



第5卷

张 斌 等 ■ 著

人民币国际化

REPORT OF LUJIAZUI INSTITUTE, CASS
总编 ■ 李 扬 主编 ■ 殷剑峰 副主编 ■ 何海峰

基地报告

基地报告

REPORT OF LUJIAZUI INSTITUTE, CASS

总编 ■ 李 扬 主编 ■ 殷剑峰 副主编 ■ 何海峰

第5卷

张 斌 等 ■ 著

人民币国际化



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

人民币国际化/张斌等著. —北京: 社会科学文献出版社,
2015. 5

(基地报告)

ISBN 978 - 7 - 5097 - 7392 - 5

I. ①人… II. ①张… III. ①人民币(元) - 国际化 -
研究 IV. ①F822. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 076043 号

· 基地报告 ·

人民币国际化

著 者 / 张 斌 等

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 恽 薇 陈 欣

责任编辑 / 王婧怡

出 版 / 社会科学文献出版社·经济与管理出版分社 (010) 59367226

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367090

读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 三河市尚艺印装有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 16 字 数: 221 千字

版 次 / 2015 年 5 月第 1 版 2015 年 5 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 7392 - 5

定 价 / 69.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社读者服务中心联系更换

 版权所有 翻印必究

中国社会科学院陆家嘴研究基地

主要成员

顾 问 屠光绍 上海市人民政府常务副市长

理 事 长 李 扬 中国社会科学院副院长、经济学部主任

学术委员会联合主席

蔡 昉 中国社会科学院副院长、学部委员

吴晓灵 全国人大常委、财经委副主任委员

副理事长 王国刚 中国社会科学院金融研究所所长、学部委员

郑 杨 上海市金融服务办公室主任

秘 书 长 殷剑峰 中国社会科学院金融研究所副所长

常务副秘书长 何海峰 中国社会科学院金融政策研究中心主任

副 秘 书 长 钱学宁 博士

学术交流中心主任 骆立云 博士

目 录

CONTENTS

第一篇 人民币在岸与离岸市场协调发展研究

第一章 离岸市场发展及其对在岸市场影响的理论与国际经验 003

第一节 离岸市场与货币国际化 003

第二节 离岸市场发展的国际经验与教训 006

第三节 离岸市场发展对在岸市场的影响 016

第四节 在岸市场的应对措施 022

第二章 人民币在岸与离岸市场：发展与互动 030

第一节 对人民币离岸、在岸市场的已有研究 030

第二节 人民币跨境业务的最新进展 036

第三节 香港离岸人民币市场：发展与现状 040

第四节 在岸外汇市场的发展与交易逻辑 057

第五节 人民币贸易结算和离岸人民币市场发展

是否加剧短期资本流动 062

第六节 CNH、NDF 以及 CNY 的联动关系研究 067

第三章 人民币离岸市场与在岸市场协调发展的政策建议 074

第一节 在岸市场与离岸市场发展的政策建议回顾 074

第二节 对在岸与离岸市场协调发展的一揽子建议 081

参考文献 089

附录 人民币离岸市场建设大事记 094

第二篇 人民币跨境清算指标体系

第一章 国际清算与结算体系的介绍与比较 099

第一节 支付、结算、清算的概念 099

第二节 环球同业银行金融电讯协会 101

第三节 美国的支付清算体系 105

第四节 泛欧自动实时总额结算特快转账系统 111

第五节 日本支付清算体系 120

第六节 主要发达经济体支付清算体系的比较 126

第七节 人民币支付清算体系 127

第二章 主要国际金融中心建设与跨境清算体系 133

第一节 主要国际金融中心发展历程 133

第二节	纽约和伦敦国际金融中心的发展对上海的启示	139
第三节	上海成为国际金融中心和清算中心的潜在优势	143
第四节	上海国际金融中心建设措施	148
第三章	人民币国际化的进展	157
第一节	从国际收支平衡表的框架来看人民币国际化	157
第二节	从国际货币职能角度来看人民币国际化	160
第四章	货币国际化驱动因素文献回顾	170
第一节	货币国际化长期驱动因素	170
第二节	结算货币决定因素	176
第三节	储备货币决定因素	181
第四节	货币国际化短期驱动因素	188
第五章	人民币跨境套利指数	194
第一节	人民币国际化指数综述	194
第二节	人民币跨境套利指数	208
第六章	人民币跨境清算指标体系	214
第一节	人民币跨境清算系统现状	214
第二节	人民币跨境结算指标体系	219
第三节	人民币跨境结算出现的主要问题	228
第四节	政策建议	231

参考文献	235
------	-----

附件 1 台湾人民币国际化调研报告	240
-------------------	-----

附件 2 澳大利亚人民币国际化调研报告	245
---------------------	-----

第一篇

人民币在岸与离岸市场
协调发展研究

| 第 | 一 | 章 |

离岸市场发展及其对在岸 市场影响的理论与国际经验

美国金融危机的关键教训之一是当前国际货币体系对单一储备货币的过分依赖。未来国际货币体系改革的重要方向之一是国际储备货币多元化，在这一背景下，人民币国际化被寄予厚望。

中国政府在推动人民币国际化方面做了大量富有成效的工作，国际社会对人民币成为未来重要的国际货币也无疑义。但是从目前来看，人民币国际化仍面临着不少障碍，特别是僵化的人民币汇率形成机制和资本项目管制。Genberg（2009）认为一国货币要实现完全国际化，要求该货币的国际金融交易应该是没有任何限制的，甚至部分国际化需要资本账户交易的大幅自由化。如其所说，在资本账户开放并不能立即完成的情况下，人民币的国际化是否会受到抑制呢？何东与麦考利（2010）认为答案是否定的。这是因为资本账户全面开放既不是货币国际化的必要条件也不是充分条件，特别是在国际化的初始阶段，通过发展人民币离岸市场即可以化解这一矛盾。

第一节 离岸市场与货币国际化

离岸市场是指为非居民投资者和借款者提供国际性借贷、结算、投资

工具等金融服务，不受交易货币发行国金融法规管制，并享受业务发生国提供的较大税收优惠的金融市场（马骏，2012）。货币的国际化则是指一国货币能够跨越国界在境外流通，在国际范围内发挥计价、结算、价值储藏等货币职能。因此，积极发展离岸市场，通过在本国境外建立一个不受本国金融法律约束的离岸金融市场，可以为非居民使用本币提供便利条件，有利于扩大货币的国际使用和流通，特别是在一国货币存在资本账户交易限制的时候。

离岸市场和货币国际化的发展往往是齐头并进的（Gao 和 Yu，2009）。货币国际化伴随的货币使用和流通范围的扩大必然会造成离岸市场的产生，而离岸市场反过来也会进一步促进货币的国际化。从历史上看，美元等全球主要货币的国际使用也常常借助离岸市场来实现，这种情况一直持续到现在。例如从私人存款来看，2008 年美国居民和非居民在美国以外地区的美元存款（即离岸市场存款）占到全球美元存款的近四分之一。而从官方机构来看，则更倾向于离岸市场安排，2008 年年底，在全球美元官方 4892 亿美元的存款中，有 3019 亿美元存在美国以外的地区，而存在美国的官方存款只有 1873 亿美元。这说明离岸市场在扩大货币的国际使用、流通、价值存储等方面发挥了巨大的作用。

离岸市场作用的发挥得益于以下几个因素（He 和 McCauley，2010）。

第一，地理位置、时区、法律体系、监管制度、会计准则、语言等因素的考虑。相比在岸市场，如果离岸市场离投资者的距离和时区更近，法律制度等社会文化因素更相似，那么投资者将会更偏好离岸市场而不是在岸市场。这种选择一方面可以节省投资者的交易成本，另一方面也可以降低投资者进入市场的壁垒，因此离岸市场更易体现出地域集群特征。

第二，离岸市场可以降低投资者面临的**国家风险**。离岸市场不受货币发行国金融政策、法律、法规的管制和约束。通过离岸市场，投资者可以在货币构成不变的情况下将投资分散在不同的国际市场，这有利于投资者

降低货币发行国遭遇主权风险时所造成的损失。例如冷战时期，苏联担心持有的美元头寸会被美国冻结，便把美元存款转存在伦敦的莫斯科人民银行户头上，这被认为是欧洲美元的开端。同时，通过多离岸市场投资，也有利于降低系统性风险。

第三，相比在岸市场，投资者在离岸市场可获得更加优惠的投融资条件。由于离岸市场上的金融活动受货币发行国和市场所在国的限制比较少，使得离岸市场的资金成本相对较低。如欧洲货币市场由于没有存款准备金和存款保险的要求，其存款利率一般会高于国内金融市场的利率，而贷款利率则会低于国内金融市场的利率，所以离岸市场对投资者和筹资者都非常有吸引力。

第四，离岸市场可以更好地规避在岸市场所面临的一些限制。例如20世纪60年代到70年代由于美国的资本管制，美元投资者和筹资者不得不借道伦敦去进行美元资金的拆借，使得离岸美元债券市场获得了快速发展。

因此，对投融资双方来说，离岸市场天然具有比在岸市场更好的优势，非居民投资者更偏好通过离岸市场参与某种货币金融交易。而如果所投资货币金融交易存在资本管制，离岸市场则变为对外金融交易的唯一通道（此外就是地下非法渠道）。一国政府货币当局可以充分利用离岸市场这一优势条件，与在岸市场紧密配合，不仅可以推动货币国际化的快速发展，而且可以在资本账户没有完全开放之前，及早将货币国际化引向深入。

这对于人民币国际化来说显得尤为重要。现阶段的人民币国际化并不要求立即实现成为世界货币这种终极目标，这既不现实也不必要。现阶段人民币发展的目标是推动人民币作为贸易结算货币并逐渐成为区域货币，这意味着人民币在实现贸易计价和支付清算之外，还需要一个可以被境外企业和个人参与的人民币银行结算体系和与之互通的人民币资本市场，在

国内金融市场相对封闭的情况下就需设立人民币离岸市场(人民币国际化课题组, 2011)。

除了规避资本账户管制对人民币国际化的不利影响外,从美国的经验看,人民币最终要成为主要的国际货币,也必须发展离岸市场。McCauley (2011)指出如果没有一个活跃的离岸市场,人民币要成为国际货币特别是储备货币将非常不乐观(it would seem unlikely)。这包括以下几个理由(马骏, 2012):第一,主要国际货币应该是全天候交易货币,以满足不同时区客户在本时区交易的需要,显然只靠在岸市场是无法完成的;第二,要提升主要国际货币的规模交易量就需要“第三方”交易,而境外离岸市场可以为这些交易提供更大的便利性;第三,国际货币的价值储藏属性要求发行国在境外供给大量的货币资产以供非居民持有,这既可能出于某种便利性的考虑,也可能出于对该国主权风险的担忧,美元的经验就说明了这一点;第四,离岸市场的存在可以减少货币国际发行对该国货币政策的冲击。离岸市场为国际货币在国际市场和国内市场之间流动建立一道缓冲机制,可以减少国际货币流动对国内金融货币市场的冲击。

因此,积极发展离岸市场,不但可以有效缓解人民币国际化过程中面临的资本账户开放与国内经济金融发展之间的矛盾,同时也是人民币国际化的必经之路与必备条件。凭借发达的金融市场、紧密的经贸联系以及两地在地理、语言、人文等方面得天独厚的条件,中国香港成为建设人民币离岸中心的最佳选择。

第二节 离岸市场发展的国际经验与教训

1929年,离岸金融机构在卢森堡就已出现,但是国际离岸市场的发展却应该是从第二次世界大战结束之后开始的。布雷顿森林体系确立了黄金-美元本位的货币制度,美元在美国之外地区的需求量和流通量迅速增

加，这促进了欧洲美元市场的发展，伦敦成为重要的国际离岸金融中心。从20世纪60年代开始，很多国家和地区开始主动建设国际离岸金融中心，新加坡在这一时期就成为亚洲美元重要的离散地。80年代，美国和日本分别在国内建成在岸的离岸金融市场，离岸市场发展进入了更加快速的发展阶段。2000年之后，香港启动人民币离岸市场建设，与此同时，内地也希望借离岸市场建设助推人民币国际化进程。

如前文所述，货币国际化要求相应离岸市场的发展，但是离岸市场的发展并不总是伴随国际货币的诞生，国际离岸市场的诞生和发展还存在其他多种目的和用途，这既可能来自市场的自然发展，也可能来自政府政策的推动。国际离岸市场的发展大致经历了四个阶段（香港中华总商会，2010）。

第一阶段：第二次世界大战后到20世纪60年代后期。这一时期欧洲美元市场开始发展，伦敦成为主要的离岸市场。第二次世界大战后，美元成为世界主要储备货币，欧洲战后重建使得大量美元流入这一地区。二战后的政治事件（包括朝鲜战争、冷战）使得苏联以及东欧国家将美元资产从美国转移到欧洲，欧洲美元市场逐步形成。

第二阶段：20世纪60年代后期到70年代后期，亚洲美元市场开始发展，新加坡成为亚洲美元的离岸市场。60年代后期，西欧公司逐步加大对东南亚的投资，美元开始在亚洲聚集，新加坡政府抓住机会并进行相应金融改革，允许美洲银行新加坡银行分行在银行内部建立亚洲货币单位（ACU），吸收非本地居民美元存款，为非居民提供外汇交易以及资金借贷等业务。

第三阶段：20世纪80年代早期到90年代晚期，美国、日本和中国香港加速离岸市场建设。为吸引美元资产回流，美国在1981年建立国际银行业设施（IBFs），日本在1986年建立了日本离岸市场（JOM），但其主要目的是为日元国际化服务。香港在错过建设亚洲美元市场的良机后，

于80年代后期开始进行金融改革，离岸市场业务获得快速发展。

第四阶段：2000年之后，香港发展成为人民币离岸市场。2004年，香港银行业开始办理人民币业务，2009年7月，人民币跨境贸易结算试点启动，2010年7月，中国人民银行与中国银行（香港）对人民币清算协议进行了修订，进一步扩大了人民币业务的范围。伴随着人民币国际化的不断推进，香港人民币离岸市场将会获得更加快速的发展，并将进一步巩固香港作为国际金融中心和离岸金融中心的地位。

根据金融稳定论坛（FSF）的统计，2000年全球的离岸金融中心总数共计42个（IMF，2000），但是离岸金融交易主要发生在伦敦、纽约、东京等几个国际金融中心。因此我们在此主要介绍欧洲货币市场、美国离岸市场IBFs、日本离岸市场JOM以及新加坡离岸市场的发展，充分吸收国际离岸市场发展的经验与教训，以期对借助离岸市场促进人民币国际化可能产生的风险早做安排，为正在进行人民币国际化和离岸市场建设的中国提供更多的参考，更好地促进人民币国际化的发展。

（一）欧洲货币市场

欧洲货币市场也可称伦敦离岸金融市场，是最早出现的离岸市场，欧洲美元业务是伦敦离岸市场最早的货币业务，目前仍占据着主要地位。伦敦离岸市场产生的背景是第二次世界大战结束后，美元成为全球国际货币，美元对外输出规模不断扩大，逐渐在美国“体外”形成了一个以伦敦为中心的离岸美元市场。欧洲美元市场的形成主要包括以下几个原因。

第一，苏联和其他东欧国家在欧洲的美元存款成为欧洲美元市场的开端。20世纪50年代，苏联和一些东欧国家惧怕美国冻结这些国家在美的美元存款，纷纷将手中的美元转到欧洲国家的银行账户中，成为欧洲美元市场的开端。

第二，1957年，英镑危机爆发，迫使英国金融当局不得不限制国际

贸易清算手段转为美元。英格兰银行禁止英国银行对外国提供英镑贷款，也禁止外国人借入英镑，这些措施使英国银行纷纷转向美元，经营美元存放款业务的资金市场在伦敦运转起来。

第三，欧美不同的金融政策推动了欧洲美元市场的发展。20 世纪 50 年代末，西欧主要国家放松外汇管制，美元可以在欧洲地区自由买卖，资金可以自由流动，而美国出于对欧洲美元的担忧，施行了一系列抑制美元外流的政策举措，这反而进一步促进了欧洲美元市场的繁荣。

第四，20 世纪 70 年代，美国出现的国际收支逆差造成美元大规模对外输出，同时石油输出国组织积累的大量美元流入也对欧洲美元市场的充实和壮大起了巨大的作用。

欧洲货币市场是一种完全国际化的离岸金融市场，不受所在国政策法规的管辖和约束，交易范围也比一般的国际金融市场有所扩大，其特点包括以下几个方面。

第一，欧洲货币市场是一个高度自由化的金融市场。由于交易货币不受任何国家国内银行法的限制，欧洲货币市场是有史以来最自由的国际借贷市场，借贷主体没有限制，一切具有信誉的经济实体都可以自由借贷而无须抵押，同时对借款用途也不加以限制。各国货币当局为了相互吸引欧洲货币资金，扩大借贷业务，也往往采取多种优惠措施，例如允许免交存款准备金、非居民可以自由进行外币资金交易、自由转移资金等。

第二，欧洲货币市场以银行间交易为主。欧洲货币市场虽然以伦敦为中心，但是业务遍及欧洲大陆以及欧洲以外地区。经营欧洲货币借贷业务的金融机构通称为欧洲银行，各银行通过电话、电报进行业务往来，其业务活动大都以批发业务为主。其中，欧洲货币市场银行之间的交易量占 70% 左右，这与在岸市场的国内借贷市场有很大不同。

第三，欧洲货币市场有独特的利率体系。由于欧洲货币市场不受法定准备金和存款利率最高额限制，其存款利率相对较高，放款利率相对较