



IMI书系

国际货币研究系列丛书

Series of International Monetary Studies

2014



人民币国际化报告

人民币离岸市场建设与发展

Annual Report on the Internationalization of Renminbi, 2014

中国人民大学国际货币研究所

 中国人民大学出版社



IMI书系

国际货币研究系列丛书

Series of International Monetary Studies



中国人民大学中国财政金融政策研究中心系列报告

2014



人民币国际化报告

人民币离岸市场建设与发展

Annual Report on the Internationalization of Renminbi, 2014

中国人民大学国际货币研究所

中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币国际化报告：人民币离岸市场建设与发展. 2014/中国人民大学国际货币研究所著. —北京：中国人民大学出版社，2014. 6

ISBN 978-7-300-19432-5

I. ①人… II. ①中… III. ①人民币-国际化-研究报告- 2014 IV. ①F822

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 116350 号

IMI 书系

国际货币研究系列丛书

人民币国际化报告 2014：人民币离岸市场建设与发展

中国人民大学国际货币研究所 著

Renminbi Guojihua Baogao 2014

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511770 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京宏伟双华印刷有限公司

规 格 185 mm×260 mm 16 开本

版 次 2014 年 7 月第 1 版

印 张 19.75 插页 1

印 次 2014 年 7 月第 1 次印刷

字 数 267 000

定 价 59.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

编委名单

主 编 陈雨露

副主编 张 杰 涂永红 钱文挥 王 芳

编 委 (以姓氏笔画为序)

王 晓 明 付之琳 刚健华 伍 聪

向松祚 刘 阳 何 青 张 鹤

张文春 张成思 赵 然 赵雪情

赵锡军 胡 波 胡天龙 姚瑜琳

钱宗鑫 翟东升 戴稳胜

2013 年圣诞节前，酝酿多时的美联储量化宽松政策退出机制正式宣告启动。在发达市场经济复苏形势渐趋明朗之际，新兴市场却接连遭遇经济失衡困难，发展前景充满不确定性。被归入“脆弱国家”行列的新兴经济体已经接近 10 个，脆弱表现形式主要包括对内通货膨胀高企、经济增长下滑，对外经常账户逆差、资本外流、汇率大跌，以至于出现了新兴市场动荡会否引发新一轮全球性金融危机的担忧。尽管同样受到市场观望态度 and 不安情绪的困扰，但中国经济和货币表现基本稳健，人民币国际化指数（RII）继续保持良好的上升势头。

RII 在 2013 年开启了个位数时代，年底达到 1.69。相对于年初的 0.92，RII 全年增长幅度高达 84%；指数上升速度较 2012 年有所加快。令人欣喜的是，支撑人民币跨境使用的贸易计价与金融计价“双驱”模式基本形成，人民币国际化的推动力更加平衡。

2013 年全球贸易中人民币计价结算份额上升到 2.50%，连续三年实现了超过 60% 的年增长速度，对本年度 RII 贡献度接近五成。中国不仅以超过 4 万亿美元的进出口贸易总额继续领跑全球，还通过双边贸易和区域贸易的合作与发展努力开辟新的增长空间，更在简化审批程序和降低本币结算成本等方面不断改革创新，从而大大增强了境内外市场主体在贸易活动中使用和接受人民币计价结算的信心。

截至 2013 年年底，全球资本和金融交易中人民币份额达到 2.08%，增长速度明显加快，对本年度 RII 的贡献达到四成。其中，



三级指标“人民币直接投资全球占比”继续快速上升，并以 5.28% 的抢眼成绩在 RII 指标体系中拔得头筹。中国是目前全球第二大直接投资流入国和第三大直接投资流出国。随着相关政策日渐明朗，跨境人民币直接投资的实现流程更加规范和简便，跨境人民币金融投资渠道也不断拓宽并完善。因此，越来越多的境内外企业或金融机构乐意在全球资本和金融交易中使用和接受人民币计价结算。

对人民币表现出浓厚兴趣的，除了国际市场上的企业和金融机构，也包括不少外国官方机构。2013 年 11 月，加拿大地方财政部门向全球成功发售 AAA 级离岸人民币债券，获得投资人热烈追捧，共募集 25 亿元人民币资金，刷新了非居民离岸人民币债券发行纪录。该笔债券的认购量远远超过预期，其中，由中央银行和官方机构认购的比例高达 62%。境外官方机构开始实际持有人民币头寸，表明人民币——作为储备货币——官方接受程度正在经历“从无到有”的历史性变化。仅在 2013 年，就有澳大利亚、南非、白俄罗斯、玻利维亚、中国台湾等更多国家或地区的货币管理机构明确表示已经将人民币资产纳入其官方外汇储备范畴。

如果说实体经济层面的“增长”、“开放”与“改革”构成了国际社会对人民币信心的物质基础，那么，发达、完善的离岸金融市场就为保持人民币的国际吸引力提供了技术解决方案。因此，2014 年度的《人民币国际化报告》特别以“人民币离岸市场建设与发展”作为研究主题。

课题组主要开展了以下几项工作。第一，根据对历史经验和相关文献的梳理，深入探讨了离岸金融市场促进货币国际化的内在逻辑，重点分析了离岸市场建设与发展对现阶段人民币国际化的意义和影响。第二，通过专家研讨、实地走访、问卷调查等多种形式，全方位地了解香港、伦敦、法兰克福等地人民币离岸市场发展现状，并集中讨论了当前存在的问题以及未来发展前景。第三，运用逻辑推导和实证研究等方法，对人民币离岸金融市场全球布局问题进行了初步讨论。此外，分别从“如何建设好人民币离岸市场”以及“如何处理好离岸市场消极影响”两个角度出发，详细阐述了建设人民币离岸市场所要面临的挑战和对策。

离岸金融市场伴随着经济全球化、金融自由化的过程而出现。由于具有监管宽松、竞争充分、交易成本低、市场开放度高等特点，

所以离岸金融市场出现以后迅速发展壮大，已构成当前国际金融市场的主体部分。离岸市场可为各国经济主体在交易中使用第三方货币提供便利性和安全性。完善、高效的离岸市场运行机制，对于巩固货币的国际地位具有重大意义。即使美国贸易地位有所下滑，甚至在美国次贷危机引发全球金融海啸之后，美元依然能够稳居头号国际货币位置，关键在于美元一直都被广泛地用于第三方交易，从而在官方外汇储备中始终占有最大份额。在某种程度上，这与遍布世界各个主要国际金融中心的发达的全球美元离岸市场有着密切联系。

人民币国际化同样离不开离岸市场的建设与发展。快速成长的人民币离岸市场不仅实现了贸易顺差条件下的人民币对外输出，还通过丰富的金融产品和优质的金融服务激发非居民使用和持有人民币的意愿，使得离岸人民币资金池逐步壮大。与美元等国际货币不同的是，人民币离岸市场的出现，以及人民币国际化进程的启动，都领先于资本账户可自由兑换。长远看，只有通过资本账户改革为更广泛、更深入的国际使用创造条件，人民币才有可能成长为重要的国际金融交易货币和国际储备货币。但是在开放资本账户的时机成熟以前，人民币离岸市场事实上对于资本账户可自由兑换具有一定程度的替代效果。换言之，建设和发展人民币离岸市场，既将跨国资本流动的风险控制在有限的离岸市场范围内，又以变相的放松资本管制来助推人民币国际化。显然，现阶段人民币离岸市场的发展创造了宝贵的时间窗口，使得资本账户改革可以从容不迫、有条不紊地适时推进。所以，人民币离岸市场对于当前人民币国际化进程而言还具有额外的现实意义。

国际经验表明，在国际金融中心的离岸交易规模决定了货币的国际地位。对于伦敦、纽约等成熟国际金融中心来说，开展人民币离岸业务的主动权在于市场主体的自发选择，而这个水到渠成的过程可能非常迅速，也可能极其漫长。就远期目标而言，成熟国际金融中心的人民币离岸交易规模及其所占份额，可以作为检验人民币是否已经成为主要国际货币之一的重要标准。然而，受到全球金融海啸的影响，国际金融中心正处于重大调整阶段。特别是那些新兴国际离岸金融中心，彼此间激烈竞争，积极争抢人民币离岸业务，唯恐丧失了先机。这表明，在某些国家或地区，存在着主动培育人



民币离岸市场的可能性。在综合考虑了贸易、投资、地缘政治、文化、制度建设等影响因素后，通过层次分析法进行的人民币离岸金融中心全球选址研究发现，亚洲的香港、欧洲的瑞士、美洲的哥斯达黎加、非洲的毛里求斯等，是我国主动培育人民币离岸市场的首选之地，其中香港的优势最为突出。

香港是目前全球最大的人民币离岸市场。香港人民币离岸金融中心不仅是跨境贸易人民币结算的主要平台，也借助日益丰富的人民币金融产品吸引了大量国内外企业、机构、政府或货币当局，形成了境外最大的人民币资金池。与此同时，香港市场的示范效应也逐步体现。在亚太地区，新加坡、台湾、澳门等地的人民币离岸交易同样活跃，而韩国、日本、澳大利亚、马来西亚等国则已做出积极表态；在欧洲，伦敦、巴黎、卢森堡、法兰克福、苏黎世竞相表示希望成为人民币离岸金融中心；在非洲和美洲，也有不少国家在积极探索建立人民币离岸市场的可行性。

本报告认为，应当抓住当前有利的时间窗口，充分利用国内经济结构转型期、国际离岸金融中心调整期以及国际市场寻求避险币种等历史机遇，以人民币离岸市场建设促进人民币国际化。在此过程中要特别注意处理好两个关系。

第一，近期看，要处理好离岸市场与实体经济的关系，强调人民币离岸市场服务于中资企业和金融机构的国际化战略。应当重视离岸市场配置全球资源的重要作用，尊重国际金融中心发展的客观规律，本着互利互惠原则，进行顶层设计。应当沿着我国贸易、投资对外发展的足迹，在各大洲合理规划人民币离岸市场布局。区分成熟国际金融中心 and 新兴离岸金融中心不同的人民币进入策略，既要通过离岸市场发展有效提高人民币国际化水平，又要增强人民币离岸市场服务于中资企业和金融机构国际化的能力。

第二，中远期则要处理好人民币在岸—离岸金融市场的关系，逐步实现在岸市场价格引导离岸市场价格的理想模式。当离岸金融市场达到一定规模后，或许会干扰国内货币政策的实施效果，形成货币紧缩压力或输入性通货膨胀。离岸市场交易也使得国际货币发行国的利率和汇率决定机制更加复杂。可以推论，随着全球人民币离岸市场从成长期进入成熟期，必将促使我国货币政策调控目标从数量模式转向价格模式，同时也将对反洗钱等金融监管措施甚至法



律制度的有效性提出挑战。

《人民币国际化报告 2014》是课题组提交的第三份年度报告。随着研究视野的逐步拓宽，随着对特定问题的深度挖掘，经过与世界各国学术界同仁、企业界和金融界人士、政府官员等的广泛接触与交换意见，我们关于人民币国际化战略定位及其实现路径的观点也越发清晰。概括起来，主要就是三句话。首先，人民币国际化必须坚持以实体经济的国际化为基础。如果不是由在国际市场上具有一定竞争力和影响力的本土跨国公司来主导对外贸易和投资活动，那么本币给予国际社会的信心其实是不充分的，此时货币国际化的根基很不牢固，而且也难以持久。其次，利用国际金融中心调整的历史机遇，积极有序地推进人民币离岸金融的全球布局。在资本账户有限开放条件下，想要保持人民币离岸市场的流动性、提高人民币对非居民的吸引力，应当贯彻“内外互动”的战略思想，实现“两条腿走路”：一是建设内外分离的人民币离岸市场，二是推动中资银行国际化发展，以便将境内本币业务的优势延伸至境外。应该看到，至少在离岸市场发展初期，坚持离岸金融业务为实体经济服务，通过指定清算行创建高效的离岸清算系统，即可又快又稳地提高人民币国际化水平。最后，以中国（上海）自贸区的深化改革与开放实践，积极推动双边经贸和金融合作，抓住丝绸之路经济带建设的重大机遇，增进政治互信，拓展中国对外经济发展新空间，为人民币国际化增添新的动力和巨大正能量。

2014 年 5 月于北京

国际货币研究系列丛书编委会

顾 问

苏 宁

潘功胜

罗伯特·蒙代尔 (Robert A. Mundell)

任志刚

罗纳德·麦金农 (Ronald I. McKinnon)

史蒂夫·汉克 (Steve H. Hanke)

埃德蒙·阿尔方戴利 (Edmond Alphandery)

主 编

陈雨露

编 委 (以姓氏拼音为序)

贲圣林 曹 彤 郭庆旺 纪志宏 李一衡 (Lee Il Hong)

刘 珺 瞿 强 涂永红

魏本华 向松祚 宣昌能 曾颂华 (Wanda Tseng) 张 杰

张晓朴 张之骧 赵海英 赵锡军

国际货币研究系列丛书

1. [英] 戴维·马什. 向松祚, 宋姗姗译. 欧元的故事——一个全球货币的激荡岁月. 北京: 机械工业出版社, 2011
2. 曹彤编著. 财政危机下的金融困局与突破: 国际金融形式评论 2013. 北京: 机械工业出版社, 2013
3. 曹彤编著. 后金融危机时代全球货币治理的坚守与革新: 国际金融形式评论 2014. 北京: 机械工业出版社, 2014
4. 中国人民大学国际货币研究所. 人民币国际化报告 2012. 北京: 中国人民大学出版社, 2012
5. 中国人民大学国际货币研究所. 人民币国际化报告 2013: 世界贸易格局变迁与人民币国际化. 北京: 中国人民大学出版社, 2013
6. International Monetary Institute, Renmin University of China. *The Internationalization of the Renminbi: 2012 Annual Report*. 北京: 中国人民大学出版社, 2012
7. International Monetary Institute, Renmin University of China. *Internationalization of the RMB: 2013 Annual Report*. Hong Kong: Enrich Professional Publishing, Inc., 2014
8. 中国人民大学国际货币研究所. 人民币国际化报告 2012 (日文版). 东京: 科学出版社东京株式会社, 2014

第 1 章 人民币国际化指数	1
1.1 人民币国际化指数定义及编制	1
1.1.1 人民币国际化	1
1.1.2 人民币国际化指数	2
1.1.3 人民币国际化指数的构建原则	2
1.1.4 人民币国际化指数指标体系	4
1.1.5 人民币国际化指数计算方法及其经济含义	6
1.2 人民币国际化指数及变动原因	6
1.2.1 人民币国际化指数现状	6
1.2.2 推动 RII 走强的四大原因	7
1.3 人民币国际化指数变动的结构分析	10
1.3.1 人民币国际贸易计价结算占比迅猛增长	10
1.3.2 人民币国际金融计价结算功能强化	13
1.3.3 人民币外汇储备功能继续扩大	21
1.4 主要货币的国际化指数比较	22
第 2 章 人民币国际化现状	26
2.1 跨境贸易人民币结算	26
2.2 人民币直接投资	28
2.2.1 人民币境外直接投资	28
2.2.2 人民币外商直接投资	30
2.3 人民币证券投资	31
2.3.1 国际债券和票据市场	31
2.3.2 股票市场	33



2.3.3	衍生产品市场	35
2.3.4	RQFII 扩大为全部境外机构	39
2.4	人民币境外信贷市场	40
2.4.1	境内金融机构人民币境外贷款	40
2.4.2	离岸市场人民币贷款	41
2.5	全球外汇储备中的人民币	45
2.5.1	人民币进入更多国家的官方储备	45
2.5.2	国际储备多元化新趋势	47
2.6	人民币外汇及离岸市场	49
2.6.1	人民币外汇市场	49
2.6.2	人民币离岸市场	53
2.7	人民币汇率	54
2.7.1	人民币汇率制度	54
2.7.2	人民币汇率水平	56
2.8	中国资本账户开放程度	62
2.8.1	中国资本账户开放度测算	62
2.8.2	开放度发生变化的具体项目	68
第3章	舆情与观察	74
3.1	经济学家视点	74
3.2	人民币国际化的国际舆情分析	88
3.2.1	国际舆情分析方案与技术	88
3.2.2	人民币国际舆情特征	90
3.2.3	人民币国际舆情关注内容比较	93
3.3	观察——人民币国际化实践	101
3.3.1	前海地区跨境人民币业务调研	101
3.3.2	香港人民币离岸市场调研	105
3.3.3	人民币国际化国外专家专项调查分析	108
第4章	货币国际化和离岸市场：历史经验的启示	113
4.1	离岸市场发展的必然性	113
4.2	离岸金融市场发展的重要意义	116
4.2.1	离岸金融市场的特点	116
4.2.2	离岸市场的职能	117
4.2.3	离岸市场对世界经济的影响	119
4.3	人民币国际化与离岸市场建设的内在逻辑	120
4.3.1	离岸市场建设有利于人民币国际化纵深发展	120



4.3.2	缓解资本账户开放前的人民币可兑换障碍	122
4.3.3	抓住当前有利时机以离岸市场 促进人民币国际化	125
4.4	以离岸市场促进人民币国际化：理论与实证分析	127
4.4.1	影响国际货币区域分布的主要因素	127
4.4.2	对货币区域分布影响因素的实证检验	133
4.4.3	全球主要离岸金融中心人民币交易比重模拟	138
第5章	人民币离岸市场的现状和未来	143
5.1	香港人民币离岸市场	143
5.1.1	发展历程	143
5.1.2	总体评价	150
5.2	其他地区人民币离岸市场	153
5.2.1	伦敦人民币离岸市场	153
5.2.2	非洲人民币离岸市场	160
5.3	人民币离岸市场进一步发展的机遇	163
5.3.1	稳定的政治局面和持续的经济的发展	164
5.3.2	深层次金融改革和金融创新	166
5.3.3	人民币流出途径与回流机制逐步形成	170
5.3.4	世界主要金融中心普遍持欢迎态度	171
5.4	人民币离岸金融中心选址研究	172
5.4.1	模型构建	174
5.4.2	模型分析与结论	177
第6章	建设人民币离岸市场的挑战	181
6.1	离岸人民币产品和机构竞争力有待提升	181
6.1.1	离岸人民币金融产品不健全	181
6.1.2	中资离岸金融机构创新能力较弱	185
6.1.3	在岸与离岸金融市场相互影响	190
6.1.4	缺乏高效安全的离岸人民币支付清算系统	192
6.2	人民币离岸金融中心法律制度架构有待建立	195
6.2.1	金融监管的挑战：设置监管机构与优化监管措施	196
6.2.2	保密制度带来的冲击	198
6.2.3	细化反洗钱法律规范及提升实施效率	199
6.2.4	明晰离岸金融业务载体制度	200
6.2.5	建立离岸金融中心的司法制度	201
6.2.6	人民币离岸金融中心面临的	



法律挑战及建议	202
6.3 国内货币政策和金融监管将承受较大压力	206
6.3.1 离岸市场发展可能干扰国内货币政策	206
6.3.2 离岸市场发展对金融监管提出更高要求	211
6.4 避税港型离岸金融中心可能构成较大威胁	214
6.4.1 避税港型离岸金融中心的负面影响	215
6.4.2 避税港型离岸金融中心对中国的挑战	217
第7章 结论与建议	220
7.1 主要研究结论	220
7.1.1 RII 开启个位数时代	220
7.1.2 国际舆论对人民币给予更多关注	222
7.1.3 离岸市场建设促进货币国际化	223
7.1.4 人民币离岸市场国际布局选择	224
7.1.5 人民币离岸市场建设的主要挑战	225
7.2 政策建议	227
7.2.1 培育本土跨国公司并推动实体经济国际化	227
7.2.2 针对各国关切引导人民币国际舆情	227
7.2.3 “内外互动”破解人民币国际化难题	228
7.2.4 抓住有利时间窗口加速建设人民币离岸市场	228
7.2.5 创建高效安全的离岸人民币清算系统	229
7.2.6 完善人民币离岸市场的法律制度框架	230
7.2.7 强化并提升中华文化的国际认同感 与影响力	230
附录1 国际舆情及人民币离岸中心讨论	232
1.1 国际媒体对人民币国际化进展的评估和政策建议	232
1.1.1 对人民币国际化前景的信心	232
1.1.2 人民币的地区化战略	235
1.1.3 人民币国际化可能面临的问题	236
1.1.4 对于未来进一步改革的政策建议	238
1.2 关于人民币离岸中心的讨论	239
附录2 交通银行人民币离岸业务发展经验	250
附录3 主要离岸金融中心	253
3.1 内外一体型离岸金融中心：伦敦和香港	253
3.1.1 伦敦	253
3.1.2 香港	256



3.2	内外分离型离岸金融中心：纽约·····	259
3.3	内外渗透型离岸金融中心：新加坡·····	260
3.4	避税港型离岸金融中心：开曼群岛 和英属维尔京群岛·····	263
3.4.1	开曼群岛·····	263
3.4.2	英属维尔京群岛·····	267
3.5	各类型离岸金融中心比较·····	269
附录4	离岸金融中心的税制比较·····	272
4.1	“免征直接税”模式·····	272
4.2	“免征境外所得税”模式·····	274
4.3	“免征某些所得税”模式·····	274
4.4	“境外所得适用低税率”模式·····	275
4.5	“所得税和一般财产税适用低税率”模式·····	276
4.6	“特定行业或经营方式税收优惠”模式·····	277
附录5	人民币国际化大事记·····	280
	主要参考文献·····	292
	后记·····	297

人民币国际化指数

1.1 人民币国际化指数定义及编制

1.1.1 人民币国际化

人民币国际化可定义为人民币在国际范围内行使货币功能，成为主要的贸易计价结算货币、金融交易货币以及政府国际储备货币的过程。在当前极其复杂与动荡的国际经济环境中，中国要实现新型城镇化、保持经济稳健增长、维护核心利益，人民币国际化无疑是一个非常重要的制度保障。

货币国际化需要具备一些基本的条件。例如，实体经济保持稳健发展，在国际经济和贸易中占有重要的地位；国内金融自由化水平和对外开放程度较高；建立有利于货币国际化的宏观经济与市场制度基础。尽管人民币已初步具备了国际化的一些条件，但是要实现最终的目标，中国还将面临一个漫长而艰巨的过程。按照货币国际化的发展规律，人民币国际化必须经历周边化—区域化—全球化三个发展阶段，至少需要 20~30 年的时间。

毋庸置疑，人民币国际化是一个市场自然形成与政府政策导向