

2018年主题出版重点出版物
“十三五”国家重点出版物出版规划项目

国际视野下的中国对外开放丛书
张燕生 主编

人民币国际化： 离岸市场及其影响

张礼卿 尹力博 著

非外借

SPM
南方出版传媒
广东人民出版社

2018年主题出版重点出版物
“十三五”国家重点出版物出版规划项目

国际视野下的中国对外开放丛书
张燕生 主编

人民币国际化： 离岸市场及其影响

张礼卿 尹力博 著

SPM

南方出版传媒

广东经济出版社

·广州·

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币国际化：离岸市场及其影响/ 张礼卿，尹力博著. —广州：
广东经济出版社，2019. 4
(国际视野下的中国对外开放)
ISBN 978 - 7 - 5454 - 6702 - 4

I. ①人… II. ①张… ②尹… III. ①人民币 - 金融国际化 - 影响 - 金融市场 - 研究 - 中国 IV. ①F822②F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 073547 号

出 版 人：李 鹏
责任编辑：张晓兰 刘健华 李 璐
责任技编：许伟斌

人民币国际化：离岸市场及其影响
Renminbi Guojihua: Li'an Shichang Jiqi Yingxiang

出版 发行	广东经济出版社（广州市环市东路水荫路 11 号 11~12 楼）
经销	全国新华书店
印刷	广东鹏腾宇文化创新有限公司 （广东省珠海市高新区科技九路 88 号七号厂房）
开本	787 毫米×1092 毫米 1/16
印张	18.75
字数	280 000 字
版次	2019 年 4 月第 1 版
印次	2019 年 4 月第 1 次
书号	ISBN 978 - 7 - 5454 - 6702 - 4
定价	55.00 元

如发现印装质量问题，影响阅读，请与承印厂联系调换。

发行部地址：广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼

电话：(020) 37601950 邮政编码：510075

邮购地址：广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼

电话：(020) 37601980 营销网址：<http://www.gebook.com>

广东经济出版社新浪官方微博：<http://e.weibo.com/gebook>

广东经济出版社常年法律顾问：胡志海律师

• 版权所有 翻印必究 •

前 言

2009年7月，中国人民银行等有关部委决定实施跨境贸易人民币结算试点，这标志着人民币国际化进程的正式启动。回顾这十年，人民币国际化既经历了早期的快速成长，也经历了近年来的相对平稳发展，总体上已经成为我国经济对外开放的一个重要组成部分。

尽管尚处于初级阶段，但人民币国际化的各种经济影响也已逐渐显露。人民币国际化对国内企业和金融机构降低汇率风险、降低境外融资成本，以及一些国内银行推进国际化经营战略等均产生了重要的促进作用。从长远看，人民币国际化对提升我国宏观经济政策的灵活性、改变不合理的国际货币体系，提升人民币在全球金融体系中的作用和地位等，都会产生非常重要的影响。人民币国际化也意味着中国在全球货币、金融和经济事务中将承担更多的国际责任，在开放国内市场、促进全球金融稳定等方面提供更多的公共产品。

在诸多相关研究中，人民币国际化对国内货币政策的影响一直受到学术界和政策制定部门的关注。2015年9月，中央财经大学国际金融研究中心接受中国金融期货交易所的委托，成立了“人民币离岸市场对境内货币政策的影响研究”课题组。在随后近一年的时间里，针对人民币离岸市场的发展历程和现状、欧美等国家离岸市场发展及其对境内货币政策的影响、人民币在岸市场与离岸市场的互动关系，以及人民币国际化对国内货币政策实施带来的影响等，课题组进行了大量的理论、实证和政策分析，并多次召开专题研讨会听取有关专家的意见。委托方对课题组的最终研究成果表示高度认可和满意，并将主要成果呈送中国人民银行等决策机构参阅。

一个偶然的机会有使本课题的研究成果进入了出版程序。2018年春节前，时任国家发展改革委对外经济研究所所长的张燕生研究员找到笔者，希望将

本课题成果纳入其主编的系列丛书《国际视野下的中国对外开放》，并以此纪念中国改革开放 40 周年。考虑到与题目匹配，而且成果也接近出版要求，遂欣然应允。

为了反映最新的实践发展和研究动态，在将本研究成果提交出版社之前，我们进行了较大篇幅的修改、补充和完善。目前，呈现在读者面前的本书，除了前言之外，还包括八章内容：《第一章 人民币国际化的进程、决定与政策选择》《第二章 离岸人民币市场的发展历程和特点》《第三章 人民币离岸市场与在岸市场的联动》《第四章 离岸人民币市场的国际影响》《第五章 离岸人民币市场对境内货币政策的影响：理论分析》《第六章 离岸人民币市场对境内货币政策的影响：现实分析》《第七章 国际经验比较》《第八章 结论及政策建议》。

本课题的研究和最终成书出版，得益于诸多方面的支持、鼓励和帮助。在课题的开题报告、中期汇报和结项评审会上，中央财经领导小组办公室的张晓朴副局长、中国人民银行的孙国峰司长和周诚君副局长、国家外汇管理局国际收支司原司长管涛和处长贾宁、中国社会科学院的高海红研究员、北京师范大学的贺力平教授、中国人民大学的赵锡军教授、北京航空航天大学韩立岩教授、中国银行的宗良研究员、法国巴黎银行的首席经济学家陈兴动先生、鸿儒金融教育基金会原理事长许均华先生等提出了宝贵的意见和建议。作为委托方的领导，中国金融期货交易所领导张慎峰董事长、鲁东升副总经理、汪明文总监等对本课题高度重视，不仅亲自参与了本课题的立项、中期检查和结项验收工作，并且提供了很多有价值的建设性意见。国际金融研究中心的同事谭小芬教授、黄志刚教授、苟琴副教授、陶坤玉助理教授等参与了部分内部讨论会。本校的博士研究生钟茜、吴桐，以及北京航空航天大学博士研究生吴优承担了文献资料的收集和部分计量研究工作。广东经济出版社的领导和编辑们为本书的印制出版，提供了非常专业和出色的编辑、校对服务。

对于上述各种支持和帮助（包括尚未提及的），我们在此一并致谢。当然，对于书中存在的不足乃至错误，我们将承担相应的责任。同时，也欢迎同行专家批评指正。

张礼卿 尹力博

2019 年 4 月



第一章 人民币国际化的进程、决定与政策选择	001
一、人民币国际化的进程	002
二、人民币国际化的决定因素	012
三、实现人民币国际化的稳步发展：政策选择	019
四、人民币国际化与“一带一路”倡议	022
第二章 离岸人民币市场的发展历程和特点	033
一、离岸人民币市场的建立背景	033
二、香港离岸市场的发展历史	038
三、其他离岸人民币市场的发展历史	050
四、境内离岸人民币市场的构想	052
五、离岸人民币市场资金转移规模	053
六、离岸人民币市场资金转移途径	054
七、离岸人民币交易新变化	062
八、本章小结	063
第三章 人民币离岸市场与在岸市场的联动	065
一、人民币离岸与在岸市场间流动管道	065
二、人民币离岸与在岸市场的套利模式	076
三、离岸市场与在岸市场联动现状	083

四、人民币离岸与在岸价差（CNH-CNY Pricing Differential）影响因素	091
五、本章小结	097
 第四章 离岸人民币市场的国际影响	099
一、人民币区域影响力的研究现状	099
二、研究框架与数据	104
三、离岸人民币在东盟国家及中国港澳台地区的货币影响力分析 ...	109
四、离岸人民币在上合组织成员国内的货币影响力分析	118
五、“8·11 汇改”事件对货币间溢出效应的影响	122
六、离岸人民币避险特征分析	126
七、本章小结	144
 第五章 离岸人民币市场对境内货币政策的影响：理论分析	146
一、历史观点回顾	146
二、离岸人民币市场与欧洲美元市场的区别	148
三、离岸市场与央行货币政策的矛盾及其影响	150
四、离岸市场对央行货币政策的影响：基于影响渠道的分析	154
五、离岸市场对央行货币政策的影响：基于需求供给函数的分析 ...	163
六、本章小结	169
 第六章 离岸人民币市场对境内货币政策的影响：现实分析	171
一、人民币离岸市场存款创造能力检验	171
二、人民币离岸市场对货币供给量的影响	179
三、跨境套汇行为影响境内汇率水平	186
四、跨境套利影响境内人民币利率水平	222
五、本章小结	233

第七章 国际经验比较	235
一、美元离岸市场：成就美元国际霸权	235
二、日元离岸市场：导致本土金融空心化	247
三、本章小结	262
第八章 结论及政策建议	263
一、主要结论	263
二、政策建议	265
参考文献	279

第一章 人民币国际化的进程、 决定与政策选择

2009年4月8日，国务院常务会议做出决定，在上海和广州、深圳、珠海、东莞等城市开展跨境贸易人民币结算试点，这标志着人民币国际化进程的开始。在过去近十年的时间里，人民币国际化快速发展，并在全球范围内引起了广泛关注。人民币在国际范围内充当交易媒介、计量单位和价值贮藏的情况已在不同程度上出现，并成为我国对外金融开放和国际金融地位逐步提升的重要标志之一。

值得注意的是，自2015年以来，人民币国际化面临的挑战逐渐增多，在一定程度上出现了放缓甚至徘徊的现象。2018年8月，在“中国金融四十人论坛”伊春会议上，中国人民银行前行长周小川先生在主旨演讲中指出，“人民币国际化有所波动并不奇怪。就像体育比赛，结果不一定永远一致，各球队有时输球有时赢球。人民币国际化并不是直线前进，而是有时候走得快一点，有时候走得慢一点”^①。周行长的这一判断是敏锐和正确的。基于当前的情形，从科学研究的角度，对近十年人民币国际化的演进及其特点进行全面回顾和总结，对其形成原因做出深入分析，不乏理论和现实意义。如何从理论上认清人民币国际化的客观规律，特别是这一进程的决定性因素？如何进一步认识人民币国际化的利益、成本和风险？当前，国内外经济形势错综复杂，机遇和挑战并存，如何认识人民币国际化在近期和中长期的发展趋势？如何通过恰当的政策性安排，努力实现这一进程的持续稳步发展？回答好这些问题，对于当下的政策实践具有重要的指导意义。

^① 微信公众订阅号“中国金融四十人论坛”，2018年8月11日。

一、人民币国际化的进程

(一) 货币国际化的含义和度量

所谓货币国际化，是指一种货币成为国际货币，即在发行国境外流通并相应发挥各种货币职能的过程。典型的国际货币具有计量单位、交易媒介和价值贮藏等货币基本职能。当然，与仅在一国境内流通的货币相比，国际货币的这些职能有着特定的表现形式。根据美国著名国际经济学家 Peter B. Kenen（1983）的概括，国际货币的上述三项基本职能在民间和官方这两个领域还有不同的表现（见表 1-1）。具体讲，作为计量单位，国际货币可在民间领域被私人机构用作贸易报价和金融交易的计价工具，或者在官方领域被其他国家当作“锚”货币或基准货币（即用于表示官方汇率平价或当作“被盯住货币”）；作为交易媒介，国际货币可在民间领域被用作贸易和金融交易活动的支付工具，或者在官方领域被货币当局用于对外汇市场进行干预；作为价值贮藏手段，国际货币可以充当民间私人机构的金融资产（如银行存款和各种证券资产），或者充当官方（货币当局）的国际储备资产。

表 1-1 国际货币的职能及其具体表现

货币职能	官方	民间
计量单位	“锚”货币或基准货币	贸易和金融交易计值
交易媒介	干预货币	贸易和金融交易支付
价值贮藏	国际储备	货币替代（非官方美元化）

资料来源：Peter B. Kenen（1983）。

经验显示，任何一种民族货币在“脱去民族制服”而成为国际货币时，都会经历一个比较长的历史过程。在这个过程中，国际货币的各种职能伴随着相关制约条件的改变而逐步形成和发展，且在时间上可能有一定的先后顺序。大致来说，国际货币所具有的计量单位和交易媒介职能，最初出现一般以国际贸易活动为前提，伴随着金融活动的发展而不断深化和扩展。在时间上，这两种职能几乎是同时出现的，但事实上计量单位职能却是交易媒介职

能的前提,因为待交换的商品只有先进行计价才可能进行进一步交易。相比而言,国际货币的价值贮藏职能一般出现得相对晚一些,而金融活动的纵深发展是这项职能充分发挥作用的关键。

在货币的国际化过程中,其作为国际货币的各种基本职能是否全部存在,以及是否能够充分发挥作用,决定了它的国际化程度。一般来说,一种货币的国际化程度可以通过以下指标加以衡量:①在全球国际贸易支付货币中的比重;②在全球跨境投资和借贷交易货币中的比重;③在全球外汇交易货币中的比重;④在全球国际储备货币中的比重;⑤被作为“锚”货币或基准货币的频率。值得指出的是,尽管计量单位和交易媒介职能的深度和广度是衡量一种货币国际化程度的重要标志,但一种货币最终能否真正成为具有影响力的主要国际货币,在很大程度上取决于这种货币的国际贮藏功能(特别是成为别国货币当局的国际储备资产)是否能够得到充分的发挥。

在历史上,葡萄牙、西班牙、荷兰、法国和英国的货币都曾主要的国际货币。自20世纪40年代以后,美元成为主要的国际货币。目前,比较重要的国际货币还包括欧元、英镑和日元等,但美元在其中占据着绝对的优势地位(见表1-2)。

表1-2 1973年以来部分年份有关各国货币在全球外汇储备货币中的比重

(单位:%)

	1973	1980	1985	1990	1995	2000	2010Q4	2015Q4	2018Q4
美元	84.6	66.8	55.3	49.4	58.96	68.2	62.24	65.74	61.69
英镑	7.0	3.0	2.7	2.8	2.11	4	4.06	4.72	4.43
日元	—	4.4	7.3	7.9	6.77	5.3	3.66	3.75	5.20
欧元	—	—	—	—	—	12.7	25.76	19.15	20.69
德国马克	5.8	15.0	13.9	17.0	15.75	—	—	—	—
法国法郎	1.0	1.7	0.8	2.3	2.35	—	—	—	—

资料来源:国际货币基金组织(IMF)。

(二) 人民币国际化的进程: 简要回顾

人民币在国际上的使用最早可以追溯到2000年前后。当时,在与越南、

老挝、缅甸、俄罗斯、蒙古等国的边境贸易中，出现了零星的人民币（现钞）支付。2007年，中国国家开发银行在香港发售50亿元人民币债券，开创了内地金融机构赴港发售人民币计值债券的先例。2009年7月1日，中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、国家税务总局和中国银行业监督管理委员会联合发布了《跨境贸易人民币结算试点管理办法》，正式启动了跨境贸易中的人民币结算试点。经过一年多时间，人民币结算试点从最初的沿海五个城市逐步扩大到全国所有地区。从这个时期开始，人民币国际化的进程正式启动。

1. 总体趋势

从各种指标所显示的趋势来看，在过去十年，人民币国际化大致经历了快速发展期和平稳调整期两个阶段。

（1）快速发展期（2009年7月至2015年上半年）

2009年7月至2015年上半年，人民币国际化取得了长足的进展。其主要表现集中在以下几个方面：

第一，跨境贸易和直接投资的人民币结算额持续扩大。据中国人民银行发布的《人民币国际化报告》（中国人民银行货币政策二司，2015），2014年，人民币跨境贸易结算额达到6.55万亿元，相当于中国经常项目交易额的25%。同期，中国对外直接投资（ODI）的人民币结算额为1866亿元，外商对华直接投资（FDI）的人民币结算额高达8620亿元，与上一年相比，均呈现较大幅度的增长。

第二，人民币计值的国际金融资产快速增加。2014年底，非居民在境内银行持有的人民币存款余额达到2.28万亿元；外国中央银行和其他机构投资者在银行间债券市场上持有的人民币计值债券为6346亿元；截至2015年4月底，通过合格的境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外投资者（RQFII）和“沪港通”计划，外国机构投资者共计持有1.38万亿元人民币金融资产（包括股票和债券）。与此同时，在离岸市场，人民币银行存款超过2万亿元（其中近一半在香港）。人民币计值债券的发行增长也很快（尤其是2014年以前），截至2014年底，在离岸市场上发行的人民币计值债券发行额累计达到5305亿元。

第三，人民币已经开始作为一些国家的官方储备资产，其中包括白俄罗

斯、柬埔寨、马来西亚、尼日利亚、菲律宾、韩国、俄罗斯等国，尽管一般情况下仅占这些国家外汇储备总资产的5%左右。截至2015年4月底，人民币作为外国官方储备资产的规模达到6667亿元。与此同时，作为全球金融安全网的一个组成部分，中国还与32个国家签署了3.2万亿元的双边货币互换协议。

第四，人民币离岸中心迅速发展。在资本账户尚未全面开放的环境下，作为人民币国际化的重要平台，近年来人民币离岸金融市场发展迅速。除香港外，中国台北、伦敦、法兰克福、巴黎、卢森堡、多伦多、迪拜、悉尼等多个城市已经或正在成为人民币离岸金融中心。中国主要的国有商业银行均已相继取得各离岸中心的清算行地位。

第五，中国国际支付系统（China International Payment System，简称CIPS）成功建成。该系统也称人民币跨境支付系统，于2015年10月8日在上海成功上线运行。其建成并顺利运行是人民币国际化的里程碑事件，标志着人民币国际化的基础设施建设取得重要进展，将大大提升人民币跨境结算的效率和交易安全性。

第六，人民币成为特别提款权（SDR）篮子货币。经过有关各方的反复磋商，2015年11月30日国际货币基金组织（IMF）正式宣布，人民币将于2016年10月1日加入SDR，成为其货币篮子的一个组成部分，占比达到10.92%，位居美元和欧元之后。IMF总裁拉加德在宣布这一消息的新闻发布会上表示：“人民币进入SDR将是中国融入全球金融体系的重要里程碑，也是对中国政府过去几年在货币和金融体系改革方面所取得的进步的认可。”应该说，成为SDR篮子货币，对于人民币国际化的促进意义是毋庸置疑的。一方面，它提升了人民币的国际形象和地位，本身就是国际化的一个重要表现；另一方面，将通过推进国内金融改革和资本账户的渐进开放，从宏观经济基本面和制度层面推动人民币的国际化进程。

毫无疑问，在这近六年的时间里，人民币国际化的成绩是显著的。从中国人民大学国际货币研究所发布的人民币国际化指数（见表1-3），可以清楚看到这一点。当然，也应该清醒地意识到，与过去相比，尽管人民币国际化取得了空前的发展，然而与美元、欧元相比，差距还很大。

表 1-3 人民币国际化指数及其国际对比①

年份	人民币	美元	欧元	日元
2009	0.02%	52.79%	26.92%	3.60%
2010	0.23%	53.33%	25.58%	4.34%
2011	0.45%	54.18%	24.86%	4.56%
2012	0.87%	52.34%	23.72%	4.78%
2013	1.23%	53.81%	27.44%	4.39%
2014	2.33%	54.67%	24.49%	4.18%

资料来源：《人民币国际化报告》（2009—2015 年），中国人民大学国际货币研究所。

(2) 平稳调整期（2015 年下半年至今）

自 2015 年下半年以来，通过相关数据可以明显观测到，人民币国际化的趋势有所减缓甚至在一定程度上发生了逆转。如图 1-1 所示，反映人民币国

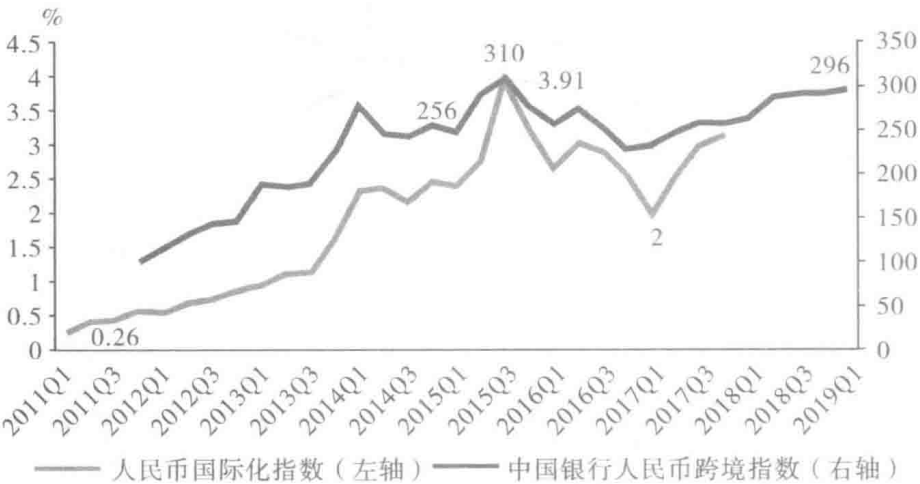


图 1-1 人民币国际化指数

资料来源：中国银行香港分行研究部、中国人民大学国际货币研究所《人民币国际化报告》。

① 该指数主要基于一国货币作为国际支付结算货币、国际金融资产计值和交易货币、国际储备货币等在全球对应总额（值）中的比重进行计算而形成。

际化程度的相关指标均在 2015 年达到高位后逆转下滑。虽然在这一时期，经常账户以及资本金融账户下的人民币业务稍有回暖，但伴随着金融开放初期政策效用的逐步递减、国内经济结构的转型、经济增长趋缓和国外政治经济局势的紧张，内外双重压力叠加，相较于前五年的高速发展，可以认为人民币国际化的进程已经开始进入调整期。

2. 若干新近进展

2015 年以来，人民币国际化虽然总体上出现了退潮的局面，但也呈现若干新的特点，其中一些特点对于其长远发展有积极意义。

第一，贸易渠道作用减弱，金融渠道作用上升。

在 2014 年人民币贸易结算额历史性地占到全部贸易结算额的 25%，近年来，这一比例已经显著下降。如图 1-2 所示，近四年来，在人民币境外收付中经常账户项下和资本项下的人民币收付金额走势呈现一定的差异或背离。通过资本项下交易实现的人民币跨境收付额出现较快增长；相反，通过经常项下交易实现的人民币跨境收付额则增长相对缓慢。

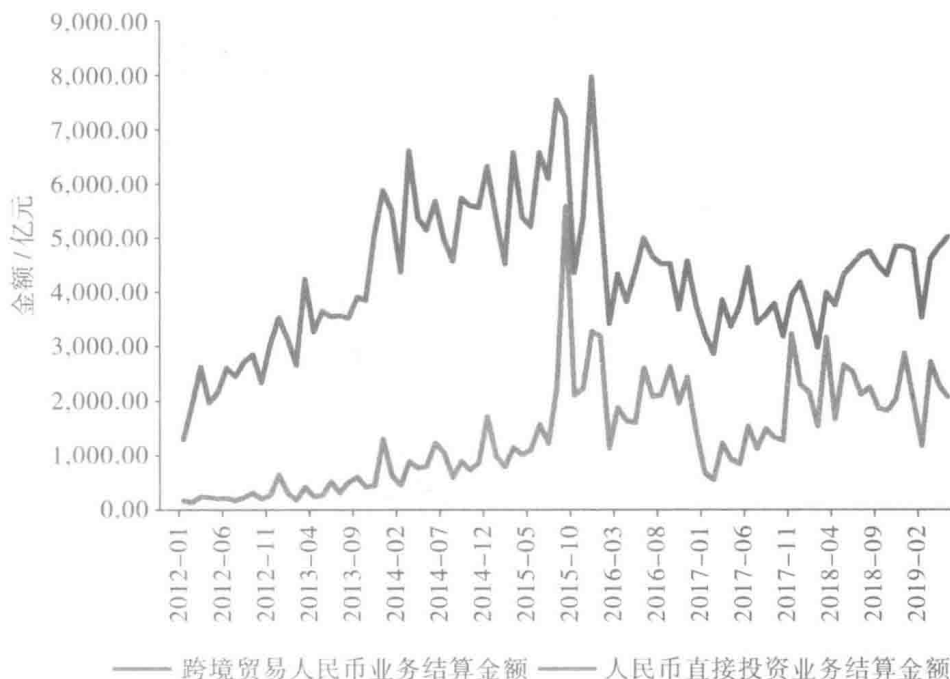


图 1-2 人民币跨境收付金额趋势

资料来源：wind 数据库。

第二，在岸市场的作用日趋重要，离岸市场的作用相对下降。

2015 年以前，由于中国资本账户尚未完全开放，离岸金融市场（特别是香港离岸金融市场）是境外人民币存放和投资增值的主要场所。可以说，离岸金融市场是人民币国际化的主要场地。不过，近几年来，伴随着 QFII 和 RQFII 投资额度的不断上升，境外投资者通过购买国内股票、债券等方式持有人民币计值有价证券的数量正逐步增加（见图 1-3、图 1-4）。为了进一步扩大开放，2019 年 1 月中国政府宣布将 QFII 总额度从 1500 亿美元增至 3000 亿美元。另外，对于 QFII 交易限制的放宽也值得注意。2018 年 6 月，当局取消了每月汇出金额以及本金锁定期的要求，并允许 QFII 和 RQFII 对境内投资进行套期保值操作。官方数据显示，截至 2019 年 4 月底，获批 QFII 的机构达到 290 家，投资额度合计 1057.96 亿美元；获批 RQFII 的机构达到 214 家，投资额度达到 6706.72 亿元人民币。这表明，与过去相比，在岸市场在人民币国际化过程中的作用正在得到不断提升。

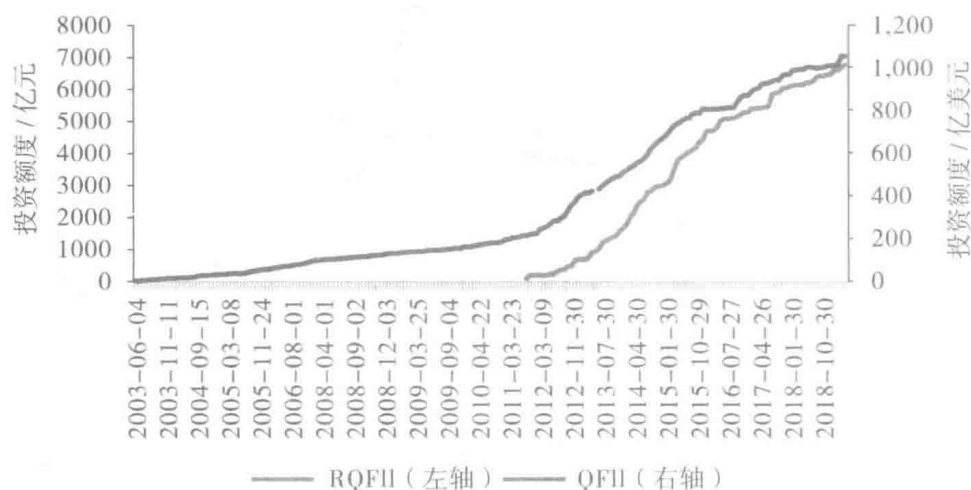


图 1-3 QFII 和 RQFII 投资额度

资料来源：wind 数据库。

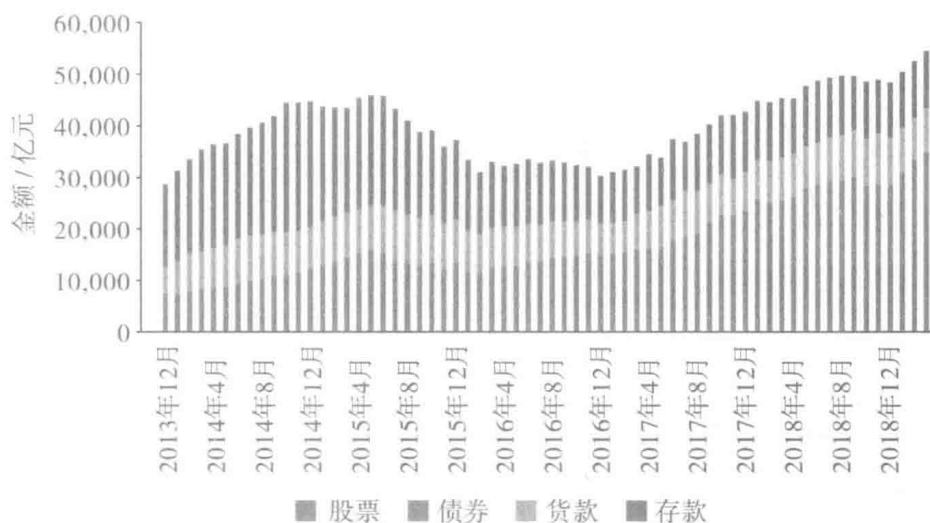


图 1-4 境外投资者持有的境内人民币资产

资料来源: wind 数据库。

相比之下,由于人民币贬值等,一些数据显示,2015年后离岸人民币市场的规模出现了相对紧缩(见图1-5、图1-6)。

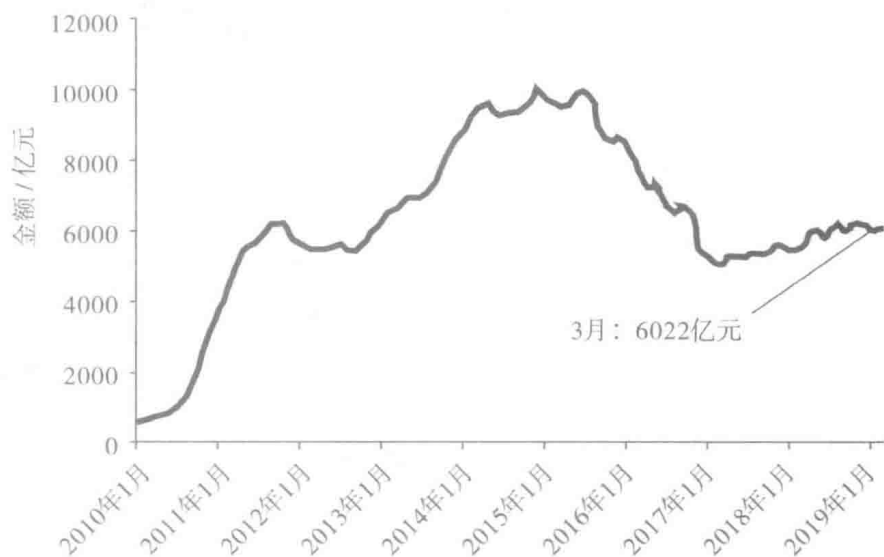


图 1-5 香港银行人民币存款额变动趋势

资料来源: 香港金融管理局。