

人民币跨境流动与离岸市场货币创造：兼议对我国货币政策的影响

伍戈 杨凝

一、引言

近年来，随着跨境人民币业务的不断推进，人民币在跨境贸易、投资中使用不断扩大，境外对人民币的接受程度不断提高，2012年人民币跨境贸易结算量占同期进出口贸易总额的比例已达12%（①具体而言，据海关统计，2012年我国进出口贸易总值为38667.6亿美元，按人民币兑美元汇率中间价年平均6.3125折算成人民币为24.4万亿元。人民银行公布数据显示，2012年银行累计办理跨境贸易人民币结算业务2.94万亿元。因此，人民币跨境贸易结算量占进出口贸易总值的比例为12%。）。与此同时，离岸人民币存款规模显著增长（②根据香港金管局公布数据，截至2012年底，香港人民币存款余额已达6030亿元（若加上人民币存款证余额，则已超过7000亿元），尽管仍低于2011年11月末的最高值6273亿元，但与2009年7月跨境贸易人民币结算试点之初的559亿元已大幅增长近10倍。），离岸人民币市场参与主体和产品序列日趋丰富（③李波等（2013）对跨境贸易人民币结算业务兴起的原因进行了定量研究。）。离岸人民币市场的迅速发展引发了对于它是否会影响我国货币政策有效性的担忧。如裴平和张谊浩（2005）认为离岸市场发展带来人民币外流，使得货币供给量难以合理与准确地统计，使我国货币政策的中介目标难以选择。马骏（2011）认为随着香港离岸市场的人民币贷款更加活跃，货币乘数将会上升，创造能力提高，而人民币离岸市场发展是否会影响境内的货币供应量，取决于离岸人民币回流是否会替代其他流动性的产生。

离岸市场的发展主要通过货币供应量、货币流通速度及其他货币政策传导途径等方面影响本国货币政策。特别是，从货币供应量的角度来看，研究离岸市场对本国货币政策影响的前提是搞清楚离岸市场的货币创造机制。一般的直观理解会认为，本币跨境流动至离岸市场会减少国内的流动性和货币供给，而离岸市场的本币资金“回流”本国后会增加流动性和货币供给，但这些理解并不完全准确。实际上，在涉及开放环境和境外因素之后，货币创造和运行机制会更加复杂，其客观本质与基于直观和实物货币理念上的一系列直观理解可能存在更大差异，需要在理论上予以探讨和研究。

20 世纪 60 年代末以来，国际学术界有不少文献通过理论阐述、数学建模、实证检验等方法，较为深入地探讨对离岸美元市场的货币创造机制，这些成果对研究离岸人民币市场很有借鉴意义。值得一提的是，我国目前的人民币跨境支付和清算机制有其特殊性，相应的分析结果也会与经典框架存在一些差异。本文拟以上述研究为基础，结合目前的跨境人民币业务和离岸人民币市场发展的现状，详尽阐述离岸人民币市场的货币创造机制，并尝试考察离岸人民币市场的发展对我国货币供应量的影响等。

二、文献综述：以离岸美元市场为例

一般地，离岸金融市场是指为非居民提供本币金融服务的市场。从历史来看，发展最为成功的离岸市场是离岸美元市场，因此我们以该典型市场为本文的研究起点（图 1）。由于离岸美元市场形成初期，其业务主要在以伦敦为中心的欧洲地区开展，因此又称为欧洲美元（Euro-dollar）市场。关于欧洲美元市场的早期研究侧重于对该市场的描述，包括其基本结构、运行特点、发展意义等，其中欧洲美元市场与境内美元的关系及其资金流动等问题与关于欧洲美元市场对国内货币政策影响的研究密切相关（④较有代表性的是 Altman 在 1961—1965 年间

发表的4篇IMF工作论文，描述了20世纪60年代美元、英镑及其他西欧货币的境外市场的发展。)。随着对欧洲美元市场运行机制和特点了解的逐步深入，学术界开始构建欧洲美元市场的模型，为后续研究奠定了理论基础。随后涌现出了大量关于欧洲美元市场存款创造的文献，涉及欧洲美元市场迅速增长的内在动因、欧洲美元市场存款准备金率、货币乘数等，这些文献是进一步研究离岸市场对本国货币政策影响的必要前提（伍戈和杨凝，2013）。

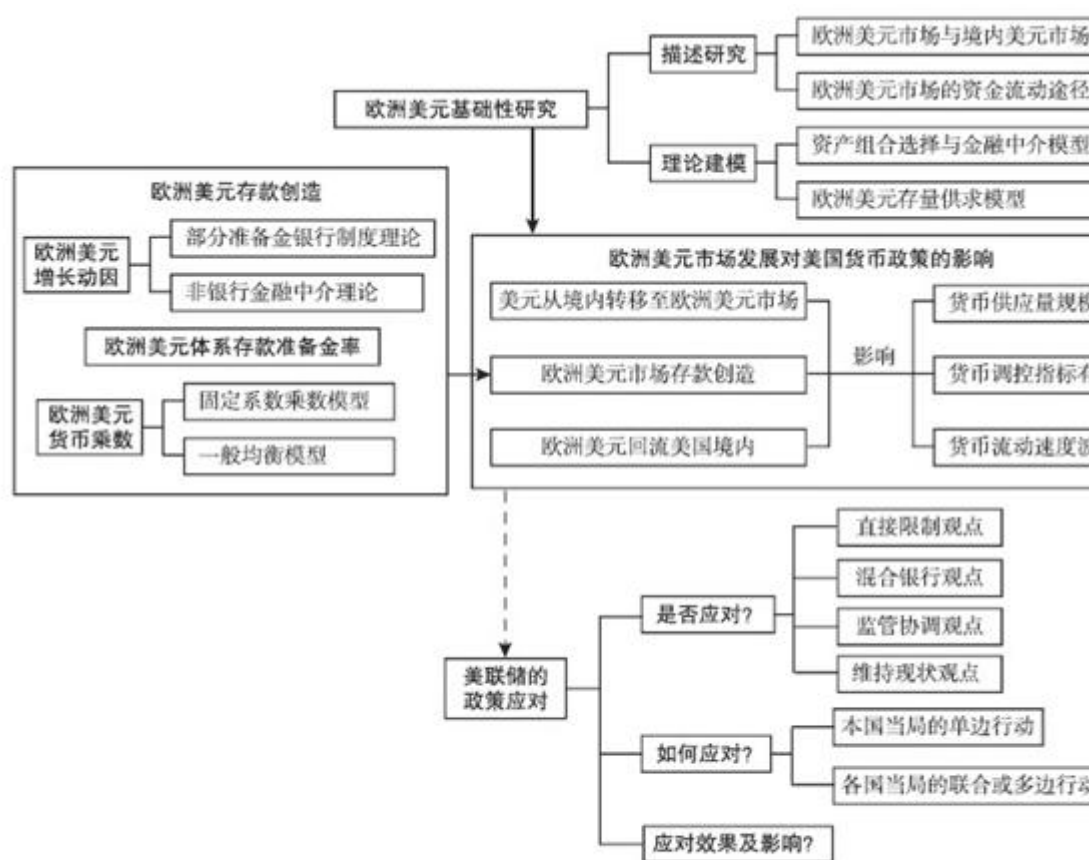


图1 离岸市场货币创造及其对本国货币政策影响的历史文献脉络

资料来源：笔者根据有关历史文献综合整理

1 关于欧洲美元存款规模增长的原因

关于欧洲美元市场存款创造的早期研究主要是为了回答欧洲美元存款规模为什么会迅速增长。比较有代表性的是弗里德曼（Friedman）的部分准备金（fractional reserve）银行制度理论和克洛普施托克（Klopstock）的非银行

金融中介(nonbank financial intermediary)理论(⑤Bell (1965)、Yeager (1966)等文献对这一问题也均有涉及。)。弗里德曼(1969)认为,欧洲美元市场的存款创造过程与美国银行体系类似,是部分准备金银行制度的产物。欧洲美元存款迅速增长的主要原因不在于美国国际收支赤字、外国央行持有的美元储备或发行欧洲美元债券的收益,而在于欧洲美元银行只需保留很小比例(远小于法定存款准备金率)的审慎准备金(precautionary reserve)(⑥审慎准备金是指欧洲美元银行出于应付短期流动性需求等原因而自愿持有的通常存放于美国境内银行体系的存款准备金,其性质与美国境内银行的超额准备金有一定类似。)。克洛普施托克(1970)则认为,欧洲美元体系的存款漏损很严重(⑦关于存款漏损问题,Klopstock认为:在美国银行体系中以非银行公众持有现金的形式漏损的存款很有限且可以预测;而欧洲美元银行更像存贷款协会等非银行金融中介,其贷款和投资中只有一小部分能够作为存款留在欧洲美元体系,大部分都回流美国境内,因此存款漏损规模非常庞大。此外,Klopstock(1968)已指出,欧洲美元银行体系存款漏损的主要原因是欧洲美元存款基本都是通知存款(call deposit)和定期存款,只承担很有限的支付手段职能。),欧洲美元存款迅速增长的原因在于存款创造之外的货币过程,即初始资金转移(⑧也有文献(如Klopstock,1968)提到欧洲美元银行间的转存款(redeposit)与欧洲美元存款规模增长的关系。一方面,转存款现象确实很频繁,但不会无限延续,因为存款链拉长后引致的风险溢价会侵蚀转存款的利差收益;另一方面,银行间转存款并不增加可用于商业交易的支付手段,这部分存款通常不计入存款总额。因此,频繁的转存款行为并不是欧洲美元存款规模迅速增长的原因。):通过提供更具吸引力的投资便利以及优于美国境内的利率水平,欧洲美元银行能够吸引世界各地的银行和非银行公众将美元存款集中至其账户;此外,外国央行也往往出于货币政策的原因

将其大量美元储备转移至欧洲美元银行或通过货币互换操作将美元储备卖给其本国商业银行，从而形成欧洲美元存款。

2 杆关于欧洲美元体系的存款准备金率

关于欧洲美元市场的存款准备金率，现有研究普遍认为，欧洲美元市场一般没有法定存款准备金要求⁽⁹⁾但一些国家要求本国商业银行针对其对外国人的净美元负债在本国央行存放相应的本币存款（Klopstock, 1968）。），欧洲美元银行自发持有的审慎准备金率较低。如沙夫纳（Schaffner, 1970）提出，欧洲美元银行在美国持有的准备金相对于其存款负债很低，原因包括没有法定存款准备金要求、欧洲美元银行能够从美国的美元资本市场上获得应急储备等。

阿利伯（Aliber, 1980）也认为，离岸市场实际降低了有效准备金率，或者提高了给定的银行准备金的货币乘数。但对于欧洲美元银行准备金率较低的原因以及准备金率变化的动因，学术界存在不同意见。梅金（Makin, 1973）认为，欧洲美元银行以在美国商业银行的活期存款形式持有审慎准备金，并使用惠伦（Whalen, 1966）的预防性现金需求理论建立了欧洲美元银行最优审慎准备金模型⁽¹⁰⁾Whalen 的预防性现金需求理论认为，最优审慎性准备金规模的决定因素包括流动性不足的成本、审慎准备金的机会成本以及银行收支的平均规模和波动性，可以通过最小化总成本计算出最优的审慎准备金率。）。他得出的基本结论为，1964—1970 年间准备金率下降是因为随着金融中介收支规模上升，对审慎准备金的有效管理实现了规模经济；而持有准备金的原因在于金融中介“借短贷长”，需要持有准备金以应对提款风险。

但尼汉斯（Niehans, 1971）和海耶斯（Hayes, 1971）则认为，欧洲美元银行的资产负债期限结构基本匹配，不需要针对净提款持有准备金，低准备金率与欧

洲美元银行在美国银行的存款余额仅仅出于交易目的，即用于欧洲美元银行清算相一致。

3 杆关于欧洲美元货币乘数

为了更准确地测算欧洲美元市场的存款创造过程，从 20 世纪 70 年代开始有大量文献对欧洲美元货币乘数进行了探讨和估算，比较有代表性的是固定系数乘数模型 (fixed coefficient multiplier model) 和一般均衡模型 (general equilibrium model)。固定系数乘数模型认为：整个美国商业银行体系充当欧洲美元体系的“央行”，欧洲美元银行在美国银行的存款充当欧洲美元市场的准备金，且准备金率很低；存在以资金回流美国境内为形式的存款漏损；准备金率和漏损率均相对稳定，因而可以推算出较为稳定的欧洲美元存款乘数（①Friedman 和 Klopstock 都是固定系数乘数模型的支持者，但两者对于欧洲美元乘数的大小存在分歧。Bell (1965) 和 Friedman (1969) 认为由于没有存款准备金要求，欧洲美元市场的潜在货币乘数是相当大的；而 Klopstock (1968) 等则认为欧洲美元银行体系的存款漏损率非常高，其货币乘数的数值可能仅在 0.5—0.9 的区间内。Clendenning (1971) 试图协调这两种相反的观点，进一步提出如果外国央行（指美国以外的其他国家央行）不将其部分美元储备存放于欧洲美元市场，乘数可能较小；而当外国央行存放时将会显著减少欧洲美元体系的现金漏损，从而提高乘数值。后续研究沿用了 Clendenning 的思路，即考虑外国央行在欧洲美元市场再存款的影响，如 Makin (1972) 和 Lee (1973)。Lee 认为从美国银行体系转移到欧洲美元银行的初始美元存款构成了欧洲美元体系的基础货币，且假设基础货币外生给定。他还进一步将欧洲美元体系的存款漏损细化为两种形式：非美国居民获得欧洲美元贷款并存放于美国银行账户或进行货币市场投资，类似于国内银行体系的现金提款；美国居民获得欧洲美元资金并存放于美国银行，类似于国内银行

体系的准备金损失。通过一些关键假设，Lee 估算出欧洲美元乘数从 1963 年的 1.2663 上升至 1969 年底的 1.9213。他进一步认为，外国央行对欧洲美元乘数稳定增长的作用最大，因为外国央行倾向于将其部分超额美元储备存放于欧洲美元市场而非在美国货币市场进行常规投资，从而实质上提高了美元存款留在欧洲美元市场的可能性。但同样考虑央行再存款因素的 Makin (1972) 却估算得出 1964 年三季度至 1970 年四季度之间，欧洲美元体系的“长期存款扩张乘数”高达 18.45)。而马克卢普 (Machlup, 1972)、尼汉斯 (1971)、马塞拉 (Masera, 1972) 等则对上述模型中欧洲美元体系的固定漏损率和基础货币外生性提出了质疑 (⑫ Machlup (1972) 认为欧洲美元银行并不持有明确界定 (well-specified) 的储备资产，也无须遵守任何统一或稳定的存款准备金要求，因此我们“既不知道乘数，也不知道被乘数”。Niehans (1971) 则指出该模型的固定漏损率假设是不恰当的，并阐述了如果再存款比率及存贷款规模不是外生给定的，而是利率水平的函数，那么将如何影响固定系数乘数，从而提供了一条不完全资产组合研究途径 (partial portfolio approach)。Masera (1972) 也对欧洲美元体系存在“固定”或“稳定”的漏损率和确定的“外生”欧洲美元基础货币这一假设提出质疑，并认为在解释现有欧洲美元总量时必须同时考虑借款人和贷款人的偏好问题。但上述研究都没有提出可以替代固定系数乘数模型的根本性解决方案。)。20 世纪 70 年代中期，休森 (Hewson) 等人的一系列文章运用资产组合选择及一般均衡理论从新的视角阐释了欧洲美元市场的存款创造过程 (⑬ Hewson & Sakakibara (1974) 认为，在存在显著管制的国内银行体系中，固定系数乘数模型可能在某些情况下是对货币供给过程的有用近似，但对于欧洲美元市场这样的无管制竞争性市场，可能是不合适的；在无管制情况下，乘数甚至可能变成除数。该文提出，欧洲美元体系的漏损率并非固定，而是市场参与者进行资产组合选择的结果，该

比率的数值可能随市场利率的变化而变化。资金从美国到欧洲美元市场的初始转移将降低欧洲美元市场的相对利率水平，从而降低欧洲美元存款的相对吸引力，导致资金流出欧洲美元市场，因此存在第三种存款“漏损”形式，即“利率漏损”。

该文运用资产组合方法，建立了两地区七部门的一般均衡模型，并在此基础上估计了欧洲美元存款乘数的值，得出在没有外国央行在欧洲美元银行再存款的情况下，欧洲美元市场对于初始存款流入的乘数介于 0 和 1 之间，存款的初始转移将被净“利率漏损”抵消，这是源于财富所有者对初始存款流入导致的相对利率变动进行的资产组合调整；如果存在外国央行再存款，则乘数介于 0 和 $1/(1-cd)$ 之间，其中 cd 为外国央行将其美元储备存放于欧洲美元市场的固定比例。Hewson & Sakakibara (1976) 对上述一般均衡模型进行了细化和完善，并在此基础上进一步评估了在美国市场、欧洲市场与欧洲美元市场相互依存的世界中货币政策的有效性及其国际短期资本流动管制等政策举措的影响。Hewson & Niehans (1976) 则对固定系数乘数模型和一般均衡模型进行了系统性的回顾和总结，并提出在欧洲美元市场中，流动性创造仅发挥次要作用，该市场主要是流动性美元资金的有效分配网络。而欧洲美元市场规模的主要影响因素是美国银行和欧洲美元银行的不同交易成本，即向客户提供的存贷款利率的差异，而这些差异主要来自于地理位置、法律及运行效率。)。

尽管学术界对欧洲美元市场的相关问题仍存在争议，但总体来看，关于欧洲美元市场的货币创造机制也形成了一些基本性的共识（伍戈和杨凝，2013）：一是欧洲美元银行在美国银行体系的美元存款相当于欧洲美元体系的存款准备金，由此派生出整个欧洲美元体系的存款总量，而欧洲美元存款回流境内则代表了欧洲美元体系的存款漏损。二是尽管欧洲美元体系的准备金率很低，但由于存在大量的存款漏损，其货币乘数并不大，因此欧洲美元市场不会无限制扩张。

相对于欧洲美元存款创造问题而言，学术界关于欧洲美元市场发展对货币政策影响的争论更为激烈，观点莫衷一是，主要围绕欧洲美元市场的发展是否会使各国当局的宏观调控复杂化以及欧洲美元市场所提供的稳定的融资来源是否会引起世界范围内的通货膨胀等问题展开（Frydl, 1979）。与此同时，欧洲美元市场的迅速发展还是引起了美国政策制定者对本国货币政策有效性的担忧，并促使当局研究采取相应的应对措施（Frydl, 1979；BIS, 1980）（^⑭BIS 曾成立一个由美联储理事会货币事务部主管 Stephen Axilrod 牵头的研究组，其中有个分课题就是关于对欧洲货币存款征收存款准备金。）。

三、人民币资金跨境流动的渠道与体系

上述关于离岸美元市场货币创造机制的历史为研究离岸人民币市场的问题提供了参考，但研究现阶段离岸人民币市场货币创造机制的前提是理清现行政策框架下人民币资金的跨境流动过程，而境内外人民币账户体系是人民币跨境流动的载体。因此，本节拟结合目前的跨境人民币业务相关政策，详细描述人民币资金在该账户体系内的跨境流动过程。现阶段人民币跨境流动过程主要包括三个环节：境内人民币资金流出境外、境外主体持有的人民币存放境内、境外人民币资金回流境内。（^⑮当然，人民币在境内或境外银行体系内部的流动不属于跨境流动。）

1 杆 境内人民币资金流出境外

境内人民币资金流出境外进入离岸市场主要通过四条渠道：个人、非金融企业、商业银行及央行。现阶段各条渠道的基本实现形式及相应的人民币资金流向如表 1 所示

目前，境内人民币通过个人业务流入离岸市场主要有两条渠道：一是携带现钞出境，人民币现钞从境内转移至境外，（^⑯以香港为例，内地居民每次入港

时可携带的现钞人民币限额是 2 万元，超出的限额要主动向海关申报。) 这是人民币在境外最原始的渠道和积累方式；二是兑换，境外参加行可为个人客户提供人民币双向兑换服务，人民币资金从境内金融机构账户通过境外参加行账户最终流入境外个人账户 (17) 目前，境外个人可以通过存款账户兑换每天不超过等值 2 万元人民币，以现钞兑换每次不超过等值 2 万元人民币。参加行向个人客户兑出人民币后形成的人民币空头寸可以与清算行或境内代理行进行平盘，清算行又可以在境内银行间外汇市场进行平盘，最终导致人民币资金从境内金融机构账户通过境外参加行账户最终流入境外个人账户。) 。

表 1 境内人民币资金流出境外的基本渠道一览表①

渠道	方式	资金流向
个人	携带现钞出境	现钞（境内）→现钞（境外）
	兑换	境内金融机构账户→境外参加行账户→境外个人账户
非金融企业	跨境贸易人民币结算	境内企业在境内结算行的账户→境外企业在境外参加行的账户
	境外直接投资（ODI）人民币结算	境内企业在境内银行的账户→境外在境外银行的账户
金融机构	境内银行业金融机构 境外项目人民币贷款	境内金融机构账户→境外银行账户 外企业账户
央行	货币互换	人民银行账户→境外央行在人民银 立的账户

资料来源：笔者根据公开资料整理编制

注：随着跨境人民币业务以及人民币资本项目可兑换进程的发展，此表内容仍会不断更新演进。

境内人民币通过非金融企业流入离岸市场主要有两条渠道：一是跨境贸易人民币结算，人民币资金从境内企业在境内结算行的账户流入境外企业在境外参加行的账户，（18 根据 2009 年 7 月《跨境贸易人民币结算管理办法》，境内进口企业可以选择通过跨境贸易人民币结算方式下的代理行或清算行模式向境外出口企业支付人民币。）这已成为目前离岸人民币市场最重要的资金来源。二是境外直接投资（ODI）人民币结算，人民币资金从境内企业在境内银行的账户流入境外企业在境外银行的账户。（19 根据《境外直接投资人民币结算试点管理办法》（中国人民银行公告〔2011〕第 1 号），境内非金融企业可以使用人民币资金通过设立、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等。）

境内人民币通过金融机构流入离岸市场的渠道主要为境内银行业金融机构境外项目人民币贷款，人民币资金从境内金融机构账户转移至境外参加行账户并最终流入境外企业账户。（20 根据《中国人民银行关于境内银行业金融机构境外项目人民币贷款的指导意见》（银发〔2011〕255 号），即境内银行可以为境内机构“走出去”过程中开展的各类境外投资和其他合作项目提供人民币贷款，包括但不限于境外直接投资、对外承包工程以及出口买方信贷等。根据贷款需要，银行可以向其境外分行调拨人民币资金，也可以向其境外子行或境外代理行融出人民币资金。）

境内人民币通过央行流入离岸市场的主要渠道为人民银行与其他国家或地区的中央银行或货币当局间（以下简称境外央行）的双边货币互换协议。同时，央行之间还可以通过签订双边协议进一步便利本币结算。人民币资金从人民银行账户转移至境外央行在人民银行开立的账户。（21 人民银行通过与境外央行签

署货币互换协议确定互换的额度和期限，境外央行启用额度后，相应的人民币资金将从人民银行账户转移至境外央行在人民银行开立的账户，进而境外央行可以将互换获得的人民币资金向其本国商业银行卖出或融出，以提供流动性支持。截至 2013 年 3 月底，人民银行已与 19 家境外央行签署货币互换协议，总额度超过 2 万亿元人民币，但实际动用的较少。）

2 杆境外主体持有的人民币资金存放境内

境内人民币通过上述渠道流入离岸市场后，由于人民币的清算最终仍然只能通过境内银行体系完成，流出境外的人民币初始资金仍将存放于境内银行体系。图 2 描述了现行的境内外人民币账户体系，包括境外主体在境外银行体系的账户、境外主体在境内银行体系的账户以及境内主体在境内银行体系的账户。具体地，离岸人民币资金存放境内主要有以下几种模式：

一是清算行模式（含托管账户），即境外参加行以在境外人民币清算行开立清算账户，清算行进而在人民银行开立清算账户或经清算行在人民银行直接开立托管账户存放离岸人民币资金。在人民银行开立的清算行账户和参加行托管账户的存款，共同构成了现行清算行模式下离岸人民币资金的境内存放。（22 根据 2011 年 3 月 31 日香港金管局《关于人民币托管账户的安排》，自 2011 年 4 月起，香港金管局为加强清算行业务风险防范，对清算行模式进行了调整，境外参加行可以经人民币清算行于人民银行另行开立托管账户，以转存超越其日常业务及结算所需的人民币资金。）二是代理行模式，即境外参加行可在境内代理行开立人民币同业账户。（23 根据 2009 年 7 月《跨境贸易人民币结算管理办法》，境内代理行可以与境外参加行签订人民币代理结算协议，并为其开立人民币同业往来账户，代理境外参加行进行跨境贸易人民币支付。）境外参加行可以自行选择通过清算行或代理行模式存放人民币资金并进行跨境贸易人民币结算。三是

NRA 账户模式，即境外非金融机构可以在境内银行开立人民币银行结算账户。（24 根据《境外机构人民币银行结算账户管理办法》（银发〔2010〕249 号），境内银行应对境外机构的本、外币账户以及境外机构与境内机构的银行结算账户进行有效区分、单独管理，境内银行在编制境外机构人民币银行结算账户账号时，应统一加前缀“NRA”。）四是央行货币互换模式，即境外央行在人民银行开立人民币账户。（25 境外央行与人民银行签署货币互换协议后，需在人民银行开立人民币账户。任意一方发起互换之后，相应的人民币资金将从人民银行账户划入境外央行账户，境外央行进而可以动用这部分人民币资金，如拨付给市场主体。）五是人民币特殊/专用账户模式，即境外机构可以在境内银行开立人民币特殊/专用账户，用于境内证券投资。（26 目前，境外央行、港澳清算行、境外参加行等三类境外机构可运用人民币资金投资境内银行间债券市场，并在境内银行开立人民币特殊账户，纳入人民币专用存款账户管理，专门用于债券交易的资金结算。人民币合格境外机构投资者（RQFII）可运用在境外募集的人民币资金投资于境内证券市场，并在境内银行开立境外机构人民币基本存款账户和境外机构人民币专用存款账户，三类专用存款账户分别用于银行间债券市场、交易所债券市场和股票市场交易的资金结算。）需要注意的是，上述人民币资金虽然存放在境内银行体系，但属于境外机构账户，这些账户与境外银行账户之间的人民币资金划转不属于跨境流动。

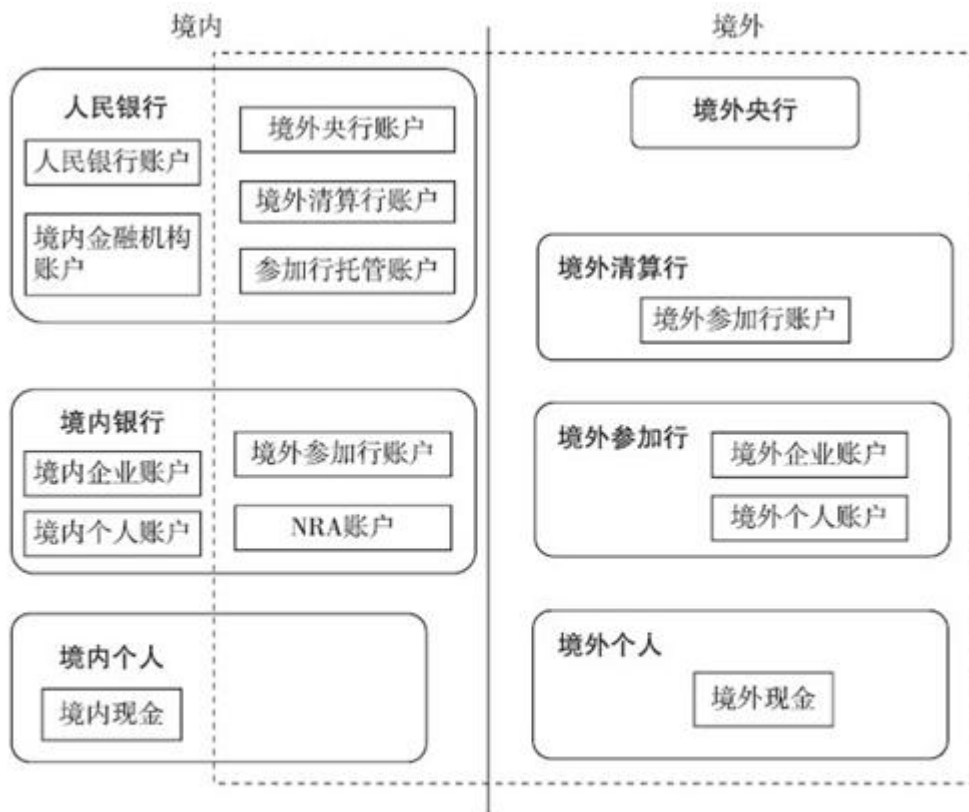


图2 境内外人民币账户体系

注：上图中竖实线所区分的是地理意义上的境内与境外；虚线框所区分的是资金所有权意境内与境外，境外央行账户等账户虽然开立在境内银行体系，但仍属于境外资金。

3 杆境外人民币资金回流境内

境外人民币资金回流境内与存放境内的主要区别在于，前者的人民币资金的所有权已转移至境内主体，而后者的资金所有权仍属于境外主体。境外人民币回流境内同样是通过个人、非金融企业、金融机构及央行等渠道。各条渠道的具体实现形式及相应的人民币资金流向如表2所示：

表2 境外人民币资金回流境内的基本渠道一览表①

渠道	方式	资金流向
个人	携带现钞入境	现钞（境外）→现钞（境内）
	兑换	境外个人账户→境外参加行账户→境内金融机构账户
	汇款	境外个人账户→境内个人账户
非金融企业	跨境贸易人民币结算	境外企业在境外参加行的账户→境内企业在境内结算行的账户
	外商直接投资（FDI）人民币结算	境外投资者的境外参加行账户/NRA 账户-境外投资者在境内开立的专用存款账户→外商投资企业的境内账户
金融机构	境外机构投资境内证券市场	境外机构在境内银行的同业账户→境外机构的人民币特殊/专用账户→境内金融机构账户
	跨境人民币贷款	境外参加行在境内银行的账户→境内借款企业在境内开立的一般存款账户
央行	货币互换	境外央行在人民银行开立的账户→境内金融机构账户

资料来源：笔者根据公开资料整理编制

注：随着跨境人民币业务以及人民币资本项目可兑换进程的发展，此表内容仍会不断更新演进。

目前，境外人民币通过个人业务回流境内主要有三条渠道：一是个人携带人民币现钞入境；二是个人将人民币兑换为外币后，参加行将人民币通过清算行或境内代理行平盘；三是通过境外银行汇入境内。（27 目前港澳台三地对于人民币汇入境内有不同的要求：香港、澳门居民以汇款人为收款人的汇款（即同名汇款），每人每天汇入境内的最高限额分别为 8 万元和 5 万元人民币；台湾居民可办理经常项下往来大陆汇款（包括以账户持有人为收款人或其他收款人的汇款），每人每天汇入境内的最高限额为 8 万元。）

境外人民币通过非金融企业回流境内主要有两条渠道：一是跨境贸易人民币结算，境内出口企业可以选择通过跨境贸易人民币结算方式下的代理行或清算行模式向境外进口企业收取人民币。人民币资金从境外企业在境外参加行的账户流入境内企业在境内结算行的账户。二是外商直接投资人民币结算。（28 根据《外商直接投资人民币结算业务管理办法》（中国人民银行公告〔2011〕第 23 号），境外投资者（包括境外企业、经济组织或个人）可以选择以人民币来华投资。人民币资金从境外投资者的境外参加行账户或 NRA 账户转移至境外投资者在境内开立的专用存款账户，进而转移至外商投资企业的境内账户。）

境外人民币通过金融机构渠道回流境内主要有两条渠道：一是境外机构投资境内证券市场，境外人民币资金转移至上述境外机构在境内银行开立的人民币特殊账户，进而通过证券投资转移至境内金融机构账户。（29 2010 年 8 月，人民银行批准港澳清算行、境外参加行及参加跨境服务贸易试点的其他境外金融机构（包括境外保险公司）运用跨境贸易和投资人民币业务获得的人民币资金投资于境内银行间债券市场；2011 年 12 月，证监会、人民银行、外管局批准境内基金管理公司、证券公司的香港子公司（即 RQFII）运用在香港募集的人民币资金投资于境内证券市场，2013 年 3 月，证监会将 RQFII 范围进一步扩展至境内基金管理公司、证券公司、商业银行、保险公司等香港子公司，或者注册地及主要经营地在香港地区的金融机构。尽管合格境外机构投资者（QFII）也可以使用人民币投资境内证券市场，但其操作模式为从境外汇入外币，在境内兑换为人民币后进行投资，不涉及人民币跨境流动，故不属于境外人民币资金的回流渠道。）二是跨境人民币贷款，境外银行的人民币资金转移至境内借款企业开立的一般存款账户。目前，境内企业从境外银行进行人民币贷款仍属于地区性试点。（30 2012 年 12 月，人民银行深圳中心支行发布《前海跨境人民币贷款管理暂行办法》（深

人银发〔2012〕173号），人民银行批准在深圳前海注册成立并在前海实际经营或投资的企业可以从香港经营人民币业务的银行借入人民币资金。）

境外人民币通过央行回流境内的主要渠道为境外央行运用人民币投资银行间债券市场。2010年8月，人民银行批准境外央行或货币当局（包括部分国际金融机构）可运用央行货币互换获得的人民币资金投资境内银行间债券市场。人民币资金从境外央行在人民银行开立的账户转移至境内金融机构的账户。

四、离岸人民币市场的货币创造机制

在传统的货币银行学理论中，货币创造过程包含四个主要参与者——央行、商业银行、存款人和借款人（Mishkin, 2002）；需具备两个基本条件——部分存款准备金制度和部分现金提取（易纲和吴有昌，1999）。货币创造的一般过程包括：商业银行将一定比例的资金作为存款准备金存放于央行，其余部分可用于向借款人发放贷款，借款人（或该笔资金的最终收款人）提取部分现金后将剩余资金再存入商业银行，重复上述“贷款派生存款”的过程即产生了存款货币的多倍创造（31 现实中的货币创造可能还会受到更多复杂的因素（诸如金融监管）等的制约，详见伍戈、李斌：“宏观审慎管理与货币信用关联：因由中国情境”，《改革》，2012年第6期。）。流通中的现金和银行存款准备金构成了基础货币，基础货币通过银行贷款等途径的存款派生功能（32 随着商业银行资产业务的多元化，货币创造的渠道也日益多样化，除了传统的贷款创造存款外，银行通过购买外汇、债券等资产业务也能创造存款及货币，详见伍戈和李斌（2012）。）实现货币创造，最终形成货币供给。

上述货币创造机制适用于封闭环境，即资金仅在境内居民之间流动时的情况。而资金的跨境流动和离岸市场的形成一方面使境内的货币创造机制复杂化，另一方面离岸市场本身的货币创造机制也值得认真审视。本节重点关注后一方面的问

题，而离岸市场对境内货币创造和货币供给的影响将在下一节中详细阐述。在分析离岸市场的货币创造机制之前，需要先界定两个概念，即“广义”和“狭义”的离岸市场存款。广义的离岸市场存款是指境外主体持有的本币存款总额，包括境外主体在境外银行的本币存款和境外主体直接存放于境内银行的本币存款；而狭义的离岸市场存款仅包括境外主体在境外银行的本币存款。

关于离岸美元市场存款的创造机制，20 世纪六七十年代的诸多研究已形成基本共识，即离岸美元市场也存在类似于境内市场的多倍存款扩张机制，同样包含四个主要参与者——央行、商业银行、存款人和借款人，该机制同样是基于部分存款准备金制度和部分现金提取制度。两者的不同之处在于：一是在离岸美元市场担任“央行”职能的是整个美国境内银行体系（33 这一点可以从清算角度去理解，离岸市场的资金清算最终仍需通过境内银行体系完成，就像境内银行体系的资金清算最终仍需通过央行完成一样。），只不过离岸市场的“央行”并不承担货币政策相关职能；二是境外主体（相对于美国而言）在美国境内银行体系的美元存款构成离岸美元市场的基础货币，但基础货币的组成部分与境内体系不同，境外银行在美国境内银行的存款相当于“存款准备金”，而境外非银行主体在美国境内银行的存款相当于“现金”（34 这一点并不难理解，境外银行在美国境内银行的美元存款可以通过在境外发放贷款等途径实现存款派生，而境外非银行主体在美国境内银行的美元存款不具备存款派生功能，同样属于广义的离岸美元存款的组成部分。）；三是离岸美元存款通常不需要缴纳法定存款准备金，而只需保留很小比例的“审慎准备金”；四是境外主体的美元存款回流美国境内形成离岸市场的存款漏损，相当于境内央行通过公开市场操作等工具回收流动性，但这一过程完全由市场自发决定，并不具备类似于境内央行的主动性。

我们认为，上述关于离岸美元市场货币创造机制的分析框架同样适用于离岸人民币市场，如图 3 所示。离岸人民币市场的货币创造机制与上述人民币跨境流动过程密切相关，可以分为三个阶段，即初始资金形成、存款派生和存款漏损，其中涉及两个关键概念——基础货币和货币乘数。

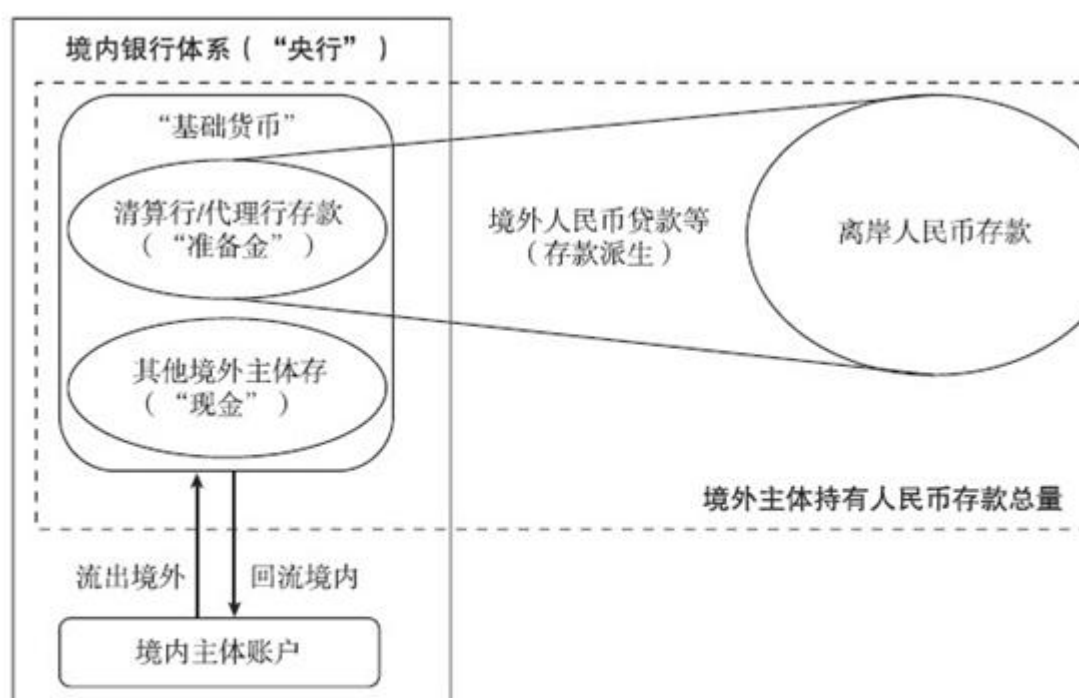


图 3 离岸人民币市场货币创造机制示意图

注：离岸人民币市场货币乘数 = 境外主体持有人民币存款总量 / 基础货币

1 杆离岸人民币市场的初始资金形成及基础货币

通过个人、非金融企业、商业银行及央行等渠道从境内流出境外的人民币资金构成离岸人民币市场的初始资金来源，相当于境内货币创造机制中商业银行获得的初始存款。

由于清算体系的原因，在境内货币创造机制中，商业银行所获得的初始存款最终都将存放于央行或以现金形式存在，成为央行的负债；类似的，由于人民币最终必须通过境内银行体系进行清算，流出境外的人民币资金仍将通过不同方式存放于境内银行体系。整个境内银行体系充当离岸人民币市场的“央行”，而流出境外并最终存放于境内的初始资金将成为离岸人民币市场的“基础货币”，从

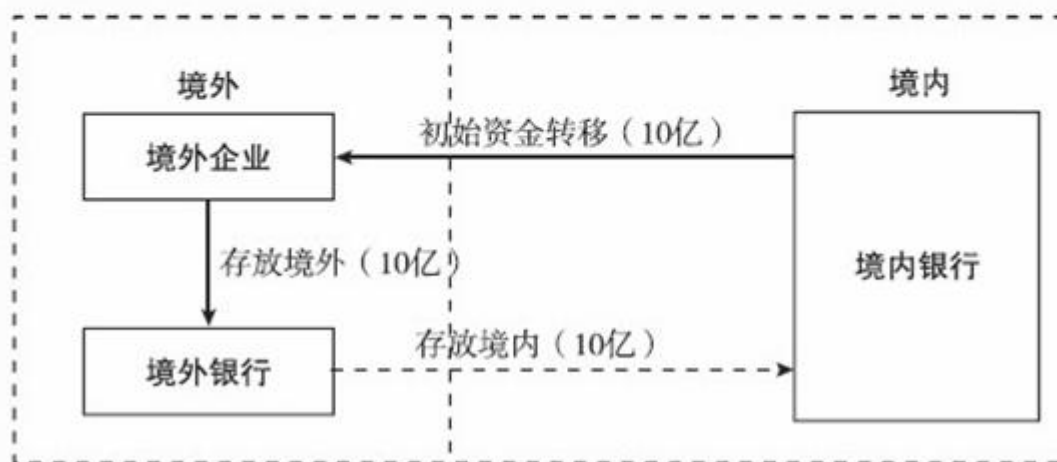
而派生出整个离岸人民币存款体系。在境外人民币存放境内的五种模式中，清算行模式和代理行模式下的存放于境内银行体系的人民币资金可通过境外人民币贷款派生出更多存款，因而可充当离岸市场的“存款准备金”，而其他模式下存放于境内的人民币资金不具备存款派生功能，因而视为离岸市场的“现金”。

2 杆离岸人民币市场的存款派生

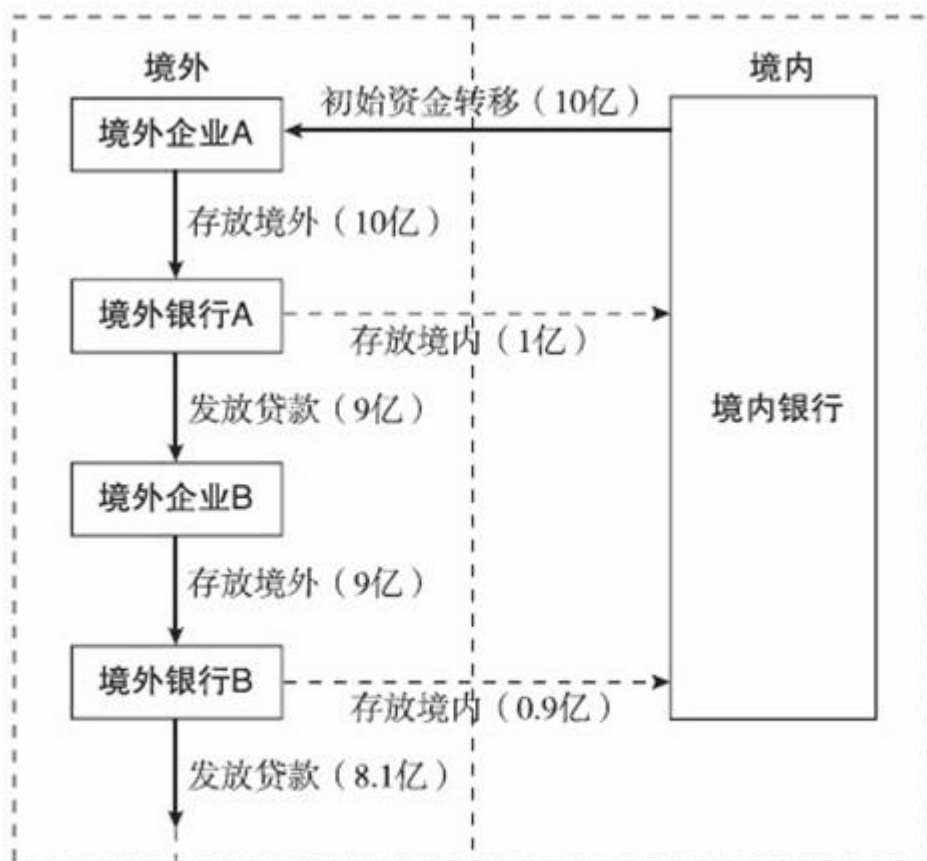
根据传统货币理论，存款派生过程主要依靠银行贷款，离岸人民币市场的情况亦是如此。人民币资金流出境外后，境外主体可以选择将资金存放于境外银行（相当于境内的“存银行”）或通过 NRA 账户等模式直接存放于境内银行（相当于境内的“持有现金”）。若存放于境外银行，境外银行可选择通过清算行或代理行模式将资金存放于境内银行（相当于境内的“存放准备金”）或将资金贷给境外非金融企业或个人（相当于境内的发放贷款）。若企业或个人将所贷资金继续存放于境外银行体系，则将导致境外银行体系人民币存款规模增长，存款出现派生。图 4 简要分析了人民币流出境外后的几种存放形式及其对离岸人民币市场存款派生的影响。



情形 1



情形 2



情形 3

基本假设：10 亿元人民币初始资金从境内银行体系转移至境外企业。

情形 1：境外企业将 10 亿元全部存入其在境内银行开立的 NRA 账户。

分析：该情形相当于离岸人民币市场的现金漏损率为 100%，境外银行未发挥存款派生作用。

离岸人民币货币供给=广义的离岸人民币存款=基础货币=现金=10 亿元

狭义的离岸人民币存款=0

情形 2：境外企业将 10 亿元全部存入其在境外银行开立的人民币账户；境外银行将 10 亿元客户存款全部存入其在境内代理行开立的同业账户。

分析：该情形相当于离岸人民币市场的存款准备金为 100%，境外银行未发挥存款派生作用。

离岸人民币货币供给=广义的离岸人民币存款=狭义的离岸人民币存款=基础货币=存款准备金=10 亿元

情形 3：境外企业将 10 亿元全部存入其在境外银行开立的人民币账户；境外银行将其中 10%即 1 亿元存入其在境内代理行开立的同业账户，其余 9 亿元向另一家境外企业发放贷款；境外企业将 9 亿元贷款资金全部存入其在境外银行开立的人民币账户；境外银行继续将其中 10%即 0 杆 9 亿元存入境内代理行账户，其余 8 杆 1 亿元发放贷款……以此类推。

分析：该情形相当于离岸人民币市场的存款准备金为 10%，现金漏损率为 0，境外银行最大化地发挥了存款派生作用。

离岸人民币货币供给=广义的离岸人民币存款=狭义的离岸人民币存款
=10+9+8 杆 1+……=100 亿元

基础货币=存款准备金=1+0 杆 9+0 杆 81+……=10 亿元

但目前由于离岸人民币市场深度和流动性仍有限、人民币资金使用渠道不多、人民币资金成本相对于其他主要货币仍较高等原因，离岸市场的人民币贷款业务仍不活跃，贷款规模仍较为有限。根据香港金管局公布的数据，截至 2013 年 2 月底，香港人民币贷款余额为 858 亿元人民币，仅占同期人民币存款余额的 13%。

3 杆离岸人民币市场的存款漏损

境外人民币资金回流境内银行体系并划转至境内主体，构成离岸人民币市场的存款漏损。具体而言，境外人民币回流境内导致境外主体在境内银行体系存放的人民币资金即离岸人民币市场的基础货币减少。如果回流的资金是境外银行在境内银行体系的人民币存款，即离岸人民币市场的存款准备金，则由这部分准备金派生的离岸人民币存款也将相应减少。

4 杆离岸人民币市场的货币乘数

在传统的货币银行学理论中，货币乘数是指每 1 元基础货币的变动所能够引起的货币供给的变动。货币乘数 m 的一般性表达式为（易纲和吴有昌，1999）：

$$m = \frac{M}{B} = \frac{1 + c}{rr + rrt + e + c}$$

其中， M 为货币供给， B 为基础货币， c 为流通中现金与支票存款的比率， rr 为支票存款法定准备金率， rrt 为非交易存款法定准备金率， e 为银行超额准备金率。

由于离岸人民币市场存在类似的货币创造机制，货币乘数概念也同样适用于离岸市场。离岸人民币市场的货币乘数 $k = \frac{D_f}{B_f}$ ，其中， D_f 为境外主体持有的人民币存款总额，即广义离岸人民币存款总额，我们可以将其视为离岸人民币市场的

货币供应量； B_f 为离岸人民币市场的基础货币，即境外主体在境内银行体系的人民币存款总额（如图 3 所示）。

根据上述分析框架，境外主体持有的人民币存款总额 D_f 可表示为：

$$D_f = D_o + D_N + D_c + E$$

其中， D_o 为境外央行在人民银行或境内商业银行的人民币存款； D_N 为 NRA 账户人民币存款； D_c 为境外金融机构在境内人民币特殊账户的存款； E 为离岸人民币净存款，即境外银行的人民币存款扣除境外同业存款后的净存款（35 在不存在任何派生存款的情况下，离岸人民币净存款等于境外银行通过清算行和代理行模式存放在境内银行体系的人民币存款，即离岸人民币市场的存款准备金。）。

离岸人民币市场的基础货币 B_f 可表示为：

$$B_f = D_o + D_N + D_c + R$$

其中， R 为离岸人民币市场存款准备金，即境外银行通过清算行模式和代理行模式存放于境内银行体系的人民币资金。

令 $c_1 = D_o/E$, $c_2 = D_N/E$, $c_3 = D_c/E$, $r = R/E$

其中, r 为离岸人民币市场的存款准备金率。

则 (2) 式变形为: $B_f = E(c_1 + c_2 + c_3 + r)$

(1) 式变形为:

$$D_f = E(c_1 + c_2 + c_3 + 1) = \frac{B_f(c_1 + c_2 + c_3 + 1)}{c_1 + c_2 + c_3 + r}$$

将 (3) 代入离岸人民币市场货币乘数 k 的公式, 消去 B_f 即可得:

$$k = \frac{D_f}{B_f} = \frac{c_1 + c_2 + c_3 + 1}{c_1 + c_2 + c_3 + r}$$

令现金漏损率 $c = \sum_{i=1}^3 c_i$, 则 (4) 式变为:

$$k = \frac{c + 1}{c + r}$$

我们可以利用境外主体持有的人民币存款总额和离岸人民币市场基础货币总额数据, 初步估算离岸人民币市场的货币乘数。目前, 离岸人民币存款仍主要集中在香港, 香港金管局每月会公布香港人民币存款余额数据 (36 香港金管局公布的人民币存款余额数据仅包括非金融企业、个人等客户在香港银行的人民币存款总额, 不包括银行同业存款以及银行发行的人民币存款证。), 而香港金管局债务工具中央结算系统 (CMU) 则公布未到期的离岸人民币存款证数据, 上述两项数据相加可得到狭义的香港离岸人民币存款总额。以 2011 年底的数据为例, 香港人民币存款余额为 5885 亿元, 香港人民币未到期存款证余额约为 675 亿元; 境外清算行在人民银行的存款余额和境外参加行在境内代理行的存款总额约为 4000 亿元, NRA 账户余额约为 800 亿元。由此可得:

境外主体持有的人民币存款总额=5885+675+800=7360 亿元(37 由于央行货币互换协议签署后正式发起的很少, 而境外金融机构划转至人民币特殊/专用账

户的人民币资金很快即通过购买债券等方式回流境内，因而境外主体通过这两种模式存放境内的人民币资金可暂时忽略。)

离岸人民币市场基础货币=4000+800=4800 亿元

离岸人民币市场货币乘数=7360/4800=1.53

该数值远低于同期境内货币乘数(3.79)。在目前的情况下，离岸人民币市场货币乘数的数值不大的主要原因包括：一是相对于欧洲美元市场而言，离岸人民币市场的存款准备金率较高，即境外银行的人民币存款通过清算行和代理行模式存放在境内银行体系的比例较高(38)。离岸人民币市场存款准备金率较高的一个原因是香港金管局对香港参加行设定了人民币风险管理限额，根据金管局目前的规定，参加行所持下述5项资产的总额应经常保持在不低于其人民币客户存款的25%：(1)人民币现金；(2)在人民币清算行的结算账户结余；(3)在托管账户的结余；(4)所持中国财政部在香港发的人民币主权债券；(5)根据中国人民银行批准的安排通过内地银行间债券市场持有的人民币债券投资。)。二是由于人民币资金成本相对较高，离岸人民币贷款市场仍不活跃，导致离岸人民币存款派生规模不大。三是离岸人民币资金的回流渠道逐步打通，而境内人民币资金的收益率仍高于离岸市场，导致离岸市场人民币资金的回流愿望较强，漏损率较高。

五、离岸人民币市场发展对我国货币政策的影响

学术界关于欧洲美元市场发展对美国货币政策的影响存在较为激烈的争议

Frydl(1979)系统性地总结了关于欧洲货币市场是否会对本国货币政策产生显著影响的争论以及关于如何应对欧洲美元市场迅速发展的代表性观点。，但也形成了一些倾向性的共识：第一，欧洲美元市场对美国货币政策的影响与货币定义密切相关：一方面，是否有影响以及影响的程度部分取决于货币供应量的定义；另一方面，欧洲美元市场发展确实可能影响现行定义的货币供应量作为货币政策

中间目标的有效性。第二，由于欧洲美元存款基本不计入美国货币供应量，属于“体外循环”，因此欧洲美元存款扩张并不会对美国货币供给产生直接的显著影响，但与欧洲美元交易相关的资金跨境流动可能导致美国货币流通速度发生意外波动，从而增加美国货币调控的复杂性（伍戈、杨凝，2012）。

1 境外主体持有的人民币存款的货币统计口径

与欧洲美元市场的情况类似，离岸人民币市场对我国货币供应量的影响同样取决于相关货币统计口径。具体地，主要涉及以下四个问题：

（1）境外银行（包含境外央行、清算行和参加行）在中国人民银行的人民币存款是否计入境内基础货币

根据中国人民银行的统计口径，我国的基础货币由金融机构库存现金、流通中货币、金融机构特种存款、金融机构缴存准备金和邮政储蓄转存款构成。具体地，在中国人民银行的《货币当局资产负债表》中，储备货币即基础货币包括货币发行、各（境内）金融机构在中国人民银行的准备金存款、邮政储蓄和机关团体存款。而境外银行在中国人民银行的人民币存款属于人民银行对非居民的负债，记录在该表的负债项下的“国外负债”条目，但不计入基础货币。该统计口径是与国际经验一致的，在美国、日本等国家，均存在境外央行和国际组织在本国央行开立存款账户的情况，而该账户中的存款并没有作为准备金存款而计入基础货币。

（2）境外金融机构在境内银行的人民币存款是否计入境内货币供应量

目前，境外金融机构在境内银行的人民币存款主要包括境外参加行在境内代理行的同业账户存款，以及境外机构在境内银行开立的用于境内证券投资的人民币特殊/专用账户的存款。2011年10月，人民银行对货币供应量统计口径进行了第三次调整，将非存款类金融机构在存款类金融机构的存款和住房公积金存款计入广义货币供应量 M2，但对于存款类金融机构的同业存款，包括境外金融机

构在境内银行的同业存款，目前尚未纳入货币供应量统计。但实际上，这部分存款的支付清算功能特征明显，可在一定程度上影响国内的流动性和总需求（杨凝，2012），尤其是境外机构人民币特殊/专用账户的存款，可以通过向境内主体购买证券而迅速转变为境内货币供给，可以考虑将其纳入某个层次的境内货币供应量。

（3）境外非金融机构主体在境内银行的人民币存款是否计入境内货币供应量

目前，境外非金融机构主体在境内银行的人民币存款主要包括境外非金融企业在境内银行开立的 NRA 账户存款，以及境外个人在境内银行的人民币存款。这两部分人民币存款记录在境内商业银行资产负债表的“负债”项下的“境外存款”条目中，与境内居民账户之间的支付划转较为便捷，流动性较高，都应计入境内广义货币供应量 M2，且需缴纳存款准备金。

（4）境外主体在境外银行的人民币存款是否计入境内货币供应量

境外主体在境外银行的人民币存款即狭义的离岸人民币存款，既包括从境内流入离岸市场的初始存款，也包括从初始存款派生出的离岸人民币存款。根据欧洲美元市场等其他离岸市场的国际经验，境外主体在境外金融机构的本币存款参与境内支付存在一定限制，且流动性与境内主体在境内金融机构的本币存款存在差距，通常不计入货币供应量。因此，境外主体在境外银行的人民币存款也不应计入境内广义货币供应量 M2。

在理清境外主体持有的人民币存款的相关货币统计口径的基础上，我们可以进一步分析离岸人民币市场的存款派生及跨境人民币流动对我国境内基础货币和广义货币供应量的影响。

2 杆 离岸人民币市场存款派生对我国货币供应量的影响

如图 4 中的情形 3 所示，离岸人民币市场初始资金通过境外人民币贷款等活动进行存款派生后，若借款人继续将贷款所得资金存放于境外银行，则境外银行的资产负债表将扩大，离岸人民币存款总额将增长。但境外主体存放于境内银行体系的人民币资金，即离岸人民币市场的基础货币不受影响。因此，离岸人民币市场的存款派生只增加境外主体在境外银行的人民币存款，不会导致境外主体在境内银行的人民币存款增加，而境外主体在境外银行的人民币存款不应计入境内 M2。因而离岸人民币市场的存款派生并不影响我国货币供应量，这一点与欧洲美元市场的倾向性共识是一致的。

3 杆人民币跨境流动对我国基础货币和货币供应量的影响

离岸人民币市场存款派生不会影响我国货币供应量，可能对其产生影响的是人民币资金的跨境流动，即离岸人民币市场的初始资金形成和存款漏损。在离岸人民币市场的初始资金形成过程中，人民币资金从境内主体转移至境外主体并以清算行、代理行、NRA 账户等不同模式存放于境内银行体系，结合关于境外主体持有人民币存款的货币统计口径的分析，这对我国基础货币和货币供应量的具体影响如下表 3 所示。

表 3 人民币跨境资金流动对我国基础货币和货币供应量的影响

	清算行模式	代理行模式	NRA 账户模
人民币资金流向	境内金融机构在人民银行的账户→清算行或参加行在人民银行的账户	境内金融机构账户→境外参加行在境内代理行的同业账户	境内金融机构→境外企业内银行开立的账户
人民银行资产负债表变化	负债方：境内金融机构存款（计入基础货币）（-） 负债方：境外金融机构存款（不计入基础货币）（+）		
境内商业银行资产负债表变化	资产方：准备金（-） 负债方：各项存款（-）	负债方：各项存款（计入 M2）（-） 负债方：境外金融机构同业存款（不计入 M2）（+）	负债方：各项（计入 M2）（-） 负债方：境外（NRA 存款）（M2）（+）
基础货币变化	（-）	不变	不变
广义货币供应量变化	（-）	（-）	不变

注：表中（+）表示增加，（-）表示减少。

从上表 3 可知，离岸人民币市场的初始资金形成并存放境内对我国基础货币和货币供应量的影响主要取决于境外资金在境内的存放形式以及相关货币统计口径。人民币资金流出境外后，若通过清算行模式存放境内，则境内基础货币减少，从而导致货币供应量收缩；若通过代理行模式存放境内，则导致境内货币供应量收缩；若通过 NRA 账户模式存放境内，则不影响境内货币供应量。

若存放在境内银行体系的境外人民币资金回流境内主体，导致离岸人民币市场存款漏损，则其对境内货币供应量的影响与人民币资金流出境外并存放于境内的影响正好相反。若回流资金来自于清算行账户（或参加行在人民银行的托管账

户)，则境内基础货币和货币供应量增加；若回流资金来自于代理行账户，则导致境内货币供应量增加；若回流资金来自于 NRA 账户，则不影响境内货币供应量。

六、基本结论与政策建议

综上所述，关于离岸人民币市场的货币创造机制及其影响，我们可以得出如下基本结论：一是整个境内银行体系充当离岸人民币市场的“央行”，境外主体在境内银行体系的人民币存款充当“基础货币”，由此派生出整个离岸人民币市场存款体系；二是人民币资金流出境外构成离岸人民币市场的初始资金来源，而境外人民币回流境内构成离岸人民币市场的存款漏损；三是离岸人民币市场的存款派生不影响我国货币供应量，对货币供应量可能产生影响的是人民币流出境外并存放境内或境外人民币回流境内，而具体影响取决于相关货币统计口径。基于上述结论，我们提出有关政策建议如下：

一是正确认识离岸人民币存款创造对我国货币政策的影响。对我国货币供应量产生影响的是从境内流入离岸人民币市场并存放于境内银行体系的“基础货币”，而这些“基础货币”在境外派生出的人民币存款不进入境内货币统计体系，不会对境内货币供应量产生影响。因此，不需要过度担忧离岸人民币市场的存款创造对我国货币政策的影响。

二是完善与离岸人民币相关的货币指标统计口径。离岸人民币市场对我国货币供应量的影响主要取决于与境外主体相关的货币统计口径。理清境外主体持有的人民币资金在统计基础货币、广义货币供应量、存款准备金等指标时的处理方式，有助于正确评估和判断离岸人民币对我国货币体系的实际冲击。IMF 编制的《货币与金融统计手册》针对货币统计归属提出了经济利益中心和资产流动性两大原则，建议基于该原则仔细识别离岸人民币资金的性质：一方面，进一步明确

离岸人民币在现有货币统计指标体系中的归属；另一方面，可以针对离岸人民币的特殊性构建能反映其特殊性质的新的货币统计口径。

三是加强对跨境人民币资金流动和离岸人民币市场的监测。尽管离岸人民币市场自身的存款创造并不会直接影响境内的货币总量，但人民币资金频繁的跨境流动仍然会增加货币政策调控的复杂性。因此，建议继续密切关注离岸人民币市场的发展，进一步完善人民币跨境流动监测体系，强化对跨境及境外人民币业务的统计与分析，提高离岸人民币市场的信息透明度，以便及时、准确地把握离岸人民币市场对货币供应量的可能影响。

四是促进人民币境外循环和离岸人民币市场发展。离岸人民币市场所导致的人民币资金频繁跨境流动是其影响境内货币体系的主要因素。因此，在完善离岸人民币相关货币统计口径及人民币跨境流动监测体系的前提下，建议支持离岸市场人民币资金池建设，促进人民币资金的境外循环，进一步提升离岸人民币市场的流动性和稳定性，减少市场的剧烈波动，确保人民币跨境资金流动对货币政策的影响基本可控。

此外，在理清离岸人民币市场货币创造机制及其对我国货币供应量影响逻辑的基础上，我们认为，未来进一步的研究方向可包括：一是可以利用日益丰富的跨境和离岸人民币相关数据，更加精确地估算离岸人民币市场货币乘数并把握其变化趋势，同时进一步量化离岸人民币市场对我国货币供应量的影响；二是随着离岸人民币市场的增加（如新加坡、伦敦、台湾地区等），人民币跨境流动途径将日趋多元化，应与时俱进、加强监测，关注新的货币创造途径；三是可以考虑利率、汇率等在岸与离岸资金价格渠道及其变化对货币政策的影响

伍戈和裴诚（2012）对境内外人民币汇率价格关系进行了初步定量研究。并将研究视角从货币供应量继续拓展至货币流通速度及货币政策传导途径等方

面，完善用于分析离岸人民币市场对我国货币政策影响的理论模型，并对上述影响进行进一步的实证检验。

伍戈，博士，研究员，现供职于中国人民银行货币政策二司，曾在国际货币基金组织（华盛顿）工作；杨凝，硕士，现供职于中国外汇交易中心。

参考文献

Aliber, 1980, "The integration of the offshore and domestic banking system," *Journal of Monetary Economics*, 6(4), October, 509-26

Altman, 1961, "Foreign Markets for Dollar, Sterling and Other Currencies," *International Monetary Fund Staff Papers*

Altman, 1962, "Canadian Markets for Dollars," *International Monetary Fund Staff Papers*

Altman, 1963, "Recent Developments in Foreign Markets for Dollars and Other Currencies," *International Monetary Fund Staff Papers*, 10, 48-96

Altman, 1965, "Eurodollars: Some Further Comments," *International Monetary Fund Staff Papers*,

Bel, 1965, "Credit Creation through Euro-dollars," *The Banker*, CXV

BIS, 1980, "Reserve requirements on euro-currency deposits, by Sub-Group Studying the Establishment of Reserve Requirements on Euro-currency Deposits," 20 February, in BIS Archives, Working Party on Constraining Growth of International Bank Lending

Clendenning, 1971, "Euro-dollars and Credit Creation," *International Currency Review*

Friedman, 1969, "The Eurodollar market: some first principles,"

The Morgan Guaranty Survey, October

Fryd1 1979, "The Debate over Regulating the Eurocurrency Markets,"
Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review

Hayes1971, "Bank Lending Policies: Domestic and International,"
Bureau of Business Research, Graduate School of Business Administration,
Michigan Business Studies, 18(4)

Hewson Sakakibara, 1974, "The Euro-Dollar Deposit Multiplier: A
Portfolio Approach," IMF Staff Papers, 21(2), 307-28

Hewson Sakakibara, 1976, "A General Equilibrium Approach to the
Eurodollar Market," Journal of Money, Credit and Banking, 8(3), 297-323

Klopstock, 1968, "The Eurodollar Market: Some Unresolved Issues,"
Essays in International Finance, 65, Princeton, : Princeton University,
International Finance Section

Klopstock, Fred 1970, "Money Creation in the Euro-dollar Market: A
Note on Professor Friedman's Views," Federal Reserve Bank of New York,
Monthly Review, 12-15

Lee 1973, "The Euro-Dollar Multiplier" , Journal of Finance, Vol128,
867-74

Machlup 1972, "The Eurodollar System and its Control," in
International Monetary Problems, Papers and Proceedings of a Conference
sponsored by the American Enterprise Institute for Public Policy Research
in September 1967 (Washington, 1972), 3-36

Makin 1972, "Demand and Supply Functions for Stocks of Euro-Dollar

Deposits: An Empirical Study,” *Review of Economics and Statistics*, 54, 381-91

Makin 1973, “Identifying a Reserve Base for the Euro-Dollar System,” *Journal of Finance*, 28, 609-17

Masera 1972, “Deposit Creation, Multiplication and the Euro-Dollar Market,” in *A Debate on the Euro-Dollar Market* (paper presented at the Seminar sponsored by the Banca d’Italia on the analytical and policy aspects of Euro- currency banking activity, Rome, January 27, 1972), 123-89

Mishkin, 2002, 《货币、银行和金融市场经济学》，第6版，北京大学出版社。

Niehans Hewson, 1976, “The Eurodollar Market and Monetary Theory,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol18(1), 1-27

Niehans 1971, “Geldschöpfung und Kreditvermittlung im Eurodollarmarkt” in *Verstehen und Gestalten der Wirtschaft, Essays in Honor of Lutz on his 70th Birthday on December 29, 1971*

Schaffner 1970, “Euro-bank Credit Expansion,” *Euromoney*, 61-63

Whalen 1966, “A Rationalization of the Precautionary Demand for Cash,” *Quarterly Journal of Economics*, 80, 314-24

Yeager 1966, *International Monetary Relations: Theory, History and Policy*, New York

杜金富, 2006: 《货币与金融统计学》，第2版，中国金融出版社。

李波和伍戈，2011：“影子银行的信用创造功能及其对货币政策的挑战”，《金融研究》第12期。

李波等，2013：“升值预期与跨境贸易人民币结算——基于结算货币选择视角的实证研究”，《世界经济》第1期。

马骏，2011：“人民币离岸市场发展对境内货币和金融的影响”，《国际融资》第5期。

裴平和张谊浩，2005：“人民币外溢及其经济效应”，《国际金融研究》第9期。

伍戈和李斌，2012a：“宏观审慎管理与货币信用关联：因由中国情境”，《改革》第6期。

伍戈和李斌，2012b：“货币创造渠道的变化与货币政策的应对”，《国际金融研究》第10期。

伍戈和裴诚，2012：“境内外人民币汇率价格关系的定量研究”，《金融研究》第9期。

伍戈和杨凝，2013：“离岸市场发展对本国货币政策的影响：一个综述”，《金融研究》第10期。

杨凝，2012：“货币供应量统计口径演变历程及其影响”，《中国货币市场》第2期。

易纲和吴有昌，1999：《货币银行学》，第1版，上海人民出版社。