

新疆财经大学基金资助项目
新疆维吾尔自治区重点学科金融学专业资助

香港离岸人民币 对境内货币政策的影响研究

XiangGang LiAn RenMinBi

Dui JingNei HuoBi ZhengCe De YingXiang YanJiu



张喜玲 著



经济科学出版社
Economic Science Press

C14037805

新疆财经大学基金资助项目
新疆维吾尔自治区重点学科金融学专业资助

F832.765.8

13

香港离岸人民币 对境内货币政策的影响研究

XiangGang LiAn RenMinBi

Dui JingNei HuoBi ZhengCe De YingXiang YanJiu



张喜玲 著

F832.765.8
13



经济科学出版社
Economic Science Press



北航

C1725935

图书在版编目 (CIP) 数据

香港离岸人民币对境内货币政策的影响研究 /
张喜玲著. —北京: 经济科学出版社, 2014. 4
ISBN 978 - 7 - 5141 - 4293 - 8

I. ①香… II. ①张… III. ①人民币 - 离岸
金融 - 研究 - 香港 ②货币政策 - 研究 - 中国
IV. ①F832. 765. 8 ②F822. 0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 025878 号

责任编辑: 刘 莎
责任校对: 杨晓莹
版式设计: 齐 杰
责任印制: 邱 天

香港离岸人民币对境内货币政策的影响研究

张喜玲 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxbs. tmall. com](http://jjkxbs.tmall.com)

北京万友印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 13. 25 印张 200000 字

2014 年 4 月第 1 版 2014 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4293 - 8 定价: 46. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

离岸金融市场，是指所使用货币既不受市场所在国政府法令管制，又不受发行国政府法令管制的金融市场，离岸金融市场同离岸货币所在国的国内金融体系以及该货币发行国境内市场相分离。离岸市场业务活动手续简便，效率高，低税或免税，很少受市场法规的管制，成为满足非居民本币或外币金融服务需求的主体。离岸货币则是离岸市场业务和离岸金融市场交易中所使用的货币。

历史经验表明，货币国际化进程中离岸货币以及离岸金融市场的存在起了很大的推动作用。一国货币在境外流通或成为国际货币之后，在国际市场交易以及国际贸易需求中自然而然就形成了该国际货币的离岸交易中心，如欧洲美元市场、欧洲日元市场等。但是，货币离岸交易中心的发展会增加发行国货币供给调控的难度，使中央银行保持货币政策的独立性和稳定性受到威胁和挑战。由于大量的本币在国外交易和流通，他们会通过跨境的离岸银行等机构实现资本的流出/入，增加发行国央行对存量货币进行监测和统计的难度，从而对发行国的货币供给产生影响，扰乱该国的在岸市场货币政策的调控预期，使央行损失货币政策的独立性。此外，离岸金融机构的司法管辖权、成本收益结构以及监管要求和

在岸金融机构均有所不同，离岸金融机构没有存款准备金的约束，离岸市场的信贷扩张可能会通过国际金融市场间的密切关联而影响在岸市场上的信贷规模，进而影响到一国的货币总量，这同样会使央行损失货币政策的独立性。

随着香港离岸人民币金融中心人民币规模的增长以及离岸市场结构的完善，离岸金融中心人民币交易活动的影响开始逐步扩大。离岸人民币交易及其跨境流通越来越引起我国货币当局、学界及世界金融界的广泛关注，因此，离岸人民币的流通和离岸人民币市场的建立对在岸人民币金融市场和我国中央银行货币政策调控的影响，就应该既从定性角度也从定量角度进行系统性的研究。

离岸货币的出现及离岸金融中心的建立是国际金融发展的重要组成部分。离岸人民币以及香港离岸人民币中心的快速发展，为国际离岸货币和离岸金融市场的发展开创了新形式，即政策推动的境外本币离岸金融市场。这与为满足市场需求而自发形成的境外本币离岸市场（如欧洲美元市场）、由政策推动而建立的境内本币离岸市场（如美国纽约的 International Banking Facility 欧洲美元市场、日本东京的欧洲日元市场），以及成员国通过区域货币合作形成的离岸市场（如欧洲欧元市场）相比都有着较大的差异。第一，虽然中国的 GDP 总量在 2010 年实现了对日本的正式超越，成为世界第二大经济体，但中国仍然是一个发展中国家。一个发展中国家的货币成为离岸货币，并在此基础上建立离岸金融市场，就与欧洲美元市场等有着明显区别。第二，离岸人民币和离岸人民币市场的建立是在中国资本账户仍未实现自由兑换，人民币还不是可自由兑换货币的背景下出现的，因此必

然存在着独特的发展途径和模式。人民币跨境交易结算作为人民币国际化战略实现的第一步，将为发展中国家离岸货币及货币国际化发展树立典范，从理论上说，这是对离岸金融理论的发展。本书研究的重点是香港离岸人民币和离岸人民币市场对我国中央银行货币政策的影响。为此本书研究了境外人民币需求变动的影响因素、境外人民币跨境流通的路径、离岸人民币跨境流通对境内货币供给量的影响、离岸人民币市场通过利率途径对境内货币市场调控的影响、离岸人民币市场通过汇率途径对境内外汇市场调控的影响等。从这些视角对离岸人民币展开研究，有可能补充和发展离岸金融理论。

离岸人民币的研究还有更为重要的实践意义。首先从国内角度看，离岸人民币或将给我国境内金融经济带来比较深远的影响。离岸人民币市场发展与影响，可以使我国分享到国际铸币税收益，促进对外经济贸易关系的发展，有效缓解当前我国外汇储备过大的压力。同时，还有利于加快我国境内金融体制改革的步伐，为境内中央银行制定货币调控政策提供参考。如离岸人民币回流渠道的完善和开拓，可以为境内资本项目实现可自由兑换提供经验和借鉴；香港离岸人民币货币市场与外汇市场价格形成机制的市场化建设，可以促进和帮助境内人民币利率和汇率的市场化改革。其次从国际角度看，当前国际货币体系的弊端已经被各国清楚地认识到，尤其是近些年来数次经济金融危机给许多国家留下了惨痛的教训，改革国际货币体系的呼声日益高涨，需要国际货币体系向多元化的格局发展。离岸人民币及离岸人民币市场对我国境内金融经济的影响，离岸人民币币值稳定的经济背

景、稳中有升的汇率以及良好的国际信誉，开始成为世界关注的焦点，加快和完善离岸人民币中心的建设，对于离岸人民币回流渠道的完善与拓展、离岸人民币投融资市场的建立、人民币资本项目开放的逐步实现、人民币外部循环体系的稳定与形成，对于人民币国际货币职能的实现具有重要的推动作用。

本书共分八章，结构安排如下：

第1章为导论。首先，对本书的选题背景和研究意义进行阐述；其次，对相关研究的文献综述进行梳理，对已有的国内外研究文献进行总结述评，以明确本书研究的方向；再次，阐述了本书的研究方法和结构安排。最后，对本书研究的创新点与不足之处及未来研究方向加以说明。

第2章主要分析了国际主要离岸货币和离岸人民币的出现及发展情况。首先，分析了欧洲美元（市场推动型离岸货币）的出现和发展及其演进和含义的深化；其次，分析了欧洲马克到欧洲欧元（区域货币合作型离岸货币）的新型欧洲货币形式的出现和发展；再次，分析了欧洲日元（政策推动型本土离岸货币）的出现与发展；最后，对离岸人民币的出现与发展历程及产品创新、香港离岸人民币市场的构成进行了较全面的分析。通过对这几种世界主要离岸货币发展历程的介绍与比较分析，得出了离岸货币及货币国际化的普遍特点，即雄厚的经济实力、成功的制度安排、自由的贸易网络以及积极促进区域经济合作的发展，这对离岸人民币和人民币国际化战略具有借鉴和启示意义。

第3章对货币政策理论与实践进行了分析。首先，分析了货币政策理论，从数量政策和价格政策角度出发，分别介

绍凯恩斯的货币理论与政策、弗里德曼为代表的货币主义者的货币理论与政策；其次，分析了离岸人民币分别与货币数量政策与价格政策执行之间的矛盾；再次，介绍了货币状况指数——MCI 及其在我国的适应性；最后，分析了利率平价理论及其在离岸货币市场研究中的应用。

第4章对离岸人民币需求的影响因素进行了实证分析，得出结论：人民币汇率预期、离岸人民币替代率、境内外利差与离岸人民币需求之间存在稳定的长期均衡关系；当前人民币的离岸需求更多地表现为投机性需求。

第5章分析了离岸人民币及其跨境流通对境内货币供给量的影响。首先，从香港离岸人民币的货币市场、证券市场、外汇市场、外汇衍生品市场和保险市场等方面梳理人民币跨境流通过程；其次，分析了人民币跨境流通对境内货币供给量及货币政策的影响机理；最后，对人民币跨境流通对境内货币供给量的影响进行了实证分析。

第6章对离岸与在岸人民币同业拆借利率间的关联关系进行了实证分析。

第7章对离岸与在岸人民币汇率关联关系进行了实证分析。

第8章借鉴国际经验提出香港离岸人民币市场发展的对策建议。依据本书研究理论基础及研究结论，提出应对离岸人民币跨境流通和离岸人民币市场快速发展对境内货币政策的影响情况及影响程度的对策建议，即尽快建立两岸人民币流通的风险联动预警机制，实现货币政策的数量与价格多种政策目标的统一协调，尽快实现人民币利率、汇率的市场化改革，逐步健康稳妥地实现资本项目的自由兑换。

本书可能的创新点：

第一，从理论的角度，本书以货币政策理论、利率平价理论和货币替代理论为基础，并引入货币状况指数（MCI），综合考察了离岸货币及离岸货币市场对货币主权国的货币政策的关系，动态地分析了离岸货币与境内货币价格政策与货币数量政策的矛盾。

第二，从政策的角度，本书在区分欧洲美元、欧洲马克（欧洲欧元）和欧洲日元三种不同类型离岸货币的基础上，分析了离岸货币与货币国际化的关系，得出不同经济体和经济制度应该有不同离岸货币与货币国际化的发展模式的结论，从而认为我国属于发展中国家，我国资本项目也还未实现完全可兑换，因此我国离岸人民币及人民币国际化应该有自己的特点，即借助特定地区（中国香港、新加坡、英国伦敦、中国台湾和澳大利亚）建立离岸人民币市场，实现逐步的人民币国际化之路。

第三，从实证研究的角度，本书系统地对离岸人民币需求的影响因素进行了分析，得出离岸人民币需求更多地表现为投机性需求的结论；对离岸与在岸人民币货币市场同业拆借利率之间的关系进行了深入系统的分析，得出离岸与在岸同业拆息定价更多地表现为双向波动溢出效应的结论；将CNY、CNH、DF、NDF四个外汇市场的人民币汇率置于同一研究模型内，对离岸与在岸人民币汇率进行了深入系统的分析，得出四个外汇市场价格存在明显的联通机制、香港离岸人民币外汇市场已经表现出对境内即期外汇市场的价格引导关系的结论。

本书的不足之处：

由于作者对离岸人民币跨境结算交易实践认识有限，在对离岸人民币跨境流通对境内货币供给量的影响进行分析时，结论可能会比较片面。由于香港离岸人民币市场只公布了各银行同业拆息报价利率，本书使用各银行的报价利率平均值代表银行间同业拆息定价水平进行研究，得出的结论可能有失偏颇。同时，利率数据未考虑债券利率，研究所得结论可能不够全面。

作 者

2014 年 3 月

目 录

第1章 导 论	1
1.1 选题背景与研究意义	1
1.1.1 选题背景	1
1.1.2 研究意义	3
1.2 文献综述	4
1.2.1 国外相关研究文献综述	4
1.2.2 国内相关研究文献综述	10
1.2.3 国内外相关研究文献述评	18
1.3 研究方法与结构安排	20
1.3.1 研究方法	20
1.3.2 结构安排	21
1.4 本书创新点与不足	23
1.4.1 本书主要创新点	23
1.4.2 本书不足之处及未来研究展望	24
第2章 国际主要离岸货币和离岸人民币的起源 与发展	25
2.1 欧洲美元	26
2.1.1 欧洲美元的发展历程	26

2.1.2	欧洲美元形成与快速发展的原因	29
2.2	欧洲马克到欧洲欧元的新型欧洲货币	31
2.2.1	欧洲马克到欧洲欧元的发展历程	31
2.2.2	欧洲马克到欧洲欧元的新型欧洲货币发展的 成功因素分析	34
2.3	欧洲日元	35
2.3.1	欧洲日元的发展历程	35
2.3.2	欧洲日元发展的影响因素分析	39
2.4	离岸人民币	40
2.4.1	离岸人民币出现及发展历程	41
2.4.2	香港离岸人民币市场概述	51
2.5	本章小结	61
第3章	货币政策理论与实践	63
3.1	关于货币政策的定义	63
3.2	货币数量理论与政策	65
3.2.1	凯恩斯的货币理论与政策	65
3.2.2	弗里德曼的货币理论与政策	68
3.2.3	关于货币数量政策的研究	70
3.3	货币价格理论与政策	74
3.3.1	利率理论与政策	74
3.3.2	汇率理论与政策	77
3.4	离岸人民币与中央银行货币政策的矛盾	81
3.4.1	离岸人民币与货币供给量调节的矛盾	81
3.4.2	离岸人民币与利率政策调节的矛盾	82
3.4.3	离岸人民币与在岸人民币汇率政策的矛盾	83
3.5	货币状况指数——MCI	85
3.5.1	MCI 的定义	85

3.5.2 对 MCI 的理论研究	86
3.6 利率平价理论	90
3.6.1 利率平价理论	90
3.6.2 利率平价理论述评	92
3.7 本章小结	93
第 4 章 离岸人民币需求的影响因素分析	95
4.1 相关文献回顾	96
4.2 变量选取与模型设定	99
4.2.1 变量选取	99
4.2.2 研究方法与模型设定	101
4.3 实证结果	105
4.3.1 离岸市场人民币需求函数的长期均衡估计	105
4.3.2 离岸人民币需求的短期动态函数估计	110
4.4 本章小结	113
第 5 章 香港离岸人民币对中央银行货币供给量的影响	115
5.1 人民币跨境流通过程梳理	115
5.1.1 人民币跨境双向流通路径	116
5.1.2 人民币跨境单向流出路径	119
5.1.3 人民币跨境单向回流路径	121
5.2 人民币跨境流通对中央银行货币供给的影响机制	123
5.2.1 差别化本币外债管理对中央银行货币政策的影响	123
5.2.2 人民币跨境流通对中央银行货币供给量的影响	124

5.3 人民币跨境流通对中央银行货币供给量影响效果的 实证分析	129
5.3.1 人民币跨境流通对外汇占款的影响	129
5.3.2 人民币跨境流通对中央银行货币供给量的 影响效果	132
5.4 本章小结	137

第6章 香港离岸与在岸人民币利率的动态关联

分析	139
6.1 样本数据选择与统计特性分析	139
6.1.1 数据选取	139
6.1.2 变量描述统计分析	142
6.2 两个市场动态信息传导模型	144
6.3 实证结果	147
6.3.1 市场间报酬溢出关系的 Granger 因果关系 检验	147
6.3.2 市场间波动溢出关系检验	150
6.3.3 离岸与在岸人民币货币市场利率的动态 相关性	155
6.4 本章小结	156

第7章 香港离岸与在岸人民币外汇市场汇率的动态

关联分析	157
7.1 CNH 与 CNY、DF、NDF 外汇市场汇率动态信息 传导模型	158
7.1.1 向量误差修正模型 (VECM) 设定	159
7.1.2 价格发现的度量	161

7.1.3	VECM-DCC-MVGARCH 模型	162
7.2	样本数据选择与统计特性分析	164
7.2.1	样本数据选择	164
7.2.2	数据处理与描述统计分析	166
7.3	实证结果	168
7.3.1	汇率收益率间报酬溢出关系的 Granger 因果 关系检验	168
7.3.2	市场间波动溢出关系检验	171
7.3.3	动态条件相关系数	174
7.4	本章小结	176
第 8 章	应对香港离岸人民币市场发展的对策建议	178
8.1	综合运用货币政策工具组合, 健全宏观审慎政策 框架	179
8.2	有效防范系统性金融风险, 维护金融体系稳定	180
8.3	加快推进人民币利率市场化改革	181
8.4	积极推动人民币汇率市场化改革	184
8.5	稳步推进资本项目开放	186
参考文献		188
后记		197

第1章 导 论

1.1 选题背景与研究意义

1.1.1 选题背景

经历了2007年的美国次贷危机、2010年的欧债危机,全球经济力量对比发生了深刻变化,以美国为代表的发达国家经济发展出现低迷甚至衰退迹象。发达国家的经济总量在全球经济中的比重以及对全球经济发展的影响力正在下降。近年稳定的经济高速增长水平导致我国累积起巨额外汇储备,即中国财富的很大一部分是以外币(特别是美元)持有,并无奈的大量投资于美元债券,国际资本市场的风吹草动即会导致我国外汇储备数十亿美元的损失。2007年和2010年的危机,使中国政府越来越深刻地认识到在国际贸易、资本流动和外汇储备中过度依赖美元、欧元等国际货币具有极大的风险。

自2006年我国外汇储备突破1万亿美元以来,外汇储备持续快速增长,2013年6月末外汇储备余额达3.50万亿美元^①,由此引起的外汇占款持续增长,外汇占款比例居高不下使我国货币政策内生性增强,自主性减弱,中央银行外汇冲销成本居高不下。2008年10月外汇占款引起的被动货币供给达到货币供给量 M_2 的36.23%,人民

^① 中国人民银行调查统计. 2013年上半年金融统计数据报告. <http://www.pbc.gov.cn/publish/diaochaotongjisi/>.

币实现跨境流通以来,至2013年6月这一比率有所下降,降至25.98%^①。

在2008年全球金融危机之后,中国成为全球最大的出口国、第二大经济体(GDP占全球经济的比重超过10%)、第二大贸易国(贸易份额亦超过10%)。2012年中国经济受美国经济放缓和欧债危机的双重影响,经济增长出现滑坡迹象,但经济增速仍保持在不低于7.5%的水平上,明显高于其他新兴经济体的经济增长速度,也明显高于发达国家,并远远高于全球平均增长水平,中国的大国地位已初具雏形。

在这样的背景下,人民币在中国政府的推动下走上了国际化之路。中国以上海合作组织、金砖五国、东盟“10+3”、拉美以及非盟等多个经济体或经济区域为突破口,通过区域贸易和双边贸易合作等方式,使人民币跨境贸易性结算功能得到不断强化,推动了人民币国际化进程。在当前地缘经济时代,中国政府推动及多方力量的共同作用下,近几年香港离岸人民币市场建设初具规模,东亚人民币区域性合作成效显著。2013年《人民币国际化报告》显示,与2011年相比,人民币国际化指数增长了49%。自2004年2月24日起,香港银行业开始提供人民币个人业务,香港离岸人民币中心(The Offshore CNY Market in Hong Kong, CNH)逐步形成并快速发展起来。2004年年末在我国周边接壤国家和港澳地区人民币现金的滞留量约为216亿元,占我国当年现金流通量21468亿元的1%^②。此后,离岸人民币和离岸人民币市场在香港得到快速发展。2007年7月香港推出人民币境外的实时支付结算系统(RTGS);2011年6月香港财资市场公会推出离岸人民币兑美元即期汇率定盘价,为离岸市场的人民币产品定价提供参考汇率;2011年7月德意志银行向机构投资者推出首个可投资的离岸人民币债券指数;2012年12月深圳前海地区跨境人

① 中国人民银行调查统计2013年6月统计数据,货币供应量表与金融机构人民币信贷收支表测算所得。

② 人民币现金跨境流动调查课题组.2004年人民币现金跨境流动调查报告.中国金融,2005,6.