

张斌

zbiwep@126.com

徐奇渊

xuqiy@163.com

## 汇率与资本项目管制下的人民币国际化\*

本文分析了香港人民币离岸市场上的套利交易活动以及离岸与在岸市场之间的互动机制。人民币离岸市场发展的主要驱动力量在于套利和套汇，但与一般套汇活动的不同之处在于：由于内地货币当局在外汇市场持续干预下的人民币小幅渐进升值，人民币离岸市场的套利空间不会因为套利活动增加而收窄。这意味着，在人民币离岸市场迅速发展的情况下，人民币汇率制度改革将更具有其紧迫性。

关键词：人民币国际化 离岸市场 套汇 套利

近年来，中国政府采取了一系列措施推进人民币国际化：2009年7月开始人民币跨境贸易结算试点，2010年8月香港离岸人民币（以下简称CNH）市场建立，此后跨境人民币贸易结算的月度金额迅速上升到千亿量级。目前，香港离岸人民币存款已达到6000亿左右的规模，香港人民币计价的债券发行量也在2011年突破了1000亿人民币。

迄今为止，对于人民币离岸、在岸市场上的套利交易机制，仍缺乏系统性的研究。本文目的即在于此：厘清离岸、在岸人民币市场之间套利交易的基本逻辑和事实。我

---

\* 本文已经于2012年发表在《国际经济评论》（2012年第4期），这篇文章对于理解当前的人民币汇率，以及人民币离岸和在岸的互动关系，具有一定意义。因此在这个文献回顾的系列重发。

们发现：在人民币汇率市场化之前推进人民币贸易结算和发展人民币离岸市场，会带来大量的无风险套利机会，离岸人民币市场的发展将被货币当局补贴下的套利交易所主导，而且会对在岸人民币市场形成显著冲击。这种局面下，不但人民币国际化的各项初衷难以实现，而且也给货币当局带来了财务损失，这给货币政策操作带来了更多的困难。因此，推进人民币国际化，首先应该推进更加彻底的人民币汇率市场化，改革的次序不能颠倒。

### 对人民币国际化进展的研究

对人民币国际化的研究，最初重点是成本与收益、历史经验等一般性研究。随着人民币贸易结算政策的放开和香港人民币离岸市场的快速发展，研究的关注点逐渐转向离岸人民币市场发展，以及离岸与在岸市场之间的相互影响。

#### （一）为什么要发展香港人民币离岸市场

人民币离岸市场发展势必挑战本国国内的相关管制政策，为什么中国还要发展香港人民币离岸市场呢？有以下几种解释：

发展人民币离岸市场有助于推进人民币国际化。以博源基金会“人民币国际化课题组”为代表的众多学者认为，通过发展香港人民币离岸市场顺应了人民币国际化的大潮流。<sup>①</sup>其中，何东与麦考利认为，国外投资者通常倾向于利用离岸市场来增加某种货币的头寸。<sup>②</sup>因此，通过发展人民币离岸市场可以增加人民币对海外投资者的吸引力，从而推进人民币国际化。何东与麦考利还指出，即便在目前资本管制的条件下，发展人民币离岸市场还是可行的，其中必备的条件是：离岸金融机构必须在境内银行保持清算账户，并且能够自由的支取。因此，人民币国际化并不必然要求资本项目开放。

支持发展香港人民币离岸市场的另一个重要理由是风险可控：香港人民币离岸市场的每一步发展都是在内地与香港货币当局紧密合作下进行，内地货币当局对香港的人民币业务发展能保持控制。在内地依然保持资本管制的环境下，香港人民币离岸市场的发展在一定程度上可以看作是放松资本管制的试点。李稻葵和刘霖林提出了双轨制推进人民币国际化的建议，即是此类观点。<sup>③</sup>

从实践角度看，人民币离岸市场建立以后，海外投资者有了合法、便利的渠道持有人民币计价资产，离岸市场的人民币存款、人民币计价债券等各项人民币产品在很

<sup>①</sup> 博源基金会编：《人民币国际化：缘起与发展》，社会科学文献出版社，2011年。

<sup>②</sup> 何东、麦考利，“本国货币的离岸市场：货币和金融稳定问题”，载于博源基金会编：《人民币国际化：缘起与发展》，社会科学文献出版社，2011年，第173-205页。

<sup>③</sup> 李稻葵、刘霖林，“双轨制推进人民币国际化”，《中国金融》，2008年第10期。

短时间内取得了翻番的增长。但对此不乏质疑，张斌以中国的对外投资头寸表为分析框架，指出其中两大问题是对外资产远大于对外负债，对外资产收益率远低于对外负债的收益率。通过发展离岸市场推进人民币国际化所带来的后果，将是进一步增加对外资产和人民币负债。在人民币仍处于升值趋势，而且对外资产真实收益率面临严重挑战的格局下，会进一步恶化中国对外投资头寸状况，给国家带来福利损失。因此，他认为人民币汇率市场化改革和外汇储备管制体制改革更为迫切，而人民币离岸市场发展和资本流入相关的开放应该在这些改革之后。<sup>①</sup>

发展人民币离岸市场倒逼国内金融体系改革是支持发展人民币离岸市场的另一个重要观点。黄海洲<sup>②</sup>，何东与马骏<sup>③</sup>，及王信<sup>④</sup>等认为，在国内金融改革面临障碍的情况下，人民币国际化尤其是离岸市场的发展，会倒逼国内金融市场化改革。但也有不同意见，村濑哲司结合日本发展离岸市场的历史教训，认为现行的人民币在岸—离岸发展模式，将制造出新的寻租空间和相应的利益集团，因此反而可能延缓国内金融体系改革的步伐。<sup>⑤</sup>以余永定为代表的研究认为，人民币离岸市场发展带来了套利交易的机会，对国内宏观经济管理形成了新的压力，但这些压力是否能转化成国内金融市场化改革的动力并不确定。<sup>⑥</sup>张斌认为，利率与汇率市场化，这两项金融领域最关键的改革，都不是人民币离岸市场发展所能倒逼成功的。<sup>⑦</sup>

## （二）香港人民币离岸市场为何迅猛发展

王庆认为，香港人民币存款的持有者主要是企业，持有动机是汇差和利差，因此这些存款基本可以被看作是热钱。<sup>⑧</sup>但是何东认为，正是因为香港人民币存款 60% 由企业持有，且这些企业都是跨境结算的参与方，因此这说明绝大部分的人民币跨境结算都是有真实贸易背景作支撑的，并不能完全看成是热钱。<sup>⑨</sup>

加博分别对香港人民币计价的存款、债券、股票等做了分析，揭示了离岸与在岸

<sup>①</sup> 张斌：“中国对外金融的政策排序——基于国家对外资产负债表的分析”，《国际经济评论》，2011 年第 2 期。

<sup>②</sup> 黄海洲：“人民币国际化：新的改革开放推进器”，《国际经济评论》，2010 年第 4 期。

<sup>③</sup> 何东、马骏：“评对人民币国际化的几个误解”，《中国经济观察》（博源基金会），2011 年第 7 期。

<sup>④</sup> 王信：“如何看人民币国际化过程中的问题与收益”，中国金融 40 人论坛，2011 年 7 月 26 日。

<sup>⑤</sup> Tetsuji Murase, “Hong Kong Renminbi Offshore Market and Risks to Chinese Economy,” Institute for International Monetary Affairs, Newsletter No.40, 2010.

<sup>⑥</sup> 余永定：“应暂停出台人民币国际化新政策”，《第一财经日报》，2011 年 12 月 15 日。

<sup>⑦</sup> 张斌：“香港离岸人民币市场发展的困惑”，RCIF Policy Brief 2011.069, 2011。

<sup>⑧</sup> 王庆：“人民币国际化具体进程是池子论具体体现”，《财经》，2011 年第 6 期。

<sup>⑨</sup> 来自何东在 2011 年 5 月 23 日在香港金管局召开的人民币国际化圆桌会议的发言。

市场之间的套汇互动机制，认为人民币升值预期是驱动香港人民币市场发展的核心因素。<sup>①</sup>并且由于人民币汇率存在长期的升值预期，离岸、在岸市场的汇率存在价差，都将对人民币 FDI、人民币贸易结算等产生扭曲的影响。在升值预期背景下，虽然内地进口商使用人民币结算有真实贸易行为支持，但实际上是为了满足投机需求而进行的交易。因此，在上述背景之下，FDI 和跨境贸易的货币结算，均具有套汇交易的性质。除了加博指出的套汇交易机制，余永定指出还应该考虑套利交易机制，并解释了 2011 年 10 月到 2011 年 12 月，在岸外汇市场出现的国内金融机构外汇占款下降、银行代客结售汇由顺差转逆差的现象。<sup>②</sup>

总的来看，对香港人民币市场发展的认识分歧不大，人民币升值预期是香港人民币市场发展的核心支撑能得到普遍认同，市场上存在大量的套利、套汇交易能被普遍认同。

### （三）离岸市场发展对内地的影响

人民币贸易结算和人民币离岸市场发展增加了外汇储备规模。人民币贸易结算政策放开和 CNH 市场建立以来的多数时间里，进口人民币贸易结算远大于出口。由于进口人民币结算而减少的内地上市场的外汇需求，远大于出口人民币贸易结算带来的外汇供给减少，外汇市场上净供给增加。货币当局为了维持既定的汇率水平不得不购入更多外汇资产，导致外汇储备增加。对于上述认识没有分歧，争论之处在于：由于采用数据来源和假设的不同，外汇储备增加的规模有很大分歧。此外还有观点认为，海外投资者借助于人民币贸易结算和 CNH 市场替代了原来通过其他渠道获取人民币资产的做法，因此不能把外汇储备增加全部归咎于人民币贸易结算政策开放和 CNH 市场。

货币当局承担货币投放压力，并蒙受财务损失。如上所述，货币当局被迫购入更多外汇，同时投放更多人民币。但通过提高银行准备金率、发行央行票据等措施，新增加的货币投放可以被收回，因此货币当局虽面临新的货币投放压力，但并不必然会增加基础货币。不过上述机制的存在对货币政策形成了潜在威胁。张明认为这是对国内货币政策独立性的重大威胁。<sup>③</sup>张斌强调了货币当局在财务上的损失。由于人民币处于升值趋势，而且人民币负债的收益率可能会高于外汇资产的收益率，货币当局增

---

<sup>①</sup> Peter Garber, “What Currently Drives CNH Market Equilibrium?”, for the Council on Foreign Relations/ China Development Research Foundation Workshop on the Internationalization of the Renminbi, Oct 31- Nov 1, 2011, Beijing.

<sup>②</sup> 余永定：“从当前的人民币汇率波动看人民币国际化”，《国际经济评论》，2012 年第 1 期。

<sup>③</sup> 张明：“人民币国际化：基于在岸与离岸的两种视角”，中国社会科学院国际金融研究中心，Working Paper, No.2011W09, 2011 年 6 月 29 日。

加外汇资产和人民币负债的做法会带来财务损失。<sup>①</sup>

资本管制依然有效，但是人民币贸易结算政策放开和香港人民币离岸市场在事实上放松了资本管制。麦考利<sup>②</sup>、伊藤隆敏<sup>③</sup>的研究表明，香港离岸市场与境内在岸市场之间的资本并不是完全自由流动的。这表明实际上资本账户的部分管制目前仍然有效。余永定认为尽管资本管制并未失效，但是人民币贸易结算政策放开和香港人民币离岸市场发展为资本流动打开了方便之门，甚至是进一步刺激了短期资本流动，相关的政策是事实上放松资本管制的政策。<sup>④</sup>村濑哲司将这种中国目前的这种安排称为双重汇率制度（dual exchange rates），他认为在人民币升值预期的背景下，在岸和离岸两个汇价差实质是托宾税，即：境外资本向境内转移需要支付的成本。<sup>⑤</sup>但是这种托宾税只是针对境外资本流入境内，对于境内人民币资金的输出反而是一种补贴。因此，这种政策安排隐含了福利的再分配。

上述回顾只能大致反映研究现状，我们看到在多个方面仍存较多争议，化解这些争议需要进一步地厘清事实，以及构建更有针对性的分析框架。下文将进一步澄清离岸与在岸两个市场发展的特征事实，并分析两个市场的联动关系。以此为基础，可以更清楚地看到离岸人民币市场发展对于内地市场的影响。

### 香港人民币离岸市场的发展与交易逻辑

#### （一）主要参与者与交易模式：2010年8月—2011年8月

人民币离岸市场主要参与者包括：1）内地和香港进出口贸易企业；2）从事人民币业务的境外金融机构；3）对冲基金；4）一般投资者，比如香港居民，由于其交易并不活跃，影响较小，因此不作单独分析。这里分析2010年8月—2011年8月人民币单边升值预期背景下的市场交易逻辑。

首先，内地和香港的进出口贸易企业使用人民币结算的主要出发点是谋取CNH与CNY市场上的人民币汇率价差。自从CNH市场建立以来，大部分时间里香港人民币较内地人民币更贵，进口商使用人民币贸易结算可以获取两个市场的汇价差。加博认为，

<sup>①</sup> 张斌：“香港离岸人民币市场发展的困惑”，RCIF Policy Brief 2011.069，2011。

<sup>②</sup> Robert McCauley, “Renminbi Internationalization and China’s Financial Development Model”, for the Council on Foreign Relations/ China Development Research Foundation workshop on the Internationalization of the Renminbi, Oct 31- Nov 1, 2011, Beijing.

<sup>③</sup> Takatoshi Ito, “The Internationalization of the RMB: Opportunities and Pitfalls”, for the Council on Foreign Relations/ China Development Research Foundation Workshop on the Internationalization of the Renminbi, Oct 31- Nov 1, 2011, Beijing.

<sup>④</sup> 余永定：“应暂停出台人民币国际化新政策”，《第一财经日报》，2011年12月15日。

<sup>⑤</sup> Tetsuji Murase, “Hong Kong Renminbi Offshore Market and Risks to Chinese Economy, ” Institute for International Monetary Affairs, Newsletter No.40, 2010.

虽然贸易商的人民币结算具备真实贸易的背景，但由于这种交易的初衷是为找寻汇价差，因此其实质是为满足投机性需求而进行的结算交易。<sup>①</sup>

通过观察 CNH-CNY 的汇价差与人民币跨境贸易结算的支付<sup>②</sup>和收款<sup>③</sup>比例之间的联动关系，可以为上述判断找到证据。CNH-CNY 的汇价差越大，外贸企业使用人民币替代美元进行进口贸易结算的收益越大，人民币跨境贸易结算的支付和收款比例应该越大。2010 年 3 季度以来，两个序列的相关系数是 -0.87。这表明人民币跨境结算的行为很大程度上是基于套取汇价差的动机。

其次，从事离岸人民币业务的金融机构以银行为主体，人民币业务的主要出发点是获取人民币即期和远期汇差，以及人民币和美元利差。人民币升值预期背景下，离岸市场上金融机构的操作方式，是在即期市场借入美元并买入人民币，而在远期市场上卖出人民币并买入美元。例如，在即期市场借入 1 亿美元，1 年期利率 0.8%，并以 1:6.4 的价格在 CNH 市场转换成人民币；<sup>④</sup>同时购买 1 年期远期美元 1.008 亿，以 1:6.3 价格卖出 1 年期远期人民币。这笔交易为金融机构带来利润 0.1136 亿人民币，或等值美元。

金融机构的赢利来自两个方面，一是即期与远期人民币汇价差，二是人民币与美元的利率差。如果众多金融机构都进行类似交易，势必会拉高离岸市场的即期人民币价格，压低远期人民币价格，套利空间消失。而在 CNH 市场上，上述交易在很长时间里能够持续盈利，其关键在于：由于人民币贸易结算存在，内地人民币可以源源不断进入香港，离岸金融机构买入人民币并不会显著拉高即期人民币价格；尽管金融机构卖出远期人民币会压低远期人民币价格，但如果这个价格折算出来的人民币升值幅度低于市场普遍预期未来的人民币汇率水平，还是会吸引大量投资者购买远期人民币。可见，以下三方面因素的共同存在才能使得离岸金融机构的上述套利行为得以持续：其一，人民币贸易结算为香港大量输入人民币；其二，CNH 市场的发展可以让金融机构买到人民币；其三，内地市场大量的外汇市场干预，使得市场持续保持单边的人民币升值预期，金融机构能够以高于即期汇率的价格卖出远期人民币。三者缺一不可。

最后，对冲基金利用高杠杆，投机未来的人民币升值。对冲基金是人民币远期非

---

<sup>①</sup> Peter Garber, "What Currently Drives CNH Market Equilibrium?", for the Council on Foreign Relations/ China Development Research Foundation Workshop on the Internationalization of the Renminbi, Oct 31- Nov 1, 2011, Beijing.

<sup>②</sup> 主要对应进口付款。

<sup>③</sup> 主要对应出口收款。

<sup>④</sup> 金融机构能够将借入的美元兑换为人民币，有赖于 CNH 市场的存在，这正是 2010 年 8 月以来才具备的条件。

交割市场（NDF）的主要参与者，他们可以利用 10 倍甚至更高的杠杆，买入/卖出远期人民币。<sup>①</sup>通过对冲基金面临的人民币 NDF 远期价格，可以折算出未来人民币升值幅度，但该价格已不能很好地代表市场预期。最近数年中，从 NDF 市场价格折算出人民币远期升值幅度远低于市场普遍预期的人民币升值幅度：对于人民币一年期的升值预期，NDF 市场显示大约为 2%，而共识经济公司（Consensus Economics）显示预期升值幅度约为 4%。为什么会有如此大的差异？

原因在于之前提到的，金融机构在大量卖出远期人民币，即便卖出的远期人民币价格很低，金融机构还是可以获取利差与汇差的双重收益。而较低的远期人民币非交割汇率吸引了对冲基金，如果市场共识性预期的人民币升值幅度远大于 NDF 价格折算的人民币升值幅度，对于对冲基金而言是大好的牟利机会，再加上杠杆的作用，对冲基金获利不菲。以三个月人民币 NDF 市场为例，根据到期日实际的 CNY 人民币即期汇率进行交割，我们发现：对冲基金在人民币 NDF 市场能够获利，而且获利空间在 2010 年下半年以来还有所上升。

总的来看，香港离岸人民币市场上，外贸企业、金融机构和对冲基金形成了一个复杂的、相互依存的交易链条，各自分食一部分利润；而内地货币当局的外汇市场干预，以及由此带来的人民币单边升值预期是上述一系列套利交易得以维系的基础。

## （二）主要参与者与牟利模式：2011 年 9 月至今

世事如棋。2011 年 9 月以后，受国际金融市场动荡影响，离岸人民币价格发生逆转，离岸人民币较内地人民币价格更为便宜。从前面的分析中看到，离岸即期与远期人民币价格是外贸企业、金融机构和对冲基金共同交易的结果。而 2011 年 9 月以后，离岸人民币即期与远期人民币价格的分析也应在这个框架之内，区别之处仅在于套利套汇条件完全发生了逆转。具体套利机制是：人民币升值预期逆转→对冲基金远期人民币净需求逆转→金融机构以远期贬值的价格卖出远期人民币（汇差不再得利，反而构成损失），同时美元贷款利息提高（利差收益也在收窄）→金融机构减少即期人民币净头寸，对即期人民币需求下降→CNH 市场人民币贬值→进口人民币贸易结算下降，出口人民币贸易结算上升，香港人民币流出。

人民币升值预期逆转是所有变化的逻辑起点。对人民币升值预期逆转主要有以下几个方面的解释：1）随着欧债危机不断升级、国际金融市场风险规避情绪提高和融资成本上升的影响，大量国际金融机构和跨国企业的资金回流母国。2011 年 9 月至

---

<sup>①</sup> HKMA, “Hong Kong: The Premier Offshore Renminbi Business Centre”, <http://www.hkma.gov.hk> Sep.2011。

2011年11月，除日元之外的主要亚洲货币对美元都在贬值，人民币汇率也受到这种情绪的影响。2) 欧债危机带来外需不振，国内房地产调控导致内需不振，市场预期货币当局可能会因此停止人民币升值（2008年危机期间有此先例）。3) 海外投资者对中国地方债、银行坏账等问题的担心。尽管这些问题不足以导致中国经济硬着陆，也不会导致金融体系崩溃，但是很多海外投资者容易受到影响。

### 在岸外汇市场的发展与交易逻辑

#### （一）主要参与者与交易模式：2010年8月之前

根据中国外汇交易中心公布的《银行间即期外汇市场会员名单》，在岸即期外汇市场上的直接参与者包括：（1）人民银行；（2）国内金融机构，包括商业银行和政策性金融机构等，一共170多家机构，占即期外汇市场会员名单的约62%；（3）大型国有企业和境外金融机构在中国的分支，其中大型国有企业包括中远、中粮、中石油、中石化等10家企业，占会员总数的4%，境外金融机构在中国的分支包括花旗银行、三井住友银行、法国巴黎银行、德意志银行等近100家机构，占会员总数的34%。上述机构是直接参与做市的外汇市场会员，另外，外贸企业的外汇买卖主要依靠银行代理客户结售汇业务实现。从银行代客结售汇发生的数据分布来看，经常项目占到90%左右的交易量，因此银行代客结售汇的服务对象以外贸企业为主。对于上述参与者的交易行为，可分析如下：

第一，人民银行为了维护目标汇率水平，在外汇市场上净买入外汇，并由此带来外汇储备规模节节攀升。人民币小幅渐进升值远不足以让市场供求恢复平衡，人民银行只有大量单方面购入外汇才能使人民币汇率维持在小幅渐进升值通道上。这就带来了外汇储备的急剧增长，2005年1月—2010年8月，人民银行平均每个月在外汇市场上净购入295亿美元外汇。

第二，一般外贸企业通过国内金融机构代客结售汇业务，在外汇市场上净卖出外汇。在持续的贸易顺差和直接投资顺差格局下，外贸企业的总体外汇需求小于外汇供给，在外汇市场上净卖出外汇。2005年1月—2010年8月，外贸外资企业平均每个月在外汇市场上净卖出外汇299亿美元。

外贸外资企业的购汇与售汇不仅取决于进口和出口，也显著受到人民币升值预期的影响。当人民币升值预期抬高的时候，出口企业通过提前结汇，进口企业通过延迟购汇，还有一些企业通过延迟利润汇回母国或者增加外债、外汇贷款等方式扩张美元负债和人民币资产，以此获取人民币升值收益。数据分析显示：企业结售汇行为与人



人民币升值预期之间有显著的正相关关系（相关系数为 0.64）。

第三，国内金融机构在外汇市场上净买入外汇。除了代客结售汇，国内金融机构还有外汇存贷款、远期外汇交易、外汇自营交易等业务，在外汇市场上买卖外汇。国内金融机构是外汇市场上外汇的净买入方。2005 年 1 月—2010 年 8 月，国内金融机构平均每个月在外汇市场上净买入外汇 21 亿美元。由于国内金融机构的外汇业务主要是客户驱动型，因此其自身外汇净头寸较小。

第四，大型国有企业和境外金融机构在中国的分支机构在外汇市场上净卖出外汇。大型国有企业和境外金融机构在中国分支机构是外汇市场上外汇的净卖出方。2005 年 1 月—2010 年 8 月，大型国有企业和境外金融机构在中国分支机构平均每个月在外汇市场上净卖出外汇 17 亿美元。大型国有企业和境外金融机构在中国的分支机构有大量的海外分支机构或者自身就是海外机构的境内分支机构，经营中形成了大量的当期或远期的外汇现金流。从外汇市场交易数据来看，这两类机构的外汇交易非常活跃，上下波动幅度很大，具有短期资本流动性质，对短期内的外汇市场波动有举足轻重的影响。

总体而言，外贸企业所带来的外汇净供给对中外长期的外汇市场供求关系有决定性影响，而大型国企和国外金融机构在中国的分支机构、国内金融机构对短期内的外汇市场供求变化具有举足轻重的影响。

## （二）主要参与者与交易模式：2010 年 9 月至今

人民币贸易结算政策的放开和 CNH 市场建立为部分在岸市场交易者提供了新的套利机会，也为短期跨境资本流动打开了方便之门，这会显著影响在岸外汇市场的供求。在 2011 年 9 月份之前的人民币单边升值背景下，使用人民币进行进口贸易结算可以获得在岸与离岸两个市场上的汇价差，进口人民币贸易结算快速上升，出口人民币贸易结算的规模较小，出口人民币贸易结算额度占全部人民币贸易结算的平均比重不超过 20%。大量的进口人民币贸易结算减少了在岸市场上的外汇需求，提高了在岸外汇净供给。在岸市场上这部分新增加的外汇净供给，对应的是离岸市场上的人民币需求，即境外投资者对人民币的需求。这在事实上给境外投资者提供了持有人民币资产的机会。正如余永定指出的，人民币国际化在事实上放松了资本管制。<sup>①</sup>

2011 年 9 月份以后的在岸外汇市场供求关系的突然逆转再次证明了人民币汇率变动预期对于在岸外汇市场的显著影响。2011 年 10 月的外汇市场与 9 月相比出现了以

<sup>①</sup> 余永定：“应暂停出台人民币国际化新政策”，《第一财经日报》，2011 年 12 月 15 日。

下变化：

1) 外贸企业的外汇净供给大幅萎缩。2011 年 9 月外贸企业净卖出外汇 1658 亿人民币，10 月下降到 202 亿人民币，<sup>①</sup>与 9 月相比减少了 1456 亿人民币。

2) 大型国有企业和境外金融机构在中国的分支由外汇的净供给方突然转变为净需求方，2011 年 10 月净买入外汇 450 亿人民币，与 9 月相比外汇需求净增加 1266 亿人民币。

3) 国内金融机构净买入增加。2011 年 9 月净买入 79 亿人民币，10 月净买入 645 亿人民币，与 9 月相比净买入增加 566 亿人民币。9 月份上述三类机构形成外汇净供给 2394 亿人民币，10 月份逆转为 893 亿人民币。

4) 为了维持目标汇率水平，央行 9 月份还在外汇市场净买入外汇，10 月份就转为净卖出外汇，外汇储备也因此出现罕见下降。

驱使各类企业和金融机构急剧调整外币头寸的主要原因是 2011 年 9 月份以后离岸市场上的人民币升值预期突然逆转成为人民币贬值预期。不仅所有基于人民币升值的套利交易难以持续，过去套利交易遗留下来的资产负债表上的币种错配问题也凸现出来，企业和金融机构对外汇头寸的大幅调整在所难免。

#### **汇率形成机制不成熟条件下放松资本管制将招致更大投机资本冲击**

人民币贸易结算政策的放开和香港人民币离岸市场的发展为海外投资者持有人民币创造了更加便利的条件。基于我们对香港人民币离岸市场发展的分析以及实证模型检验，都证实自 2010 年 8 月香港人民币离岸市场发展以来大量人民币流到境外，与此对应的是更多的短期资本外资流入中国。海外投资者持有更多的人民币资产可以看作是人民币国际化取得的进步，但是中国是否需要与此相伴的短期资本流入呢？

如果货币当局对内地外汇市场没有持续干预，海外投资者增持人民币也会带来国外资本流入和人民币升值，但流入的规模会因为更高的人民币价格自行削减，而且这个过程当中外汇储备不会增加，不影响货币当局的基础货币投放操作。但目前的情况是货币当局依然对外汇市场持续干预，让人民币处于小幅升值的通道当中。这样的背景下，海外投资者借助人民币贸易结算政策放开和香港人民币离岸市场，可以源源不断地增持人民币资产，套利空间一直存在。与此同时，货币当局为了维持既定的汇率走势，不得不持续买入新增的外汇供给，并因此投放更多的基础货币。随着人民币不断实现的小幅升值，货币当局在买入外汇、投放人民币的过程中不断蒙受财务损失，

---

<sup>①</sup> 同期的贸易顺差 170 亿美元，高于 1-9 月份 120 亿美元的平均水平。

受补贴的是那些套取离岸与在岸市场价差的贸易商，同时获取利差、即期与远期汇率价差的金融机构以及投机人民币升值的投机者。

汇率与资本管制双重管制下，上述人民币国际化进程很大程度上是政策补贴下的人民币升值预期套利结果。货币当局为此付出了大量的财务成本，但由此支撑的人民币国际化进程并不牢靠。正如在 2011 年 9 月份以后看到的，一旦海外人民币升值预期逆转或者国际金融市场出现严重动荡，大量资本会要求从人民币资产转为美元资产，人民币国际化迅速退潮。

正如余永定指出的，人民币贸易结算政策放开和香港人民币离岸市场发展可以看作是放松资本项目管制。<sup>①</sup>在一个尚不能反映市场供求基本面的汇率形成机制下，放松资本管制只会招致更大的投机资本冲击，威胁国内宏观经济稳定。拉美、东南亚等历次金融危机都是鲜活的教训，中国需引以为戒。

（笔者单位为中国社科院世经政所）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为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所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。

<sup>①</sup> 余永定：“应暂停出台人民币国际化新政策”，《第一财经日报》，2011 年 12 月 15 日。