

国家开发银行金融研究中心

离岸人民币市场

任志刚

研究专论第二号

二零一零年七月

全球经济及金融研究所
香港中文大学
香港新界沙田泽祥街十二号郑裕彤楼十三楼

《离岸人民币市场》

(中文译本) *

任志刚

二零一零年六月二十一日

全球经济及金融研究所开幕演讲

引言

今天是香港中文大学全球经济及金融研究所成立的大日子。本人有机会在此讲几句话，深感荣幸。正如各位嘉宾所知，我想谈谈人民币离岸市场的问题。

人民币的国际化

2. 中国内地对资本帐虽然仍然设有颇大范围的限制，但由于两个普遍的原因，积极主动并且较快地让人民币走向国际化，是符合国家利益的。

3. 第一个原因是：国际货币体系在结构上似乎并不稳定。这个体系的两大支柱—美元和欧罗—都未能在国际上赢得足够的信心，以便长远来说，在国际范围内维持其作为交易媒介、贮积财富和会计单位的地位。这两大经济体系的宏观数据，尤其是负债、对外逆差、失业和财赤的水平高得令人担忧，而且迅速好转

的可能性成疑。但国际上有分量的选择有限，比如说，其它货币的金融市场汲资能力不足，因而全球不少司法管辖区不得不大量持有以美元和欧罗计价的外汇资产。不少人认为，想要在结构上提高国际货币体系的稳定性，要么加入第三条腿（所谓“三脚模式”），要么借助一种超主权货币，例如国际货币基金组织的特别提款权或者成立一个新的亚洲货币单位，要么选用一种国家经济规模至少可以与美国或欧盟区相比的主权货币，俾能取信于国际。

4. 即使保守假设经济成长率和长远汇率的变化，中国仍然是唯一有机会大约在二十年内，以国民生产总值来衡量，可能会赶上美国和欧罗区经济规模的国家。而且，中国至今的宏观调控相当有效，大大加强了国际上对人民币的信心。以此角度看，若要物色一种主权货币来加强国际货币体系的结构稳定性，人民币似乎是三脚模式第三条腿的首选。再说，随着中国与世界其它地区日渐融合、加强互动，让国际货币体系具有最大的稳定性也符合中国的利益。中国的外汇储备远远超过其它国家，自然希望官方和民间持有的外国资产可以保值。而中国作为国际社会巨大的持分者，以及用美国总统奥巴马的话说，其中一个世界领袖，在促进国际货币体系的结构稳定性上，任重而道远。因此，中国应迈开步子，让人民币在这个重大的角色上有所准备，说白了，采取审慎的步骤，让人民币开始扮演国际货币的角色，也就是国际化。
5. 第二个原因：随着中国走向全球化，而且内地的总体物价水平远低于世界上其它的地区，特别是主要的贸易伙伴，人民币实质有效的汇率必须与时上升。升值的方式可以是相对较高的内地通货膨胀率，或者让名义上的汇率在长时间内逐步升值。由于通胀不利于维持社会稳定，风险远高于长时间逐步升值，在政策上权衡两者利弊后的选择，对国家来说是明显不过的。随着人民币再次推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性，兑一揽子货币的汇率将会呈现长时间的升势。但就短期来说，由于全球的外汇市场大起大落，人民币兑美元短期内仍然可能波动。因此，不仅是管理外汇储备的政府官员，即使与世界各地进行大量交易的私营部门，审慎地管理汇率风险日益重要。对私营部门来说，管理汇率风险一种有效的方法，是用本地货币为国际交易结算。举个例，

中方出口时，若收取人民币而不是外币，同时大量用人民币支付生产成本，汇率风险将大大降低。进口内销货品时，若用人民币付款，也有同样的好处。因为这个原因，与中方交易的外方可以离岸取得人民币资金，又可以离岸调动人民币的收入，人民币国际化完全符合国家的利益。

离岸人民币市场

6. 中国目前仍然广泛实施资本管制，局限了用人民币进行国际交易的程度。国家无疑最终想撤销资本管制，让人民币自由兑换，但放开资本管制的后果不仅是让人民币国际化那样简单，必须慎而慎之，正如温总理说，要有渐进性，可控性，主动性。但又不是说，非要先开放资本帐，然后才能让人民币国际化。两者大可同步进行、相辅相成。人民币的国际化可以用开发离岸人民币市场来带动，但要确保后者在开放的国际市场下运作，遵循国际上最佳的市场准则和作业方式。离岸市场更可以为岸上市场资本帐的自由化提供重要的市场讯号。
7. 在座各位嘉宾相信都很熟悉人民币业务近年在香港的发展。这说起来要上溯到二零零一年香港银行公会代表团到北京的一次访问考察。由于离岸流通的人民币现钞数量日增，香港首当其冲，我当时作为团长，建议国家设立正式的渠道，让人民币现钞得以顺利回流内地。这个建议本来并不起眼，但必须承认，我当时私下另有盘算，这就是十分希望加强香港金融体系的能力，让我们这个国际金融中心可以处理以人民币作为交易单位的经济金融活动。说到底，中国是全球经济增长最快的大国，而人民币是中国的主权货币，假以时日，必将在国际金融市场上扮演举足轻重的角色。而且我以为，我们的东道主当时很可能也有同样的战略思维。不管怎样，我这个不起眼的建议牵动了琴弦。在二零零四年，透过与中国人民银行一连串的磋商，让香港一批参加行可以接受本地居民的人民币存款及进行一些简单的人民币业务，这在我看来，可以说是香港人民币离岸市场的起步。此后业务陆续发展，香港出现了人民币债务市场，并且引入人民币贸易结算。

8. 今天很高兴在这里说，香港金融管理局透过与中国人民银行的协助，为香港的人民币离岸市场开了一个很好的头。只要保持这个势头，加上内地全力支持，其它离岸的金融管辖区很难望我们的项背。不过，再好的开头也只是开头，何况只是一个很小的头。我们仍需努力巩固这个势头，时刻谨记，开展人民币离岸市场，目的是让人民币得以国际化，与此同时审慎地管理可能为在岸和离岸市场所带来的风险。举个例，离岸的业务有可能对在岸市场造成不良的影响，特别是削弱在岸货币政策的效能或造成金融波动。此外对离岸市场也可能有风险，例如倾覆离岸市场，令其沦为在岸市场的延伸。因此，需要为在岸和离岸人民币市场建立某种工作关系，以兼顾市场发展和风险管理。

在岸和离岸市场的关系

9. 这项工作关系不太可能是静态的。由于国际金融环境的变化和在岸金融的发展，这项关系需要不断地微调。此外，这项关系也不太可能是直截了当的。显而易见，这两个市场在任何时间都存在着不同的关注和特殊的利益。离岸市场的人士视为合理的事，在岸市场的人未必觉得合理。举个例，有人以为，只要另立规章制度，或者开设另类的金融机构，或者提供优惠，例如为个别金融机构在内地市场的发展加添特殊通道，就可以在岸兼营离岸业务。这种想法当然是可以理解的。我不敢说这不可行，但觉得会有问题。主管当局必须就两类不同的金融机构各设一套规则。但这两类机构有可能隶属同一个东主、利用同一套资本。更不要说，还得应付在岸市场监理套利和滥用的问题。
10. 因此，我想谈谈在岸和离岸市场工作关系的三个要素，希望有助于我们进一步发展香港的人民币离岸市场。

11. 第一个要素关乎工作关系的架构。有了离岸市场后，如果为了眼前的考虑，以不同的方法运作，以便切合某些人的需要，并且加大这种做法的力度，也就难免令人担心，会不会有一天尾大不掉，变成尾巴指挥头脑？这并非否定离岸市场的好处。增进金融效益、为在岸市场的金融改革提供有用的讯号，这些好处是明显不过的。因此，最重要的是，连接两个市场的架构要能密切监测离岸业务对在岸的影响，而且有需要的话，具备高效和便于使用的风险管理举措。
12. 除了用现钞的小额交易，以人民币为交易媒介的离岸业务宜以电子方式结算，透过在岸人民币银行同业清算系统的代理行，或者透过离岸系统处理。为了善用离岸的优势为人民币进行国际化，显然应该为离岸市场开设独立的银行同业人民币清算系统。但离岸的银行同业清算系统要能够与中国人民银行也就是中央银行主持的在岸银行同业清算系统挂钩，这点至关重要。这个钩连既是在岸和离岸市场之间人民币资金主要的流动渠道，确保过程有序和透明，同时也是唯一的电子渠道，更可以作为一种机制，在有需要时得以引入风险管理措施。正如各位嘉宾所知，这些安排事实上已经存在。目前，中国银行（香港）有限公司是香港的人民币清算银行，透过深圳分行在中国人民银行开设清算帐户。
13. 这方面的风险管理通过中国人民银行为港方的清算银行提供清算，以及港方的清算银行为本地参加行提供清算的服务条件来体现。参加行由于不欲抵触服务条件，会希望密切审慎地关注有关的业务，成为工作架构一个最重要的组成。但设定太多条件会滞碍市场的发展，太少又可能引发系统风险。这个问题容我稍后回过头来再讲。时间容许的话，有一个问题有必要一谈，这就是离岸清算银行像中央银行那样，制造人民币的能力。由于所有参加行都在清算银行开设账户，清算银行只要为各账户开列存款额，就可以产生人民币，从而向参与银行或透过参与银行购入资产。在经风险调整的基础上，清算银行的这些资产只要回报率高于按清算后人民币余额付给参加行的利息，也就有利可图。后果是增加人民币在离岸市场的流动性，而如果参加行获准放贷的话，更将连带制造了人民币的信贷额。为确保公平竞争，可能需要对清算银行制造人民币的能力设置有效的限制。

14. 这并非说现在就要这要做。香港的人民币数量相对仍然很小，也没有多少人民币资产可供清算银行借着产生人民币负债来收购。再说，现在对本地银行包括清算银行在内，维持人民币长或短盘已有审慎的要求，清算银行不可能在同一时间内产生可观的非人民币资产和人民币负债。此外还有针对流动性和其它审慎的要求，以吓阻清算银行以此方式产生人民币，即便其并非刻意而为。此外，离岸市场制造人民币信贷额的能力一旦令人担忧，中国人民银行或可要求离岸清算银行在该行的账户余额，维持在不少于离岸参加行清算后余额的总和。各位嘉宾对此相信耳熟能详。事实上，香港在 1988 年到 1996 年间实行会计安排时，银行公会当时名下的清算银行须在外汇基金开户，作为对货币基础的控制由清算银行转移到主管当局的第一步。目前虽然环境不同，背后的构想大致相同。
15. 我其实更担心对人民币清算的服务设置太多条件，以致减慢甚至滞碍进一步的发展。讲到这里，正好转到在岸和离岸市场工作关系的第二个要素：模式。就这方面来说，大可以以香港目前享有的“一国两制”原则为出发。
16. 香港的价值在于自由度和开放性，以及金融制度遵循国际上最佳的标准和方法营运。让人民币在香港的环境下‘抛头露脸’，可以接收制订在岸政策，尤其是改革和开放金融自由市场所需的重要市场讯号，好处自不待言。如果要求高度市场化的香港离岸系统像在岸市场那样经营人民币业务，以管制为主，没有什么意义。换言之，应尽量将在岸市场的规章制度对离岸业务作域外的应用。无人不知，离岸市场的风险需要管理，在离岸市场发展的初段更应偏向保守。无论如何，离岸市场原来的目的是将在香港流通的人民币引导回内地。但就二零零四至今的经验看，重点已经转移，现在更偏重如何利用离岸市场来促进人民币的国际化。这也就意味着，目前的离岸市场仍有空间，其中不少限制可以放宽。

17. 香港作为离岸市场，最理想的是经营人民币业务如同经营其它外币的业务，按照自己的方法做自己的事，以及在照顾到内地和香港金融系统各自的需要下，让人民币离岸市场按照同样的方式经营。只有当在岸或离岸的风险管理确有必要，以及银行业的监管未能提供有效的管理时，才能以收紧清算服务条件的手段来设限。就我个人的接触来说，内地不少人士都持这个看法，值得欣慰。目前的工作是说服其它朋友，修订和简化中国人民银行和香港人民币清算银行的清算协议，同时相应地修订和简化香港清算银行与香港参加行的清算协议，将这个模式付诸实行。
18. 若此，香港离岸人民币市场的发展将可以更上层楼。举个例，不难预见人民币在香港出现有份量的银行同业间市场、以及参加行以人民币放款或用人民币买卖股票，尤其是当人民币资金在在岸和离岸市场之间的先决流动性相应加强后。
19. 人民币在岸和离岸市场之间的流动，包括用来支持离岸人民币和外汇彼此兑换的资金，也正是我想讲的两个市场工作关系的第三个要素。由于内地有资本管制，而香港不设外汇管制，对于人民币在两个市场之间的流动显然需要限制。但这会约束离岸的发展。我们事实上需要加强人民币在两个市场之间的流动，但要避免有损内地资本管制的完整性和触发可能难以控制的风险。说到底，以内地角度看，资本管制在现阶段仍有必要。
20. 目前两个市场之间的人民币流动主要有五个来源：一是旅客携带过境的现钞；二是用人民币为贸易作结算，例如内地进口商将人民币送到香港以支付采购；三是香港居民在港元和人民币之间的净离岸兑换（每人每天的兑换额设有上限）；四是香港居民的汇款，每人每日的汇款额也设有上线；五是获准发售香港人民币债券方发债的所得（以及反向的兑现）。这多种的流动大致上也就是过去六年来香港发展人民币业务的产物。所形成的人民币离岸市场，以参与银行的存款负债衡量，大约是 800 亿元人民币；以流通中的人民币债券衡量，则

大约是 300 亿元人民币。不用说，由于零售层次的跨境经济活动日增，香港还持有不少人民币现钞。但这只是交易账，在政策层面上无需担心。我们说到底鼓励大家离岸使用人民币。

21. 与在岸市场相比，上述数字事实上很小。内地银行系统的人民币存款高达 66 万亿元人民币。香港离岸的人民币存款只相当于 0.1%。在狗摇尾还是尾摇狗的比喻里，狗尾几乎不存在，尾摇狗更无从说起。因此，对于离岸市场进一步的发展，应该可以放心。不论如何，我刚才所讲的在岸/离岸市场工作关系架构，加上监管机构在各方面紧密的合作，应该可以提供有效的风险管理。
22. 促进人民币资金在两个市场之间的流动途径很多，而且事实上相当安全。我们可以提高甚至撤销目前香港居民每日人民币汇兑的上限；可以将兑换服务由香港居民以个人身份延伸到非居民或者公司，必要时设置类似目前个人的上限。此外可以考虑让需要资金在内地营运的香港或海外公司用人民币汇款。这会有助于人民币债务和贷款市场在港的发展。另一个途径是让非香港居民个人，例如股票经纪，在港开设人民币账户。这相当于鼓励在香港用人民币进行股市交易，让海外投资者合法地用人民币买卖中国内地股票，减少目前透过港元进出市场的巨额资金，减轻港元流动对香港货币条件的冲撃。更有利的是，就如其它货币的银行账户，人民币银行账户的运作也应该松绑，让银行自行透过审核了解客户和防止有人洗钱。

结论

23. 发展的可能性实在很多，关键的是要对市场有更大的信心。我所讲的不是金融界最复杂的衍生产品或者最先进的发明。为了维持货币和金融的稳定性，对这些产品可能产生的后果的确需要有所警觉。我想讲的是，以人民币计价的基本金融中介，以及与此同时用人民币作为交易媒介和贮积财富。设置定量的上

限、然后逐步提升以控制离岸市场扩展的步伐是其中一种做法。但只要在岸和离岸的关系有正确的架构，应该可以放心采用我刚才所讲的模式，扩大人民币资金的流动性，将香港的人民币离岸市场提升到新的层次，让人民币成为国际货币，进而作为外汇储备的货币。这应该符合国家的利益，对国际货币系统来说也只有好处。

24. 谢谢各位。

(完)

*此中文工作文件为英文版本译本。如中、英文两个版本有任何不相符之处，应以英文版本为准。