

# 离岸人民币市场对国内货币政策的挑战

许嘉扬

(浙江金融职业学院 浙江地方金融发展研究中心 浙江 杭州 310018)

**摘要:** 人民币国际化已经取得显著成效,国际影响力不断提升,但同时应高度关注和防范其可能产生的货币政策风险。一方面,贸易和金融领域使用人民币结算快速增长,货币需求的估测难度越来越大;另一方面,离岸金融市场规模扩大,在岸市场利率与汇率的形成机制可能会遭受冲击,从而导致货币政策的有效性变弱,与此同时金融监管也会面临新挑战。文章提出综合运用货币政策工具,健全宏观审慎政策框架;协调推进国内金融改革,维持货币政策独立性;构建人民币体外循环通道,推动离岸人民币市场发展;加强监管力度,完善人民币跨境流动监测统计等政策建议。

**关键词:** 跨境人民币业务; 离岸人民币市场; 货币政策

**中图分类号:** F822.2      **文献标识码:** A      **文章编号:** 2095-0098(2017)03-0016-07

## 一、引言

2008年金融危机产生之后,全球各界人士纷纷开始反省美元本位制国际货币体系存在的问题,各个国家都在努力扭转过分依赖美元的局面,为构建更加多元、稳定的国际货币体系打下基础。在此背景下,2009年7月人民币跨境贸易结算试点启动,人民币国际化正式起航,经过六年的发展已经取得显著成效,最终于2016年10月正式纳入SDR货币篮子。

尽管人民币国际化将使中国从中获得巨大的收益,但也必须高度关注和防范其可能产生的货币政策风险。一方面,随着人民币国际化进程加快,贸易和金融领域使用人民币结算快速增长,货币需求的估测难度越来越大;另一方面,随着离岸金融市场规模的不断增加,在岸市场利率与汇率的形成机制可能会遭受冲击,从而导致货币政策的有效性变弱,与此同时金融监管也会面临新挑战<sup>[1]</sup>。鉴于此,本文基于当前离岸人民币市场的发展情况,深入分析人民币跨境使用对货币政策的影响状况,并提出相应地建议。

## 二、离岸市场对在岸市场的影响分析

### (一) 正面影响

第一,有利于在岸金融市场发展。一方面,人民币离岸市场通过RQFII等渠道回流在岸市场,引导国内金融机构加强创新,提供更加丰富的金融产品和服务;另一方面,国内金融机构的国外分支机构在人民币的跨境使用过程中扮演人民币清算行的角色,可以提升金融机构国际化的运营水准。第二,有利于人民币汇率价格发现并丰富境内外汇市场供求关系。一方面,人民币资金在离岸市场和在岸市场之间双向流动,同时微观主体在贸易和投资活动中会大规模使用人民币资金,这两个因素共同作用可以推动人民币汇率价格发现;另一方面,随着离岸市场不断规模化和规范化发展,境外人民币汇率水平得到合理真实反映,并且汇率价格信号和境内外汇市场良性互动,不但促进跨境资金的双向流动,而且扩大丰富了境内外汇市场的供给与需求

收稿日期: 2017-02-10

基金项目: 2016年度杭州市哲学社会科学规划项目(Z16YD003)

作者简介: 许嘉扬(1985-),浙江台州人,讲师,硕士,研究方向为互联网金融与国际金融。

关系。第三,有利于跨境人民币业务发展。一方面,离岸市场从由初级到高级、从现货到衍生、从简单到复杂发展,这是各种离岸人民币市场互相依赖的自然结果,同时也是跨境人民币汇率风险管理的必然结果;另一方面,跨境贸易人民币结算导致人民币汇率风险从境内企业转嫁到境外企业。

## (二) 负面影响

第一,不利于在岸金融体系的稳定。一方面,在岸金融机构通过离岸金融机构发行债券或者开展其他业务,会影响在岸市场的信贷控制,加剧金融脱媒问题;另一方面,企业在离岸市场发行债券或者从离岸金融机构获得贷款,通过在岸金融机构办理相关的贸易融资业务,而贸易融资业务被纳入表外业务,如果企业的资金链条发生断裂很可能会传导到金融机构,从而导致系统性风险。第二,不利于国内流动性管理。一方面,香港人民币利率优势吸引资金需求者到香港融资,一旦人民币的流出和流入不受限就会弱化中国人民银行对信贷规模及流动性的控制能力;另一方面,跨境人民币流动规模的扩大会带来两个难题:一是未来离岸人民币增加可能会加剧国内通货膨胀压力和汇率动荡,二是内地流出去的人民币减少可能限制香港离岸人民币投资和储备需求。第三,不利于货币政策调控<sup>[2]</sup>。随着当前在岸市场和离岸市场之间的通道越来越多,一方面,当在岸市场实施紧缩性货币政策时,金融机构和企业就可能到离岸市场去寻找低利率货币资金,因此减弱紧缩性货币政策的实施效果;另一方面,当在岸市场实施宽松性货币政策时,资金又会流出到离岸市场去寻找高利率的收益,因此减弱宽松性货币政策的实施效果。

## 三、离岸人民币市场对国内货币政策影响的实证分析

### (一) 离岸人民币货币需求的影响因素

在当前中国资本项目逐步开放及人民币跨境使用规模加大的背景下,离岸人民币需求不断增加,同时对其进行准确估算的难度越来越大。由于离岸人民币的货币需求问题不仅会影响人民币国际化进程,而且会影响国内金融体系和货币政策,因此对其影响因素进行实证分析。

#### 1. 变量选取与模型设定

离岸人民币需求主要包括机构投资者的投机性需求及进出口贸易引发的交易性需求<sup>[3]</sup>,鉴于数据的可获得性,本文在香港离岸人民币市场的基础上构建离岸人民币需求模型,具体形式为:

$$HD_t = f(TRA_t, SR_t, SHIBOR_t, LIBOR_t, NDF_t) \quad t = 1, 2, \dots, T$$

其中, $HD_t$ 代表t时期离岸货币余额,以香港离岸人民币存款余额来表示; $TRA_t$ 代表t时期我国对外贸易情况,以进出口总额的月度数据来表示; $SR_t$ 代表t时期离岸货币替代率,以香港人民币存款占其广义货币存量 $M_2$ 的比例来表示; $SHIBOR_t$ 代表t时期境内利率,以三个月SHIBOR的月度数据来表示; $LIBOR_t$ 代表t时期境外利率,以三个月LIBOR的月度数据来表示; $NDF_t$ 代表t时期汇率预期,以人民币NDF一年期月的数据来表示。

收集2009年1月至2015年7月的相关数据,分别来源于香港金管局、上海银行同业拆放利率、全球利率和香港财资市场公会等网站。实践表明,针对时间序列数据,格兰杰(1983,1986)提出的VAR方法,协整检验,因果关系检验比较适合用于货币需求实证研究,因此本文也使用该方法。

#### 2. 离岸人民币货币需求的长期均衡估计

为解决非线性问题,对 $HD_t$ 、 $TRA_t$ 和 $SR_t$ 取对数,经过变量平稳性检验、滞后阶数选择以及协整检验等步骤,该模型均衡方程为:

$$\begin{aligned} LNHD_t = & 0.590LNTRA_t + 0.809\ln SR_t + 0.003SHIBOR_t - 0.038LIBOR_t - 0.443NDF_t \\ & (0.149) \quad (0.052) \quad (0.009) \quad (0.04) \quad (0.087) \end{aligned}$$

其中,括号里数值为各变量标准差,模型中各项估计参数的符号和经济理论保持一致。从均衡方程中可以得出以下结论:

(1) 进出口总额与境外人民币替代率对境外人民币需求的影响比较显著。进出口总额与境外人民币替代率每增加一个百分点,境外人民币需求分别增加0.59%和0.81%。

(2) 人民币汇率预期变化对离岸人民币需求的长期效应显著,并且其参数为负。导致该结果的可能原因是:第一,人民币汇率用的是直接标价法;第二,跨境直接投资人民币结算和跨境贸易人民币结算会产生交易性需求,同时境内外投资者的资本逐利会产生投机性需求,而人民币汇率预期会通过这两个方面的需求影响离岸人民币的需求规模,另外这部分需求对汇率风险也非常敏感。

(3) SHIBOR 和 LIBOR 对境外人民币需求的影响较小(没有通过显著性检验)。一方面,对境外利率变化不敏感并且参数为负,其可能原因是当前离岸人民币的需求规模有限,并且在一定程度上表现出货币需求的区域性特征,此时 LIBOR 作为持有人民币的机会成本变量,其利率的上升会使投资者增加外币需求,从而减少人民币需求。另一方面,对境内利率变化不敏感并且参数为正,其可能原因是境内人民币基准利率变化通过资本流动效应从而正面影响境外人民币需求,同时我国境内尚未完全市场化的利率还不能反映资金是用的真实成本。更进一步地,还说明由于当前我国资本账户尚未完全对外开放,同时受到汇率价格传导不畅等因素的制约,境内中央银行货币政策对离岸人民币需求的影响效果比较弱。

### (二) 离岸人民币对央行货币供给量的影响

在开放经济中,中央银行把货币供给量作为货币政策的中介指标和监控对象,通常会面临这样的问题:离岸市场本币信贷扩张是否会明显减弱中央银行对货币总量的调控效果<sup>[4]</sup>。下面我们将采用 Granger 因果关系检验,实证研究人民币跨境使用是否已经对我国货币供给量造成了一定的影响。

考虑到数据的可得性,本文以香港离岸人民币存款(HD)代表人民币跨境使用规模,并用来验证对境内货币供给量(M0、M1、M2)的影响效果,数据样本选取2010年1月至2015年6月期间64个月度数据。经过变量平稳性检验、滞后阶数选择和协整检验等步骤之后,得到了人民币跨境使用与我国境内货币供应量和 Granger 因果关系,结果见表1、图1、图2和图3。

表1 LNHD 与 LNM0、LNM1、LNM2 的 Granger 因果关系检验

原假设	滞后期	F 值	P 值	结论
LNHD 不是 LNM0 的 Granger 原因	2	4.3274	0.0186	拒绝
LHMO 不是 LNHD 的 Granger 原因	2	0.0645	0.9376	接受
LNHD 不是 LNM1 的 Granger 原因	5	1.3659	0.2575	接受
LHM1 不是 LNHD 的 Granger 原因	5	1.2001	0.3266	将受
LNHD 不是 LNM2 的 Granger 原因	6	0.6712	0.6734	接受
LHM2 不是 LNHD 的 Granger 原因	6	1.481	0.2116	接受

由表1可见,离岸人民币存款和中央银行货币供给量之间的关系是:除了离岸人民币存款在滞后2个月会对货币供给量M0产生Granger引导关系以外,两者并没有直接产生影响。因此,离岸人民币会间接影响境内基础货币增长,央行对商业银行的流动性调控决定人民币跨境流动对境内货币政策调控的影响程度。

同时,由图1、图2、图3可见,对于离岸人民币存款的一个标准差冲击,M0表现为小幅持续的正向响应,M1表现为前半年负向响应,后半年转为正向响应,而M2则表现为持续增加的负向响应。因此,总体而言由于境外人民币存款规模较小,尚不能以对境内货币供给量造成显著的影响。

### (三) 离岸对在岸人民币利率和汇率的影响

随着香港离岸人民币债券市场和人民币可交割外汇市场的发展,利率和汇率作为货币政策的中介指标越来越受到关注。对人民币离岸市场和在岸市场之间利率和汇率的动态特征进行研究<sup>[5]</sup>,其意义是不言而喻的。

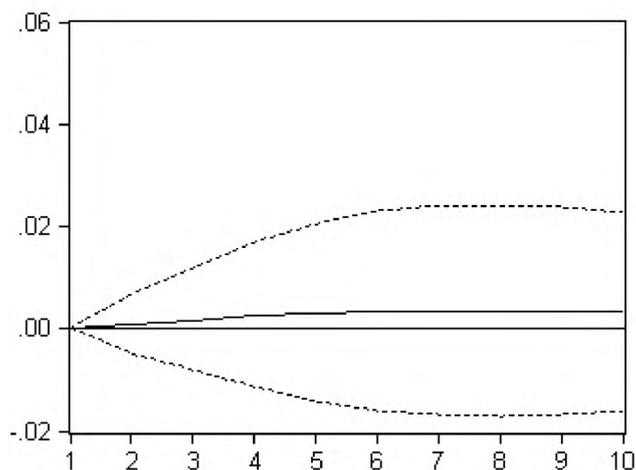


图1 LNMO对LNHD的脉冲响应

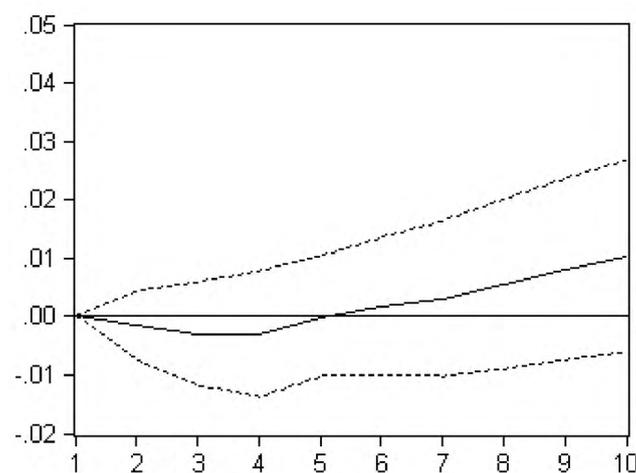


图2 LNM1对LNHD的脉冲响应

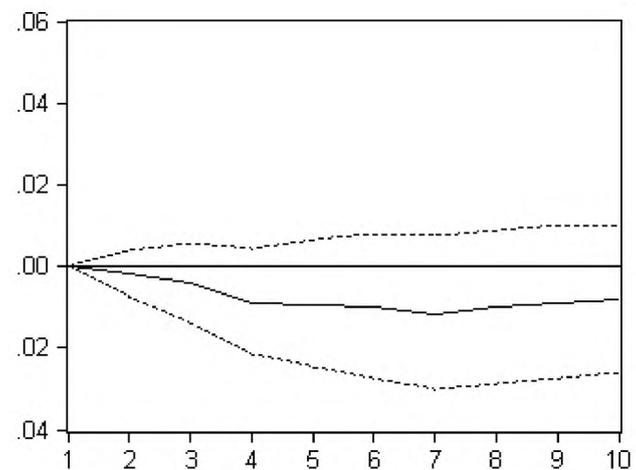


图3 LNM2对LNHD的脉冲响应

### 1. 离岸与在岸人民币利率的动态关联分析

当前中国市场利率体系主要由银行存贷款利率、银行同业拆借利率、票据市场利率和同业回购利率构成。考虑到其管制原因,本文用上海同业拆借市场利率(SHIBOR)来表示在岸人民币利率。与此同时,中国香港于2009年11月推出香港银行同业人民币拆息,并以此为基准设置人民币融资贷款利率,从而反映香港

人民币资金供给和需求情况,因此选取香港银行间同业人民币拆息 HIBOR 作为离岸人民币利率。收集了以上两个指标 1 天、7 天、14 天、1 个月、3 个月、6 个月和 1 年期数据,样本区间为 2011 年 6 月至 2015 年 6 月。

为了考察离岸与在岸人民币货币市场利率之间的联动效应,本文利用 Granger 因果检验法来考察其相互引导关系(详见表 2)。

表 2 离岸与在岸人民币利率的因果关系检验

	原假设	滞后期	F 值	P 值	结论
1 天	SHIBOR 不是 HIBOR 的 Granger 原因	6	2.2245	0.0610	拒绝
	HIBOR 不是 SHIBOR 的 Granger 原因	6	0.6517	0.6885	接受
7 天	SHIBOR 不是 HIBOR 的 Granger 原因	6	1.6069	0.1712	接受
	HIBOR 不是 SHIBOR 的 Granger 原因	6	1.6604	0.1568	接受
14 天	SHIBOR 不是 HIBOR 的 Granger 原因	6	1.94918	0.097	拒绝
	HIBOR 不是 SHIBOR 的 Granger 原因	6	1.6749	0.1531	接受
1 个月	SHIBOR 不是 HIBOR 的 Granger 原因	6	2.1769	0.0749	拒绝
	HIBOR 不是 SHIBOR 的 Granger 原因	6	1.4255	0.2350	接受
3 个月	SHIBOR 不是 HIBOR 的 Granger 原因	6	1.1058	0.3655	接受
	HIBOR 不是 SHIBOR 的 Granger 原因	6	1.1874	0.1315	接受
6 个月	SHIBOR 不是 HIBOR 的 Granger 原因	6	1.7823	0.1282	接受
	HIBOR 不是 SHIBOR 的 Granger 原因	6	1.8574	0.1131	接受
1 年	SHIBOR 不是 HIBOR 的 Granger 原因	6	2.004	0.0885	拒绝
	HIBOR 不是 SHIBOR 的 Granger 原因	6	0.2762	0.9448	接受

从表 2 可以看出,对于离岸与在岸人民币市场不同期限而言,1 天、14 天、1 个月和 1 年期 SHIBOR 对 HIBOR 存在单向影响关系,而其他期限 SHIBOR 与 HIBOR 并不存在显著的引导关系。总的来说,上海银行间同业拆借市场在人民币利率价格中占据主导地位,相对而言,香港银行间同业拆借市场对人民币离岸利率的价格发现能力比较弱。

## 2. 离岸与在岸人民币汇率的动态关联分析

目前境内外市场主要存在三种人民币汇率,在岸人民币汇率(CNY)、离岸市场可交割外汇交易(CNH)和离岸市场无本金交割远期外汇交易(NDF),以及在此基础上 CNY 与 CNH 的远期汇率。因为香港对人民币外汇交易的限制比较少,自从 2011 年 6 月香港推出离岸市场可交割外汇交易,作为香港离岸人民币外汇衍生产品的基准,该市场发展十分迅猛。因此,以 CNH 表示离岸人民币汇率,以中国外汇交易中心每个交易日上午公布的人民币兑美元汇率中间价(CNY)表示在岸人民币汇率。样本区间为 2011 年 6 月 27 日至 2015 年 6 月 30 日,剔除节假日空白交易外共取得 989 个样本。为了考察离岸与在岸人民币外汇市场汇率之间的联动效应,本文利用 Granger 因果检验法来考察其相互引导关系(详见表 3)。

表 3 CNY 与 CNH 的 Granger 因果关系检验

原假设	滞后期	F 值	P 值	结论
CNY 不是 CNH 的 Granger 原因	2	1.2199	0.2959	接受
CNH 不是 CNY 的 Granger 原因	2	2.3607	0.0951	拒绝

从表 3 可以看出,香港离岸人民币汇率与在岸人民币汇率存在单向价格引导效应。虽然香港离岸人民币外汇市场起步较晚,但在滞后 2 期时,香港可交割离岸人民币外汇市场仍然比在岸人民币即期外汇市场的

价格引导能力要强,并且对在岸人民币即期汇率存在一定程度的价格溢出效应,这可能与香港的自由化市场交易和国际金融中心地位相关。

#### 四、政策建议

##### (一) 综合运用货币政策工具,健全宏观审慎政策框架

一是明确货币政策目标,强化政策传导机制。随着人民币国际化演进,货币供求的利率弹性必然相应增大,货币政策的预期效应也会随之缩小,这就要求央行在准确掌握货币供求结构发生各种变动的前提下,应不断明确政策实施的中介目标和最终目标,有的放矢的相应调整调控维度与力度,疏通政策传导机制。二是推动离岸和在岸人民币、境内外汇总量作为货币供应量统计口径。考虑到人民币跨境使用对境内货币供求可能造成的影响,一方面要利用货币价格和货币数量等工具,来调控外汇储备流动性及人民币发行;另一方面应积极关注离岸人民币市场发展,测算人民币的跨境供给与需求水平,建立细化数据库以加强对人民币跨境资金流动的监测管理,追踪各项资本流动趋势及其规律,进而为制定有效达成最终目标的货币政策提供依据。三是建立全新的宏观审慎监管模式。离岸人民币市场将使得人民币利率和汇率决定机制更加复杂,因此应建立全新的宏观审慎监管模式,将离岸市场纳入监测范围,同时根据国内经济情况等对有关参数进行适度调整,引导金融机构稳健合规经营、加强内部控制与风险管理。

##### (二) 协调推进国内金融改革,维持货币政策独立性

一是稳步推进资本项目开放。倘若在经济金融基础条件不成熟、结构性改革不到位的情况下,过快的资本项目开放甚至可能会引致系统性危机。因此,必须在风险可以控制的条件下,减少各项改革的限制,有序、审慎推动人民币资本项目的可自由兑换。二是扩大汇率制度弹性。一方面,采取秩序渐进的方式,逐渐消化人民币汇率浮动对企业带来的负面影响;另一方面,控制汇率波动幅度,防止投机性资金对货币政策产生的冲击。三是推动利率市场化改革。一方面,构建完善的货币市场基准利率体系,这是人民币资本项目开放的前提条件,否则可能会引发系统性危机的爆发;另一方面,利用利率变化对汇率变化的有效及时传导,稳定跨境资本流动,提升中央银行货币政策的有效性。

##### (三) 构建人民币体外循环通道,推动离岸人民币市场发展

一是构建人民币的体外循环通道,减轻人民币大量回流压力。在继续完善已有回流渠道建设的基础上,应进一步构建离岸人民币的体外循环通道,大力推动境外企业对人民币的需求,减少因人民币的大量回流而对境内汇率和资本市场的负面影响。二是构建以香港离岸人民币中心为主导、多市场并存的离岸人民币市场体系。不断加强香港与内地金融合作,有效发挥香港原有的先发优势及自身优势,参照美国推动伦敦美元离岸市场的干预主义政策,继续出台相关跨境人民币推动政策扶持香港离岸人民币市场发展。与此同时,进一步加强伦敦、新加坡和台湾等地人民币离岸市场的建设,使其他地区发挥各自特点,弥补香港离岸市场不足。三是积极发挥离岸市场市场化的促进作用,有力推进在岸金融市场化改革。在风险可控前提下,应促进离岸市场对人民币利率及汇率市场化的推动作用,同时发挥改革的主动性,妥善处理离岸市场和在岸市场、人民币资本项目开放之间的关系。

##### (四) 加强监管力度,完善人民币跨境流动监测统计

一是要深化有效监管,防范利用货币政策变化进行套利活动。应尽快建立规范完善的监管体系,包括合理的金融监管法规和职责明确的金融监管机构,从而防止投机性资金对货币政策产生的冲击。二是控制与实体经济无关的跨境人民币借贷,避免货币投机冲击。一方面放开并鼓励与实体经济发展高度联系的人民币跨境流动;另一方面严格控制与实体经济发展无关的跨境人民币借贷活动,特别是有必要对人民币回流数量应当保持额度限制,以谨慎的态度渐进式放开。三是加强对人民币跨境流动的统计和监测。在跨境人民币业务中有效履行反洗钱、反恐融资和反逃税等职责,加大大额交易与可疑交易监测分析。在促进资金双向合理流动进程中,要做好相关业务的管理和统计监测,重点加强和改进短期跨境资本流动的监管。

## 参考文献:

- [1] 杨雪峰. 人民币离岸市场发展对我国货币政策的影响 [J]. 世界经济研究 2016(5).
- [2] 伍戈, 杨凝. 离岸市场发展对本国货币政策的影响——一个综述 [J]. 金融研究 2013(10).
- [3] 刘华, 朱佳青, 李广众. 香港离岸人民币市场的发展对我国货币政策中间目标的动态影响——基于广义脉冲响应的分析 [J]. 国际金融研究 2016(4).
- [4] 吴宇. 离岸货币市场发展与货币政策中介目标的选择 [J]. 上海金融 2012(3).
- [5] 周先平. 境内外人民币即期汇率的联动关系 [J]. 国际金融研究 2013(5).

## The Offshore RMB Market's Challenge to Domestic Monetary Policy

XU Jiayang

( Zhejiang Financial College ,Hangzhou Zhejiang 310018 ,China)

**Abstract:** The internationalization of the RMB has achieved remarkable results ,the international influence continues to improve ,but at the same time we should pay close attention and guard against the possible risks of monetary policy. On the one hand ,the field of trade and finance uses RMB settlement and grows rapidly ,money demand estimation becomes more and more difficult; on the other hand ,with the expansion of the offshore financial market ,the interest rate and exchange rate formation mechanism in the onshore market may be affected ,which will weaken the effectiveness of monetary policy at the same time ,financial regulation will face new challenges. The article put forward the following policy recommendations: comprehensive use of monetary policy tools to improve macro prudential policy framework; coordinate the domestic financial reform and maintain the independence of monetary policy; construct the RMB external circulation channel to promote the development of offshore RMB market; and strengthen supervision to improve the RMB cross - border flow monitoring statistics.

**Key words:** cross - border RMB business; offshore RMB market; monetary policy

( 责任编辑: 张秋虹)