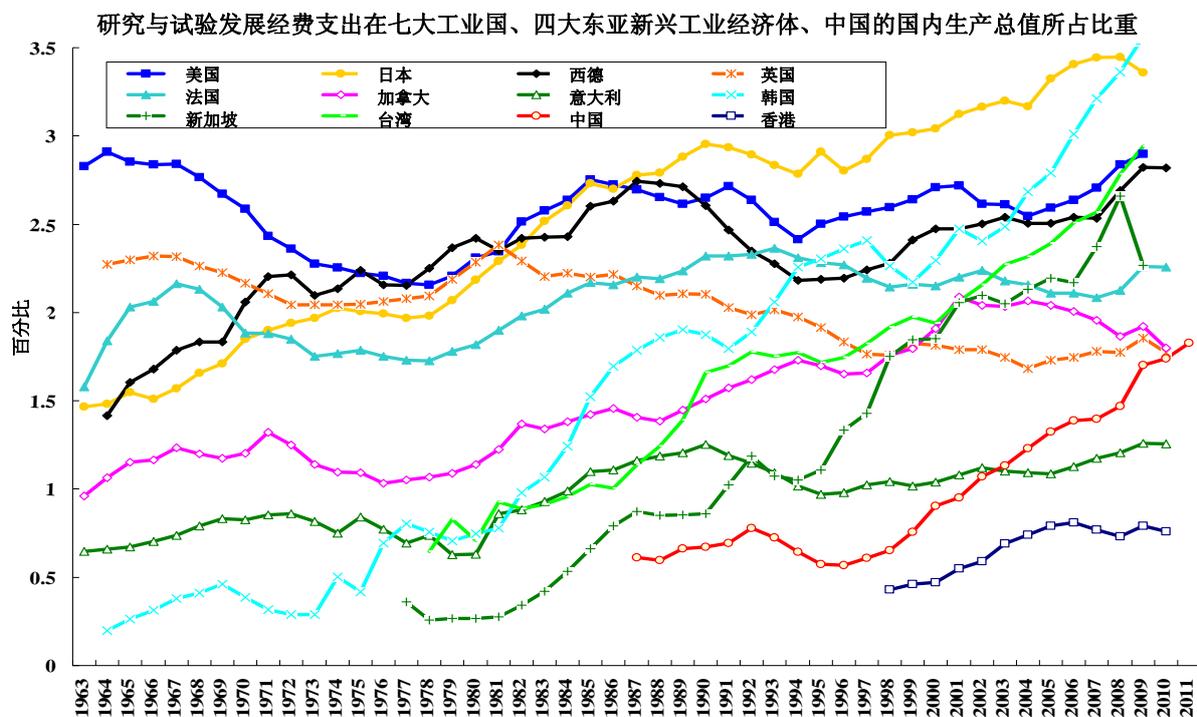
在经济体里，要发展技术，就需要对研发不断投资。近年，中国亦开始针对这方面大量投资，研究与试验发展经费支出，不论是绝对值抑或占国内生产总值的比重都迅速增加，但却仍然落后于已发展经济体和东亚新兴工业经济体。在2015年，这项比重冀可达到2.2%。然而，即使能达到这个目标，中国在这方面的投资还是低于美国、日本、韩国，要知道美国自上世纪50年代后期起，一直平均把国内生产总值的2.5%用于研发，而日韩两国每年则拨出国内生产总值的3%作为这方面经费。

图六：中国的研究与试验发展经费支出及其在国内生产总值所占比重



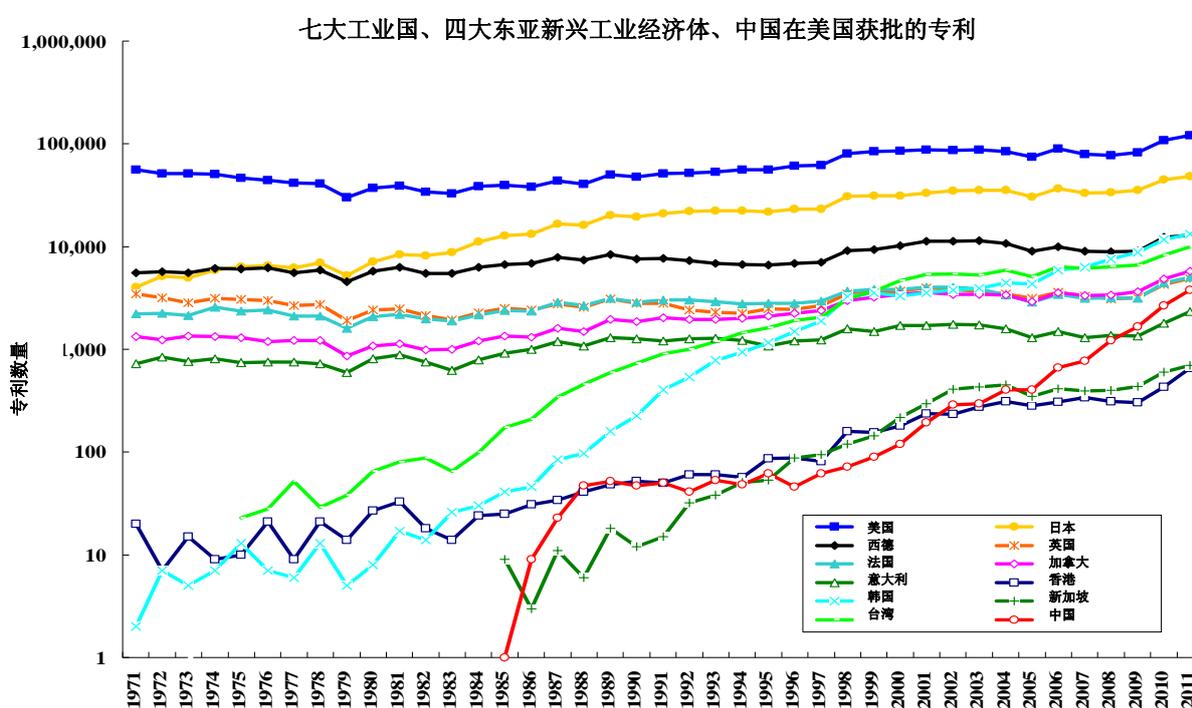
图七：研究与试验发展经费支出在国内生产总值所占比重：

七大工业国、四大东亚新兴工业经济体、中国



标志技术发展潜力（即国家创新能力）的其中一个指标就是每年新增的专利数量。下图显示不同国家地区，包括美国本身，每年在美国获批专利的数量。在过去 40 年，美国毋庸置疑踞世界之首，在 2010 年取得的专利高达 10 万项以上，日本紧随其后，约 45,000 项。由于美国是审批国，美国或许拥有主场之利的优势；但是，若我们只以美国以外的其他国家之间作比较，这应当是公平的。

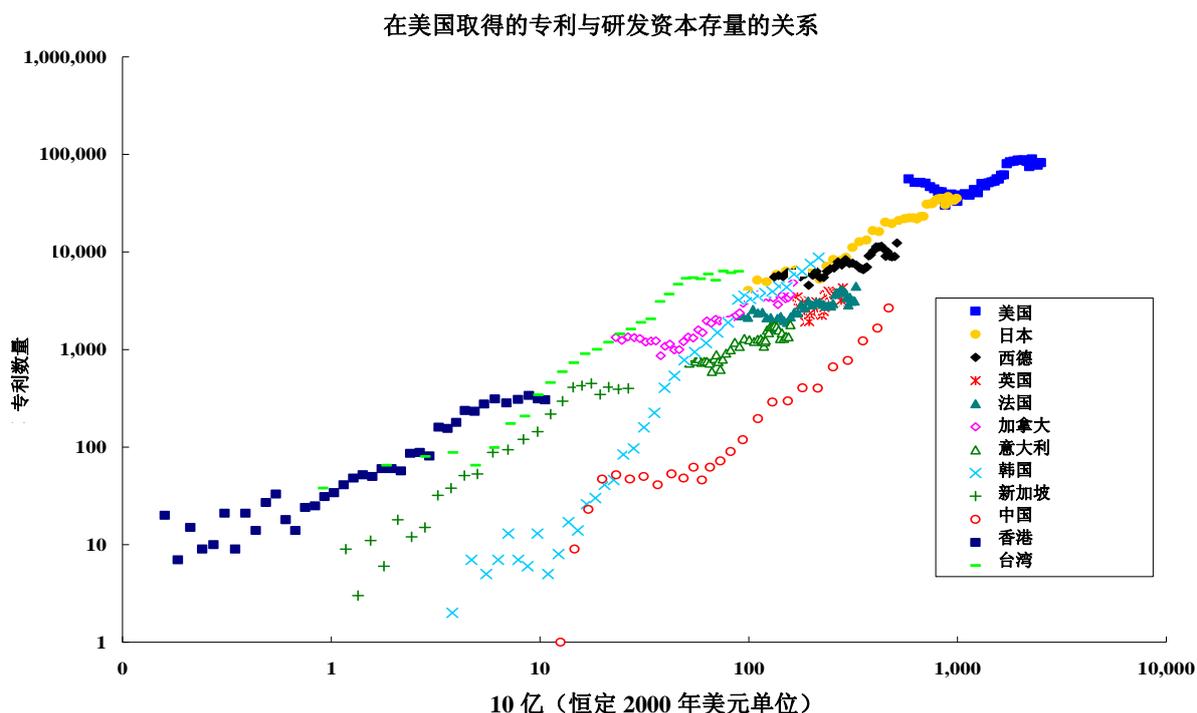
图八：在美国获批的专利：七大工业国、四大东亚新兴工业经济体、中国



中国在 1985 年首次在美国取得一项专利，自此每年不断增加，在 2010 年取得 2,657 项。单从专利数量而言，韩国和台湾一直领先中国，在 2010 年分别获批 11,671 项和 8,238 项专利。

研发资本存量，以按年折旧 10% 后得出的过去研究与试验发展经费累计实质支出来计算，与获批的专利权数量具有直接的因果关系。下图显示了相对于每个国家、地区每年研发资本存量的专利数量。

图九：在美国取得的专利与相关经济体的研发资本存量



中国庞大的国内市场能有效提升研发资本、商誉等无形资本的生产力，不管那是在本土发展还是从外购入都可以的。新产品、新工序的固定研发成本易于由庞大的市场摊分，而对商誉的投资如品牌建立所带来的好处，市场越大，效果就越强。不过，要推动创新，关键在于对知识产权的保护，这样，中国的企业家才有动力把本地原创产品和技术、从外购入的专利和技术用于商业。偌大的国内市场也推使中国积极参与制订产品和技术的标准，例如第四代无线通讯标准，以及主动与其他国家地区共享这类标准厘定所带来的好处。

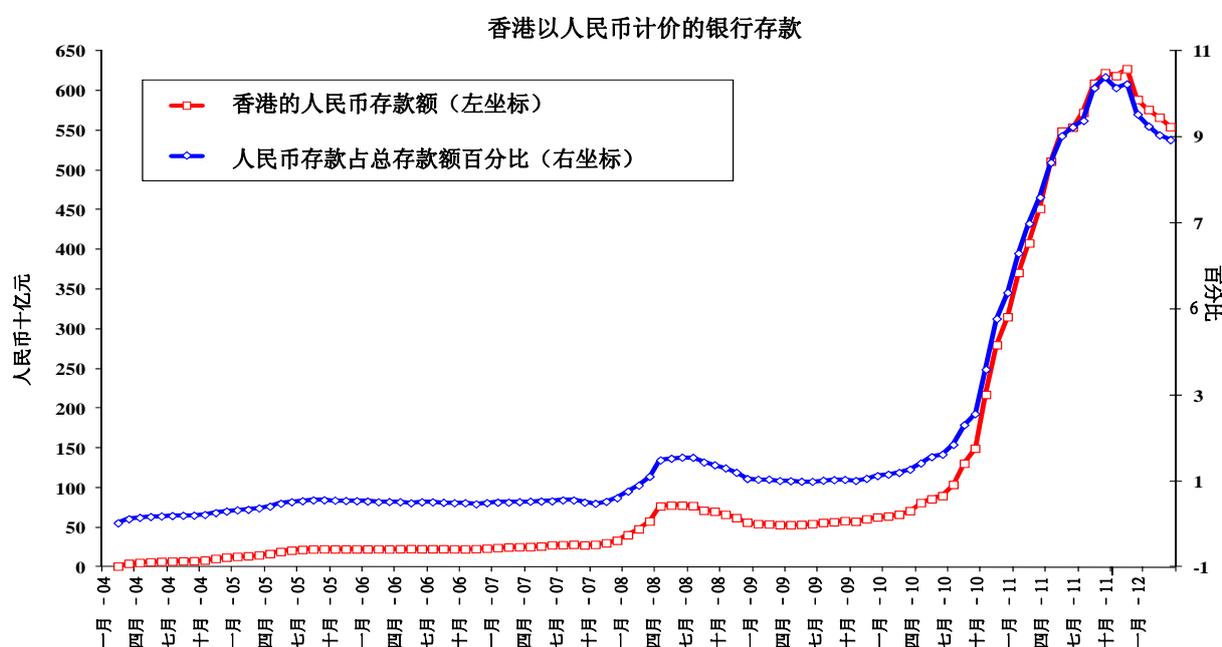
3. 人民币国际化

1994 年，中国开始实行人民币经常账可兑换，但资本账却还未达到全面可兑换，资本的进出仍受政府控制，有些类别的资本流动需要先得到政府批准方可放行。不过，国民每年每人可相当自由地汇寄五万美元，无需接受诸多查问。

个人或公司是否愿意接受和持有一种非本地货币，视乎这种货币可否兑换，但我们并不需要它能全面可兑换，对经常账和资本账的可兑换都可以作这样的理解。个人或公司会相当乐意接受和持有一种非本地货币，只要他们知道接下来的个人、公司同样会接受这种货币就可以了，不管它能否全面兑换。

因此，举例说，向中国出口产品和服务的出口商会颇为乐意以人民币收取出口货的货款，只要他知道自己国家从中国进口商品和服务的进口商可以使用人民币结余支付进口货的款项。尽管人民币在法律上仍不可全面兑换，但由于在东亚经济体得到广泛接受，它在许多东亚国家已逐渐变为实际可兑换。比如说，虽然人民币在香港、澳门、寮国、缅甸和其他许多周边地区并非法定货币，但已得到广泛接受，大量用作交换媒介、藏富工具。香港的人民币银行存款从近乎零，急速上升至占有所有币种合计银行总存款额差不多一成（见图十），由此可见，非本地货币即使不能全面可兑换，仍然有可能得到广泛认受。

图十：香港以人民币计价的银行存款



1978年，中国开始对外开放，实行经济改革。自此，中国几乎所有国际贸易，包括商品和服务的进出口，便一直以美元计价、结算。2009年，中国政府

挑选了一些地区，容许当地的中国进出口商，因应每宗交易，在进出口双方同意下，自愿选择以人民币结算。这项措施在 2011 年推行至全国。中国约有 30% 的贸易是和东亚经济体进行的，要是中国进出口商与东亚贸易伙伴以人民币作为结算货币，那么，中国为国际交易而对美元的需求将大幅减低，中国的央行——中国人民银行（简称「人行」）就再也不需要握有现在那样大量的外汇储备了。关于这点，我们可以拿日本的情况来参照比较，目前日本约有一半的国际贸易是以日元来计价和结算的。

中国从日本以外的其他东亚经济体进口的进口额，每年高达 3,000 亿美元。仅此一项，如果可用人民币结算，为交易而需要的外汇储备将可减少。同样，中国出口至日本以外的其他东亚经济体的出口额，每年达 3,000 亿美元以上，要是当地进口商能取得一定数额的人民币（例如从当地出口商），他们就可以、也愿意以人民币支付中国进口货的货款。假如真能付诸实行，这些东亚经济体的央行为交易目的而须保有的外汇储备，同样可以减少。

中国以人民币结算的贸易占总贸易的比例，已从 2010 年的 2.5% 升至 2011 年第一季的 7%，预料这个比例会继续上升。迄今，中国的进口约有 90% 是以人民币结算。为了让中国出口商增加使用人民币结算，海外进口商必须有渠道取得人民币。这还需要一点时间。然而，向中国出口的海外出口商是以人民币收取货款的，按理他们手上的人民币结余可以为当地进口商所用。此外，中国人民银行亦可成立或授权予机构成立人民币离岸期货市场，仅限真正与中国进行进出口贸易的进出口商参与市场活动，从而推动以人民币作为贸易结算货币。

假如其他东亚经济体，好像香港、印度尼西亚、韩国、马来西亚、泰国等等，也开始应用当地货币或人民币作为彼此之间贸易的结算货币，那为国际交易而需求的美元数额将可进一步降低，以致这些经济体的央行将可减少其外汇储备中以美元计价的资产比例。

在 2011 年 5 月，中日韩三国财长在河内举行的亚洲开发银行年会期间会面并发表声明，表示三国政府会研究使用本国货币与对方作贸易结算的问题。假如双边贸易基本上达到平衡，使用贸易伙伴的货币来结算其实简单不过。可是，当双边贸易顺差或逆差持续不变，问题便随之而来：顺差国落入持有逆差国货币的困局。那么，要采取什么措施，才可消除顺差国的疑虑，保证其不会因为持有逆差国的货币一段不短的时间而招致损失？

一个方法就是由国家央行承诺，通过共同协议，以其他强势货币（如美元或欧罗）、黄金或该央行发行的通胀指数债券，赎回其他国家央行所持有的本国货币。这项措施足以使顺差国的央行安心，保证了购买力不会受损，说到底购买力才是最重要。假以时日，如果以当地货币作贸易结算能成一项普及持久的安排，也许最终会取代美元作为国际贸易主要结算货币的地位。

只要中国人民银行通过相互协议作出可靠的承诺，以美元、欧罗或其他所谓的强势货币甚至商定平价的黄金，兑换外国央行拿来的任何数额的人民币，那么，即若人民币在资本进出不再受管制的情况仍不可全面可兑换，其他国家、地区的央行或货币管理当局还是会外汇储备中保留人民币的。外国央行亦可持有人民币作储备，日后一旦要和中国及其他愿意收取人民币的经济体交易，这些储备便可派上用场。目前，「人行」已和阿根廷、白俄罗斯、香港、印度尼西亚、韩国、马来西亚、蒙古的央行或货币管理当局签署了双边货币互换协议，这类协议将陆续有来。

人民币最终会否成为主要国际储备货币仍有待观察。一个国家的货币为其他国家作国际储备货币之用，好处坏处皆有，正反兼具。日元是全面可兑换的货币，但日本政府却没有鼓励其他国家以之作为主要国际储备货币。现时，虽然人民币仍未全面可兑换，香港、新加坡、韩国已开始考虑把部分外汇储备投资于人民币计价证券，以分散投资。

4. 对国家开发银行的意义

「十二五」规划对国家开发银行有什么影响？在「十二五」规划之下，中国将要转变经济发展方式，「从外向转往内需」，「从投入驱动走向科技创新驱动」。

中国主要依靠什么使内需不断增长？除家庭消费和公共基建投资（如高速公路、市内集体运输系统、发电站）之外，还包括：（1）加快城镇化；（2）房主自用住宅；（3）投资能源保育、干净可再生能源、环境保护和保育；（4）教育和医疗卫生，以及在这些领域应用高科技。

对基建项目作长期融资是国家开发银行的强项，「十二五」规划势必带来许多机遇。城镇化需要基础设施的支持，诸如公路、铁路、机场、发电站、水务设施、通讯和光纤网络、集体运输系统、住宅房屋。降低能源消耗、减少碳排放需要对发电站作新投资，好像天然气、水力、核能、精煤等发电设施，以及开发其他形式的能源。

「十二五」规划的其中一个目标是兴建 3,600 万套保障性住房单位。国家开发银行可成立房贷部门，向金融机构、退休保障基金及其他长远投资者发行息率固定的长期债券，再利用收益向起始贷款人购买息率固定的优质长期按揭贷款，同时应要求这些贷款人在他们发放的按揭贷款中保留 5—10% 的剩余权益（以减轻道德风险）。通过这项措施，「国开行」可帮助更多人有能力购买这类保障性住房单位。

为推动创新，国家开发银行可提供信贷，支持建造联系、贯通全国的光纤网络，在全国各地提供免费或收费低廉的互联网服务，有效加快信息和知识传播，并使沿海发达地区与相对落后的内陆和西部地区尽可能拥有均等的机会。有了互联网，住在全国其中一个最贫穷的省份——青海的学生，有机会和全国最富有的

直辖市上海的学生，接触到同样的信息；在万维网里，小企业可以在比较公平的基础上与大企业竞争。

此外，国家开发银行亦可通过本身的投资单位，在国际投资于创业投资（venture capital）。这类投资的基本概念是在未来的 Apple、Microsoft、Yahoo、Google、Facebook、Twitter 等潜力无限的新企业刚刚起步之时为其融资。对创业投资的投资，成功率很低，大约每 10 项只有一项能突围而出；然而，只要挑选起步企业的眼光准绳，早着先机投入资本，回报是非常庞大的。况且，Apple、Microsoft 这些企业成功后，中国企业想要买下比如一成的股权是难乎其难（一来太昂贵，二来当地政治势力会大加反对），可是在这些企业刚起步之时，可能性却是不不少的。然而，要像推理一样预测哪一项创业会成功，殊不易为。因此，「国开行」应当及早广泛投资，广撒种子，假以时日，养成几棵大树好收成。

国家开发银行更可为发展商业规模的新技术试验工厂提供信贷，发挥领导作用。新技术如煤制油转换技术、页岩气液裂处理技术、核聚变技术，新物料如像钢一样强韧的塑料，一旦证实可行，接续建造的工厂的单位成本将可大为减少。这些新技术能针对传统的能源和物料，提供可靠的替代品，从而长远来说可遏抑传统能源和物料的价格上升。只有发展可靠的替代品，才能长远有效地避免商品价格带动的通货膨胀。

「国开行」可向信用良好的中国直接投资者，提供以美元或其他外币计价的长期贷款，让其可投资该行通过在国内外发行外币计价债券而成立的基金。「国开行」亦可直接向由中国人民银行管理的国家外汇管理局借贷美元或其他外币，息率贴近美国财政部及其他到期年期相似的政府债券所设定的比率。由于可长期借贷投资对象所在国家的货币，外向的中国直接投资者便可同时有效对冲长期汇率风险。与此同时，国家开发银行是唯一适合提供基建贷款的银行。中国时有企业在海外购入自然资源矿藏，为了开采和输出，往往需要在投资对象的国家进行基建，「国开行」在这方面当可担任重要角色。

随着人民币国际化，人民币在国外越来越易于取得，使用也日见广泛，国家开发银行可把握大好机会，进一步推动其业务运作国际化。「国开行」可向对内的外国直接投资提供长期贷款，例如向信用良好的外国直接投资者（如 Intel 和 Microsoft）在中国的项目提供人民币计价的长期贷款，从而让外国直接投资者可实质上从货币和到期年期两方面配对自己的资产与负债。有了这样的贷款，外国直接投资者就能有效对冲长期汇率风险。不过，为了减轻道德风险，应当要求外国直接投资者（实际上是其母公司）向「国开行」开立直接贷款担保，金额相等于所获得的贷款额，但以美元或其他强势货币计价。假如项目在商业上失败，所余资产不足以清还所欠贷款，则母公司将要代为弥补差额。

使用人民币为中国国际贸易结算日渐普及，意味着中国进口商用于支付货款予外国供货商的大量人民币结余将要在海外停留一段时间，直至进口中国商品和服务的外国进口商开始使用这些人民币向中国供货商付款，才会回流中国。中国在海外的商业银行当可发挥重要的人民币结存中介作用。然而，碍于目前在岸和离岸人民币基金的巨大息差，这类人民币结余以数量庞大的贷款或债券收益形式循环回流中国，很大可能会给中国金融业制造难处。

然而，国家开发银行可采用一种不会影响国内金融业的「循环」方法。「国开行」可发行人民币计价债券，仅在中国大陆以外的地方发售，比如香港（随着中国国际贸易以人民币结算不断增加，或许可在其他地方增加购买点）。目前，国家开发银行拥有半主权信贷评级，每年可离岸借贷大概不多于 2%，更有可能少于 2%，而在国内则每年至少可借贷 4%或以上。有了人民币收益，「国开行」可从中国人民银行买入美元或其他外币，用以支持本身的海外业务运作；也可把这些收益借予对人民币有合法需要的外国借贷者，例如支付中国进口货的货款，或者在中国作直接投资。这样做，「国开行」实际上帮助「人行」减少所持有的外汇储备，并减轻了「人行」不免要为防范人民币升值过多过快而须作对冲操作的成本。

最后，国家开发银行作为中国具有开拓国际市场能力的政策性银行，可以公共服务的方式，代表中国人民银行营运一个人民币期货离岸银行间市场。参与银行间市场活动的商业银行可出售人民币期货和美元给中国市场上真正的商品和服务进出口商（而不售予纯粹外汇炒家）。

5. 结语

国家开发银行应当坚守它作为中国政策性银行的独有主导地位，保持它独有的项目融资能力，为规模极大、风险极高、年期极长以致一般商业银行无法承担融资的发展项目筹募资金。为了满足对长期且息率固定的信贷需求，银行不能依赖相对波动、短期、息率浮动的银行存款来集资。基于享有主权或半主权信贷评级，国家开发银行有能力通过资本市场筹集长期兼息率固定的资金，而且成本要比商业银行为低。国家开发银行应要充分善用这个独一无二的优势。

因此，国家开发银行应保持国有独资，不该作任何私有化。国有独资使它可继续享有主权或半主权信贷评级，无需承受由私人股东追求最大利润（特别是短期利润）而来的压力。我们应从美国「房利美」部分私有化、「房贷美」上市的惨痛经验中吸取教训，政策性银行从来就不该私有化。一旦私有化，不管是全部或部分，追求利润往往成为管理层最重要的考虑，对政策目标置之不理。银行会失去主权和半主权信贷评级，这使集资成本上升；即使能保住半主权信贷评级，却会制造错觉，令外界以为政府是不会让一家政策性银行倒下的，结果在管理层、私人股东以至所有市场参与者之间，引发道德风险。

致谢

借此一隅，谨向国家开发银行和陈元董事长致谢，感谢他们邀请我参加国家开发银行国际顾问委员会第十二次会议。对再次获邀参加会议，我感到非常荣幸，也很高兴。陈元董事长对国家开发银行的发展建树良多，他领导国家开发银行，为中国的经济发展作出了卓越贡献。陈元董事长是中国银行业的开拓先锋，为业界引进过许多新概念、新措施，近年更带领国家开发银行踏出国门，走向国际，大大提升了银行在海外的形象，扩大了海外市场，加强了银行在海外的影响力。我第一次和陈元董事长见面大概要追溯到上世纪八十年代末，当时他担任中国的央行——中国人民银行副行长，其中一项重要职务就是负责管理中国的外汇储备。在他任内，中国的外汇储备从 1988 年的 30 亿美元，增至 1997 年的 1,400 亿美元。1998 年，陈元董事长获委任为国家开发银行行长，一直担任首席执行官至今（职衔在数年前由首席执行官更改为董事长）。