

人民币全球发展系列研究报告

香港人民币离岸市场评估报告

上海交通大学中国金融研究院

人民币国际化课题小组

2011-10

课题组成员

姓名	单位	职称/职务
张春	上海交通大学上海高级金融学院	常务副院长, 教授
费方域	上海交通大学中国金融研究院	副院长, 教授
刘俊	上海交通大学上海高级金融学院	教授
陈宏	上海交通大学上海高级金融学院	教授
赵羲	上海交通大学中国金融研究院	政策和应用研究部助理主任
仲文娜	上海交通大学中国金融研究院	研究助理
陈笛霏	上海交通大学中国金融研究院	研究助理
朱琴	上海交通大学中国金融研究院	研究助理
张婧屹	上海交通大学中国金融研究院	研究助理

版权声明：本报告版权仅为上海交通大学中国金融研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表。

前言

自 2009 年 7 月中国央行宣布启动跨境贸易人民币结算试点以来，香港已经显现了其作为国际贸易人民币结算中心的地位。香港金管局数据显示，与境内发生人民币实际收付业务的 100 多个境外国家和地区中，香港地区的人民币实际收付累计结算量占到 80% 以上。跨境贸易人民币结算量的增长使人民币存款在香港的银行系统迅速累积，因而也带动了香港人民币离岸市场的发展。除了传统的银行业务，在过去的两年中，香港离岸市场已经在货币市场、资本市场、基金市场、衍生产品、保险市场等市场内推出了一系列产品。

虽然香港人民币离岸市场的发展已经取得了初步成果,但其发展的具体情况，发展面临的挑战以及进一步发展的举措等问题一直富有争议，而且备受社会各界关注。同时，由于国内出台了一系列政策疏通和拓展了香港与内地人民币资金循环流通的渠道，以提升人民币在离岸市场的吸引力。于是很多人开始担忧香港人民币的回流是否会对国内的经济与金融体系产生较大的冲击。业界人士和学者针对上述问题进行了广泛的讨论,但是目前尚未提出一个完整、严谨的分析框架。为了清楚明确的回答这些问题，上海交通大学中国金融研究院相关课题小组专门赴香港进行调研，结合调研结果和我们的研究成果，对香港人民币离岸市场发展进行评估，同时对人民币回流问题进行单独论述，旨在弥补这一块的研究断层，从而在为政府当局下一步的决策提供有价值的参考。

本报告报告分为三个部分：第一部分描述香港离岸人民币市场的形成、发展现状及存在的问题，并对香港离岸人民币市场未来的最优规模和发展速度作出估算。第二部分着重探讨在人民币从离岸市场回流至大陆境内的各种渠道，分别评估各种回流渠道对境内的货币政策、金融体系和金融及特定行业的影响。第三部分，总结前面的论述，并给出政策建议。

在调研和报告撰写的过程中,得到相关专业人士的配合与支持,在此表示衷心感谢! 特别需要感谢的是,德意志银行(香港)的马骏先生、中金公司(香港)的黄海洲先生、渣打银行(香港)的张浩先生、王志浩先生、区树安先生和刘健恒先生、香港金管局的穆怀鹏先生、汇丰银行(香港)的梁兆基先生、香港财政事务和库务局的陈家强先生、中国银行(香港)的王春新先生以及香港大学的宋敏先生。

目录

摘要	5
第一部分 香港人民币离岸市场的发展及现状	6
(一) 香港人民币跨境贸易结算	6
(二) 香港离岸人民币业务及可投资产品	7
(三) 香港离岸人民币市场发展面临的问题	11
(四) 进一步推动香港离岸市场发展的举措	12
第二部分 香港人民币回流及其对境内的影响	15
(一) 跨境人民币业务清算对央行资产负债表的影响	16
(二) 人民币回流对境内人民币流动性的影响	16
(三) 人民币回流对外汇储备的影响	17
(四) 债务融资回流对境内的影响	18
(五) RQFII 回流对境内资本市场的影响	20
第三部分 小结	22
附录：香港人民币离岸市场的发展历程	25

摘要

人民币在全球发展和使用是国家一项重大金融战略。在政府的推动下，跨境贸易人民币结算作为人民币全球发展的首要举措取得了重大进展。而香港作为内地的重要贸易伙伴和贸易中转站，在贸易结算业务中承担了主要的清算职能，从而实现了人民币向香港输出，大力推动了香港人民币离岸市场的发展。

然而，香港离岸市场中人民币业务和产品发展并不均衡。传统银行业务中，存款业务发展迅速，但受到人民币升值、美元贷款利率低等因素的影响，人民币贷款业务发展较为缓慢。虽然各市场中都有人民币可投资产品出现，其中债券、基金和外汇产品的发展相对较快，但总体来看，市场上可投资产品的规模还远不能满足离岸市场发展的需要。

要解决香港人民币离岸市场面临的流动性低和可投资产品少的问题，首先需要继续向离岸市场输出人民币，使其存量达到一定规模。根据美元在香港市场中的规模和我们对于离岸市场货币乘数的研究，我们认为未来香港市场需要 1.17 万亿人民币基础货币，所以大陆需向香港继续输送 6200 亿人民币，我们预计将在 2013 年末实现这一目标。

在继续向离岸市场输出人民币的同时，还要完善人民币回流机制，特别是资本回流渠道，以推动离岸市场可投资产品的发展。但现在很多人担忧香港人民币的回流会对中国的外汇储备和境内货币供应量产生冲击，而我们的分析显示短期来看这种冲击的影响是有限的。主要原因如下：

- 人民币回流对央行资产负债表的规模没有影响，基础货币总量不变。
- 人民币回流会增加国内的货币供应总量 M2，但是短期来看，其影响是有限的；即使在香港人民币存款全部回流至境内这样的极端情形下，也只会导致境内 M2 存量增加 2.84%。

目前跨境人民币直接投资已经正式推出，但是从欧洲货币市场的发展经验来看，离岸债券或贷款融资回流，以及以境内资本市场为投资标的的回流，是离岸货币回流的主要形式。为此，我们认为，今后管理当局应该在审慎监管的前提下，适当放松这两类回流渠道的管制。具体说来：

- 离岸市场发行人民币债券或企业向离岸银行贷款并汇回国内使用，应该是离岸货币回流的最主要形式，中国货币管理当局对这些回流渠道的管制政策，可以针对不同的借债主体，根据是否拥有可利用外债额度区别对待，从而实现风险可控。
- 对于有外债额度的企业，政策应该允许其将在香港离岸市场获得的人民币贷款或债券融资所得汇回国内。虽然这一回流形式会增加境内 M2，但与使用外债的融资形式相比，两者对 M2 的影响是一致的，同时还会减少使用外债所导致的外汇储备增加和外汇占款，对减轻中国外汇储备压力会起到积极作用。
- 对于没有外债额度的企业，如果允许他们在香港通过贷款或者发行人民币债券并将融资所得汇回国内，会导致国内 M2 增加，而且还可能导致国家对某类特殊行业的调控政策的实施效果。对于这类企业，货币管理当局可以不允许其赴港人民币融资，并且执行严格监管，防止其在香港的人民币融资所得通过各种“灰色”甚至“非法”渠道回流至境内。
- 通过 RQFII 允许境外人民币投资境内的股票市场，与外币 QFII 相比，不会增加中国外汇储备，也不会影响境内大陆货币供应量 M2，在当前 A 股市场低迷的市场条件下，对资产价格的冲击有限，可以考虑在审慎监管的前提下，适当增加 RQFII 的规模。

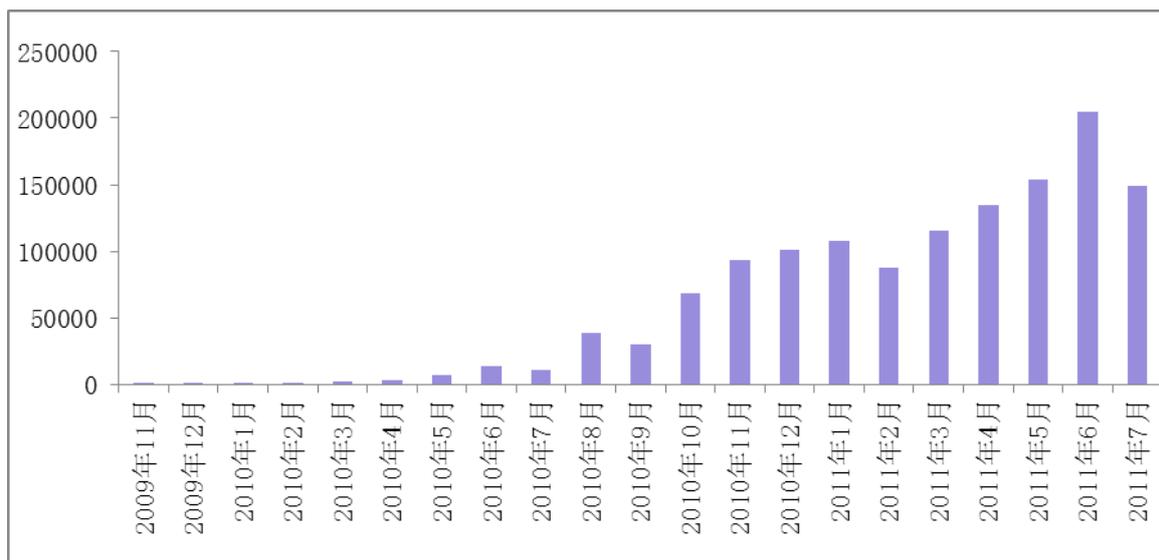
第一部分 香港人民币离岸市场的发展及现状

（一）香港人民币跨境贸易结算

2009年7月，央行、财政部、商务部、海关总署、国家税务总局、银监会下发的《跨境贸易人民币结算试点管理办法》和央行下发的《跨境贸易人民币结算试点管理办法实施细则》标志着人民币跨境贸易结算的开端，上海和广东省四个城市率先获准与香港、澳门和东盟国家进行跨境贸易人民币结算。在随后的两年多时间内，跨境贸易试点境内外地域范围与合格的企业数量逐步放开。目前，跨境贸易人民币结算境内范围已扩大至全国，境外扩大到任意国家和地区，中国内地任意一家进口公司以及67359家合格的出口公司可以运用人民币进行跨境贸易支付。在操作层面上，境外银行可以通过在境外清算行开设账户或者在境内代理行开设人民币同业往来账户两种方式进行人民币跨境贸易清算。其中，香港作为内地的重要贸易伙伴和贸易中转站，承担了主要的清算职能。统计数据显示，2010年7月以来通过香港的人民币跨境贸易结算额飞速增长，从上半年的平均每月40亿元，增加到下半年的平均每月570亿元，2011年以来，每月平均额更是超过了1100亿元（图1.1）。截止2011年6月，与境内发生人民币实际收付业务的100多个境外国家和地区中，香港地区的人民币实际收付累计结算量占到整体的80%以上（图1.2）。

在人民币跨境贸易结算业务开展的初始阶段，进出口结算量存在较大的不平衡，即进口支付的人民币远远超过出口收入的人民币规模。而现阶段，这种不平衡现象正逐渐消减。数据显示，近两三个季度以来通过香港的人民币贸易结算中进口结算的比重已经明显下降，从2010年第三季度的81%，第四季度的75%，下降到2011年第一季度的67%及第二季度的58%。其中，2011年六月份单月的进口结算比重为47%，即当月人民币出口结算量已经超过进口结算量。¹

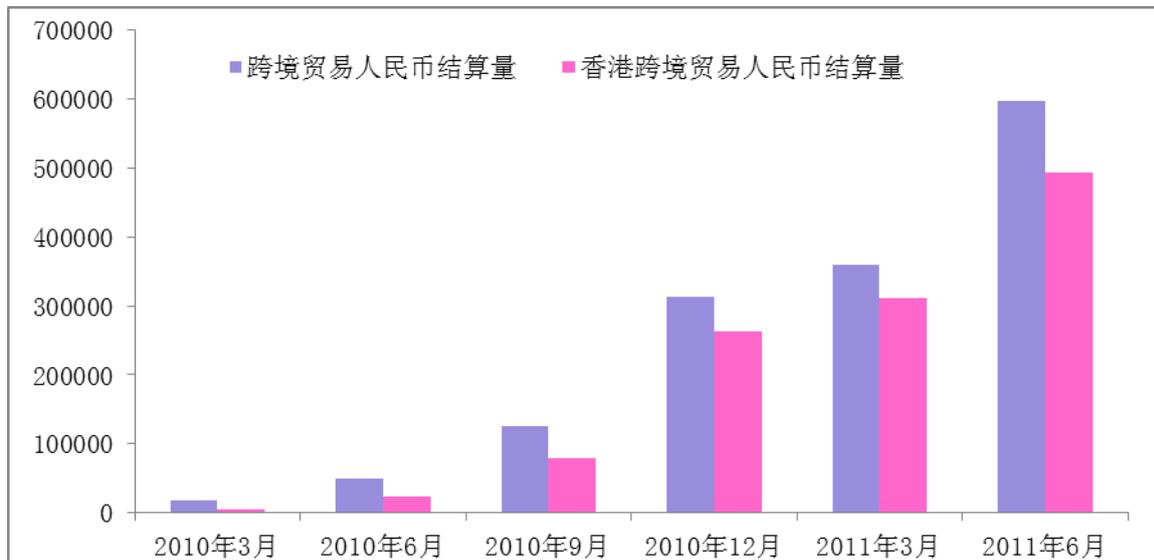
图 1.1 香港 RMB 贸易结算额（百万人民币）



数据来源：香港金管局

¹ 数据来源：何东、马骏《评对人民币全球发展的几个误解》

图 1.2 人民币跨境贸易结算总额及通过香港结算的贸易总额比较(季度数据)



数据来源：香港金管局，Wind

(二) 香港离岸人民币业务及可投资产品

随着香港人民币贸易结算量的增长，香港市场上对人民币传统银行业务及可投资产品的需求日益旺盛。

1. 传统银行业务

根据 2010 年 2 月香港金管局公布的《香港人民币业务的监管原则及操作安排的诠释》，人民币流进香港以后，只要不涉及资金回流内地，参加行可以按照本地的法规、监管要求及市场因素发展人民币业务。除个别限制外，参加行可以参照目前适用于以其他币种进行的银行业务的常用规则来进行人民币业务。

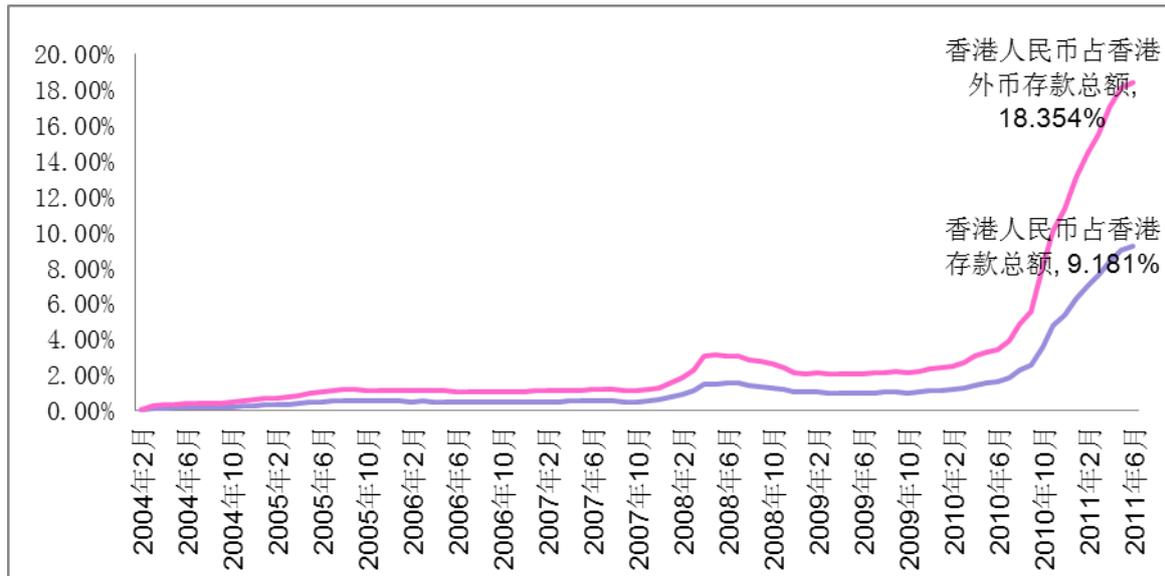
目前，香港人民币业务参加行已经推出了包括存款、兑换、汇款、支票、贷款、信用卡等在内的各项业务，个人、指定商户及任何类型的企业均可在香港参加行开立人民币帐户，其中企业和个人的人民币存款可于银行间自由转账。从现有的政策上看，限制主要是针对个人业务，主要包括三大类别：1) 个人人民币现钞兑换的限额每人每次不能超过等值 20,000 元人民币；2) 具有人民币业务经营资格的内地银行接受经由清算行汇入的收款人与汇款人同名的香港居民个人人民币汇款的最高限额为每人每天 80,000 元人民币；3) 香港居民个人用人民币支票支付在广东省的消费性支出的最高限额为每个账户每天 80,000 元人民币，且该人民币支票不得转让。而在企业方面，根据 2010 年 7 月签署的清算协议，企业因贸易需要将港元兑换为人民币已经不再受到限制。

从业务规模上看，受到人民币跨境贸易结算范围不断扩大的影响，人民币存款在香港银行体系中迅速累积，截止 2011 年 6 月末，香港人民币存款已达到 5536 亿元，与 2009 年 7 月末的 558 亿相比增长了 10 倍，占香港存款总额的比例达到了 9.181%，占香港外币存款总额达到了 18.354%（图 1.3）。从图 1.4 中可以看出，企业存款的增长是香港人民币存款的主要推手。截止 2011 年 6

月末，企业存款超过了 3,900 亿元人民币，占人民币存款总额的 71%²。

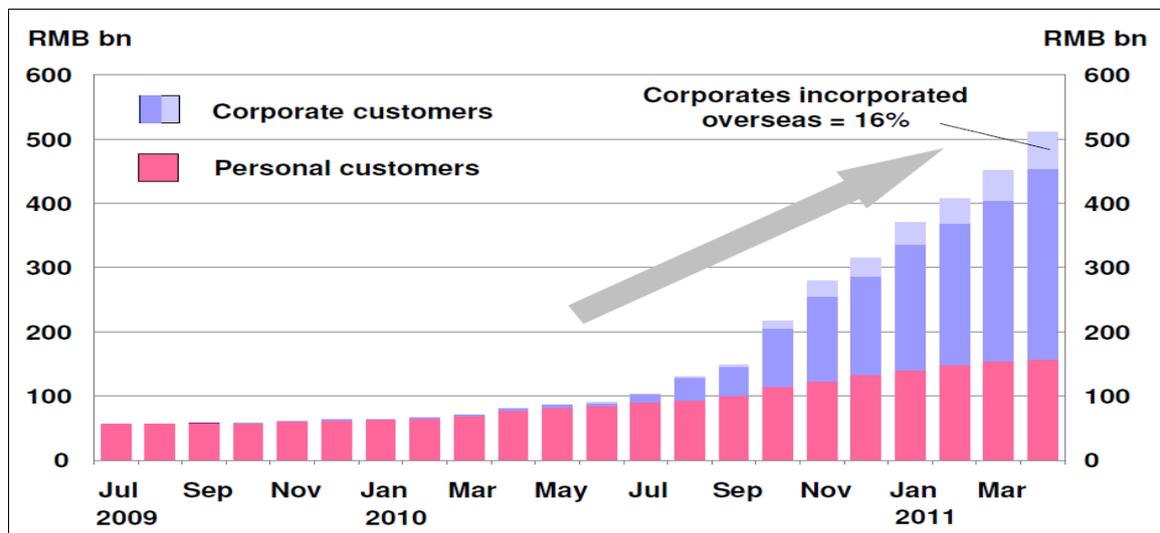
另一方面，受到人民币升值、美元贷款利率低等因素的影响，人民币贷款业务发展一直较为缓慢，但 2011 年以来情况有所转变。根据香港金管局的数据，截止今年 6 月底银行向客户提供的人民币贷款余额达到 110 亿元人民币，比今年初的不到 20 亿元人民币增长了近 5 倍。由于境外人民币的贷款利率远低于内地的人民币贷款利率，之前一些内地企业纷纷选择以“内保外贷”的形式在从境外银行融入人民币，但为了弥补监管漏洞，目前央行已经叫停了该项业务（贸易融资除外）。

图 1.3 香港人民币占香港存款总额的比例、占香港外币存款总额的比例



数据来源：香港金管局

图1.4 香港RMB存款中企业存款和个人存款的比较



来源：何东 “International use of RMB developments and Prospects”

2. 可投资人民币产品

除了传统银行业务，2010 年签署的《清算协议》中准许各类银行或非银行金融机构开立人

² 数据来源：香港金管局“2011 年上半年香港离岸人民币业务的发展”汇思

人民币账户，该政策为金融机构开发人民币产品、募集人民币资金和使用人民币投资奠定了基础。目前，香港的货币市场、资本市场、外汇市场、衍生产品、基金市场和保险市场均有人民币产品推出（表 1.1）。这里我们将选取几类产品做重点介绍。

表1.1 香港可投资人民币金融产品

货币市场产品	大额可转让存单
债券市场产品	境内银行债券 国债 香港企业债券 跨国公司债券 国际金融机构债券
股票市场产品	汇贤房地产信托基金
外汇市场产品	即期交易 无本金交割远期 可交割远期
衍生产品市场产品	利率互换 结构性股票挂钩票据（ELN）
基金市场产品	人民币基金
保险市场产品	人民币保单

来源：香港金管局

■ 人民币债券

人民币债券是目前市场上最主要的人民币产品。

从债券类型上看，市场上存在两种类型的人民币债券：一是以人民币发行，以人民币结算的债券，称为点心债；二是以人民币发行，以美元或其他外币结算的债券，称为合成型债券。合成型债券是 2010 年年底在香港出现的新型人民币债券品种。这两种债券之间的区别如表 1.2 所示：

表1.2 点心债与合成型债券的比较及差异分析

	点心债	合成型债券
投资者主体	需设立人民币账户，对投资者有严格要求	无需持有人民币基金，对投资者无特殊限制
发行主体	多种发行人	目前多为国内房地产企业或境外上市的国内企业
发行规模	约10-15亿人民币	约35亿人民币
平均期限	约2-3年	约3-5年
票面息率	较低	较高
评级	有评级	无评级
流动性（日市场换手率）	小于2亿人民币	约5-10亿人民币
发行主体是否可使人民币资金回流？	是，但需要一事一议审批	是，利用目前现行结售汇制度

来源：裴长洪《人民币离岸债券市场的现状与前瞻》

从表 1.2 中可以看出，合成型债券的发行人种类较为有限，多为国内房地产企业或境外上市的国内企业。而在点心债方面，目前，离岸市场上主要存在三类债券发行人：

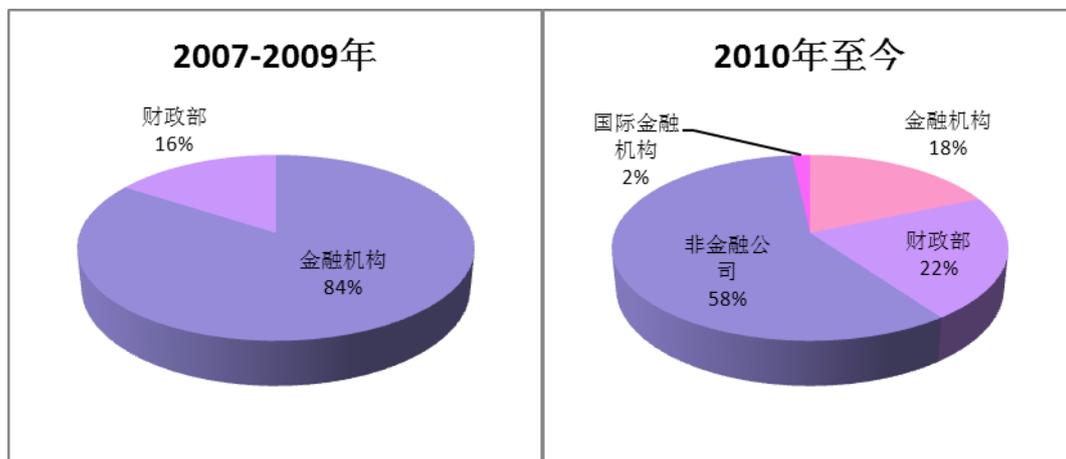
一是境内的金融机构。根据央行和发改委 2007 年公布的《境内金融机构赴香港特别行政区

发行人民币债券管理暂行办法》，满足核心资本充足率大于 4%且最近三年持续盈利的国内政策性银行和商业银行（不包括港澳台地区），可以在港发行人民币债券。此类债券的发行需要受到央行和发改委的审批，发行额度由发改委审定，并需要向外汇管理局登记，筹集的资金必须回流在岸市场。

二是中国政府。2009 年 9 月和 2010 年 11 月，中国财政部先后 2 次赴港发行人民币国债，并与香港金融管理局签订了《关于使用债务工具中央结算系统发行人民币国债的合作备忘录》。今年 8 月，国务院副总理李克强又在港宣布，在香港发行人民币国债将作为一项长期的制度安排，逐步扩大发行规模。

三是香港企业、跨国公司和国际金融机构。2010 年 2 月，香港金管局发布的《香港人民币业务的监管原则及操作安排的诠释》中，表示在发债体范围、发行规模及方式、投资者主体等方面，均可按照香港的法规和市场因素来决定，即非内地的金融机构、企业均可在香港发行人民币债券，所筹集的资金可以自由运用，除非涉及发行主体需将所募集的资金及债券收益从香港转至内地，才需要接受国内监管部门专门审批。自此，点心债的发行人日趋多元化。³

图 1.5 点心债发行人结构



除上述列举的三类发行人，点心债的发债人范围还在不断扩大。根据李克强副总理在香港时的讲话，在香港发行人民币债券的境内金融机构主体将进一步增加，未来境内企业也将获准在香港发行人民币债券。

从规模上来看，2010年下半年开始，债券市场发展迅速。截至2011年8月底，累计共有80家企业和机构在香港发行人民币债券（不包括合成债），发行总额约1444亿元人民币。其中，2011年的前8个月人民币债券发行额为708亿，比2010年全年发行额358亿增长了近一倍。合成型债券目前的规模尚小，截至2011年2月底，仅有7家企业发行了总量为220亿人民币的合成型债券。⁴

■ 人民币基金

相比债券市场产品，人民币基金的发展只是刚刚起步。目前香港市场上推出的人民币基金有两种：一种是在港交所上市的基金，现仅有一只，即 2011 年 4 月上市的汇贤房地产信托基金；另一种为非上市基金，目前发行这类人民币基金的机构至少有 20 家。从规模来看，投入该市场的人民币资金并不多，下表所示为部分基金的募集规模

海通环球人民币定息基金约20亿

³ 数据来源：香港金管局《货币与金融稳定情况半年度报告》（2011 年 9 月）

⁴ 数据来源：香港金管局

恒生人民币债券基金约8.4亿
工银亚洲环球人民币定息基金约2.7亿（4月底数据）
建银国际人民币收益基金约3.1亿
摩根大通人民币定息基金约2.5亿
景顺资管人民币债券基金约5.5亿

数据来源：根据招商证券“香港人民币离岸市场动态月报”及媒体报道整理

■ 人民币外汇产品

外汇市场方面，目前离岸市场上存在 3 类人民币外汇产品，包括人民币即期合约、人民币无本金交割远期合约（NDF）和人民币可交割远期合约（DF）。

人民币外汇产品的发展与人民币跨境贸易结算的发展密不可分。从 2010 年 7 月签署《清算协议》后，包括清算行在内的香港同业开始为人民币报价。随着跨境贸易人民币结算量加速增长，离岸市场人民币交易量也迅速增加。尤其是在 2010 年底，金管局对参与行贸易项下自有人民币头寸和非贸易项下的头寸作了明确区分，并对两类资金的使用标准、人民币未平仓金额以及清算行的平盘标准作出限制之后，香港离岸人民币市场渐渐成为调节离岸人民币资金供求及为人民币贸易结算提供资金来源的主要渠道。

截止 2011 年 1 月，香港离岸人民币的即期交易日均成交额已经超过 10 亿美元⁵。人民币 NDF 的日均交易量在 30-50 亿美元之间⁶，已接近甚至超过新加坡；而 DF 是香港部分参加行在 2010 年 10 月开始推出的，目前仍在初级发展阶段，交易量相对较小。

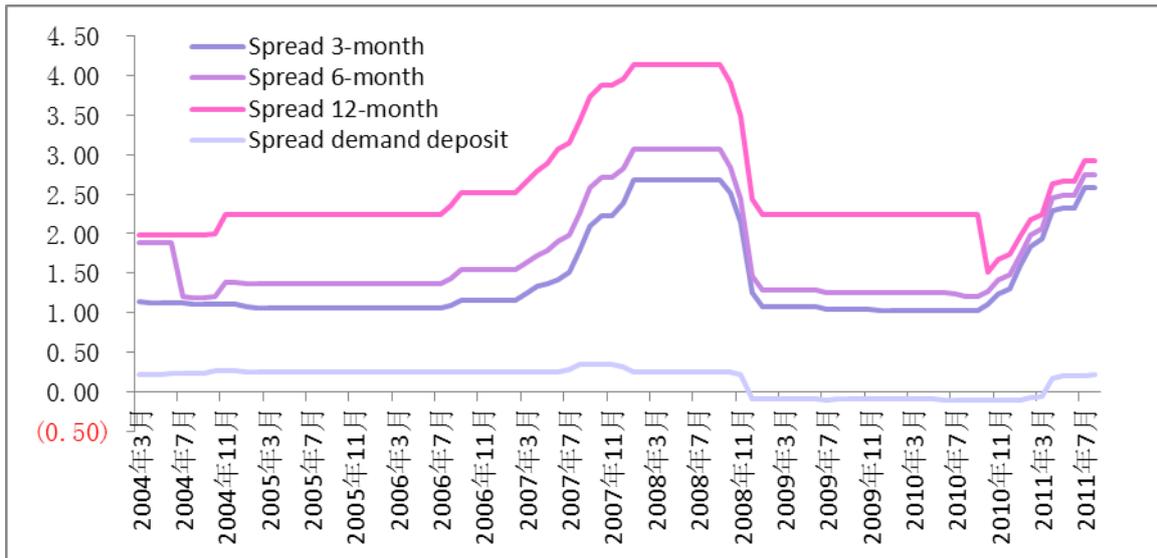
（三）香港离岸人民币市场发展面临的问题

随着人民币跨境贸易结算的飞速发展，人民币存款在香港银行体系内迅速累积，但受到人民币升值预期等因素的影响，银行的人民币贷款业务推进缓慢。香港清算行、商业银行吸收的人民币存款除保留部分交易用现金外，几乎全部存入中银香港，中银香港再将其存入中国人民银行深圳中心支行。根据最新的规定，中银香港从央行可获得0.72%的利息，在扣除一定费用之后，中银香港再向其他参加行支付一定的利息。从利率水平上看，由于缺乏存贷利差空间，香港商业银行的存款利率几乎由央行的利率决定。图1.6显示，离岸人民币的利率与在岸市场存在较大的差距。

图1.6 离岸及在岸人民币存款利差

⁵ 数据及资料来源：渣打银行、中银香港研究报告。

⁶ 数据来源：中银香港研究报告



数据来源：香港金管局

低存款利率使离岸市场的投资者对其他可投资的人民币金融产品提出了更为迫切的需求。然而，从离岸金融市场的发展现状来看，目前市场上可供投资的人民币金融产品规模远不能满足投资者的需求。人民币资产的匮乏使资产的流动性极其低下，从而降低了投资者持有人民币的积极性。除此之外，离岸市场金融产品的收益率普遍较低。根据汇丰离岸人民币债券指数⁷，2011年1月-8月离岸人民币债券和存款证的平均收益率约在2%-3.5%之间。在基金方面，由于目前香港的人民币基金均是以人民币债券基金形式呈现，且资产分布中存款比重均较高，因此总体回报率欠佳，大多数基金成立至今的表现在1%以下⁸。在此基础上，如果再除去交易成本，许多投资产品的回报率甚至低于银行的存款利息，这极大地打击了投资者的信心。以上这些问题已经对香港离岸人民币市场的进一步发展形成了制约。

（四）进一步推动香港离岸市场发展的举措

要解决香港人民币离岸市场面临的流动性低和可投资产品少的问题，需要从两方面入手。第一，要继续向离岸市场输出人民币，使其存量达到一定规模；第二，要拓展人民币回流机制，以推动离岸市场可投资产品的发展。下面，我们分别论述。

1. 离岸市场目标规模和发展速度

要继续向香港离岸市场输出人民币，我们必须回答三个问题：

- 香港离岸市场的目标规模是多大；
- 未来还需要向香港输出多少人民币；

⁷ 汇丰离岸人民币债券指数（CNH 指数）追踪在中国境外发行的人民币固定收益票据的总回报率表现。总回报指数起始值为 100，以 2010 年 12 月 31 日为基准日。该指数涵盖了面向机构投资者发行的，并且以人民币计价和结算的固定利率普通债券和存款证。以人民币计价但以美元结算的合成债券（Synthetic bonds）、浮息票据、隐含期权的债券以及零售债券不纳入该指数。截至 2011 年 3 月，该指数涵盖了以人民币结算和计价的未偿债券总量的 57%，以及面向发行机构债券总量的 76%。

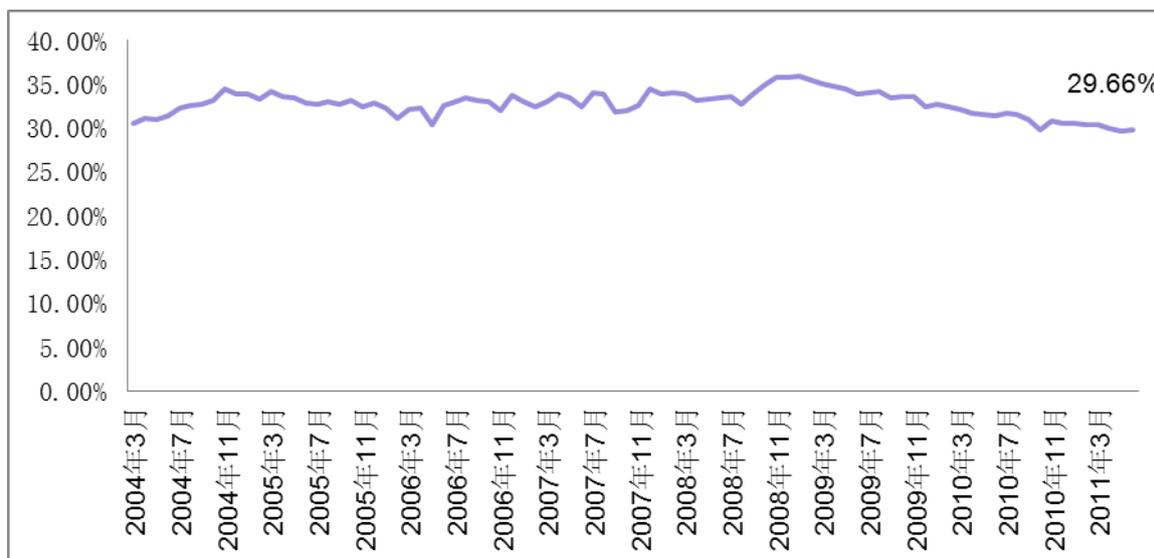
⁸ 数据来源：根据华侨银行研究报告、招商证券“香港人民币离岸市场动态月报”整理

- 何时能够实现这一目标。

(1) 香港离岸市场的目标规模

在计算中，我们可以以香港的美元离岸市场为参考。历年来香港的美元存款占香港全部存款的比例始终稳定在 30% 左右（图 1.7），换句话说美元在香港市场上已经很好地沉淀下来。因此我们可以假设，当人民币在香港的存款量达到与美元存款相似的规模，离岸人民币资产也会拥有和美元资产相同程度的流动性。截止目前美元存款约为 2766 亿美元，那么根据当前的汇率水平，离岸人民币存款需要达到的量约为 1.76 万亿人民币。在此基础上，若要估算香港离岸人民币的“最优规模”，我们还需要得知在该情景下离岸人民币的货币乘数。由于离岸市场美元货币乘数从现有的数据中难以得到，且香港是人民币最主要的离岸市场，我们可以假设，在长期来看香港离岸人民币的货币乘数基本等同于整个欧洲美元市场的货币乘数。根据我们的测算结果，欧洲美元的乘数在 2 左右，如果再考虑港币与美元挂钩，人民币在香港的实体经济和金融体系中的使用率低于美元等因素，香港离岸人民币的乘数可能在 1.5 左右。由此，我们推算出香港人民币离岸市场总共需要 1.17 万亿的人民币基础货币。

图 1.7 香港美元存款占全部存款比



数据来源：香港金管局

(2) 目前香港市场的人民币缺口

结合当前香港 5536 亿的人民币存款规模（因贷款业务不发达，该数字几乎等同于从在岸市场输出到离岸市场的人民币规模），我们可以得出，为实现人民币在离岸市场的流动性，在岸市场还需向离岸市场输送约 6200 亿的人民币。

(3) 何时实现目标规模

我们估算在完全通过跨境贸易人民币结算向香港离岸市场输出人民币的情况下，何时能达到香港离岸人民币的“目标规模”。我们的估算是基于以下假设：

1) 2005 年至 2010 年我国进出口总额平均年增长率高达 17%，假设在未来的 5 年中，进出口贸易保持稍低于“十一五”期间的增速，以平均 12% 的速度增长（根据马骏预测）。

2) 2010 年跨境贸易人民币结算额为 5063 亿人民币，占我国进出口贸易总额的 2.5%；央行

货币政策二司司长李波 2011 年 3 月表示，预计到 2011 年底，人民币结算额占全部贸易结算额的比例可提高至 5%-6%，到 2012 年该比例可达到 10%。从实际数据看，跨境贸易人民币结算的发展比预期的更为迅速，截止 2011 年 6 月，跨境贸易人民币结算业务金额达 9575.7 亿人民币，占进出口总额的 8.6%，2011 年 8 月，跨境贸易人民币结算范围扩大至全国，预计人民币结算量将进一步增加。因而我们采用比央行更为激进的估测，我们预计 2011 年底，以人民币结算的业务即可达进出口贸易总额的 10% 左右，到 2012 年该比例可达 15% 左右，另外，从日本的经验看，日元国际化以后，以日元结算的业务占日本进出口贸易总额的 1/3，因此，我们假设 2013、2014 年该比例比分别增加到 20%，25%，并预计到 2015 年后进入相对稳定的状态，我国的进出口贸易有 30% 以人民币进行结算。

3) 2010 年通过香港的跨境贸易人民币结算额为 3692 亿人民币，占当年所有人民币结算额的 73%，随着境外对人民币接受程度的增加，更多的人民币结算将不通过香港，该比例可能会逐渐缩小，假设 2011-2015 年期间分别为 70%，60%，50%，40%，30%。

4) 2010 年通过跨境贸易人民币结算，净资金流入香港达 1567 亿人民币，占香港人民币贸易结算额的 42%，随着进出口人民币结算趋于平衡，我们预计未来该比率可能会逐渐缩小，假设 2011-2015 年期间该比率分别为 30%，15%，10%，5%，0%。

5) 人民币兑美元维持在 6:5:1。

在此基础上，我们对跨境贸易人民币结算额及因此而导致的人民币向香港市场的净输出进行估算，其结果见表 1.3，可以看出，到 2013 年年末，自试点以来内地累计向香港输出的人民币可达到 1.2 万亿，从而实现香港离岸人民币的“目标规模”。

表 1.3 跨境贸易人民币结算额及因此而导致的人民币向香港市场的净输出

	中国进出口贸易总额 (亿美元)	以人民币结算的跨境贸易占比	人民币贸易结算额 (亿元)	通过香港结算的占比	通过香港结算额 (亿元)	香港贸易净资金流入占结算额比例	贸易净资金流入香港 (亿元)	香港人民币规模 (亿元)
2010	29,728	2.52%	5,063	73%	3,696	42%	1,552	1,552
2011	33,295	10%	21,642	70%	15,149	30%	4,545	6,097
2012	37,290	15%	36,358	60%	21,815	15%	3,272	9,369
2013	41,765	20%	54,295	50%	27,147	10%	2,715	12,084
2014	46,777	25%	76,013	40%	30,405	5%	1,520	13,604
2015	52,390	30%	102,161	30%	30,648	0%	0	13,604

数据来源：Wind,金管局

2. 香港离岸人民币回流在岸市场的渠道

上文我们说到，人民币离岸市场的长期发展要依靠流动性充足的金融二级市场，使人民币在体外循环，但在现阶段，这个市场尚未形成，仍需要在岸市场向离岸市场提供一定程度的支持。目前，针对离岸市场投资产品匮乏的问题，国家已经推出一系列政策来疏通和拓展离岸和在岸市场之间的回流渠道。除了贸易渠道之外，通过资本渠道回流是未来的主要方向。我们把资本渠道分成直接投资和金融市场二大方面：

直接投资：最早从 2010 年第二季度起，中国政府就开始通过个案审批方式试点办理人民币跨境投融资业务。根据中国人民银行各季度《中国货币政策执行报告》，2010 年境内各试点地区共办理人民币跨境投融资交易 386 笔，累积金额 701.7 亿元。2011 年 1 月 6 日，人民银行公布了《境外直接投资人民币结算试点管理办法》，规定在跨境贸易人民币结算试点地区内登记注册的

非金融企业，经境外直接投资主管部门核准，可以使用人民币资金对外进行直接投资，包括设立、并购、参股等方式在境外设立或取得企业或项目全部或部分所有权、控制权或经营管理权。随后6月3日，人民银行公布了《中国人民银行关于明确跨境人民币业务相关问题的通知》，首次公开明确了外商直接投资（FDI）人民币结算的试点办法，将以个案审批的方法进行。

金融市场：除上文提到的允许部分境内机构在香港离岸市场发行人民币债券，离岸人民币还可以其他两种方式回流至境内的金融市场。首先是在2010年8月16日，中国人民银行发布了《关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》，允许国外央行和货币当局、港澳人民币业务清算行、人民币业务参加行投资内地银行间债券市场。随后，2011年8月17日，国务院副总理李克强在港出席论坛时表示，将允许以人民币境外合格机构投资者方式（RQFII）投资境内证券市场，起步金额为200亿元。

第二部分 香港人民币回流及其对境内的影响

虽然境外人民币回流的各种渠道受到一定程度的限制，但随着香港离岸市场的快速发展，很多人开始担忧香港人民币的回流会对国内的经济和政策产生一定的冲击，尤其是现阶段我国外汇储备居高不下、通货膨胀形势严峻、央行实行信贷收紧等调控政策的背景下。为此我们将从宏观和微观层面上分四个视角来探讨各种不同的回流机制对境内的影响。宏观方面的影响主要集中在大陆的货币供应量（M2）和外汇储备，微观层面主要是对实体经济中特定行业和金融机构的影响。

因为在现实中，离岸人民币的回流不仅仅基于投资需求，所以我们在前文“直接投资”和“金融市场”两大类回流模式上又做了补充。同时，由于各种回流渠道对在岸市场的影响不同，为便于分析，我们把通过金融市场的两种回流渠道做了区分。后文的分析将基于以下四种回流模式：

1. 人民币跨境贸易结算。境外进口商直接用人民币购买中国企业的产品，使得境外的一部分人民币存量流回到国内，这是离岸人民币回流渠道之一，也是目前主要的回流形式。

2. 资本项下的外商直接投资（即人民币 FDI）。外商投资企业在境外以合法渠道取得人民币，以此开展在华投资。

根据人民币 FDI 的征求意见稿，境外合法获得的人民币由两部分构成，其一是通过跨境贸易人民币结算、境外发行人民币债券或股票等方式获得的人民币；其二是外国投资者从在中国境内投资的外资企业获得并汇出境外的人民币利润及转股、减资、清算先行回收投资所得的人民币。

3. 银行信贷或债券融资的回流。离岸市场的银行等金融机构为国内企业提供贷款或贸易融资服务，或者境内企业到离岸市场发行人民币债券并将融资所得汇回大陆境内使用。这是一种基于实体经济需求的金融性输入。

目前这一方式所受到的监管比较严格，主要是如何将融得的资金汇入境内的制度不明确。现行制度是通过逐笔审批的方式，允许企业将在香港发行人民币债券募集的资金调回内地。这一过程耗费时间漫长，需要和政府反复沟通，导致很多公司所募集的资金仍滞留在香港。

4. 证券投资——境外持有人民币的投资者可以直接投资国内的债券和股票市场

境外央行、港澳人民币清算行、跨境贸易人民币结算境外参加银行三类机构运用人民币参与中国银行间债券市场。人民币境外合格机构投资者方式(RQFII)投资境内证券市场。

（一）跨境人民币业务清算对央行资产负债表的影响

目前跨境人民币结算有两种清算模式，即代理行模式和清算行模式。

1. 在代理行模式下，境外有资格参加人民币业务结算的商业银行（以下称“境外参加行”）需要在境内具有国际结算能力的商业银行（以下称“境内代理行”）开设人民币同业往来账户，境内代理行作为国内的结算银行，代理境外参加行进行人民币资金的跨境结算和清算。

举一个简单的例子，某境内企业 A（其开户银行为位于上海的中国农业银行）需要给某新加坡企业 B（其开户银行是新加坡农行）支付一笔 100 万的人民币货款。该笔清算之后表现为 A 企业在中国农行的存款减少 100 万，B 企业在新加坡农行的存款增加 100 万；而对于银行系统，上海农行的企业存款减少 100 万，但是同时新加坡农行在上海农行的同业往来账户中的存款相应增加 100 万，所以在代理行清算模式下，A 支付出去的 100 万人民币实际上是依然存放在境内的商业银行中，只不过从商业银行的企业存款项目转移到了同业往来账户中。在这一过程中，商业银行在中国人民银行的清算账户（即备付金账户）中的金额没有改变，因此，境内的 M0 并没有因为这笔支付发生改变。

2. 在清算行模式下，人民银行指定中国银行（香港）和中国银行（澳门）作为清算行，境外参加行需要在清算行开设账户，人民币资金的跨境结算和清算由清算行集中处理。在这种模式下，境外参加行需要将其客户的人民币存款都转存入其在清算行的清算账户；再由清算行将境外参加行吸收的人民币存款都转存入其在中国人民银行深圳分行（简称“深圳中支”）开设的账户。

上述例子在清算行模式下，假设 B 企业的开户银行为香港的渣打银行。完成清算之后表现为 A 企业在中国农行的存款减少 100 万，B 企业在渣打银行的存款增加 100 万；而对于银行系统，上海农行的企业存款减少 100 万，其在中国人民银行的账户（即备付金账户）的存款也相应减少 100 万，但是同时渣打银行通过中银香港将该笔 100 万人民币存款最终存放在了“深圳中支”。因此，企业 A 支付出去的 100 万人民币是从商业银行在央行的备付金账户转移到了“深圳中支”，这 100 万人民币是直接存放到了人民银行，境内的 M0 并没有因为这笔支付发生改变。

由此可以看出，不论采用哪种清算模式，支付出去的人民币都始终存放在境内的银行体系中，其清算结果只不过是这笔人民币在不同的境内银行清算账户之间的转移，不会导致央行资产负债表规模的变化，也不会改变基础货币总量。

（二）人民币回流对境内人民币流动性的影响

跨境人民币清算是对人民币流动性在境内外的再分配，因此无论香港离岸市场的人民币通过何种回流渠道回到境内，都会将境外的一部分人民币流动性引入国内，导致境内 M2 比回流之前有所增加。但无论香港离岸市场的人民币通过何种回流渠道回到境内，其总量不会超过从大陆向香港注入的人民币总量。

在代理行模式下，存放在境内商业银行同业往来账户上的人民币，不能纳入存贷比中计算的存款，即境内商业银行不能因此而增加放贷。而在清算行模式下，清算行存放在深圳中支的人民币存款，也不能用于境内商业银行增加放贷。因此通过跨境人民币清算使得一部分人民币流入到境外离岸市场，会导致境内商业银行可以增加信贷的资源减少，通过货币乘数和信贷乘数效应导

致境内货币供应量（M2）和信贷总量的减少。同理，离岸市场人民币回流到境内，使得境内商业银行同业往来账户和中国人民银行深圳支行中的人民币存款减少，转化为境内企业在商业银行的存款，从而增加了境内商业的信贷资源，通过货币乘数和信贷乘数效应导致境内货币供应量（M2）和信贷总量的增加。但是，这种增加可以看作将人民币流到离岸市场时所释放的货币流动性再次收回到境内。

由于我国现在采用的是货币供应量 M1、M2 和信用总量作为宏观调控的中介目标，离岸市场的人民币回流会增加国内宏观调控的复杂程度。以我国现在的宏观调控形势来看，通货膨胀居高不下，货币当局通过加息和提高存款准备金率等工具来控制银行的信贷，以将国内货币供应量 M1 和 M2 的增速保持在合理水平。在这种情况下，离岸市场的人民币回流，将境外的人民币流动性带回到境内，在一定程度上会削弱境内宏观调控中的力度。

假设香港的人民币货币乘数很小，可以忽略不计，而境内人民币的货币乘数为 4 倍。截止 2011 年 6 月底，香港的人民币存款为 5536 亿，如果这部分人民币全部回流境内，会导致境内的 M2 增加 22144 亿，仅占当月境内 M2 总额的 2.84%。当然这种情况是最极端情形，尤其是在离岸市场发展的初期，基本不可能出现。因此短期来看，人民币回流对境内的货币供应量的影响有限。但是从欧洲美元的发展经验来看，随着离岸市场规模的不断扩大，总量调控的中介目标在执行中会遇到很多问题，可能会导致央行放弃总量调控目标，转变为利率等价格调控手段。当然这其中还会涉及到很多利率市场化等诸多宏观问题，不在本文的论述范围中。

（三）人民币回流对外汇储备的影响

与外汇 FDI 相比，人民币 FDI 会在一定程度上减少我国外汇储备的增加，而对国内货币供应量 M2 的影响与外汇 FDI 是一致的。

通过上文的分析可以看出，外商投资企业在境外以合法渠道取得人民币，拿到境内使用，会导致境内 M2 的绝对值增加。但是即使货币管理当局制定监管政策，不允许这部分人民币回流，外商依然可以使用外汇进行 FDI。因此，在这部分我们将对比外汇 FDI 和人民币 FDI 两种方式对境内金融体系的影响。

假设外资企业 FDI 项目的规模为 100 万美元，人民币兑美元的汇率为 6.5。如果该 FDI 是以美元进行，会导致外汇储备增加 100 万美元，而且央行因购汇需要额外发行 650 万的基础货币，通过 4 倍的乘数效应会导致 M2 增加 2600 万人民币。如果该企业改为在香港发行人民币债券，将募得的 650 万人民币汇入境内，如我们在本节开篇所分析的，基础货币总量保持不变，但由于商业银行可贷款资源增加，通过 4 倍的乘数效应会导致 M2 增加 2600 万人民币。

由此可以看出，开放人民币 FDI 减轻了外汇储备增加的压力，也不会引起国内基础货币总量的增加，其对国内货币供应量 M2 的影响表面上看与美元 FDI 的效应是相同的，但是两者却有本质区别。从央行的资产负债表角度上看，外汇 FDI 增加了美元等外汇储备资产，同时也增加了对外债务（FDI 的股东权益）却是以人民币来计价的，增加了央行资产负债表的货币错配；而人民币 FDI 取代外汇 FDI，增加的资产是人民币计价的，有助于减少央行资产负债货币错配，在美元贬值的环境下，避免中国遭受更多的福利损失。

从这个意义上讲，应该鼓励更多的外资企业以人民币 FDI 来代替美元 FDI，同时要建立严格的审核制度和程序，保证人民币 FDI 的真实性，防止人民币 FDI 资金最终流向股市、房地产市

场，进而推高中国境内的资产价格。

而且我们认为，人民币 FDI 的出台是有其真实市场需求的，因此外资企业有充分的动机赴港进行人民币融资。这主要出于以下三个因素的考虑：

首先，随着外资企业在中国经营规模的扩大和发展，会更加倾向于选择人民币融资，由于在华经营所需资金和销售收入都是人民币，使用人民币融资可以减少资产负债表的币种错配风险和日后现金流的外汇风险，其人民币融资所得主要用于经营目的而非外汇套利。

第二，香港将会以其低廉的融资成本和专业的金融服务，成为外资企业人民币融资的重要场所。根据德意志银行对 44 家在华经营的跨国公司的问卷调查，65% 的受访者对在香港发行人民币债券或进行人民币贷款表示出极大的兴趣，这 44 家跨国公司在香港的两年期美元/港元贷款成本平均为 2.8%，预期的人民币贷款利率为 2.6%，而其在中国境内的两年期人民币借款成本平均为 6.3%。最近的债券发行也可以很好的说明这一点，卡特彼勒公司在香港发行了总额 23 亿人民币的 2 年期人民币计价债券，票面利率只有 1.35%，相比之下，我国内地央行指导的一年期基准贷款利率就在 6% 以上，同期限企业债 aaa 评级也在 5.3% 以上。

另外与上海相比，香港健全的金融体系、高素质的金融人才队伍、透明高效的监管体制以及更加国际化的文化，这也是吸引外资企业赴港融资的一个原因。

（四）债务融资回流对境内的影响

境内企业在香港贷款或者发行人民债券的融资所得，是否允许其回流至大陆，及其回流对大陆金融体系的影响，需要分不同企业分别对待。

境内企业在香港贷款或者发行人民债券的融资所得的回流，一直受到货币管理当局的严格监管，用业界人士的话概括是境内企业在香港“融资容易，但如何将钱拿回内地难”。按照现行规定，企业要想把募集资金投资回内地，要按照国家外商直接投资的管理规定去报批。央行和外汇管理局会对申报个案集中逐笔审批。央行对这一回流渠道的政策始终非常审慎，可能是基于以下考虑：

第一，从欧洲货币市场的发展来看，贷款和债券是世界各国的公司、政府部门和中央银行在离岸市场融资的主要形式。虽然，截止到 2011 年 6 月香港市场的人民币贷款总额只有 110 亿人民币，相比于年初的不足 20 亿人民币的贷款量，增长速度非常快。可以预见，如果允许香港的银行直接向内地企业贷款，或者放宽内地企业到香港发行人民币债券的条件，香港人民币贷款和人民币债券市场的规模会有质的飞跃。

第二，香港的资金成本相比大陆非常低。从 2011 年 7 月和 8 月在香港市场上发行的中资企业人民币债券来看（见表 2.1），其票面利率普都在普遍低于国内的同期贷款利率。由于香港采用的是联系汇率制度，在美国未来一段时间会维持零利率的背景下，可以预期未来一段时间香港的资金成本低于大陆的状况不会改变。因此，一旦政策允许，会有越来越多的境内企业到香港进行人民币融资。

表 2.1 香港市场上新发行的中资企业人民币债券

时期	企业名称	金额(亿元)	票面利率	期限
8 月 22 日	阳光能源	3	4.75%	2

8月11日	新焦点汽车	2	3.75%	2
8月3日	东方航空	25	4.00%	3
7月	中信泰富	10	2.70%	5
7月	中策橡胶	9	2.00%	3
7月	山水水泥	15	6.50%	3
7月	银泰百货	10	4.65%	3
7月	新创建集团	10	2.75%	3

在这一部分的分析中，我们将赴港贷款或发行人民币债券的企业按照是否有外债额度分为两大类，分别分析允许这两类企业将从香港市场获得贷款和人民币债券所得汇回国内对国内金融体系的影响。

1. 对于有外债额度的企业

假设企业有1亿人民币的融资需求，如果是通过在香港通过贷款或者发行人民币债券来获得这笔资金，按照（一）和（二）的结论，将这笔人民币汇回国内使用，不到改变境内基础货币总量，但会导致境内商业银行的企业存款增加1亿，通过4倍的货币乘数效应，导致国内M2增加4个亿。如果央行不允许该企业将融得的人民币汇回国内，由于企业有外债额度，它可以转而使用境外外币借款，汇回国内使用时需要向商业银行换汇，导致央行多发行1亿人民币的基础货币，通过4倍的货币乘数效应，同样也会导致国内M2增加4个亿。

因此，对于有外债额度的企业，允许其将在香港离岸市场获得的人民币贷款或债券融资所得汇回国内，虽然对境内M2的影响与使用外汇借款的影响是一致的，但是会减少原本使用外汇借款所导致的外汇储备和外汇占款（见表2.2）。

表 2.2 境外人民币借款和外汇借款回流至大陆对大陆货币供应量的影响

	A. 人民币债券/贷款回流	B. 外汇借款回流	相对于 B 情形, A 情形
基础货币 M0	不变	增加	减少
境内货币供应量 M2	增加	增加	中性
外汇储备	不变	增加	减少

从这个角度上说，货币当局应该制定相关的政策，允许这类企业赴港融资所得的回流，以此鼓励这类企业在海外市场融资时，选择以人民币融资而非外币融资。当然，考虑到香港的人民币融资成本要低于大陆，允许这类企业赴港融资所得的回流可能会导致这类企业更愿意赴港融资，也可能导致其融资所得不是用于经营而是用于套利，因此央行在制定政策是需要谨慎考虑，配合额度限制、严格检查融资所得用途等手段。

这类企业，一般是国内的跨国公司（如海尔等）、内地大型国有企业、红筹公司或其附属公司，或者由省或是政府拥有的公司。这类公司的资质相对较好，大部分也是国内银行的优质大客户，在国内也可以相对容易的融得资金。可以预见这类企业越来越多到香港贷款或发行人民币债券，境内的银行、券商类金融机构将面临来自香港的银行和投资银行的竞争压力。短期来看，内地各大商业银行可能会丧失部分大型优质客户，业务份额有所下降；但是从长远角度看，这将迫使境内金融机构提高其经营水平和服务质量增强其国际竞争力，同时这可能促使商业银行服务对

象结构的转化，将更多的信贷资源转向中小企业，可以在一定程度上缓解长期以来困扰中国中小企业的融资难问题。

2. 对于没有外债额度的企业

这类企业由于没有外债额度，本来无法使用境外市场获得所需资金，而只能依赖境内金融体系。但是如果允许他们在香港通过贷款或者发行人民币债券，并将融资所得汇回国内，按照（一）和（二）的结论，不会改变境内基础货币总量，但会导致境内商业银行的企业存款增加，通过货币乘数效应，导致国内 M2 增加。

另外，一旦开放这类企业的境外人民币融资所得回流，还可能导致国家对某类特殊行业的调控政策失效。比如现阶段的房地产企业，由于国内收紧银根和国家的一些房地产调控政策，原本撑起其资金来源半壁江上的国内贷款的使用难度越来越大。企业就把筹资目光从境内转向了海外，香港宽松的利率环境和丰富的资金流动性让该类企业趋之若鹜。房地产企业在香港发行人民币债券后，一般都有一些券商和银行利用信托或者委托贷款帮他们做资金回流。一些急需用钱的内地企业，甚至不惜铤而走险，将贷款所得资金，通过一些“灰色”甚至“非法”渠道拿回内地，这其中就包括地下钱庄、虚假贸易，以及通过银行进行的“内保外贷”等。这不仅是增加了国内的货币供应量，而且削弱了国家对房地产行业的调控力度。

从这个角度上说，对于这类企业，货币管理当局可以暂时不允许其这类赴港人民币融资，并且执行严格监管，防止其在香港的人民币融资所得通过各种“灰色”甚至“非法”渠道回流至境内。

（五）RQFII 回流对境内资本市场的影响

对三类机构开放银行间市场和开放 RQFII，对境内债券市场和股市短期影响有限，在当前股票市场相对低迷的情况下，是开放 RQFII 的较好时机，可以考虑适当扩大其额度。

2010 年 8 月 17 日起，央行发布公告，允许境外央行、港澳人民币清算行、跨境贸易人民币结算境外参加银行三类机构运用人民币参与中国银行间债券市场。2011 年 8 月 17 日，国务院副总理李克强在港表示，将允许以人民币境外合格机构投资者方式(RQFII)投资境内证券市场，起步金额为 200 亿元。这是吸引人民币回流的措施之一。

由于诸多限制，目前三类机构所能投资的人民币资金总量比较小，短期对银行间市场影响不大，但长远来看，引进外资行后，银行间市场投资主体进一步多样化，债市扩容的速度会加快，机构投资水平会分化，中国债市违约率将会变得有意义，同时这也可以视为资本项目开放的一个先行试验之举。

开通 RQFII，使得境外人民币通过在港中资证券及基金公司投资 A 股市场，这有利于提升境外企业和个人持有人民币的积极性，也有助于进一步推动香港人民币“自我循环”的形成。

参照 QFII 管理制度，以 RQFII 形式回流的人民币应该由境内商业银行托管，按照专款专用的原则，这部分人民币不能支持托管行增加信贷，因此不会增加中国的货币供应总量 M2。而与 QFII 制度相比，RQFII 并不会增加中国的外汇储备。

由于初期规模较小，RQFII 的推出对中国资本市场的流动性影响有限，当前国内股票市场低迷，RQFII 的开通有助于增加 A 股资金供应，提振市场信心，而且长远来看，从交易理念、交

易策略和交易规则等多个层面对市场产生一定的影响。因此，现在是开通 RQFII 比较好的时机，可以考虑在审慎监管的前提下，适当增加 RQFII 的规模。

第三部分 小结

香港一直以来是中国内地与世界各地贸易和投资联系的重要窗口，而且作为国际性金融中心，具有货币自由兑换、金融体系稳定、金融监管高效、金融人才丰富等优势。在人民币不能完全自由兑换、中国资本账户不完全开放的情况下，香港是人民币全球发展过程第一站的最佳选择。

在人民币全球发展初期，首先要解决的问题是要在境外形成一定的人民币存量，在此基础上才能谈如何推动人民币成为结算货币、计价货币、投资货币和国际储备货币。

我们认为，在香港货币系统中，人民币至少要达到与美元相同的规模才能支持香港市场的人民币资产具有一定的流动性，这意味着香港的人民币存款规模至少到达 1.76 万亿人民币。根据欧洲美元在欧洲离岸市场的约为 1.5 倍的货币乘数来推算，要达到上述规模，需要从大陆向香港总共输出约 1.17 万亿的人民币基础货币，即今后还需向离岸市场输送约 6200 亿的人民币流动性。根据我们的估算，到 2013 年末基本可以完成向香港市场输送约 6200 亿的人民币基础货币的目标。

在继续向离岸市场输出人民币的同时，还要完善人民币回流机制。虽然人民币全球发展后，大多数境外人民币并不需要回流到境内，但是目前回流机制对人民币的境外使用却很重要，是增强境外企业和居民持有和使用人民币的先决条件。因为目前除了中国境内，并没有全面的使用人民币的经济体系，人民币的增值和保值最终还是要依赖于境内市场来实现，离岸市场不可能将流入的人民币沉淀、持续自我循环使用而不需回流到境内。所以，回流机制是人民币全球发展进程中必要的暂时措施。

随着香港离岸市场快速发展，很多人开始担忧香港人民币的回流会对国内的金融体系和货币政策产生一定的冲击，但我们认为这种担忧是没有必要的。通过前面的分析，我们可以看出：

(1) 人民币回流对央行资产负债表的规模没有影响，基础货币总量不变。

跨境人民币业务清算都是通过高能货币（基础货币）来进行的，除了少量的以物理形式被带出境外的人民币，通过其他不同途径流入到境外的人民币依然存放在中国的银行体系中，在港澳清算行模式下，这部分人民币存放在中国人民银行深圳支行，而在国内代理行模式下是存放在国内商业银行的同业往来账户，这两类都计入央行的存款统计。因此，央行资产负债表的规模没有变化，中国基础货币总量不变。

(2) 人民币回流会增加国内的货币供应总量 M2，但是短期来看，其影响是有限的。

上述两类账户的人民币存款不能用于支持国内商业银行在大陆境内的信贷活动，从这个意义上说，央行的基础货币总体规模虽然没有改变，但实质上却被分为境内和境外两部分，分别代表了央行对境内和境外的负债，其中只有前者可以通过国内商业银行信贷的乘数效应，因此人民币的跨境流动会影响大陆境内的广义货币供应量 M2，即影响境内的货币流动性。

由于我国现在采用的是货币供应量 M1、M2 和信用总量作为宏观调控的中介目标，离岸市场的人民币回流会增加国内宏观调控的复杂程度。但是短期来看，回流对国内货币供应量 M2 的影响是有限，无论香港离岸市场的人民币以何种形式回流到大陆境内，其总量不会超过从大陆向境外输出的人民币总量。即使在最极端的情况下——香港现有的 5536 亿人民币存款全部流回到

境内，按照国内现在 4 倍的货币乘数，这会导致境内 M2 存量增加 2.84%。

(3) 与外汇 FDI 相比，人民币 FDI 不涉及到企业结售汇，因此会在一定程度上减少我国外汇储备的增加，虽然会增加国内货币供应量 M2，但其影响与外汇 FDI 是一致的。

应该鼓励更多的外资企业以人民币 FDI 来代替美元 FDI，随着商务部近日正式印发《关于跨境人民币直接投资有关问题的通知》，以及央行发布《外商直接投资人民币结算业务管理办法》，人民币 FDI 已经正式推出。这一政策举动是正确的，但是必须要建立严格的审核制度和程序，保证人民币 FDI 的真实性，防止人民币 FDI 资金最终流向证券市场，进而推高中国境内的资产价格。

(4) 离岸市场发行人民币债券或向离岸银行借贷汇回国内使用，应该是离岸货币回流的最主要形式，中国货币管理当局应该适当放松对这一回流渠道的管制，对不同的借债主体，可根据是否拥有可利用外债额度区别对待。

从欧洲美元的发展来看，允许企业在离岸市场发行本币债券或者从境外银行获得本币贷款并将这部分融资所得汇回国内使用，是离岸货币回流的最主要形式，但是目前中国货币管理当局一直没有放开对这一回流形式的严格监管。我们认为，对待这一回流形式，不能搞一刀切，需要分不同的企业区别对待。

- 对于有外债额度的企业，一般是国内的跨国公司（如海尔等）、内地大型国有企业、红筹公司或其附属公司等，应该制定相关的政策允许其将在香港离岸市场获得的人民币贷款或债券融资所得汇回国内，否则他们可以使用外债额度从境外进行融资。虽然这一回流形式会增加境内 M2，但是其影响与使用外债是一致的，同时还会减少原本使用外债所导致的外汇储备和外汇占款，对减轻中国外汇储备压力会起到积极作用。

需要注意的是，在制定相关政策时，必须考虑到香港的人民币融资成本远低于境内，对这一回流的管制一旦开放，可能会吸引更多的企业赴港融资，因此在政策实施初期，可以考虑对总体规模进行控制，对融资机构资格和融资额度进行审批，以保证其对境内金融体系的影响可控。

- 而对于没有外债额度的企业，如果允许他们在香港通过贷款或者发行人民币债券，并将融资所得汇回国内，会导致国内 M2 增加，而且还可能导致国家对某类特殊行业的调控政策的实施效果。

对于这类企业，货币管理当局可以暂时不允许其赴港人民币融资，并且执行严格监管，防止其在香港的人民币融资所得通过各种“灰色”甚至“非法”渠道回流至境内。

(5) 通过 RQFII 允许境外人民币投资境内的股票市场，不会影响境内大陆货币供应量 M2，在当前 A 股市场低迷的市场条件下，对资产价格的冲击有限，可以考虑在审慎监管的前提下，适当增加 RQFII 的规模。

开通 RQFII，使得境外人民币通过在港中资证券及基金公司投资 A 股市场，这有利于提升境外企业和个人持有人民币的积极性，也有助于进一步推动香港人民币“自我循环”的形成。

参照 QFII 管理制度，以 RQFII 形式回流的人民币应该由境内商业银行托管，按照专款专用的原则，这部分人民币不能支持托管行增加信贷，因此不会增加中国的货币供应总量 M2。而与 QFII 制度相比，RQFII 并不会增加中国的外汇储备。

由于初期规模较小，RQFII 的推出对中国资本市场的流动性影响有限，当前国内股票市场低

迷，RQFII 的开通有助于增加 A 股资金供应，提振市场信心，而且长远来看，从交易理念、交易策略和交易规则等多个层面对市场产生一定的影响。因此，现在是开通 RQFII 比较好的时机，可以考虑在审慎监管的前提下，适当增加 RQFII 的规模。

综上所述，目前香港离岸市场虽具备一定的雏形，但是处于发展的初级阶段，离岸人民币业务的发展及其对内地的影响如何，目前很难进行全面有效的量化分析。在人民币输出和回流的过程中，政府和决策层需要做的是“放松管制、注重风险评估”，即在放松管制的情况下，不断总结、评估进程中的收益、损失和风险，及时调整政策。

附录：香港人民币离岸市场的发展历程

香港个人人民币业务

- 2003年10月8日，中国人民银行发布《中国人民银行公告（2003）第16号》，香港银行获准试办个人人民币存款、兑换、汇款和信用卡业务，在购物、餐饮、住宿三个行业确定指定商户，接受人民币付款，并可在银行用人民币兑换港元。
- 2003年，中国人民银行发布《中国人民银行公告（2003）第20号》，授权中国银行（香港）作为香港个人人民币业务清算银行。
- 2004年，银发（2004）第10号文公布香港清算银行调运人民币现钞出境通关业务管理办法。
- 2004年，银发（2004）第254号文公布内地银行与香港和澳门银行办理个人人民币业务有关问题的通知。
- 2005年10月24日，中国人民银行发布公告，扩大个人人民币的兑换和汇款限额，取消信用卡限额；指定商户的范围扩大至交通、通讯、医疗及教育服务等行业的商户；准许香港居民开立人民币支票户口并在广东消费。
- 2006年，银监局发布香港人民币支票管理办法。

跨境贸易人民币结算

- 2009年7月1日，中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、国家税务总局、银监会发布2009年第10号公告，公布了《跨境贸易人民币结算试点管理办法》，7月3日，中国人民银行下发了《跨境贸易人民币结算试点管理办法实施细则》（银发[2009]212号），上海和广东省四个城市开始与香港、澳门和东盟国家进行跨境贸易人民币结算试点。
- 2010年6月17日，中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、国家税务总局、银监会下发了《关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》（银发（2010）186号），跨境贸易人民币结算试点扩大。内地省市扩大到20个省市（自治区），境外地区扩大到海外所有国家和地区；贸易范围扩大至所有经常账户项目；进口企业不再实行试点企业管理。
- 2010年7月19日，中国人民银行与中国银行（香港）签署《关于人民币业务的清算协议》，各类企业和机构可以开立人民币账户，香港人民币存款可于银行间自由转账，企业因贸易需要将港元兑换为人民币不再受限。
- 2010年8月31日，中国人民银行发布了《境外机构人民币银行结算账户管理办法》，明确境外机构可申请在境内银行开立人民币银行结算账户，用于依法开展的各项跨境人民币业务。
- 2010年12月，中国内地合格的出口公司数量从365家扩大到67359家。
- 2011年8月24日，人民银行、财政部、商务部、海关总署、税务总局和银监会联合发布《关于扩大跨境贸易人民币结算地区的通知》，明确河北、山西、安徽、江西、河南、湖南、贵州、陕西、甘肃、青海和宁夏省（自治区）的企业可以开展跨境贸易人民币结算；吉林省、

黑龙江省、西藏自治区、新疆维吾尔自治区的企业开展出口货物贸易人民币结算的境外地域范围，从毗邻国家扩展到境外所有国家和地区。至此，跨境贸易人民币结算境内地域范围扩大至全国。

资本账户政策

- 2007年6月8日，中国人民银行和国家发展改革委员会联合发布公告《中国人民银行、国家发展改革委员会公告（2007）第12号》，公布了《境内金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券管理暂行办法》，内地银行机构获准在港发行人民币债券。
- 2009年9月，中国财政部首次赴港发人民币国债，规模为60亿，面向机构投资者发行的5年期债券票面利率为3.30%；3年期债券票面利率为2.70%。面向香港散户投资者发行的两年期债券票面利率为2.25%。
- 2010年第二季度起，中国政府开始通过个案审批方式试点办理人民币跨境投融资业务。
- 2010年8月16日，中国人民银行发布了《关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》（银发〔2010〕217号），允许国外央行和货币当局，港澳人民币业务清算行，人民币业务参加行可以投资内地银行间债券市场。
- 2010年11月，中国财政部与香港金融管理局签订了《关于使用债务工具中央结算系统发行人民币国债的合作备忘录》。中国财政部第二次赴港发人民币国债，规模为80亿，面向机构投资者的20亿元3年期国债，票面利率1%；20亿元5年期，票面利率1.8%，10亿元10年期国债，票面利率2.48%；面向散户投资者的30亿元人民币国债期限2年，票面利率为1.6%。
- 2011年1月6日，人民银行公布了《境外直接投资人民币结算试点管理办法》，规定在跨境贸易人民币结算试点地区内登记注册的非金融企业，经境外直接投资主管部门核准，可以使用人民币资金对外进行直接投资，包括设立、并购、参股等方式在境外设立或取得企业或项目全部或部分所有权、控制权或经营管理权。银行可以按照有关规定向境内机构在境外投资的企业或项目发放人民币贷款。
- 2011年6月3日，人民银行公布了《中国人民银行关于明确跨境人民币业务相关问题的通知》（银发〔2011〕145号），首次公开明确了外商直接投资（FDI）人民币结算的试点办法，以个案审批的方法进行，并澄清了若干有关人民币贸易结算和人民币对外负债管理的问题。
- 2011年8月17日，中共中央政治局常委、国务院副总理李克强出席论坛并发表主题演讲，宣布了一系列中央政府深化内地与香港经贸金融等方面合作若干新的政策措施。允许以人民币境外合格机构投资者方式（RQFII）投资境内证券市场，起步金额为200亿元，增加在香港发行人民币债券的境内金融机构主体，允许境内企业在香港发行人民币债券，扩大境内机构在香港发行人民币债券的规模。中央政府在港发行人民币国债将作为一项长期的制度安排，逐步扩大发行规模，促进香港人民币债券市场的发展和完善。