

离岸人民币定价权及其对在岸人民币的影响^①

◎郑联盛 董裕平

摘要: 在存在资本管制的条件下, 人民币价格受到在岸市场和离岸市场的共同影响。理论上, 由于离岸市场规模十分有限, 在岸市场的价格决定应是主导性的。但是, “8·11” 汇改以来, 人民币定价更多受到人民币离岸市场的影响。人民币离岸市场汇率频繁波动引发在岸市场的汇率波动, 并形成了人民币汇率的贬值预期。这种趋势已经对维持汇率稳定和金融稳定造成了负面冲击。为了保障汇率市场和金融体系的稳定性, 需要发挥在岸市场在人民币定价中的主导性, 稳定人民币汇率和资产估值预期, 并运筹帷幄、内外统筹、协调推进汇率形成机制改革、资本项目开放以及国内金融体系改革。

关键词: 人民币定价; 离岸市场; 金融稳定

DOI:10.16474/j.cnki.1673-8489.2016.03.008

人民币汇率的走势及其预期受到离岸与在岸两个市场的共同影响。2015年8月11日人民币汇率中间价改革以来, 人民币汇率的变化更多地受到了离岸市场的主导, 明显呈现离岸市场价格引导在岸市场价格的趋势。由于我国政府对离岸市场没有直

接监管与干预的权力, 其引发的风险值得我们高度警惕。

一、离岸人民币市场定价权的现状

由于我国存在资本项目管制, 人民币市场自然地形成了在岸市场和离岸市场。随着人民币国际化的加速推进, 人民币“走出去”日益深化, 离岸人民币市场亦快速扩张, 香港、伦敦、新加坡、芝加哥等相继成为海外重要的人民币离岸中心, 法兰克福、巴黎、卢森堡、首尔、东京、悉尼等亦在强化人民币离岸中心的建设。截至2014年末, 主要离岸市场人民币存款余额约2万亿元, 人民币国际债券未清偿余额5351亿元。据不完全统计, 截至2015年4月末, 境外中央银行或货币当局持有的人民币资产余额约为6667亿元。

离岸人民币市场中人民币的定价机制主要受两个因素影响: 一是上述离岸人民币中心人民币流动性需求变化而导致的价格波动。这种价格的变化与

作者简介: 郑联盛, 中国社会科学院金融研究所副研究员; 董裕平, 中国社会科学院金融研究所所长助理、研究员。

^① 本文是国家社科基金青年项目“西方国家金融危机与制度弊端分析研究”(批准号14CJL017)、国家社科基金重点项目“我国金融体系的系统性风险与金融监管改革研究”(批准号13AJY018)和国家社科基金重点项目“‘十三五’时期我国的金融安全战略研究”(批准号15AJY017)的阶段性研究成果。

实体的贸易投资需求紧密相关。二是离岸人民币中心的人民币外汇市场价格。这种价格的变化很大程度上与实体的贸易投资没有直接的关联,更多是一种基于价格波动幅度变化的交易行为。在人民币汇率波动幅度扩大的过程中,这种以波动为支撑的交易及其对价格的影响将日益明显,金融投资与投机行为对离岸人民币市场的价格决定权重越来越大。

离岸人民币市场中的价格主要受香港、新加坡和芝加哥三个市场的影响。香港联交所 2012 年 9 月开始提供人民币期货交易,目前提供三种人民币交易品种——即期人民币期货合约、远期可交割合约(DF)和远期不可交割合约(NDF);2014 年 4 月开始,港交所提供人民币期货的夜盘交易。芝加哥商品交易所集团 2013 年 2 月开始提供一种人民币期货品种——可交割离岸人民币期货,其中分为标准期货合约和电子微型期货合约两种。新加坡证券交易所 2014 年 1 月开始提供一种人民币期货品种——新亚洲外汇期货合约。香港是目前最大的离岸人民币市场,也是价格决定最重要的市场。根据香港联合交易所的统计,2015 年 1—11 月,香港人民币兑美元期货合约累计交易 21.68 万张,同比增长 21.8%。

二、离岸市场人民币定价权缺失引发的风险

(一) 离岸与在岸人民币汇率的相关性

由于存在资本管制,离岸人民币市场整体规模较为有限,理论上,离岸市场的价格应该由在岸市场所决定。但是,2015 年 8 月 11 日人民币中间价形成机制改革以来,离岸市场的价格对在岸市场呈现出较强的影响力甚至是主导力,人民币汇率定价的主导性反而逐步转移至了离岸市场。尤其以香港为代表的人民币离岸市场的汇价,对于在岸市场的价格更具引导性。

在 2014 年美联储启动退出量化宽松政策后,虽然人民币兑美元的汇率仍然保持基本稳定,但是人民币离岸市场与在岸市场的汇率价差开始扩大,离岸市场的贬值压力以及引导人民币汇率贬值的预期作用开始显现。2015 年 8 月 11 日,人民币汇率

中间价报价机制实行市场化改革,汇率弹性增加,但汇率波动亦加大,进而加强了离岸市场的贬值预期。尽管人民币在岸汇率在人民银行的有力干预下没有发生快速大幅贬值,但是两地价差进一步拉大,从以前 100 个基点左右快速拉大到超过 1000 个基点,对维持在岸市场的汇率稳定造成了较大压力。2015 年 11 月以来,随着市场对美联储加息政策的预期增大,人民币贬值预期继续强化,两地价差基本维持在 400 到 1000 个基点的区间。到 12 月 17 日美联储加息之日,在岸汇率已连续 7 个周下跌,创 1995 年 8 月以来持续时间最长的跌势。其后,人民币离岸价格对在岸价格依然形成明显的引导性。

离岸市场人民币汇率频繁波动并引发在岸市场的汇率波动,这种趋势预期已经对维持在岸市场汇率稳定造成了明显的压力。然而,我国货币当局由于在离岸市场没有直接的监管权力,对人民币定价权呈现一定程度的缺失状态,只能通过直接进入市买卖相关货币,托市成本相当昂贵。

(二) 离岸市场人民币定价权缺失的潜在风险

一般而言,一个经济体的货币当局在离岸市场上缺乏对其货币的影响是正常的,但是,由于这种定价权的缺失,造成离岸市场对在岸市场的严重压力则可能引发连锁反应,甚至冲击在岸市场及其整个金融经济体系的稳定性。

一是汇率变化的超调风险。在汇率市场中,市场预期的变化及其对汇价的决定作用十分明显,特别是在高频交易等投机活动较多的市场中,汇率更容易形成超调。但是,人民币汇率超调的方向性非常重要,一旦贬值幅度超调,可能引发人民币汇率走势的预期逆转,进而可能陷入一个自我强化的汇率贬值螺旋。

二是投机风险。由于两地价差明显拉大,一些投机者充分利用汇差的存在进行投机交易,甚至通过离岸市场的价格影响力来对在岸价格施加影响,以确保其套汇交易得以持续。这种投机行为造成两地价差难以收窄,价格扭曲长期存在,反过来还会进一步增强投机行为。这显然不利于汇率价格形成机制的完善。

三是市场价格变化的联动风险。理论上,利率、汇率和国债收益率等核心金融要素价格存在内在的联动机制。当离岸人民币市场的汇价出现不合理变化之后,可能引发人民币利率、国债收益率等的连锁反应,使得整个金融系统的价格体系呈现扭曲状态,降低金融配置资源的效率。

四是人民币资产的安全性。人民币汇率是人民币相关资产定价的核心要素之一。如果离岸市场呈现不合理波动并引发在岸其他要素价格的变化,将影响到整个人民币资产的估值体系,使风险溢价升高,并可能引发人民币资产的抛售潮,如大量资金从股票市场和房地产市场撤离。2015年12月以来,汇率波动已经直接影响到了股市的波动,形成了汇市和股市相互强化下跌的态势。特别是2016年1月4日A股实施熔断机制之后,离岸人民币汇率贬值直接引发了对股票市场的重估效应,成为2016年1月4日至7日A股两度熔断的重要诱因。

五是金融经济体系的系统性风险。目前我国货币当局持有大量外汇储备,货币当局可以选择到离岸市场采用交易的方式来影响离岸市场价格。同时,货币当局还可以有更多的方式和工具来稳定汇率及其预期,特别是市场化的手段和价格机制的运用仍然具有较大的空间,这也是人民银行所秉承的理念。但是,如果受到各种条件约束,特别是某些外部特殊势力企图阻碍政府的市场化改革和稳定外汇市场政策的实行,甚至破坏政策的传导机制,离岸人民币可能呈现单边大幅贬值的预期,加

剧国内各种经济社会矛盾,由此引发人民币的货币风险,甚至演化为我国货币、金融以及经济的系统性风险。同时,汇率稳定的干预成本加上资本流出以及市场预期引致的美元等资产需求扩大,将扩大外汇储备的消耗,而从长期而言,外汇储备过快消耗是不可持续的,蕴含巨大风险。

三、把握离岸人民币定价主导权的主要考虑与政策建议

从离岸和在岸人民币价格的相关性看,目前离岸人民币价格对在岸价格的主导性正在逐步强化,人民币汇率的定价权逐步转移至离岸市场,而且货币当局无法通过控制或强力影响离岸市场,转移人民币整体的定价权。这对于人民币汇率形成机制改革、汇率市场稳定、金融要素价格的形成以及金融体系稳定等都会带来明显的影响和冲击。对此,需要运筹帷幄、内外统筹,通过协调推进来深化人民币汇率形成机制改革,完善金融市场体系。

(一) 把握离岸人民币定价主导权的考虑

1. 要不要资本项目管制

人民币汇率之所以会形成在岸和离岸价格的长期偏差,主要在于资本项目管制造成的市场隔离。因此,如果取消资本项目管制,拆除市场的制度性阻断,理论上讲,应该会消除人民币离岸和在岸的价差。但是,目前国内金融市场的深度与广度都还



不够，特别是从近期股票市场动荡和“8·11”汇改后的汇率波动看，完全取消资本项目管制很可能会严重冲击国内金融体系。再者，把货币自由兑换等同于资本账户完全开放是相当片面、狭窄的认识。按照IMF的自由使用货币标准，并不排除必要的资本项目管制。美国、日本实际上都存在多个资本项目管制。人民币资本项目开放的关键在于，对资本账户管制的方式应该从传统的简单行政管理转向运用法律与经济手段的管理。人民币自由兑换只是资本项目开放的一个层面，更为重要的是市场和交易的开放。在法律与经济手段的管理能力还明显不足的阶段，不能因为存在离岸与在岸的价差就要加速资本账户自由化。资本项目开放还是要审慎推进，加强能力建设，把控节奏。一定意义上，资本项目管制是隔离内外风险的最有效手段，仍然是我们防范系统性风险，特别是防范人民币及人民币资产重估风险的“防火墙”。

2. 要不要发展离岸市场

人民币离岸市场之所以能够具有定价的系统性和引导性力量，在于三个原因：一是离岸市场的价格决定是完全市场化的，反映了市场的预期变化；二是离岸市场的规模较小，深度不够，对于预期变化的敏感性很强，预期的小幅变化即可能引发较大的汇率波动；三是完全市场化的离岸价格被当成国内外观察中国经济金融状况的重要指标，由此影响在岸价格。为了消除汇差或降低离岸市场的价格影响力，一个直接的办法就是减少离岸市场的规模，

回收人民币流动性，使其价格决定不具有重大的影响力。但是，从人民币国际化和我们内外经济的互动中，放弃发展离岸市场乃是一种“倒退”逻辑。在资本项目管制的现阶段，离岸市场的发展是人民币国际化的主要方式之一，也是内外要素价格互动的主要机制之一。人民币汇率定价权的缺失不能将责任全部推给离岸市场，而是应该在发展离岸市场的情况下，尽可能降低其作为引导整个市场预期的指标作用。实现这个目标，核心是要形成一个更加市场化、更具主导权、更有广度深度的在岸人民币市场。

3. 要不要加快推进国内市场化改革进程

离岸价格对于在岸价格的影响力日益增强，除了外部因素之外，还因为在岸价格的决定机制可能包含了大量的非市场化因素。例如，货币管理当局可能通过多种手段甚至行政性手段来影响或干预在岸市场的价格，以及在岸市场存在一些体制、机制的问题，使得价格存在扭曲的可能性。这主要是由于国内金融体系改革还有待深化，国内金融风险应对机制也不够健全。货币管理当局希望在岸和离岸价格能够通过市场化的方式走向“收敛”，但又对国内市场化改革和价格管理完全放开存在较大的担忧。

如果我们保持资本项目管制，也不放弃离岸市场，并且对国内金融市场体系的改革推进相对迟缓，那么，人民币的离岸和在岸价差就将会长期存在，且离岸价格对在岸价格的影响还可能更显性化。鉴

此, 国内的市场化改革, 特别是完善人民币汇率形成机制以形成更加市场化的在岸外汇市场, 应是未来的核心任务。

(二) 把握离岸人民币定价主导权的政策建议

1. 提升在岸人民币汇率形成机制的市场化水平

深化由市场供求决定、参考一篮子货币的有管理的浮动汇率制度建设。一是继续强化“8·11”汇率中间价改革成果; 二是继续放大人民币双向波动幅度限制(比如放至5%); 三是加速完善参考一篮子货币的汇率形成机制。按一篮子货币推出人民币指数, 可改变市场过去主要关注人民币兑美元双边汇率的习惯, 更加全面和准确地反映市场变化情况, 引导市场预期。理论上, 目前人民币汇率并没有大幅贬值的基本面, 一是经济增长相对其他经济体较高; 二是国际收支仍然是双顺差的状态; 三是外汇储备仍然较高。

2. 提高人民币兑美元双边汇率的市场化决定水平, 通过加大其弹性, 更好地反映市场供求

从经济基本面与宏观政策看, 美元加息政策与人民币降息、降准政策方向相左, 利差作为汇率的根本驱动力造成了人民币相对美元的贬值压力, 离岸市场的价格预期基本反映了人民币兑美元的基本面变化。但是, 刻意维持在岸价格稳定, 反而会强化离岸市场对人民币贬值的长期预期, 对于双边汇率的稳定并不利。应该看到, 中美的经济差异客观存在, 货币政策的不同也属正常, 对于市场的反映, 不必要采取高成本的干预方式来扭转。但是, 人民币兑美元双边汇率的变化方式, 对于人民币币值的稳定性是极其重要的。

3. 积极引导离岸人民币市场的价格走势

在人民币加入SDR后, 可以继续采取多种措施积极引导离岸人民币市场走势:

一是通过强化在岸市场的价格稳定性或反向性, 使得离岸市场的预期发生逆转, 从而将人民币汇率价格决定的主导权重新转移回在岸市场。最为极端但直接的办法就是抽干离岸市场的流动性, 使得其定价功能失效, 让市场的关注回归在岸市场。

二是在离岸市场上通过直接交易等方式来改变其价格变化趋势及市场预期。外汇市场交易或投机的基础是波动性, 这也是目前离岸市场交易脱离基本面的核心根源。为了消除这种预期, 可采取三种措施: 其一, 重新钉住美元; 其二, 一次性大幅贬值(比如10%); 其三, 维持现状让市场缓慢消化人民币对美元的贬值预期。第一种方式是改革的倒退, 除非出现重大的风险, 不然不应成为政策选项; 第二种方式最有利于消除市场预期, 但与我国政府的行为方式和风格不太符合; 第三种方式符合政府行为风格, 但预期消除的时间会拉长, 付出的成本可能也比较高, 并需要协调统筹, 以防止人民币贬值预期转化为对人民币资产的系统性重估。

三是积极采取道义劝说, 加强舆论引导, 营造人民币汇率长期稳定的市场氛围和心理预期。特别是金融管理当局以及政府领导人的舆论引导更为重要。由于人民币不存在大幅贬值的基础, 进行有效的沟通, 对于市场预期回归理性是有意义的。

参考文献:

- [1] 丁一兵. 离岸市场的发展与人民币国际化的推进[J]. 东北亚论坛, 2016(1)
- [2] 姜超等. 美联储加息的七大影响[R]. 海通证券宏观经济报告, 2015-12-17
- [3] 香港联合交易所, 市场数据统计. http://www.hkex.com.hk/chi/stat/statistics_c.htm/ 2015-12
- [4] 徐文舸. 人民币汇率价格信息传导机制研究——基于离岸和在岸即期市场的实证分析[J]. 国际商务研究, 2015(1)
- [5] 张明. 人民币国际化面临的挑战与对策[J]. 金融博览, 2016(1)
- [6] 郑联盛等. 耶伦的学术思想、政策取向及对经济的影响[J]. 国际金融, 2014年(1)
- [7] 中国人民银行. 人民币国际化报告(2015年). 2015-6
- [8] Funke, M., Shu, C., Cheng, X., and Eraslan, S., (2015). Assessing the CNH-CNY pricing differential: role of fundamentals, contagion and policy. *Journal of International Money and Finance*, 37(6), pp245-262

(责任编辑: 袁跃东)