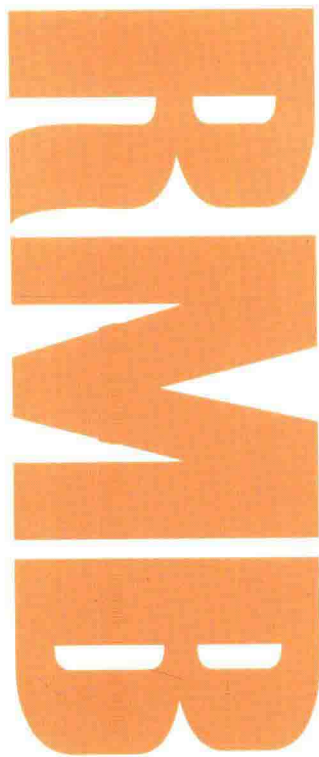




人民币

离岸市场与在岸市场联动关系研究

THE STUDY ON INTERACTIONS BETWEEN
RMB OFFSHORE AND ONSHORE MARKETS

本书按照提出问题—分析问题—解决问题的思路，从理论视角和历史视角着手，将定性分析与定量研究相结合，以现实分析和政策选择为研究重点，对人民币离岸市场与在岸市场的联动关系、内在机制及政策含义等进行了深入分析和系统讨论。

杨承亮◎著

人民币

离岸市场与在岸市场联动关系研究

THE STUDY ON INTERACTIONS BETWEEN
RMB OFFSHORE AND ONSHORE MARKETS

杨承亮◎著

责任编辑：何 为 王慧荣

责任校对：刘 明

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币离岸市场与在岸市场联动关系研究 (Renminbi Lian Shichang
yu Zaian Shichang Liandong Guanxi Yanjiu) / 杨承亮著. — 北京: 中国金
融出版社, 2014. 9

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7617 - 8

I. ①人… II. ①杨… III. ①人民币—金融国际化—研究
IV. ①F822

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 181537 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 17.75

字数 264 千

版次 2014 年 9 月第 1 版

印次 2014 年 9 月第 1 次印刷

定价 30.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7617 - 8/F. 7177

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

序

2007 年以来的全球金融危机，充分暴露出现有国际货币体系的弊端。改革国际货币体系，因而构成克服危机、重回正轨的一项重要内容。人民币国际化问题，就是在这样的历史大背景下进入了人们的视野。

从历史上看，一国货币要成为国际储备货币，需要具备多方面条件，并经历漫长的历史发展过程。在经济总量上要能在全球占据显著且具影响力的地位，是首要的前提性条件，自不待言。国内拥有发达、有弹性、有深度、多样化的资本市场；有着完善、严格、可信赖和可实施的产权保护制度；拥有便利和低成本的交易机制，支付清算体系国际化等等，都是不可或缺的经济和金融条件。

一国货币之国际化，有其收益，也有其弊端。大致上说，享有作为储备货币的“过度特权”（如向他国课征“铸币税”），弱化海外资产负债的货币错配情况，便利本国投资者拓展海外投资，有助于本国的金融机构拓展海外业务，有助于完善本国的金融市场及银行体系，带动国内与金融服务相关的就业市场发展等等，是其主要收益；在相当程度上丧失对本币的控制权，从而丧失货币政策的独立性，同时，需要承担相应的提供“国际公共品”的国际责任与负担等等，则是其主要弊端。事实上，当年的西德就是因不愿承担过度的风险和责任而一再拒绝马克国际化，其后推出欧元并用之与美元霸权相抗衡，则是其周到考虑各种因素之后，谨慎作出的战略选择。面对如此复杂的历史进程，中国在推进人民币国际化过程中，显然必须认真考量、权衡利弊、稳扎稳打、循序渐进。

目前，美元、欧元、英镑等货币走出本土的主要途径是对外产生长期、持续的贸易赤字。一些研究者基于这一经验来研判人民币国际化问题，认为国际收支长期逆差是人民币国际化的前提条件。这纯粹是误解。必须认识到，通过贸易赤字将本国（地区）货币源源不断地推向世界，是

以这些货币已经成为国际货币为前提的。这意味着，本币要成为国际货币，首先必须解决本币被国际社会接受这个前提性问题。在历史上，当英镑充当国际储备货币时，英国牢牢掌控着全球经济的平衡权，其平衡机制，便是贸易项目顺差与资本项目逆差对应，即通过贸易顺差吸收黄金，再通过资本和金融项目逆差（资本输出）将黄金或黄金的代表物（英镑）贷放到附属国去。与此同时，通过对外输出资本（资本与金融项目逆差），形成被输入国的购买力，以便其反过来购买英国的商品。美元替代英镑，走的也是相同的路径。

这样看，要想使人民币成为国际储备货币，中国必须尽快改变目前仅对少数发达经济体（主要是美国）保持贸易顺差而对其他发达经济体和多数新兴市场经济体贸易逆差的贸易结构，首先形成对他国的长期持续贸易顺差，目的是使他国在经济上形成对中国的依赖，进而愿意接受人民币作为支付手段，直至作为储备手段。这样看来，人民币国际化的道路，堪称“路漫漫其修远兮”。

近年来，伴随着规模庞大的商品和劳务频繁跨境流动，大量人民币已经在境外流通，我国政府在人民币贸易结算、融资、投资等方面给予的政策支持，更向人民币境外流通提供了源源不断的资金支持，在此环境下，越来越多的境内外企业、金融机构在中国境外参与了多种人民币业务。

当金融机构在境外向非居民发放人民币贷款或吸收人民币存款，或者在非居民之间组织债券买卖时，便形成了人民币的离岸市场。作为一种在一国货币当局管辖区域之外发生的本币存贷活动（包括该国货币定值债券的买卖活动），当局一向对本币离岸市场的发展持谨慎态度。例如，当年，在美元离岸市场在伦敦如火如荼地发展起来时，美国货币当局事实上采取的是禁止和限制的态度。在很长时期内，美国政府为了限制美元外流，甚至出台了利息平衡税等一系列政策。事实上，时至今日，美国货币当局都没有采取任何主动措施去引导离岸美元市场的发展。观之离岸日元、离岸欧元市场，大抵都是这种情形。我们在推动人民币离岸市场发展过程中，必须认真研究别国货币离岸市场发展的历史经验和教训，分析这些国家货币当局对离岸市场发展所持的态度及采取的措施。

在我看来，美国、欧盟、日本等发达经济体对发展本币的离岸市场采取不积极甚至反对态度，根本原因在于：离岸市场的发展，将给本国经济金融运行带来不可控因素，从而会在相当程度上使本国货币政策失效，从而弱化其宏观调控能力。之所以会产生这种作用，根本的原因在于，由于货币是统一的，离岸市场和在岸市场的运行便内在地是统一的、联动的。质言之，倘若我们不能全面把握离岸市场和在岸市场之间的联动关系，不能深谙离岸市场的发展对本国经济运行和金融市场发展的全面影响，发展离岸市场，便很可能对国内经济造成新的不稳定冲击。

正是考虑到以上问题，我向读者们推荐杨承亮博士的这部专著。在这部专著中，杨承亮博士前所未有地直接把人民币离岸市场与在岸市场的联动性问题作为自己的研究对象，并将之与中国的金融改革、资本项目可兑换、人民币利率市场化、汇率市场化等问题紧密联系，展开分析，发现了大量新现象，提出了若干有价值的见解。据我管见，从这个角度来研究人民币离岸市场发展及其对人民币国际化的影响，在国内还比较少见。

承亮是我的博士生，本书便是其博士论文的修订本。在读书期间，他勤奋好学、善于思索，显示出扎实的经济学基础和良好的学养。今天，他的博士论文即将付梓，向我求序。我欣然写下这篇短文，并借以表达我的祝贺。我相信，本书的出版，定能对理论界和业界关于离岸市场和人民币国际化问题的研究，有所助益。



二〇一四年九月

摘 要

国际经验表明，离岸金融市场的形成和发展是金融全球化的重要标志，它不仅促进传统在岸金融市场的革命性改变，还推动了美元、日元成为国际储备货币。近年来，人民币国际化步伐提速，香港、新加坡、伦敦等人民币离岸市场快速发展，人民币离岸市场和在岸市场的联动日益增强。在未来的国际货币体系中，人民币将成为重要的交易货币和储备货币，建立健全离岸市场将是人民币实现国际化的必由之路和重要抓手。

本书以提出问题—分析问题—解决问题的思路，从理论视角和历史视角着手，将定性分析与定量研究相结合，以现实分析和政策选择为研究重点，将对人民币离岸市场与在岸市场联动关系、内在机制及政策含义等进行深入分析和系统讨论。

本书首先对离岸市场和在岸市场的有关文献作了全面回顾，运用利率平价理论、国际收支理论、金融创新理论、货币危机理论梳理了离岸市场和在岸市场的联动渠道。第二，研究了香港等人民币离岸金融市场的业务特点和趋势，分析当前人民币离岸货币市场、外汇市场、债券市场发展中所面临的主要问题。第三，综合运用协整检验、Granger 因果关系检验、VAR 模型和脉冲响应分析人民币在岸市场与香港离岸市场在利率价格、汇率价格方面的联动关系，深入探讨人民币离岸市场与在岸市场的资本流动渠道、套利模式和互动机制。第四，通过历史回顾和计量经济分析研究美元、日元、泰铢的主要离岸市场与在岸市场的联动关系，总结离岸市场发展对一国货币国际化的影响及其对中国的启示。最后，就加快发展人民币离岸市场以更好推动人民币国际化提出政策建议，包括加快在岸金融市场改革、推动离岸市场建设、加强金融监管协调等。

关键词：人民币 离岸市场 在岸市场 汇率 利率 联动关系

目 录

第一章 导论	1
第一节 选题背景和意义	1
第二节 相关概念	9
第三节 研究思路与框架	12
第二章 离岸市场与在岸市场：文献综述	15
第一节 离岸金融市场研究	15
第二节 人民币离岸金融市场研究	30
第三节 离岸市场与在岸市场联动关系研究	43
第四节 对有关研究的评述	50
第三章 离岸市场与在岸市场联动关系：理论探讨	52
第一节 离岸市场与在岸市场联动关系：利率平价渠道	52
第二节 离岸市场与在岸市场联动关系：国际收支渠道	58
第三节 离岸市场与在岸市场联动关系：金融创新渠道	65
第四节 离岸市场与在岸市场联动关系：货币危机渠道	68
第四章 人民币离岸市场的发展	74
第一节 香港人民币离岸市场的建立背景及其历程	74
第二节 人民币离岸货币市场	80
第三节 人民币离岸外汇市场	91
第四节 人民币离岸债券市场	103
第五节 人民币离岸股票市场、保险市场等其他市场	114

第六节 其他人民币离岸市场的建立历程、现状和主要业务	116
第五章 人民币离岸市场与在岸市场联动关系： 实证检验与内在机制	125
第一节 两个市场利率联动关系	125
第二节 两个市场汇率联动关系	131
第三节 人民币离岸市场与在岸市场的联动关系：内在机制	160
第六章 离岸市场与在岸市场的联动关系：国际比较	187
第一节 全球离岸市场的发展概况	187
第二节 美元离岸市场与在岸市场协同发展成就美元霸权	189
第三节 美元在岸市场、离岸市场的利率联动关系检验	207
第四节 日元离岸市场与在岸市场的不均衡发展造成套利盛行	216
第五节 泰铢离岸市场与在岸市场的货币错配引发危机	232
第六节 离岸市场与在岸市场联动关系的启示	237
第七章 进一步推进人民币离岸市场和在岸市场联动 的政策建议及结语	242
参考文献	253
后记	271

第一章 导 论

第一节 选题背景和意义

一、选题背景

（一）离岸金融市场的快速发展

金融全球化的实质是实现各种金融要素在全球范围内的最优配置。金融全球化带来的一个直接后果是，金融活动迅速跨越国界、按照国际通行规则运行，同质的金融资产的价格趋同。离岸金融业务的发展正是得益于金融全球化的推动。据估计，全球有高达 60% 的资金存放在离岸金融市场。全球离岸金融市场主要有欧洲地区的伦敦、法兰克福、卢森堡、泽西岛等，北美地区的开曼群岛，加勒比海地区的巴哈马群岛等，亚太地区的东京、香港、新加坡等。不难发现，离岸金融倾向于产生和发展在世界经济金融中心及其周边地区。离岸金融市场突破了传统金融市场地理位置、监管规则的限制，给传统金融业带来了革命性的改变，既推动了传统金融市场的成长与发展创新，又给传统市场的金融安全与稳定带来挑战。

离岸金融业务是全球金融一体化和自由化的产物，其快速发展与国际货币体系改革调整、企业投融资需求、银行业经营行为变化、政府管制等因素密切相关。首先，美元作为第二次世界大战后的主要国际结算和储备货币，离岸市场发展与其流向关系密切，同时欧元、日元、英镑等在离岸金融市场中占比也出现上升。离岸金融业务最初产生于前苏联等东欧国家在欧洲的美元存款，20 世纪六七十年代为逃避美国监管和寻求高收益流向欧洲的美元以及七八十年代国际油价上涨使中东国家积存大量美元。同期，美国为争夺境外金融业务设立了本土的离岸市场——国际银行设施

(International Banking Facility, IBF), 日本为推进日元国际化在东京建立了日本离岸市场 (Japan offshore Market, JOM); 20 世纪八九十年代以后, 东亚国家积累大量外汇储备, 推动新加坡、中国香港、泰国等地离岸市场快速发展。其次, 企业在开展国际贸易、跨境投融资的过程中, 出于避税、融资便利、保密、规避金融管制等不同需求, 倾向于在离岸市场筹措和交易资金。如巴哈马群岛、开曼群岛、泽西岛等, 已成为美国大企业的避税天堂。1974—1980 年, 许多美国企业包括通用公司通过这些离岸中心筹措了 180 亿美元的资金。再次, 金融机构为了适应企业国际化经营的需要, 外汇业务、跨境贷款业务、证券业务、衍生品交易迅猛发展。本土银行除了积极开展非居民业务外, 也纷纷在离岸金融中心设立分支机构。有的银行在离岸金融中心设立分支机构不用缴税, 没有外汇管制和复杂的监管要求, 对于客户和银行产生双赢的效果。例如, 开曼群岛上 580 多家银行, 其中 114 家是实体机构, 其余是挂着“黄铜铭牌”的空壳银行。最后, 政府管制的加强导致金融服务业外移, 而政府管制的放松则刺激了离岸金融业务的产生。如 20 世纪 60 年代, 美国对欧洲美元市场征收利息平衡税 (IETO), 限制居民购买外国证券, 之后又出台了一系列较为严格的金融监管条例, 造成资金大量外逃, 而税收更低、管制较少、银行存贷差更大的伦敦则逐步发展成为最大的离岸金融中心。为恢复美国金融市场的活力, 20 世纪 80 年代美国设立了 IBF。

2009 年以来, 随着人民币跨境贸易结算试点工作的逐步展开, 香港、新加坡、伦敦等人民币离岸市场逐步形成。特别是香港离岸人民币市场 (简称 CNH 市场) 快速发展, 人民币计价金融产品逐步丰富。香港金融机构推出了包括人民币计价的存款、证券、基金、保险、黄金、外汇交易、贸易融资等金融产品, 受到了投资机构 and 个人的欢迎。同时, 人民币在香港离岸市场通过直接投资、三类机构投资银行间债券市场、RQFII 投资债券市场和股票市场等渠道有序回流。2012 年, 香港人民币债券市场发行量为 1046 亿元, 较 2011 年增长 5.54%, 相当于 2012 年香港人民币存款总量的 17.4%。至 2014 年 2 月底, 香港累计发行人民币债券 4675 亿元, 其中内地机构累计发债 995 亿元, 财政部累计发债 800 亿元, 境外机构累计发

债 2880 亿元。中国台湾、新加坡正积极争取成为亚洲的人民币离岸中心，伦敦争取成为欧洲的人民币离岸中心，巴黎、卢森堡、法兰克福也在积极探讨建立欧洲大陆离岸人民币离岸市场的可能性。推动人民币离岸市场建设，加快在岸金融市场开放，处理在岸市场与离岸市场资本流动的关系，已成为金融改革的重要课题。

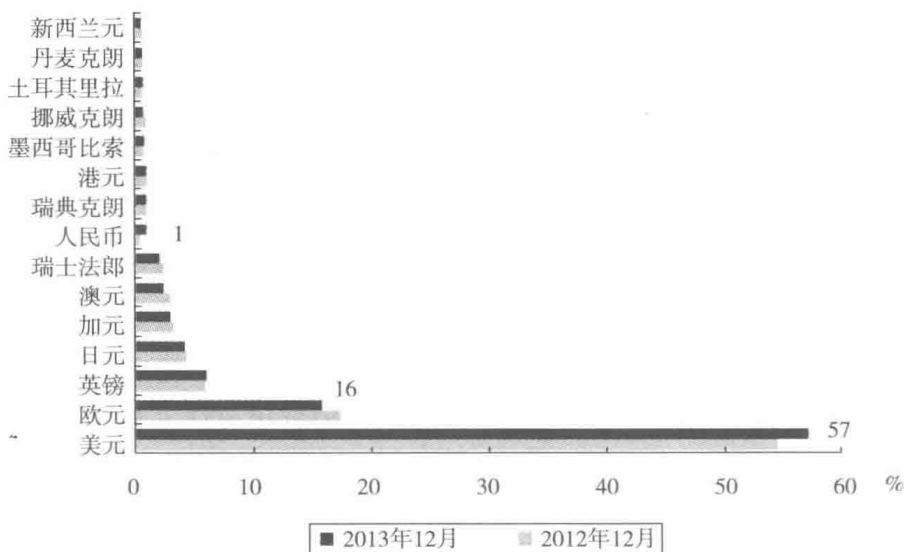
（二）人民币国际化进入提速阶段

2008 年全球金融危机爆发后，美联储为复苏经济采取了多轮量化宽松政策（QE），造成美元的持续贬值。受到美国政策影响，拥有巨额外汇储备的中国面临着外汇储备缩水的风险，人民币国际化战略虽然没有被明确提出，但是人民币国际化却有利于减少对美元的依赖。2010 年 10 月，中国共产党第十七届中央委员会第五次全体会议通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》明确指出，要“扩大人民币在跨境贸易和投资中的作用”。跨境贸易和跨境直接投资人民币结算试点工作的成功推出，标志着人民币在国际贸易中的地位从计价货币提升至结算货币。跨境贸易人民币结算为香港等离岸市场提供了源源不断的人民币资金流入，受此推动，香港离岸人民币市场得到快速发展。据德意志银行估计，截至 2013 年 12 月，中国香港、新加坡、伦敦、中国台湾、中国澳门、巴黎、卢森堡等地离岸人民币资产总量合计高达 1.9 万亿元。据渣打银行（2014）^① 的报告，人民币在 SWIFT 系统中的国际支付占比在 2013 年出现飙升，由 2012 年 12 月的全球第 18 位跃升至 2013 年 12 月的第 8 位，占比达到 1%（见图 1-1）。2013 年 10 月，SWIFT 公布数据显示，在信用证和托收^②等传统贸易融资工具的使用中，采用人民币作为计价及结算货币的比率已从 2012 年 1 月的 1.89% 增至 2013 年 10 月的 8.66%，市场占有率超过欧元，排在第二位。

同时，人民银行与 23 个国家和地区的中央银行或货币当局签署了本币

^① Standard Chartered Bank, “Offshore RMB – A galloping year ahead for the RGI”, *Standard Chartered Global Research Report*, 7 Feb. 2014.

^② 作为国际结算报文传递的主要渠道，SWIFT 为各类跨境支付工具提供信息传输服务，共分为十大类：客户汇款与支票；银行头寸调拨；外汇买卖、货币市场及衍生工具；托收；证券业务；银团贷款和贵金属业务；跟单信用证和保函；旅行支票；银行和客户服务；SWIFT 系统电报。



数据来源：渣打银行（2014）。

图 1-1 2013 年人民币在 SWIFT 国际支付中的排位

互换协议，协议总规模达到 25632 亿元人民币。人民币国际化本质上是境外居民持有人民币，将其作为交易、支付、投资的工具选择之一。如果缺乏投资工具或者人民币资产流动性太差，离岸市场的发展将失去意义。根据格雷斯曼法则（Law of Grassman），国际贸易中，发达国家与发展中国家之间的贸易通常以国际主要货币来计价和结算。自 2011 年底开始，一方面，“跨太平洋战略经济伙伴关系协定”（TPP）、“跨大西洋贸易与投资伙伴关系协定”（TTIP）、“多边服务业协议”（PSA）、日欧“经济伙伴关系协定”等陆续推出，发达经济体作为一个整体，正在努力制定新的货币、金融、贸易、投资的游戏规则，短期内难以接受人民币作为计价和结算货币。另一方面，新兴市场经济体、发展中国家对人民币有较高的认可度，通过离岸金融市场吸引周边国家和地区、新兴市场经济体、发展中国家参与到人民币国际化的进程中来，对于增强中国在区域乃至全球的话语权意义重大。可以说，人民币虽然短期内很难取代美元的国际地位，但是在未来的国际货币体系中，国际货币体系将更为均衡，人民币将成为重要的交易和储备货币。而从国际经验看，建立离岸金融市场是人民币国际化的必

由之路和重要抓手。

（三）国际资本流动冲击的影响不容忽视

自 20 世纪 90 年代以来，国际资本流动形势发生了深刻变化。一是国际资本流动的总规模急剧扩大后又出现萎缩态势。1980—1999 年发达国家资本流出入规模仅占世界 GDP 总量的 5%，2000 年以后，资本流动规模逐年激增，2007 年更是史无前例地达到世界 GDP 总量的 20%。然而，2011 年后，资本流动规模显著下降。据 IMF 判断，2011 年的国际资本流动规模为 1.52 万亿美元，增速从 2010 年的 23% 回落至 12%。2012 年则进一步降至 1.47 万亿美元，比 2008 年减少 2000 亿美元。二是资本整体流入美国，大量流入新兴市场国家。美国自 20 世纪 90 年代以来都是最大的资本输入国，其资本净输入量占全球资本净输入量的比重一直保持在 70% 左右。Milesi - Ferretti 等人（2010）^① 发现美国与开曼群岛、英属维尔京群岛等离岸市场之间的资产负债已经达美国 GDP 总量的 25%。日本和德国则与美国相反，是资本净输出国。新兴市场国家也是资本净流入地区，根据国际金融协会（IIF）的数据，2010 年新兴市场私人资本净流入达 1.04 万亿美元，2011 年净流入 9100 亿美元，2012 年净流入 7460 亿美元。中国占据国际资本净流入国排行榜首位，约占新兴经济体吸引资本总量的 25%。亚洲开发银行（2012）^② 指出，中国和印度在世界各国经济体中表现突出，吸引了大量外资流入，从而推高了汇率升值和股市上涨，也带来了较大通货膨胀压力。三是资本流动周期性特点越来越明显。这几轮国际资本流动都呈现出了资本流动规模扩大→金融不稳定性增加→发生金融危机→资本流动规模萎缩→资本流动逐步复苏的特点。1997—1998 年亚洲金融危机、2008 年国际金融危机都反映了这一特点。李扬（1998）^③ 指出中国具备强劲的经济增长、稳定的国内经济环境、高水平的国内储蓄、合理的外资结构，使得中国没有重蹈东南亚国家之覆辙；但也应警惕日益开放的世界经

① Milesi - Ferretti Gian Maria, Strobbe Francesco, and Tamirisa Natalia, "Bilateral Financial Linkages and Global Imbalances: A View on the Eve of the Financial Crisis", IMF Working Paper, WP/10/257.

② 亚洲开发银行：《2012 年亚洲发展展望》，2012，<http://www.adb.org>.

③ 李扬：《中国经济对外开放过程中的资金流动》，载《经济研究》，1998（2），14～24 页。

济中资本外流和国际资本的不利冲击。Milesi - Ferretti 等人 (2010) 认为离岸金融中心、亚洲新兴市场、石油出口国是全球跨境金融网络中不可缺少的重要纽带, 分析美国、欧元区等发达经济体的资本流动必须考虑这些地区的资本流动状况。四是外部经济环境影响中国国际收支形势。中国双顺差的国际收支形势将在一段时间内持续, 但随着经济转型升级, 经济增长主要由依靠投资、出口拉动向依靠消费、投资、出口协调拉动转变, 加之欧美等国家和地区外需求下滑, 中国经常项目外汇顺差将收窄, 但资本流动的波动性将放大。

- 国际资本流动的这些新变化可能带来以前未能预测的机会和挑战。美国次贷危机、欧债危机导致的主要储备货币汇率波动, 同时来自欧美的资本从其他新兴市场地区撤出, 为人民币国际化提供了历史机遇。资金回流发达国家本土, 又为人民币离岸市场发展带来了新的挑战。如何正确把握国际资本流动的动向, 降低外部冲击对中国经济金融发展的影响, 同样是中国面临的一项重大挑战。

(四) 全面深化金融改革亟待破题

国际上对金融改革的顺序有着不同的认识, 一般认为金融改革存在激进式和渐进式两种方式。20 世纪 80 年代, “华盛顿共识”^① 提出了利率市场化、汇率自由化、贸易自由化、国有企业私有化等政策建议, 东欧国家、拉丁美洲国家在实施激进式自由化改革中出现失误。考虑到基本国情、经济发展阶段和社会承受力等各方面因素, 中国不可能进行激进的金融改革, 因而在渐进式改革中如何安排改革顺序成为各方关注的焦点。2011 年, 世界银行和国际货币基金组织 (2012)^② 在对中国进行的金融部门评估规划 (Financial Sector Assessment Program, FSAP) 中提出了继续推

^① 1989 年, 陷入债务危机的拉丁美洲国家急需进行国内经济改革。美国国际经济研究所邀请国际货币基金组织、世界银行、美洲开发银行和美国财政部的研究人员, 以及拉丁美洲国家代表在华盛顿召开了一个研讨会, 旨在为拉丁美洲国家经济改革提供方案 and 对策。美国国际经济研究所的约翰·威廉姆森 (John Williamson) 对拉丁美洲国家的国内经济改革提出了已与上述各方达成共识的 10 条政策措施, 称做“华盛顿共识” (Washington Consensus)。

^② 世界银行:《中国金融部门评估报告》, 中国人民银行译, 5~6 页, 北京, 中国金融出版社, 2012。

进利率和汇率改革进程、提升金融机构信用风险管理水平、加快金融体系商业化进程、持续改进金融监管的建议。而党的十八届三中全会关于金融领域的改革主要聚焦利率和汇率市场化改革、股票发行注册制改革、健全国债收益率曲线、加快人民币资本账户可兑换、完善金融机构市场化退出机制等。

利率和汇率是金融市场中最重要两个价格，只有让价格形成机制市场化，才能让市场在资源配置中起决定性作用。更灵活的汇率制度将使中国的货币政策更加独立，会形成应对国内外冲击的“缓冲区”（Prasad 等，2005）^①。一般认为，提高汇率的灵活性应该排在资本账户自由化之前。同时，中国的对外资产结构也不合理，外汇储备资产占 GDP 的 45%，对外直接投资占 GDP 的 5%。而美国对外直接投资占 GDP 的 30% 以上，约 75% 的美国海外资产由私人持有，资产组合投资总额约 7.5 万亿美元，占美国 GDP 的一半。将人民币从纯粹的本国货币转换为国际货币，中国必须融入全球金融体系中（Minikin 和 Lau，2013）^②。中国的资本市场经过多年发展，已经形成以股票和债券为主体的多种证券形式并存的金融体系，目前，中国股票市场的市值居世界第三位，债券市场的余额居世界第三位，资本市场对国民经济的代表性日益增强。但是，中国资本市场仍存在定价效率低、缺乏交易工具、缺乏流动性和多样性，以及各层次市场缺乏有效连接机制等问题。有必要引入长期的海外投资者。发展人民币离岸市场必然要求人民币资本项目开放的进程提速，必然要求与实体经济相适应，利率自由化、汇率市场化、资本市场改革、资本项目可兑换改革亟待破题。

① Prasad Eswar, Rumbaugh Thomas, Wang Qing (2005), "Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China", IMF Policy Discussion Paper, PDP/05/1.

② Minikin Robert, Lau Kelvin (2013), *The Offshore Renminbi: The Rise of the Chinese Currency and Its Global Future*, John Wiley & Sons Singapore Press.

二、选题意义

（一）补充与发展离岸金融理论

当前，国内研究离岸金融问题的文献较少，经济金融学专业教科书基本不会涉及，特别是对离岸金融市场与在岸金融市场联动关系的研究处于空白。目前学术研究主要集中在离岸金融市场发展历史、现状、分类、监管等方面，而对离岸金融市场和在岸金融市场汇率、利率、资本流动相关的联动关系研究不多。本书将从国际金融理论等新的视角研究两个市场的联动关系，对离岸金融有关理论作进一步的补充和发展。

（二）两个市场协同健康发展是支撑一国货币国际化的重要因素

近年来，随着跨境贸易人民币结算的不断推进以及配套政策的推出，离岸人民币市场迅速发展，香港、伦敦、新加坡有望成为人民币的离岸金融中心，上海自由贸易试验区也正在努力探索离岸金融业务。从美元、日元离岸市场发展的经验教训中可以发现，一国货币的国际化离不开离岸金融市场建设。建立和发展我国的离岸金融市场，使我国金融业在国际竞争中加快发展，引领创新业务，培养金融人才，将成为有力推动国内金融业现代化、国际化进程，推动国民经济从更高层次上与世界经济接轨融合，推动人民币成为国际货币的重要力量。因此，深入研究离岸市场与在岸市场的联动关系对于促进人民币国际化具有重大意义。

（三）离岸市场的发展实践能为中国金融改革和对外开放提供有益借鉴

离岸金融市场是一把双刃剑，如果建设的模式路径选择不当，可能破坏中国金融稳定，诱发系统性金融风险；如果发展得好则可以推动在岸市场金融改革，推动人民币国际化、资本项目可兑换、利率市场化、人民币汇率机制改革。目前，离岸金融市场已成为影响跨境资金流动和国际收支平衡的重要因素，研究在岸金融市场与离岸金融市场之间的汇率与利率价格联动机理，能有效防范与跨境人民币资金流动相关的风险。深入研究离岸金融理论以及人民币离岸金融市场形成原因、发展模式、运行机理与在岸金融市场的相互影响，对促进香港、新加坡等人民币离岸金融市场的发展具有现实意义。