

人民币国际化：离岸市场与在岸市场的互动

乔依德 李蕊 葛佳飞

推动和鼓励在境外建立离岸市场是人民币国际化过程中的一个显著特点。离岸市场的存在和发展可以为在岸市场资本账户的逐渐开放提供缓冲带，减缓骤然开放对国内金融市场带来的冲击，同时又可以为在岸市场的部分机构和企业率先从事人民币跨境业务提供境外对接点，因而是人民币走向国际化的一种务实选择。但如果在岸市场不能与离岸市场有效对接和协同发展，离岸市场的存在和发展将会增加国内货币调控的难度，并可能为国际资本冲击在岸市场提供便利，也可能给未来人民币定价权带来不确定。在岸市场完全开放后，离岸市场将与在岸市场相互融合，进而在不同的地理位置形成一个覆盖全球的、不间断交易的人民币市场。而原人民币离岸市场与在岸市场的界限也将淡化，表现为共同参与人民币业务的各金融中心之间的关系。

关键词：人民币国际化 离岸市场 在岸市场 上海自贸区

2009年7月，跨境贸易人民币结算试点业务的开展标志着人民币国际化迈出了关键性的一步。与之相随，人民币的国际化程度也不断加深。截至2013年4月，共有160个国家与中国及香港地区进行兑换支付，平均人民币支付的比例已达6%，其中有47个国家人民币计值的比例超过10%^[1]；截至2013年8月，人民币已经成为全球第8大交易最活跃的货币，而根据环球银行金融电信协会

乔依德系上海发展研究基金会秘书长；李蕊系上海外国语大学国际金融贸易学院讲师；葛佳飞系上海发展研究基金会研究员。

[1] 数据来源于SWIFT新闻稿，“全球有47个国家采用逾10%的人民币计值支付与中国及香港交易”。

www.swift.com.

(SWIFT) 12月3日发布的报告显示, 2013年10月开始, 人民币已取代欧元, 成为第二大常用的国际贸易融资货币, 而作为全球支付货币的排名也维持在第12位; 同时, 海外持有的人民币已经达到了1.3万亿元左右, 其中香港地区有人民币存款(包括大额存单CD) 9000多亿元, 占据一半以上。在三年多的时间里, 人民币国际化形成了以跨境贸易结算为突破口, 以香港地区等人民币离岸业务为依托的格局。从国际经验上看, 这一发展思路和操作模式是任何主权国家货币国际化从未有过的新鲜探索。然而, 应该看到, 跨境贸易人民币结算量的增长和人民币离岸业务的繁荣只是人民币国际化的手段, 而非最终目的, 利弊权衡下决策的合理并不意味着对潜在风险的绝对免疫。如果在岸市场不能有效对接离岸市场, 那么离岸市场的过度发展也有可能使得在岸市场逐渐边缘化。因此, 探究二者之间的深层次关系, 寻求相互协调对接之路就显得尤为重要。在支持以香港地区为代表的人民币离岸金融中心发展的大前提下, 如何利用当前人民币离岸市场蓬勃发展的机会, 逐步开放人民币在岸市场, 并有效管理离岸市场对在岸市场可能存在的风险, 关乎人民币国际化进程的顺利实现, 因而具有重要的现实意义。本文首先解释为什么发展离岸市场是在人民币未完全开放条件下促进人民币国际化的务实选择, 其次指出离岸市场发展对在岸市场的潜在冲击, 最后分析在人民币实现完全可兑换之后离岸市场与在岸市场关系的可能变化。

离岸市场是在岸市场未完全开放背景下 人民币走向国际化的一种务实的选择

开拓和发展人民币离岸市场是在岸市场未完全开放背景下人民币走向国际化的一种务实而明智的选择, 是在保持资本跨境流动基本稳定、积极推进国内金融体系改革的情况下, 稳步推行资本账户开放的战略步骤。以香港地区为代表的离岸市场一方面连接境内在岸市场, 一方面接轨国际市场, 成为二者之间的桥梁, 既能为境内在岸机构提供试水国际市场的机会, 又可为境内在岸市场的全面开放发挥缓冲的作用。

(一) 人民币在岸市场是离岸市场的坚实支撑

首先, 2009年7月人民币跨境贸易结算试点业务, 为人民币离岸市场输送了一定数量的人民币, 促成了人民币离岸业务的蓬勃发展。人民币在境外达到一定

的流通规模，客观上就会要求有一个离岸市场来办理相关业务^[1]。香港、伦敦和新加坡等都已形成了一定规模的人民币离岸市场。其次，在岸市场是离岸市场价值的根源，正如美元的价值基础在于其在美国具有购买力，人民币的价值基础也在于其在中国境内具有购买力。随着离岸市场的发展，离岸货币会通过一定的途径回流到在岸市场。而当前离岸人民币在投资渠道和第三方使用上都比较有限，加之境内利率和投资机会仍有吸引力，因此离岸人民币的持有者迫切希望政策当局能够建立更多的回流渠道。2012年，国务院批准深圳前海成为离岸人民币业务的创新试验区，开辟了人民币跨境回流的新渠道，对香港人民币离岸金融中心的发展起到了促进作用。2013年9月国务院公布了关于中国（上海）自由贸易试验区的总体方案，把“加快探索资本项目可兑换和金融服务业全面开放”作为自贸区的总体目标之一。12月人民银行《关于金融支持中国（上海）自由贸易试验区的意见》提出了创新有利于风险管理的账户体系，从探索投融资汇兑便利、扩大人民币跨境使用、稳步推进利率市场化、深化外汇管理改革四个方面推进自贸区金融开放创新的先行先试。如果这些措施能够得到有效的实施，自贸区将会成为沟通离岸市场与在岸市场的桥梁，促进人民币资金在两个市场之间有序流动和动态循环，从而大大促进香港等人民币离岸市场的进一步发展和人民币国际化进程的推进。

（二）离岸市场可以为在岸市场资本账户的逐渐开放提供缓冲带

在岸市场的骤然开放，无疑会对整个国内金融体系形成较大的冲击。对于尚未完完全理顺国内金融体系的中国来说，在岸市场的全面开放需要一个循序渐进的过程。而在一国货币离岸市场的发展过程中，该货币的自由兑换不需要马上放开，可以有序地逐渐放开管制，并与在岸市场的金融体系改革协同推进。因此，对于有志于本币国际化的新兴市场国家来说，离岸市场可以在控制资本账户开放节奏的同时提高本币的国际认同度和接受程度^[2]，它对资本账户尚未完全开放的人民币国际化提供了有益的缓冲。以香港为例，由于香港离岸市场规模很小，并且与在岸市场存有分隔，所以香港离岸市场的货币回流在当前及未来一段时间内对在岸市场影响不大^[3]，其汇率也不会对在岸市场的价格有太大的影响，不需要

[1] 杜莉芬：“香港人民币离岸市场发展研究”，首都经济贸易大学博士研究生论文，2010年。

[2] He, Dong and Robert N. McCauley, “Offshore Markers for the Domestic Currency: Monetary and Financial Stability Issues”, Working Paper of Hong Kong Monetary Authority, 17 March 2010.

[3] 马骏：“人民币离岸市场发展对境内货币和金融的影响”，《国际融资》，2011年第12期，第53~57页。

担心它会影响在岸市场的价格和内地的宏观调控^[1]，可以在发挥其隔离风险的缓冲作用的同时，充分挖掘它作为国家金融发展战略中的桥头堡作用^[2]，从而促进人民币国际化的进程。

（三）离岸市场的存在与发展为部分机构和企业率先从事人民币跨境业务提供境外对接点

离岸市场的存在和发展不仅为资本与金融项目提供了一个逐渐开放的平台，也使在岸市场的部分机构和企业可以率先进入国际化的人民币市场，积累面对全球交易对手和汇率自由浮动^[3]的经验。随着人民币离岸市场，特别是香港离岸市场的形成和发展，在岸市场与离岸市场的对接也在不断加速。继跨境贸易人民币结算启动之后，人民币对外直接投资（ODI）和外国直接投资（FDI）都已启动。2011年12月，人民币合格境外投资者（RQFII）的正式开闸也进一步加大了证券投资的开放步伐。2012年前海实验区打开了跨境人民币贷款的闸门。而2013年上海自贸区的建立则可能会形成沟通离岸市场与在岸市场的桥梁。可以预见，人民币离岸市场与在岸市场之间的互通要远远快于在岸市场的整体开放，越来越多的境内机构和企业可以通过人民币离岸市场试水人民币跨境业务，为应对资本与金融账户完全开放乃至人民币国际化做好准备。

此外，人民币离岸市场对于中国的金融体系改革，特别是对于利率市场化和更加灵活的汇率形成机制也具有一定的推动作用。由于离岸市场大多不存在对人民币的管制，因而在离岸市场上形成的人民币利率和汇率基本上反映了市场的真实供求。这对在岸市场的利率市场化改革和汇率形成机制调整具有一定的参考意义。近日来两个市场的即期汇率差距一度收窄至10个bp（基点）之下，说明中国的汇率形成机制改革是富有成效的。

2009年以来，香港人民币离岸市场获得蓬勃发展，伦敦、新加坡、台湾等其他国际金融中心人民币离岸市场也不断取得长足进展。数据显示，境外人民币存量约1.3万亿元，其中，香港9000亿元（存款+CD）、中国澳门600亿元、中国台湾990亿元、伦敦1000亿元、新加坡1400亿元。^[4]所有这些人民币离岸市场的形成和发展也会进一步提高境外人民币的流动性和交易规模，从而提高境外人民币的活力和人民币在国际上的影响力，助推人民币国际化进程。从各主要国际货

[1] 陈德霖：“人民币离岸市场发展之我见”，《第一财经日报》，2011年7月18日。

[2] 夏斌：“香港是离岸市场最佳选择”，2010年陆家嘴论坛专家论坛。

[3] 由于离岸市场一般不存在管制，因此其汇率是根据市场供求自由浮动的。

[4] 安卓：“人民币成广东第二大跨境结算货币”，《第一财经日报》，2013年11月8日。

币发展历史来看，大部分国际货币的形成和发展都或多或少地借助了离岸业务的支持。如日本的离岸金融市场（Japanese Offshore Market，简称JOM）在日元国际化的进程中就发挥了重要作用。可以预见，人民币离岸市场的发展也同样可以在某种程度上对人民币的国际化和在岸市场的进一步开放形成助力。

离岸市场发展对在岸市场的潜在影响

尽管如上所述，人民币离岸市场的发展有利于在岸市场的开放，但是离岸市场的发展也可能带来一些风险。比如一些学者认为，使用人民币进行结算的积极性来自套汇的巨大空间。CNH（离岸人民币）和CNY（在岸人民币）之间的汇差在相当长的时间内无法消除，套汇和套利活动在相当长时间内得以维持。^[1]虽然，近期以来，CNH和CNY之间的汇差呈现下降趋势。但2013年第1季度中国大陆对香港出口非正常剧增，仍然显示着不可忽视的套汇套利因素。有学者认为香港人民币离岸市场发展有很多困惑，从很多角度看目前的发展不符合初衷。^[2]那么究竟应该如何看待离岸市场的功能和作用？我们认为，从长期来看，如果在岸市场的建设不能跟离岸市场有效对接和协同发展，人民币离岸市场的快速发展也可能会给在岸市场带来一些不利的影 响，不仅会增加货币当局的管理成本，甚至给未来人民币定价权带来不确定性。

（一）离岸人民币回流渠道的拓宽会增加中央银行货币调控的成本

不断拓展的回流渠道使得不受货币当局控制的离岸货币乘数可能对在岸市场的货币乘数产生干扰。离岸货币乘数可以看作是在离岸市场上，货币总量或者信贷数量通过货币创造在最初存款的基础上扩张的倍数。因为离岸市场往往约束更少，对存款准备金的要求也低于国内。因而，与国内非银行金融机构一样，离岸市场的出现可能减少有效的存款准备金率，即增大信用乘数。^[3]如果离岸市场与在岸市场之间的流通渠道足够通畅，那么当离岸货币乘数大于在岸货币乘数的时候，就存在通过离岸的货币创造干扰在岸的货币政策的可能性。虽然，较长时间

[1] 余永定：“人民币国际化必须目标明确、循序渐进”，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心工作论文，2011年7月4日。

[2] 张斌：“香港人民币离岸市场发展的困惑”，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心工作论文，2011年12月13日。

[3] Aliber, R., “The Integration of the Offshore and Domestic Banking System”, *Journal of Monetary Economics*(4), 1980, vol. 6.

以来，香港地区的银行吸收来的人民币存款必须通过中银（香港）转存到中国人民银行深圳中心支行，也即意味着虽然不存在名义的法定存款准备金率，但实际的存款准备金率为100%，基本上不存在离岸货币创造。但是，随着贸易融资业务的开展，以及市场对衍生产品需求的增加，香港人民币存款的实际准备金率有下调的内在需求。如果实际存款准备金率下降，那么离岸货币乘数则会上升。当离岸的货币具有了放大效应后，再通过各种渠道回流在岸市场，就会对国内货币数量调控产生影响，即便在初期因为业务规模小而不会在总量上有较大影响，也会对货币政策的传导产生扰动。

虽然目前人民币回流的渠道还比较有限且渠道拓宽的速度仍然掌握在货币当局手中，且海外持有的1.3万亿左右的人民币对于内地的100多万亿货币（ M_2 ）存量来说并不足以产生太大的影响。但人民币回流的各种隐性渠道在不断拓宽，香港、深圳两地的地下资金转移也已颇具规模。随着离岸市场规模的进一步发展和人民币回流渠道的进一步拓宽，人民币在某一时刻的回流速度和数量将越来越不为央行所左右，货币当局货币政策的独立性将受到影响，管理成本将会上升。央行越来越难以监测人民币回流的速度和数量。

（二）离岸市场可能为国际资本冲击在岸市场提供便利

离岸市场的发展将为国际资本冲击一国货币创造了更为便利的条件。在外汇管制下，国际资本不能自由跨境流动，从而冲击人民币汇率。而随着离岸市场的发展，离岸人民币不断增加，国际资本有可能通过离岸市场方便快捷地获得所需的离岸人民币资金从而间接冲击在岸人民币市场。如果在岸市场的开放不能跟离岸市场的发展有效对接和协同发展，并且在政策上对资金进出两个市场不能做到有效的控制，特别是人为分割出来的境内离岸账户与在岸账户的隔离，那么一旦在岸市场本身出现问题，如银行危机、债务危机、经常账户恶化等，快速发展的离岸市场可能使得该国货币更易受到国际资本的冲击。1997—1998年亚洲金融危机时，泰铢受到来自离岸市场的巨大冲击就是一个典型的实证。

实际上，1997年时，泰国的资本账户也非完全意义上的开放。泰国的金融市场之所以失控，主要在于离岸业务与本地业务的管理非常混乱，开放的离岸市场为国际炒家提供了冲击在岸市场的方便之门。早在危机之前国外投机者就广造舆论，甚至传言IMF已明确要求泰铢贬值，并有大量外国基金介入，通过离岸业务向泰国本地银行借入泰铢，利用外汇远期、掉期和利率互换交易，隐蔽地组织了在外汇市场沽泰铢买美元的突然袭击。而泰国中央银行并没有及时察觉和有效防

范，在松懈的监管环境下，泰国自身的企业银行又在大肆举借外债，进行外债内投、短借长投等操作，造成了巨大的汇率风险和流动性风险。在1997年6月底，泰国外汇储备下降300亿美元，失去了继续干预外汇市场的能力。1997年7月2日，泰国政府被迫宣布放弃钉住汇率制度，实行有管理的浮动汇率制度，当天泰铢汇率最低曾达到1美元兑32.6铢，贬值幅度高达30%以上。^[1]

（三）过度倚重离岸市场会给未来人民币定价权带来不确定性

由于法律环境、监管条件和税收制度的不同，一国货币在离岸和在岸两个市场上往往会形成不一样的价格。资本管制如果有效，则离岸市场与在岸市场相割裂，二者各自形成自己的利率与汇率，离岸市场不会对在岸市场的定价权形成挑战；此外，规模大的市场可以通过套利资金消化规模相对小的市场对其价格变动的的影响，一般情况下，在岸市场的规模往往大于离岸市场的规模，从而保证了在岸市场能够主导价格发现功能。但是，从人民币离岸市场的发展来看，在这两个维度上，离岸市场对在岸市场定价权的挑战都在日益增加。

从资本管制的角度看，人民币资本项目的全面开放尽管在时间上、步骤上存有争议，但终究是大势所趋。随着人民币离岸市场的发展与人民币流出、回流机制的形成，跨境资本流动将不断增加，离岸与在岸市场资金价格之间的联系将越来越紧密。离岸市场价格已经开始影响在岸市场的价格。实证研究表明，2005年人民币汇率制度改革之后，人民币在岸远期市场和离岸NDF（无本金交割远期外汇交易）市场间的联系不断加强，境内外相同期限人民币未来汇价相互影响，并且人民币NDF市场汇率的变动趋势引导在岸远期市场汇率的变化趋势居多^[2]。

从市场规模的角度看，虽然目前人民币离岸市场上的人民币存量还相当有限，但是香港等成熟金融市场上具有很多杠杆率较高的金融工具，一旦这些存量资金被允许投向高杠杆金融工具，那么就有可能出现以较少资金撬动大额交易的“以小搏大”行为，加之离岸市场管制少，交易成本低廉，容易形成巨大的交易规模，从而加剧市场风险。随着离岸市场的快速发展和离岸市场的价格发现功能越来越充分地发挥，如果在岸市场的价格发现功能仍然受到政策的抑制，与纯粹市场化的离岸市场相比，在岸市场的价格在市场参与者的眼中更多的是一种“政策+市场”形成的均衡，长此以往，在市场的自由选择下，人民币的定价权就有

[1] 严婷、许琳珺：“亚洲金融危机的导火线——泰铢”，《第一财经日报》，2011年2月17日。

[2] 戎如香：“人民币在岸远期市场和离岸NDF市场关系的实证研究”，《当代财经》，2009年第1期，第53-58页。

可能旁落。

美元的历史已经给出了证明。美元是全球最主要的国际储备货币，但是国际美元银团贷款的利率定价权不在纽约而在伦敦。美国丧失美元利率定价权的原因之一正是因为美国于1960、70年代在国内实行了利率管制政策，而同期境外美元离岸市场迅速发展。欧洲美元市场，特别是伦敦美元市场最早的发展起源于马歇尔计划所输出的大量美元和冷战时期苏联阵营所拥有的大量美元存款，以及宽松的监管环境。但是，美国实施加强金融监管和利率与资本管制^[1]的政策，限制外国企业在美国进行融资，对美国金融机构特别是银行的盈利水平和竞争力产生了显著负面影响，从而使得美国银行纷纷在伦敦设立分支机构，大量国际贷款转向伦敦市场^[2]，对伦敦成为全球最大的美元离岸中心也同样“功不可没”。^[3]而在美元利率定价权落户伦敦之后，即使目前美国早已放松国内利率管制，国际美元银团贷款的利率仍然参照 Libor（伦敦同业拆借利率）决定。与此类似，日元股指期货的交易中心在新加坡而非东京。如果境内在岸市场不注意与离岸市场的协调发展，人民币利率、汇率等的定价权也同样有可能落在境外某金融中心。

如果人民币定价权不在内地，那么最大的可能是在香港。当然也有可能落在伦敦或新加坡等另外的人民币离岸市场，为其国际离岸金融中心加码。更重要的是，如果人民币定价权外移至其他国家，可能为国际资本冲击在岸市场打开方便之门。货币离岸中心是金融巨头操控市场进行投机的场所，如果人民币定价权掌握在境外国际金融中心，则未来人民币受到国际资本冲击的可能性和遭遇冲击的程度将会大为增加。例如，在当前的欧洲债务危机中，希腊等国的债券交易中心大都不在本国而在法兰克福和伦敦，其二级市场定价权也同样在国外金融市场上。而欧洲离岸金融中心的对冲机制非常发达，成为希腊等国国债价格过度波动的原因之一。虽然欧洲已经认识到这个问题，欧洲议会于2011年11月15日通过

[1] “上世纪60年代欧洲银行利息率较高，但美国银行则因Q条例（regulation Q），而无法提高存款利息率。欧洲银行和美国银行之间的利差，诱使大量美元机构存款通过美国银行的欧洲支行转移到欧洲。这一时期，为了限制对欧投资以减少国际收支逆差，美国颁布了‘利息平等税’，对购买欧洲债券和股票的美国投资者征税、对商业银行的海外贷款和美国企业的对外直接投资设限。但资本管制未能制止资本外流，只是刺激了欧洲货币市场和欧洲债券市场的发展。”见余永定：“中国资本项目自由化之我见”，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心工作论文，Policy Brief No.2012.025。

[2] 1966年美国货币市场利率超过美元存款利率，储蓄人寻求更高的收益，银行面临“脱媒”现象，这迫使美国银行更多地依赖欧洲货币融资，由此带动了欧洲美元市场的进一步发展。

[3] 1970年代，石油美元的大量涌入也是欧洲美元市场发展的重要契机，造就了欧洲美元市场发展的黄金时期。

法案，禁止信用违约掉期（CDS）“裸交易”与限制“裸卖空”行为，但希腊等国国债定价权旁落、易受冲击的问题并未完全得到解决。因此，未来人民币定价权留在本土还是落在境外值得关注。

（四）离岸市场的快速发展有可能会挤压建设中的内地金融中心的发展空间。货币的使用具有网络外部性。在在岸市场受到抑制的同时快速发展离岸市场可能会带来无法扭转的惯性结果。人民币一旦在境外形成成熟的交易市场，那么彼时即使在岸市场再行开放也很难把很多境外的交易吸引到境内进行。例如索尼（Sony）公司2011年初在香港成立了统一处理人民币业务的财务管理公司，即使今后境内如上海、北京、深圳等地在岸市场完全开放了，Sony财务管理公司也不太可能再搬迁至境内。如果人民币相关的各种业务一旦在香港、新加坡，甚至是伦敦形成了成熟的市场，聚集了境外希望从事人民币业务的企业、机构，那么境内各建设中的金融中心的发展可能会由于离岸市场的先发优势而处于竞争劣势。

此外，本币国际化与金融中心建设之间并没有必然的联系。^[1]一种货币实现了国际化，但与该种货币相关的国际金融中心并不必然在其发行地。例如，欧元问世之后，国际化的程度有了显著提高，但与此同时欧元跨境交易的大部分业务却是在伦敦，并不在欧元区内，无论是德国的法兰克福还是法国的巴黎，都并非国际欧元金融中心。虽然欧元的国际化过程与人民币的国际化过程并不一样，法兰克福和巴黎都未成为欧元中心不代表中国内地经济中心也会在人民币国际化的过程中丧失成为国际人民币金融中心的机会，但这种可能性是存在的。

因此，我们必须看清楚人民币离岸市场发展对在岸金融中心建设可能带来的冲击，深化在岸市场金融体系的改革和建设，从而抓住人民币国际化的有利机会。否则，虽然人民币国际化的确能够为在岸国际金融中心建设创造条件，但是在岸国际金融中心并不必然会随着人民币的国际化而自然形成，境内在岸国际金融中心也可能在人民币国际化的过程中被边缘化。当然，上海自贸区的及时建立很可能对上海国际金融中心建设起到很大的促进作用。

人民币完全可兑换之后两者关系的可能变化

在人民币未实现完全可兑换之前，通过发展离岸市场来推动人民币的国际使

[1] 何帆：“人民币国际化的现实选择”，《国际经济评论》，2009年第4期，第8-14页。

用是必要和可行的。那么，当人民币实现完全可自由兑换后，人民币离岸市场会随着在岸市场的崛起而逐渐萎缩甚至消失吗？届时离岸市场与在岸市场的关系又将怎样？我们先来观察美元、日元等货币在岸市场开放后各境内离岸市场的演变过程，再探究这些演变的根源并分析两个市场关系的变化，最后推测人民币实现完全可兑换后人民币离岸市场与在岸市场关系的可能变化。

（一）在岸市场完全开放后，境内离岸市场的作用逐渐减弱

离岸市场可以设在境内，也可以设在境外。境内离岸市场以美国的国际银行设施（International Banking Facilities，简称IBFs）和日本的JOM为代表，也包括泰国曼谷国际银行业务便利（Bangkok International Banking Facilities，简称BIBF）的尝试。

1981年12月3日，为了吸引大量外流的美国本土银行和其他国家的金融机构到美国金融市场上来，并在美国从事国际金融业务，从而提高美国金融市场的竞争力，保持美国本土市场的活力，美国创立了IBFs。即通过法律允许在美国境内的银行通过设立单独账户的方式使用其国内的机构和设备向非居民客户提供存款和放款等金融服务并享受类似境外离岸市场那样比较宽松的政策，比如不受美联储规定的法定准备金率和贷款利率等条例的制约，可以不参加美国联邦存款保险等。虽然IBFs创设时，美元已经是国际货币，但当时美国在岸市场上存在较为严苛的利率和资本管制，使得美元在岸市场在活跃程度和市场竞争力上远远落后于欧洲美元市场，特别是伦敦美元市场。因此，IBFs创立的历史背景与一国货币走向国际化的过程存在一定的相似性和可比性。同样地存在在岸市场管制，同样地离岸市场开始蓬勃发展。在IBFs成立之初，IBFs预期的作用得到了一定的发挥，其资产规模占美国境外总资产的比重处于上升态势，从1981年的25%左右一路猛增到了1987年的55%左右。但随着美元在岸市场的管制逐渐消失，IBFs也失去了它快速发展的土壤，在与其他美元离岸市场的竞争中日显颓势，其资产规模占美国境外总资产的比重持续下降，2000年以后已经下跌到25%以下。^[1]

再来看一国货币国际化过程中推出的境内货币离岸市场——日本的JOM和泰国的BIBF。1986年12月，日本为了将东京建设成为国际金融中心，加速日元国际化进程，减少商业银行的经营成本，摆脱日元对美元的依附，创立JOM。JOM从在岸市场中被人为隔离出来，只能从事离岸业务、免征利息税、无利率管制和

[1] 数据来源于BIS, <http://www.bis.org/>。

准备金率要求。但随着日元在岸市场的开放，日元在JOM中的比例已经萎缩。从1996年以来日元资产在JOM所有资产中的比重逐渐从2/3左右下降到了1/3左右，日元负债在JOM所有负债中更是一直在20%以下，很多年份甚至不到5%。^[1] 1993年3月，为了加速泰铢国际化进程，BIBF建立，但它已基本淹没在历史的尘埃之中。

可以看到，随着在岸市场的完全开放和在岸市场与境内离岸市场隔膜的消失，境内离岸市场的规模出现萎缩，作用逐渐减弱。

（二）两类离岸市场走出不同演变路径的根源

随着在岸市场的完全开放，离岸市场设在境内的都走向了萎缩甚至消失，而离岸市场设在境外的虽然不再被视为离岸市场，但总体上该种货币的业务并没有萎缩，甚至反而有所增加。

两类离岸市场在在岸市场开放过程与开放之后的不同演变路径，与它们所处的地理位置和政策环境是分不开的，其形成也同样通过了两种不同的方式。境内离岸市场的形成都是依靠了货币主权国的政策推动。无论是美国的IBFs、日本的JOM，还是泰国的BIBF，完全是在在岸市场未完全开放或存在管制的前提下，依靠政策的力量人为地从在岸市场中隔离出来的一个特殊的市场。境外离岸市场，以欧洲美元市场为代表，包括伦敦欧元市场、新加坡日元市场等，它们中的大多数是在庞大离岸经济的现实离岸货币需求基础上发展起来的。它们处于货币主权国管辖范围之外，它们的发展虽然受到在岸市场开放程度的制约和货币主权国货币政策的影响，但市场需求是其形成和发展的主导因素。

随着在岸市场的开放，境内离岸市场的政策推动因素逐渐消失，两个市场的政策因素逐渐趋同，在岸市场与离岸市场之间的界限也逐渐淡化。设在境内的离岸市场，由于其缺乏离岸经济支撑又具有进入在岸市场的地缘优势，因此在岸市场完全开放时，便迅速地转而从事在岸业务，融合为在岸市场的一部分。而设在境外的离岸市场在在岸市场开放过程中与在岸市场相互促进，相互渗透，逐渐融为一体，其规模可能会有所变化，但由于区位优势和金融聚集效应等因素，在境外进行的该种货币的金融业务并不会萎缩，甚至会有所增加，如欧洲美元市场。同时，离岸市场（确切地说是在境外金融中心进行的该货币的金融业务）与在货币主权国境内进行的金融业务相互补充形成一个更大更完整的有序竞争的全

[1] 数据来源于日本央行网站，<http://www.boj.or.jp/en/index.html/>。

球货币市场（如全球美元市场）。在全球各个金融中心进行的某种货币的金融业务相互补充，在不同的地理位置形成一个覆盖全球和不间断的完整的市场。因此，在岸市场完全开放后，两类离岸市场走出两种不同的演变路径的根源是有没有充足的真实离岸货币需求，是否完全依靠政策支持才得以存在和发展。

（三）人民币完全可兑换后离岸市场与在岸市场可能的关系

伦敦、新加坡等人民币离岸市场与欧洲美元市场、新加坡日元市场等离岸市场具有相同的性质，因此，也很有可能走出相似的演变路径。而香港地区虽然属于中国的一部分，但是它并不在中央银行的货币管辖权之内。虽然香港在人民币离岸市场的发展过程中得到了一些政策支持，但它同样具有庞大的真实离岸人民币需求。因此香港从根本上是与传统的境内离岸市场不相同的。在人民币在岸市场完全开放后，香港人民币离岸市场的演变路径跟伦敦、新加坡等地的人民币离岸市场不会有本质的区别。因此我们预计，包括香港在内的人民币离岸市场将会在中国在岸市场的开放过程中获得发展壮大的契机，并随着开放进程的推进逐渐融合成统一整体，共同构成完整的全球人民币市场。事实上，随着在岸市场金融体系的逐渐完善和逐步开放，两个市场间的联系已经日渐紧密。作为资本账户逐渐开放特定时期中的上海自贸区金融更是在一定程度上同时兼具离岸因素与在岸因素。

因此，建立和发展人民币离岸市场是一把“双刃剑”，既能与在岸市场相互促进，助推人民币国际化进程，又可能对在岸市场产生潜在的不利影响。趋利避害的关键是要加快在岸市场金融体系改革，特别是利率、汇率等价格的形成机制，适度推进资本账户开放，保持两个市场的协调发展。并且，这也同样有利于人民币国际化进程和两个市场的长远发展。上海自贸区的建立将有望成为离岸市场与在岸市场沟通的桥梁，不仅有利于借助香港等人民币离岸市场蓬勃发展的东风加速推进上海国际金融中心建设和人民币国际化进程，而且也必将有利于香港等人民币离岸市场的进一步发展。■