

# 央行应该考虑离岸流动性操作以保证宏观政策自主性和金融稳定\*

张春 蒋一乐

**摘要:**近年来,中国资本账户开放更多地采用将境内、境外金融市场通过人民币跨境支付进行直接联通(沪港通、深港通、债券通等)的新模式。这显著改变着离岸人民币市场的发展动力和规模。随着离岸人民币市场规模迅速扩大,本文通过实证分析发现,近年来,离岸人民币汇率对在岸人民币汇率的影响和引导力越来越大。本文认为,在资本账户未能完全开放,且在岸和离岸人民币市场只能有限联通的情况下,中国央行有必要通过多种工具直接进行离岸人民币流动性操作,调节离岸市场的流动性和利率水平。应通过将境内外人民币利差维持在合理区间,防止离岸汇率和利率的变动对中国宏观政策自主性的冲击,并保证境内外人民币金融市场的稳定。本文对操作的目标、工具和地点选取提出建议。

**关键词:** 离岸市场;在岸市场;中央银行;金融机构

**中图分类号:** F833.3      **文献标识码:** A

大多数国家在金融开放和本币国际化进程中重点推进的模式是“本币自由兑换模式”,即准许本国货币在经常项目或者资本项目下自由兑换成外币,

然后再以兑换的外币进行国际支付。中国的人民币国际化除了推进这种“本币自由兑换模式”以外,也在同步推进“本币跨境支付模式”,即用人民币直接进行跨境支付购买境外的商品和资产,出境的人民币可以在境外离岸人民币市场自由兑换;或者,先在离岸人民币市场将外币兑换成人民币,然后再进行跨境支付购买中国在岸的人民币商品和资产。

二十多年前,中国已经在经常项目下基本实现“本币自由兑换模式”,又在大约十年前开启了经常项目下的“本币跨境支付模式”。但是,在金融和资本项目(以下统称资本项目)下,由于对境内金融风险防范能力存在担忧,中国对资本项目下的本币自由兑换还有相当严格的限制,未能达到与中国经济实力、国际地位相匹配的水平。

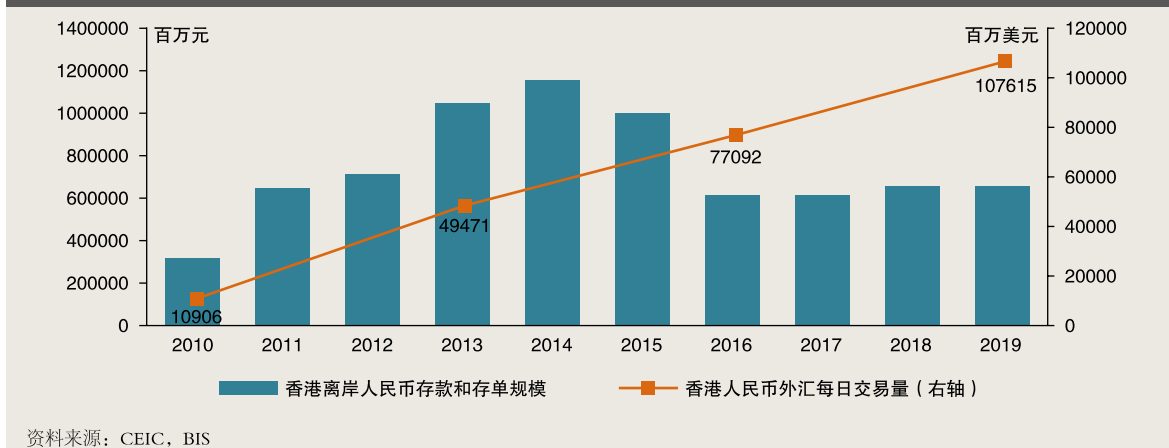
近年来,通过境内外金融市场的直接连接(沪港通、深港通、债券通等),中国资本项目下的“本币跨境支付模式”获得很大的发展。尤其是全球新冠肺炎疫情暴发以来,发达国家过度宽松的货币政策造成大量国际资金希望进入中国市场寻求更高的收益,离岸人民币市场的交易量以及对离岸人民币的需求量随之增加。

**作者简介:**张春,上海交通大学上海高级金融学院执行院长;蒋一乐,中国人民银行上海总部,上海交通大学中国金融研究院博士后。

\* 本文获国家自然科学基金重点项目“中国宏观经济模型研究”(项目编号:71633003)和紫江公益基金会资助。

① 张春(2020)对资本账户开放的这两种模式进行了更详细的探讨和比较。

图1 香港离岸人民币存款与外汇交易规模变动情况



不少政府监管人员和学者认为,在今后一段时间内,出于防范风险的考虑,中国不会也不应该完全开放资本账户,即不会实现完全可兑换,人民币跨境支付也会被限制在特定的交易和渠道之内。因此,离岸人民币和在岸人民币之间的直接流通会受到很多的限制,二者仍然是相对隔离的市场。由于这两个市场的供求关系和风险因素不完全相同,会产生不同的利率和汇率水平。当离岸人民币市场的货币量和流动性受到外生冲击产生较大波动时,离岸人民币和在岸人民币的利率和汇率有可能产生较大的分化。

近年来,境内外金融市场的直接联通,是否会导致在岸和离岸人民币市场之间的相互影响有所加强?究竟是谁在引导谁?如果是离岸人民币市场引导在岸市场,则中国宏观政策的自主性可能会受到影响。随着金融市场加速开放,如何防范离岸市场再次冲击中国金融稳定?基于上述考虑,中国央行应如何应对日益扩大的离岸市场,是否应该对离岸人民币市场进行流动性调控和支持?具体应当怎样操作?本文将主要对上述问题进行探讨。

## 一、与境外金融市场的直接联通显著改变了离岸人民币市场发展动力和规模

近年来,中国资本账户开放的一个新趋势是推动境内和境外金融市场的直接联通(例如,沪港通、

深港通、债券通等),此举使得以人民币进行跨境投资的比例逐步上升。目前,证券市场跨境投资已成为人民币跨境使用最主要、增长最快的渠道。截至2019年年底,经常项目、直接投资和证券投资项下人民币跨境收付合计金额分别为6.04万亿元、2.78万亿元和9.51万亿元,同比增速分别为18.2%、4.5%和49.1%。由于这类“管道式”开放的特殊设计,以及境外衍生品市场发达且交易自由的特点,国际投资者倾向于在离岸市场进行人民币融资、汇兑和对冲交易,然后通过人民币跨境支付进行投资。截至2019年4月末,海外离岸人民币外汇交易量已占全球人民币外汇交易量的70%以上。

另一个值得注意的现象是,作为海外离岸人民币市场的枢纽,尽管香港离岸人民币存款规模自2016年起没有很大的增长,但人民币外汇交易规模却快速上升,后者与跨境金融市场投资的快速发展紧密相关(见图1)。较大的交易量相对于较小的流动性存量更容易产生流动性短缺或过剩的风险。

因此,境内外金融市场的互联互通推动了人民币国际化的动力机制转变,由贸易和直接投资推动为主逐渐转变为由金融市场投资推动为主,由2015年前的长期存款流动性积累为主转向2015年后的短期交易为主。2020年全球新冠肺炎疫情暴发以来,由于发达国家实施量化宽松货币政策,当下和未来一段时间内人民币资产收益率对境外投资者的吸引力较大,预计海外离岸人民币市场交易量将以更快

①本文所有“香港”字样指中国香港地区。

表1 离岸汇率对在岸汇率的影响：可行广义最小二乘法估计结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	2015年“8·11”汇改前	2015年“8·11”汇改期间	汇改完成至2019年	2020年至今
	cny <sub>t</sub>	cny <sub>t</sub>	cny <sub>t</sub>	cny <sub>t</sub>
L. cny <sub>t</sub>	-0.146*** (-4.734)	0.109** (2.529)	0.296*** (6.059)	0.381*** (5.882)
L2. cny <sub>t</sub>	-0.047 (-1.559)	-0.083* (-1.934)	-0.006 (-0.132)	-0.169*** (-2.673)
cnh <sub>t-1</sub>	0.136*** (5.141)	0.234*** (5.525)	0.360*** (4.669)	0.643*** (5.284)
usbond <sub>t-1</sub>	0.002*** (2.811)	0.002 (0.926)	-0.004 (-1.094)	0.005* (1.869)
vix <sub>t-1</sub>	0.001*** (2.989)	0.001 (0.824)	-0.002 (-1.153)	0.001 (0.471)
R007 <sub>t-1</sub>	-0.000 (-1.226)	-0.000 (-0.628)	0.001 (0.961)	-0.000 (-0.487)
Constant	-0.000*** (-2.702)	0.000 (1.142)	0.000 (0.302)	-0.000* (-1.820)
Observations	1,053	525	430	223
R-squared	0.074	0.079	0.148	0.264

注：1. ( ) 内为 t 值；\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

2. 本文构建以下回归模型： $\Delta \text{cny}_t = \alpha + \rho_n L(1/n) \cdot \Delta \text{cny}_t + \beta \Delta \text{cnh}_{t-1} + \Gamma Z_{t-1} + \eta_t$ ；其中， $\Delta \text{cny}_t$  为 t 期美元兑人民币在岸即期汇率对数变动值， $L(1/n)$  为滞后 1 期到 n 期的算子， $\Delta \text{cnh}_{t-1}$  为 t-1 期美元兑人民币离岸即期汇率对数变动中与  $\Delta \text{cny}_{t-1}$  正交部分（为剔除二者多重共线性）， $Z_{t-1}$  为 t-1 期控制变量，包括美国十年期国债利率、VIX 指数及国内银行间市场利率的变动值，分别衡量美国基准利率水平、国际投资者风险偏好以及国内流动性水平。

3. 广义最小二乘法利用随机误差项的协方差矩阵对方程进行估计。

的速度增长。

## 二、离岸市场正在对在岸市场产生越来越大的影响和引导作用

如果中国在短期内难以实现资本账户完全开放（资本项下的完全自由兑换），在岸与离岸人民币市场相互联通但又长期分割，那么，随着离岸市场规模不断扩大，在岸市场和离岸市场之间究竟是否存在相互影响？例如，离岸人民币汇率是否在逐渐影响或者引导在岸人民币汇率，或是反之？为回答上述问题，本文借鉴 Hofmann, Shim & Shin (2019) 的实证模型，估计滞后一天离岸汇率的独立（即在岸汇率正交部分）冲击对当天在岸汇率的影响。方程引入了在岸汇率自身滞后项及控制变量（包括美国十年期国债利率、VIX 指数及国内银行间市场利率的变动值）。

本文将日度数据分为四个阶段：“8·11”汇改前（2010年8月24日—2015年8月10日）、“8·11”

汇改期间（2015年8月11日—2017年12月31日）、2018年年初—2019年年末、2020年以来（2020年1月1日—2021年1月15日）。运用可行广义最小二乘法（FGLS）估计并发现，当前一天离岸汇率变动率上升 1% 时，后一天在岸汇率变动率在以上四个时间段内平均分别上升 0.14%、0.23%、0.36% 和 0.64%，均在 1% 水平上显著（见表 1）。这表明，在 2010 年以来的四个时间段内，离岸汇率对在岸汇率的影响和引导力越来越强。作为稳健性检验，本文用 HAC 稳健标准误、稳健回归的两种估计方法也分别得出类似结果（见表 2、表 3）。

本文将上述估计模型中的离岸汇率和在岸汇率互换，检验前一天在岸汇率变动率对后一天离岸汇率变动率的影响。本文发现，在岸汇率仅在“8·11”汇改期间对离岸汇率有正向引导作用，在其他时间段并未出现明显影响作用（见表 4）。

上述结果表明，近几年来离岸人民币汇率对在岸人民币汇率存在较明显的单向引导作用，且引导力正在不断增强，这可能是离岸人民币外汇市场快

① 虽然具体模型和估计方法不同，本文与丁剑平等（2020）利用 2012—2018 年数据得出的结果基本一致。

表2 离岸汇率对在岸汇率的影响：HAC 稳健标准误估计结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	2015年“8·11”汇改前	2015年“8·11”汇改期间	汇改完成至2019年	2020年至今
VARIABLES	cny <sub>t</sub>	cny <sub>t</sub>	cny <sub>t</sub>	cny <sub>t</sub>
L. cny <sub>t</sub>	0.008 (0.049)	0.136** (0.065)	-0.061 (0.054)	-0.055 (0.079)
L2. cny <sub>t</sub>	-0.011 (0.046)	-0.086** (0.042)	0.103* (0.053)	-0.006 (0.070)
cnh <sub>t-1</sub> <sup>1</sup>	0.140*** (0.046)	0.236*** (0.054)	0.300*** (0.070)	0.385*** (0.112)
usbond <sub>t-1</sub>	0.002** (0.001)	0.002 (0.002)	-0.002 (0.004)	0.006 (0.004)
vix <sub>t-1</sub>	0.001*** (0.001)	0.001 (0.001)	-0.002 (0.002)	0.002 (0.002)
R007 <sub>t-1</sub>	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
Constant	-0.000*** (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000* (0.000)
Observations	1,053	525	430	223

注：HAC 稳健标准误回归使用 OLS 估计回归系数，但使用异方差自相关稳健的标准误（Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Standard Error, HAC），即在存在异方差和自相关的情况下也成立的稳健标准误，也被称为“Newey-West”估计法。

表3 离岸汇率对在岸汇率的影响：稳健回归估计结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	2015年“8·11”汇改前	2015年“8·11”汇改期间	汇改完成至2019年	2020年至今
VARIABLES	cny <sub>t</sub>	cny <sub>t</sub>	cny <sub>t</sub>	cny <sub>t</sub>
L. cny <sub>t</sub>	-0.026 (-1.073)	0.067** (2.015)	-0.125*** (-3.004)	-0.088 (-1.349)
L2. cny <sub>t</sub>	-0.020 (-0.854)	-0.052 (-1.558)	0.056 (1.356)	-0.062 (-0.958)
cnh <sub>t-1</sub> <sup>1</sup>	0.136*** (6.412)	0.129*** (3.868)	0.253*** (4.161)	0.361*** (3.474)
usbond <sub>t-1</sub>	0.001** (2.048)	0.002 (1.277)	-0.002 (-0.768)	-0.002 (-0.688)
vix <sub>t-1</sub>	0.001*** (3.684)	0.001 (1.053)	-0.002 (-1.422)	-0.000 (-0.238)
R007 <sub>t-1</sub>	-0.000 (-0.579)	-0.000 (-0.805)	-0.000 (-0.580)	0.000 (0.305)
Constant	-0.000*** (-2.768)	0.000 (1.627)	0.000 (0.256)	-0.001*** (-3.110)
Observations	1,053	525	430	223
R-squared	0.064	0.048	0.067	0.071

注：稳健回归是通过迭代算法剔除样本极端异常值、降低残差较大观测值的权重，减少异常值对回归结果的影响。

速发展的结果。但是，在岸汇率对离岸汇率的引导并不显著，唯一的例外是“8·11”汇改之后一段时间，在岸和离岸汇率之间具有相互引导作用。

### 三、美元离岸市场发展的经验及其对中国的启示

20 世纪 60 年代美元离岸市场发展初期，全球化程度较低，国际金融产品和金融市场都尚不发

达。美元离岸市场发展的主推力量一是金融界规避冷战中针对与苏联和东欧相关交易的监管，二是美国本土银行规避利率上限和准备金等规定。虽然当时离岸美元市场规模较小、与在岸市场联动较弱，但美联储已经开始担心离岸利率上升对在岸货币政策和金融环境带来影响。基于此，1962 年美联储与 G10、瑞士央行和 BIS 签订了货币互换协议，并在随后的五年中多次向离岸美元市场提供流动性，应对离岸市场的季节性紧张及突发事件对其造成冲

表 4 在岸汇率对离岸汇率的影响：可行广义最小二乘法估计结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	2015 “8·11” 汇改前	2015 “8·11” 汇改期间	汇改完成至 2019 年	2020 年至今
VARIABLES	$cnh_t$	$cnh_t$	$cnh_t$	$cnh_t$
L. $cnh_t$	-0.058*	0.519***	-0.391***	-0.313***
	(-1.814)	(12.364)	(-7.473)	(-4.258)
L2. $cnh_t$	-0.107***	-0.293***	-0.104**	0.022
	(-3.448)	(-6.791)	(-2.104)	(0.306)
$cny_{t-1}^1$	0.035	0.232***	-0.050	0.106
	(0.701)	(2.611)	(-0.549)	(0.905)
$usbond_{t-1}$	-0.000	-0.003	0.005	0.004
	(-0.061)	(-1.148)	(1.085)	(1.239)
$vix_{t-1}$	0.001	0.000	-0.003	0.002
	(1.013)	(0.137)	(-1.379)	(0.756)
$R007_{t-1}$	-0.000	0.000	-0.000	0.001
	(-0.930)	(0.118)	(-0.512)	(0.585)
Constant	-0.000	0.000	0.000	-0.000*
	(-1.354)	(1.024)	(0.110)	(-1.720)
Observations	1,053	525	430	223
R-squared	0.016	0.233	0.169	0.094

注：本文构建以下回归模型： $\Delta cnh_t = \alpha + \rho \Delta L(1/n) + \beta \Delta cnh_t + \Gamma \Delta cnh_{t-1} + \Gamma Z_{t-1} + \eta_t$ ；其中， $\Delta cnh_{t-1}^1$  为  $\Delta cnh_{t-1}$  中与  $\Delta cnh_{t-1}$  正交部分，即与后者无关的冲击。

击。当时美联储的主要目的是将离岸和在岸美元利率差异维持在一定范围内。实践表明，在数次使用互换工具后，二者利差均出现了较明显的下降 (McCauley & Schenk, 2020)。这主要源于当时美国资本项目未完全开放，在岸货币政策调控对离岸市场影响有限，因此，美联储只能借助央行互换进行离岸操作。

20 世纪 70 年代美国资本账户基本开放以来，尤其是 20 世纪 90 年代全球化步伐加快之后，国际金融市场包括离岸金融市场迎来迅速发展。与目前中国情况不同，当时离岸市场与在岸市场的美元市场已是无障碍、完全联通的，汇率和利率差异非常小，美联储在岸的货币政策调控可以立刻传导到离岸市场，无需担心在岸市场货币政策主导权受到离岸市场的牵制。

但在 21 世纪以来，尤其是 2008 年全球金融危机后，离岸美元市场的流动性紧缺对跨国金融机构的稳定性，进而对美国金融市场的稳定性产生了直接的负面影响，影响程度和范围都远大于 20 世纪 60 年代。因此，即使资本账户已经完全开放，美国又“复活”了 20 世纪 60 年代开放前的央行货币

互换合作，向离岸美元市场提供更多紧急流动性支持，同时，创设了 TAF 这一临时性的短期资金供给工具，以“TAF+SWAP”工具共同发挥最后贷款人的职能，稳定全球美元市场。2020 年新冠肺炎疫情暴发以后，美联储又通过扩大货币互换协议签署的国家范围，增强其对离岸美元市场支持的广度和力度。

从美元离岸市场发展经验可以看出，无论资本账户开放与否，离岸利率波动（尤其是明显上升）都会引起美联储对本国货币政策自主权和金融稳定的担忧，美联储也都采用了政策工具调节离岸利率加以应对。然而，20 世纪 60 年代与 21 世纪美联储操作工具的侧重点却有较大差异，这与美国资本项目开放阶段和国际金融环境变化有关。20 世纪 60 年代资本项目未完全开放，美联储侧重于“常规性”调节，控制在岸、离岸利差的季节性走阔，提高在岸货币政策对离岸的影响。而 21 世纪资本项目完全开放，20 世纪 60 年代的在岸、离岸传导不畅这一问题不再突出，但面临着资金、风险及危机跨国快速传递的全球化冲击（而这在 20 世纪 60 年代尚未发生），因此，美联储侧重于“紧急性”流动性供给，

① TAF (Term Auction Facility) 短期资金标售工具是 2008 年金融危机期间美联储推出的一种临时性货币政策工具，用以同时解决银行对使用贴现窗口带来的污名化的恐惧，以及短期美元 Libor (例如，1 月期) 居高不下的问题 (美联储可以使用传统工具在较大程度上控制隔夜 Libor，但对更长期 Libor 的调控能力不足，而流动性枯竭时后者将维持较高水平)。与传统常规公开市场操作工具不同，TAF 具有担保品范畴较宽、合格融资对象多、融资期限长等特点，用于改善整体市场运行，缓解信用紧缩、稳定信心。



致力于改善整体市场运行，缓解信用紧缩，稳定信心。通过在岸新设工具 TAF（可通过在岸影响离岸市场），以及央行互换下的离岸流动性供给（可直接影响离岸市场）二者的共同作用稳定离岸美元市场，进而稳定全球美元市场。

从我国资本项目开放进程看，当前人民币离岸市场和在岸市场只是有限联通的。同时，根据本文以上实证研究，近年来金融市场的直联和离岸市场规模的扩大并未使在岸市场对离岸市场的引导作用加大，反而离岸市场可能通过汇率预期等因素在加大对在岸市场的引导。这个现象引发本文对中国货币政策自主性的担忧，可能较 20 世纪 60 年代的美国更甚。

此外，中国所处的国际金融环境也有自身特殊性。2008 年全球金融危机之后资产管理类资金取代传统银行业，逐渐成为国际资本流动主导力量，新兴市场跨境资金对国际因素的敏感性明显增加，尤其在危机时期（Carney, 2019）。同时，离岸人民币市场自身具有较高的波动性和脆弱性。目前，离岸尚未形成成熟的逆回购市场，投资者主要通过类型丰富的衍生品间接获得人民币，遇到流动性紧张时，缺乏有效的缓解机制。这种特殊的市场结构使其汇率和短端利率容易出现大幅波动，同时，加大境外机构持有人民币资产的风险对冲成本，也会诱发投机性的短期跨境资本流动，对中国金融稳定带来不容忽视的风险。2015 年香港离岸人民币市场的危机就是一个典型案例。当时，离岸汇率对在岸汇率的贬值预期引导迫使中国央行不得不采取强烈的限制资本跨境流动的措施，使得离岸人民币市场规模大幅度下降（见图 1）。当前，离岸人民币市场的交易量更大，对在岸市场的引导性更强，很有可能成为未来国际冲击和危机传播的“桥梁”与“加速器”。

根据以上讨论，本文得出以下两点启示。第一，除非今后离岸和在岸人民币市场像美元市场那样完全联通，为保证中国宏观政策的自主性，中国央行应该考虑在离岸人民币市场相对于在岸市场出现供求失衡时，对离岸市场进行必要的“常规性”流动

性干预和调控，提高中国货币政策对离岸市场的传导效果，类似于 20 世纪 60 年代美联储调控初衷。第二，为防止海外危机的传导、防范离岸市场内在脆弱性的风险，保证离岸和在岸人民币市场和相关金融机构的稳定，中国央行可以借鉴 21 世纪以来美联储的操作经验，在离岸市场可能发生危机的时候提供适当的“紧急性”流动性补充工具和支持，承担人民币最后贷款人的职责。

#### 四、现有工具和机构在离岸流动性调节和离岸危机应对方面均存在一定局限性

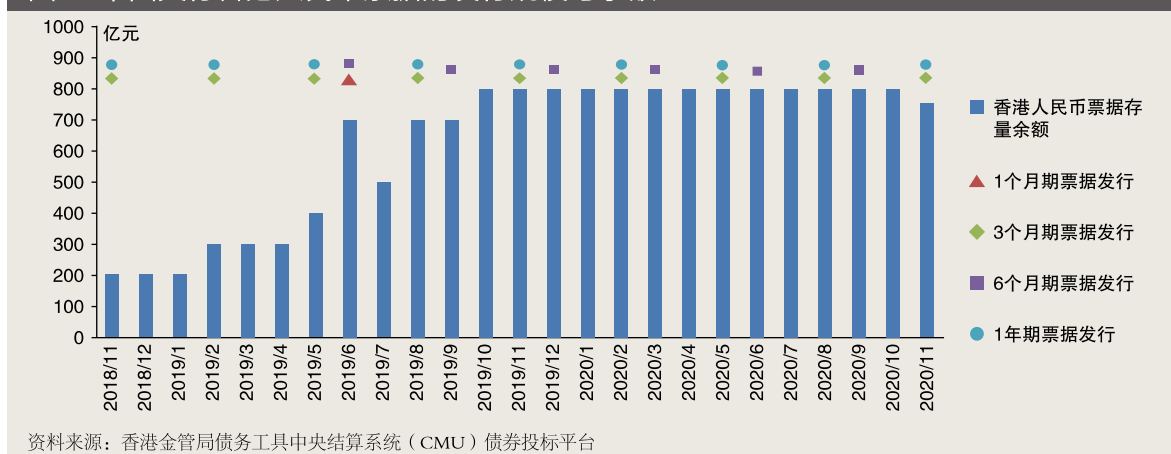
为提升在岸货币政策对离岸市场的传导效果，并在金融开放背景下维护金融稳定，熨平离岸市场短期流动性波动、调节离岸人民币短端利率是关键所在。这将缓释离岸市场流动性供求失衡给在岸市场带来的负面影响和冲击，减少离岸人民币市场再次出现 2015 年贬值 - 流动性紧张互为正反馈的可能性。然而，现有工具和机构在离岸流动性调节和危机应对方面均存在一定局限性。

##### （一）目前中国央行对在岸市场的调控并不能有效影响离岸市场

在人民币国际化尚处于以有限渠道进行跨境交易的初期阶段下，在岸与离岸人民币市场联动仍存在诸多摩擦，仅靠有限几个联通的金融市场，尚不足以推动两个市场价格快速收敛，在岸和离岸利率在一定时期内还会出现持续甚至是过大的差异。在金融市场开放过程中，过大的境内外人民币利差通常伴随较大规模的跨境资本流动以及人民币汇率变动压力。例如，2015 年资本流出与贬值压力并存，后新冠危机时期资本流入和升值压力并存，这两个时期境内外人民币短端利率都出现了明显分化。考虑到中国央行对在岸市场的调控并不能有效影响离岸市场，而离岸市场反而对在岸市场有引导作用，中国央行需要选取直接调控离岸市场流动性和利率水平的途径和工具，以保证中国宏观货币政策的自主性。

① McCauley & Schenk (2020) 提及，有文献表明 1964 年间美国大型银行还未高度依赖离岸美元融资，在岸与离岸联动较弱。当时，美国国库券利率对 Libor 有一定影响，但 Libor 对国库券利率则无影响。

图2 中国央行香港人民币票据的发行规模与余额



## （二）中国现有离岸工具和跨境资本流动调控对离岸短端利率的影响仍然有限

中国现有离岸工具可分为紧急性工具和常规性工具。在紧急性工具方面，为应对2015年离岸危机，中国采取了直接对在岸和离岸市场进行数量型干预以及加强资本流动管理等措施。然而，在未来高水平的金融开放环境下，应更加慎重使用这些手段。一方面，这些工具成本高、透明度低，可能会影响境外投资者对中国的投资信心，甚至会面临汇率操纵的质疑；另一方面，与2015年相比，当下开放渠道越来越多，与境外金融基础设施合作日渐成熟，除非直接控制所有私人部门跨境投资渠道，否则套利途径的存在将使管控措施失去效力。

在常规性工具方面，自2018年11月起，中国央行就开始常态化地滚动式发行离岸人民币票据，收紧长期离岸流动性（见图2）。这是中国央行进行离岸流动性操作的一个开端，但对离岸短期流动性无直接影响，对于未来中国金融市场开放和人民币国际化进程而言还远远不够。同时，随着当下境内人民币资产吸引力提升，国际投资者对离岸人民币需求明显增加，常态化发行央票而没有反向的操作工具恐会进一步收紧离岸流动性。

2020年，在人民币升值的背景下，央行于10月10日调整了远期售汇外汇风险准备金率，并于10月27日调整了中间价报价逆周期调节因子，调节跨境融资宏观审慎参数，稳步推进资本账户双向开放。然而，前两项政策并不直接调控离岸流动性水平，后两项政策也将面临私人部门跨境资本流动

顺周期特征的挑战，例如，国内私人部门资本流出意愿受顺周期市场预期影响较大。因此，作为公共部门的中国央行可以向离岸市场“逆周期”地投放短期流动性，更加灵活地运用央行离岸票据（例如，回购或者暂缓发行），来满足日益增长的离岸人民币需求，从而缓解人民币升值压力。

## （三）香港金管局提供的离岸人民币流动性工具存在天生缺陷

目前，在全球离岸人民币中心枢纽的建设框架下，香港金管局（HKMA）已为香港地区各银行推出了一些操作工具，以解决离岸人民币紧急流动性短缺问题。但目前这些工具远不能满足中国离岸人民币市场发展的需要。一是从职责范围看，由于人民币并非香港港币，HKMA没有熨平人民币利率波动的明确职责和义务。二是从调控能力看，目前，流动性工具总额度只占与中国央行互换额度的不到10%，且远低于香港快速增长的人民币日均结算成交金额和外汇市场日均交易量，工具额度一直未进行调整，数次出现日内额度被使用完的情况。三是从工具设计看，这些工具融资利率由离岸人民币市场利率决定，流动性紧张时融资成本更高。事实证明，在极端情况出现之前，离岸人民币利率波动仍然很大，从而导致这些工具在熨平离岸利率过度波动，以及缓解离岸汇率变动压力方面的效果并不理想。

从根本原因上看，因为人民币并非香港港币，作为对香港金融负责的最高机构，HKMA不具有调

控离岸人民币流动性的法律职责、目标、手段、动力和激励，从而使其很难成为离岸人民币流动性操作的责任单位。相比之下，作为港币，维护港元流动性和稳定性是 HKMA 主要法律职责，操作上不仅有常规流动性供给工具，还有最后贷款人职责下的工具，后者并无流动性使用限制，工具也以比较稳定的基础利率定价。

## 五、中国可创新性地开展离岸流动性操作，以保证宏观政策自主性和金融稳定

在资本项目有序开放的背景下，为顺应全球金融体系的发展和演变，中国需要构建一套离岸流动性操作框架，面向全球进行市场化的离岸人民币流动性操作。这将成为现有调控工具的有效补充，更好地推进离岸和在岸市场的统筹发展，保证中国的宏观政策自主性和金融稳定，保持全球人民币的定价权。

### （一）离岸流动性的操作目标

以境内政策利率作为“锚”来调控离岸利率，将境内外短端利差控制在合理区间，熨平离岸流动性波动，从而维持境内外利率、汇率及其预期的相对稳定。

### （二）离岸流动性的操作工具

离岸流动性操作工具可分为两个层面，分别是紧急流动性供给和常规流动性调节。在紧急流动性供给方面，中国央行可在 HKMA 离岸人民币流动性工具基础上，借鉴美联储 TAF 工具调控思想，操作对象和抵押品范围要更广泛，额度充裕，利率水平适宜，发挥最后贷款人的职责。相比之下，HKMA 的工具仅提供给香港地区的银行，利率相对较高且额度有限。在常规流动性调节方面，中国央行可灵活利用现有的离岸票据工具，将原本的常态化发行升级为发行与回购并行，此外，还可使用逆回购操作等工具。

### （三）离岸流动性操作的地点

作为目前最大的人民币离岸市场，香港是一个离岸流动性操作自然可选的地点。但是，正如上文

所述，人民币并非香港的本币，若要在香港进行完整的离岸流动性操作，中国央行将面临跨境法律和监管权限的限制以及跨境数据传输等障碍，和为减少这些限制和障碍所付出的成本。因此，中国央行可以考虑在境内（例如，上海自由贸易试验区临港新片区或者海南自由贸易港）建立与境外完全联通的离岸人民币市场，并在境内离岸市场进行离岸流动性操作。

从更广层面上讲，在境内进行离岸流动性操作还将有利于统筹协调在岸和离岸人民币市场的风险防控和改革发展。在境内建立离岸市场、丰富业务类型，以及靠近央行流动性操作所带来的诸多便利性，会吸引更多境外投资者和机构将离岸人民币市场的融资、汇兑、风险对冲、托管等业务转移到境内。一方面，会更有利于监管部门了解和监测离岸投融资产品、衍生品、流动性抵押品和风险头寸，管控离岸市场的风险；另一方面，境内离岸市场和在岸市场在业务发展、监管改革和制度创新等方面的互动，会产生协同和相互促进的效应，推动中国金融更深层次的改革开放，加快人民币国际化向更高层次的发展进程。

### 参考文献：

- [1] 丁剑平、胡昊、叶伟：在岸与离岸人民币汇率动态研究——基于美元因素和套利因素的视角[J]. 金融研究，2020(6): 78-95
- [2] 张春：资本账户开放和离岸人民币中心建设[J]. 中国金融，2020(18): 24-26
- [3] 郑联盛、董裕平：离岸人民币定价权及其对在岸人民币的影响[J]. 国际金融，2016(3): 35-39
- [4] Carney, M. The Growing Challenges for Monetary Policy in the Current International Monetary and Financial System[R]. Speech on Jackson Hole Symposium, 2019
- [5] Hofmann, B., Shim, I., Shin, H.S. Bond Risk Premia and the Exchange Rate[R]. BIS. 2019
- [6] McCauley, R.N., Schenk, C.R. Central Bank Swaps Then and Now: Swaps and Dollar Liquidity in the 1960s[R]. BIS. 2020

（责任编辑：冯天真）