



中国社会科学院世界经济与政治研究所
Institute of World Economics and Politics, CASS

***The Influence of Renminbi's Cross-border Settlement
over Interest Rate, Exchange Rate and FX Reserves:
a Prospect Analysis***

Xu Qiyuan, CASS

CURRENT FINANCIAL ISSUES IN CHINA, KDI

July 22, 2011, Seoul, Korea



- **1. 已有观点**
- **2. 人民币跨境结算：分渠道的分析**
- **3. 总结：人民币跨境流通对利差、汇差的影响机制**



1. 已有观点

- 第一，人民币升值预期背景及可持续性，及伴随热钱流入等问题。

冯孝忠（2010），张明（2011），王庆（2011），何东（2011），何帆、张斌、张明、徐奇渊、郑联盛（2011），谢国梁（2011）

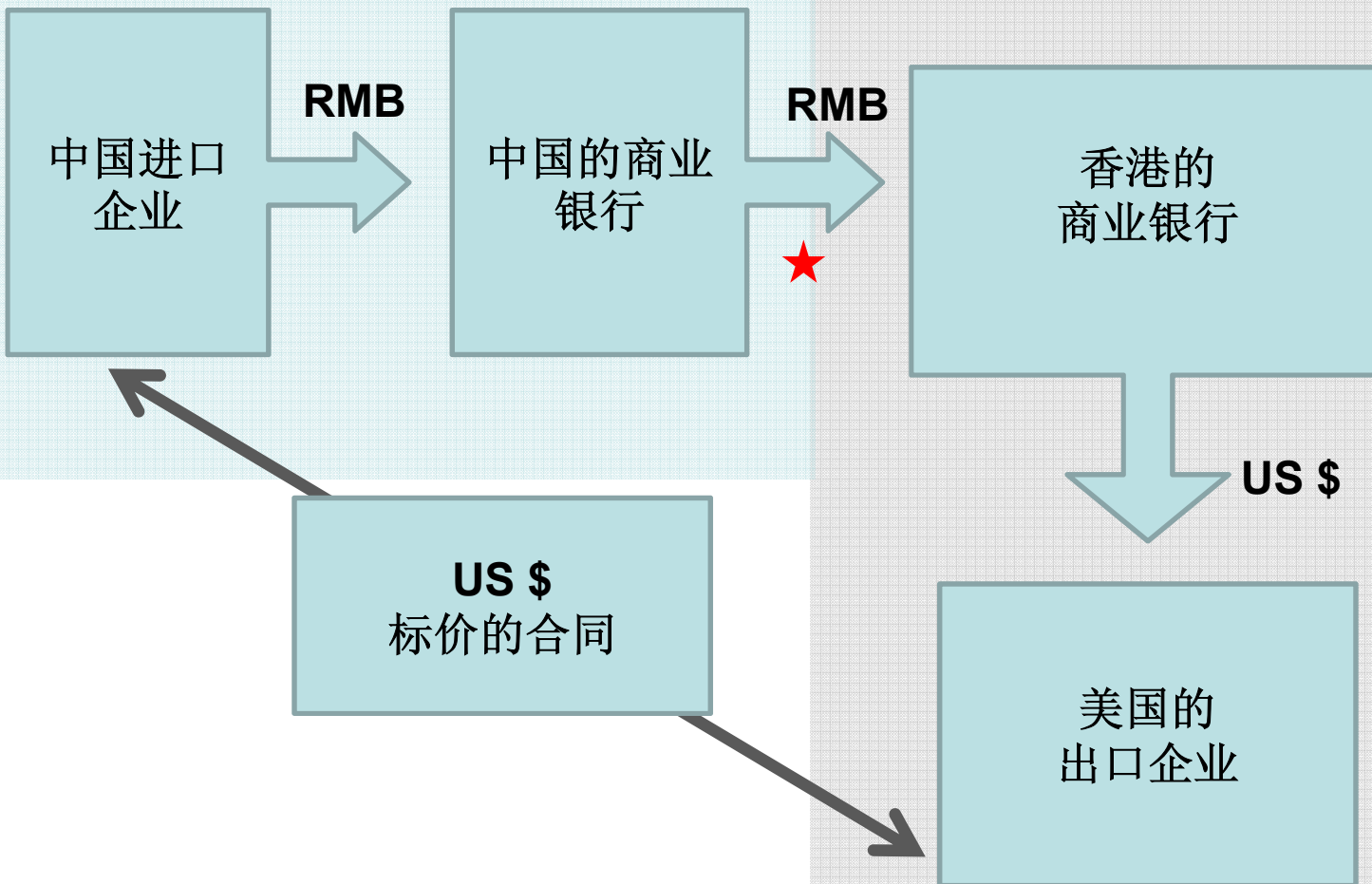
- 第二，人民币国际化将导致外汇储备进一步增加。

张斌（2011），马骏（2011）

- 第三，离岸市场对在岸市场的冲击，对货币政策的影响？

境内

境外





2. 基于人民币跨境结算渠道的分析

- 流出方式:

进口，汇兑等

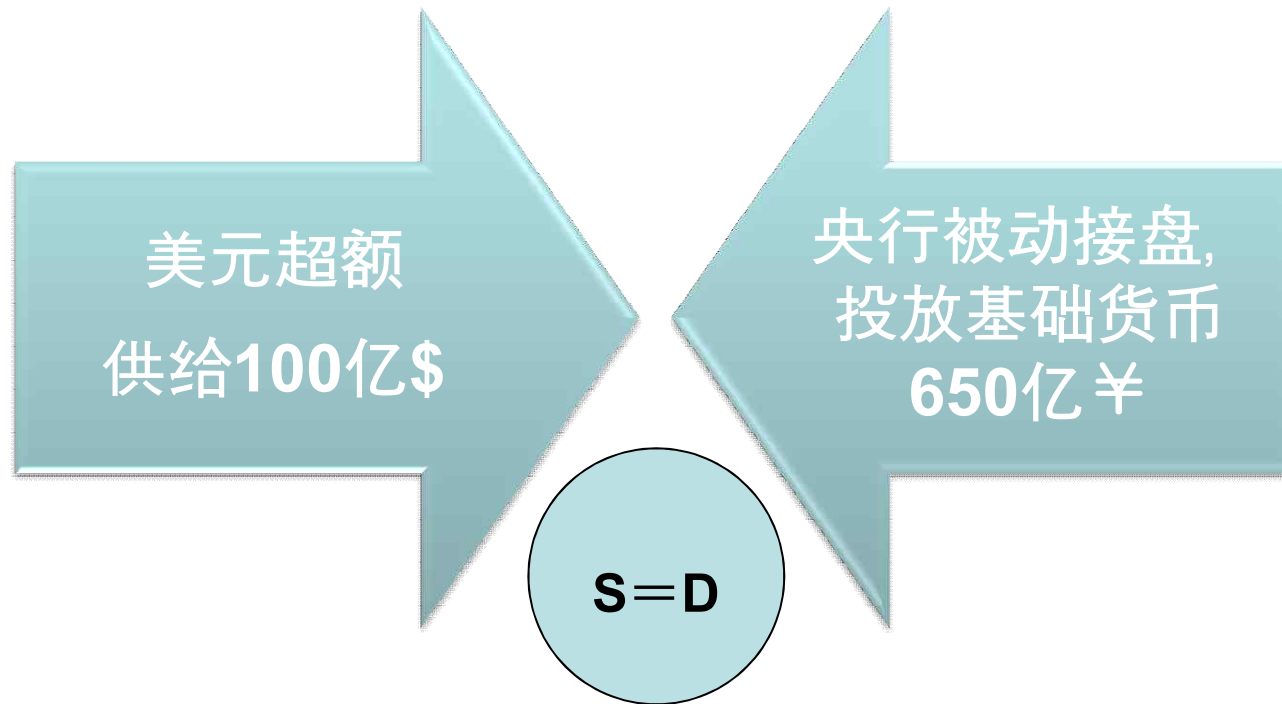
- 回流方式:

准备金回流，出口，香港人民币债券，
境外机构投资于国内银行间债券市场，
人民币FDI，人民币IPO



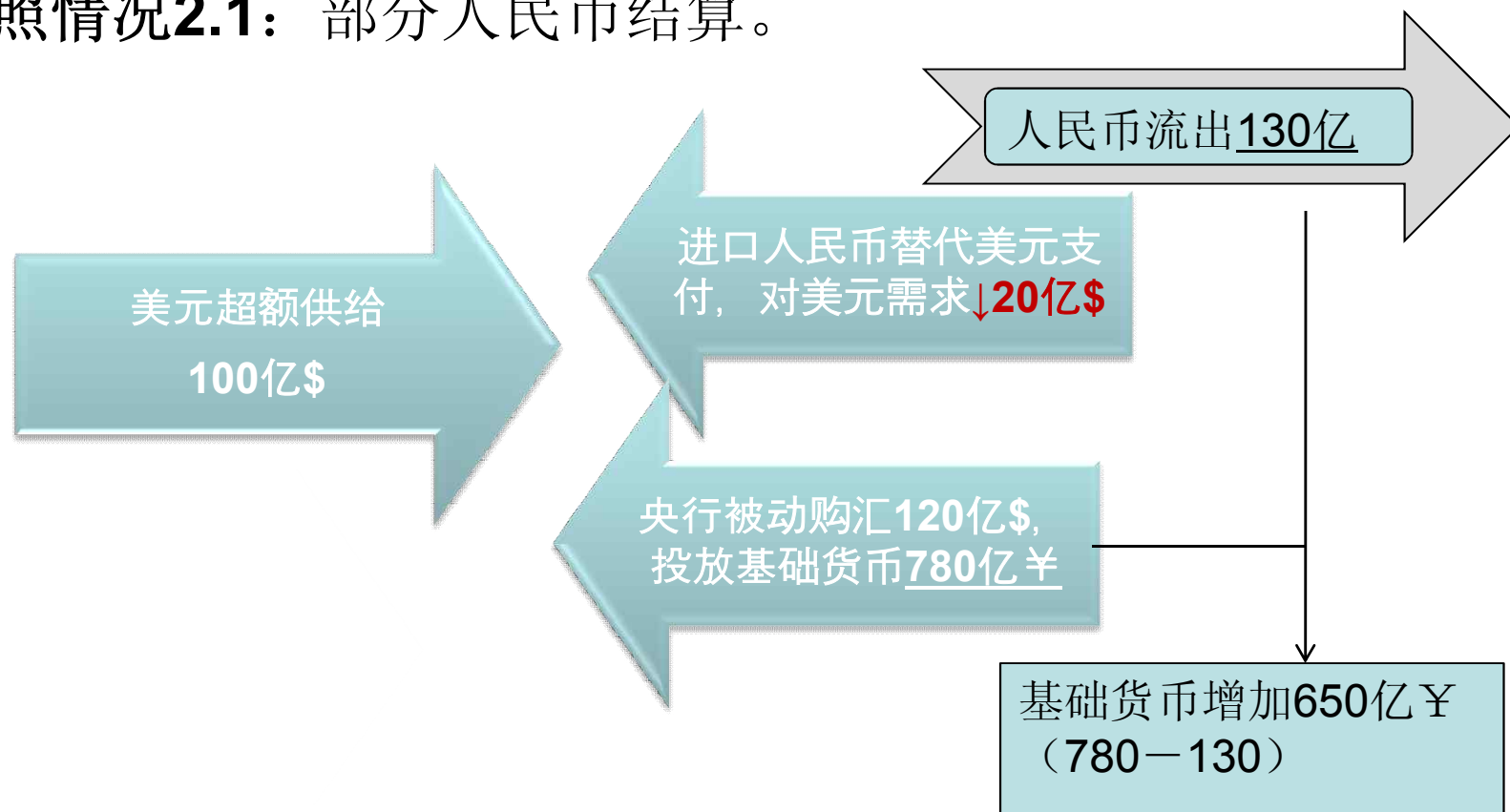
2.1 流出渠道的分析： 进口贸易方面人民币结算的影响

- 基准情况**2.1**：假设：进口全部美元结算。



2.1 流出渠道的分析： 进口贸易方面人民币结算的影响

- 对照情况2.1：部分人民币结算。



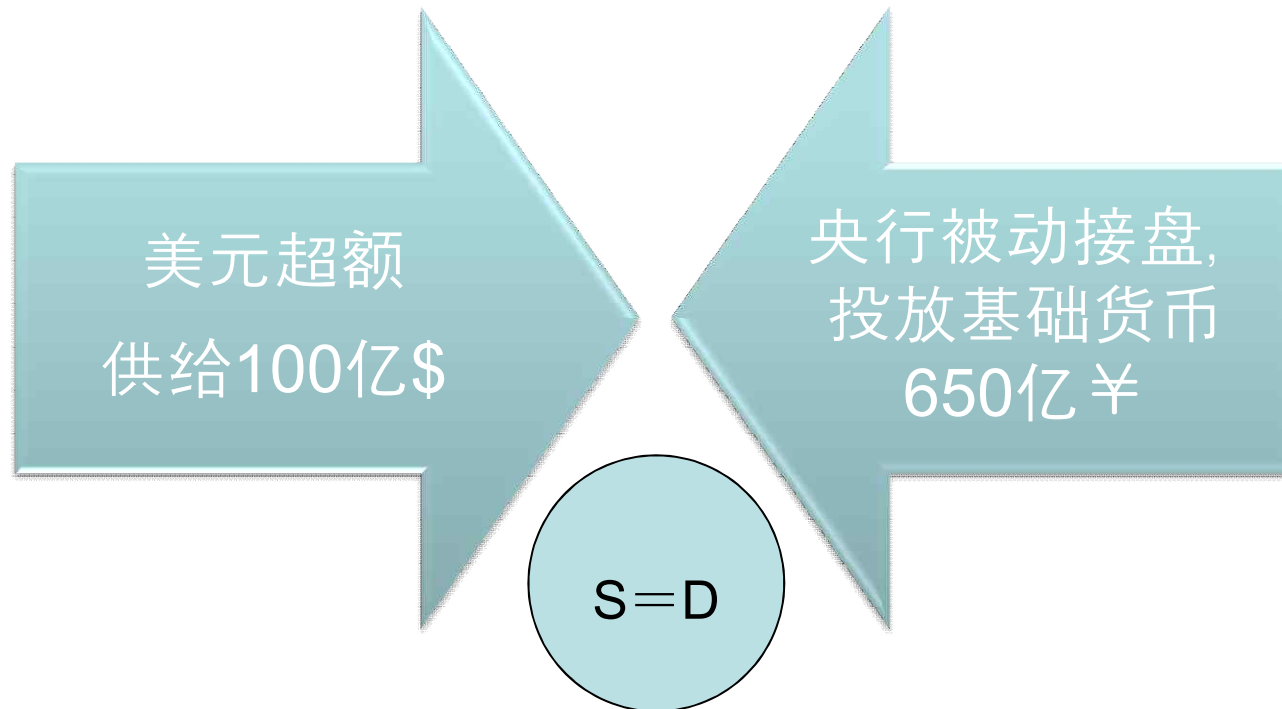


	基准情况 美元结算	对照情况 人民币结算	比较	小结
货币供给： 基础货币	+ 650亿人民币	+650亿人民币	增量相同	货币供给不变，货币需求增加，供小于求，市场出清利率相对上升。
货币需求	A	A+	人民币交易需求上升	
货币当局 资产负债表	+100亿美元	+120亿美元 -20亿美元等值的人民币资产	外汇储备增加20亿美元，人民币资产减少20亿美元等值数量	外储增加20亿美元，央行资产结构中的外汇资产比重上升



2.2流入渠道的分析： 出口贸易方面人民币结算的影响

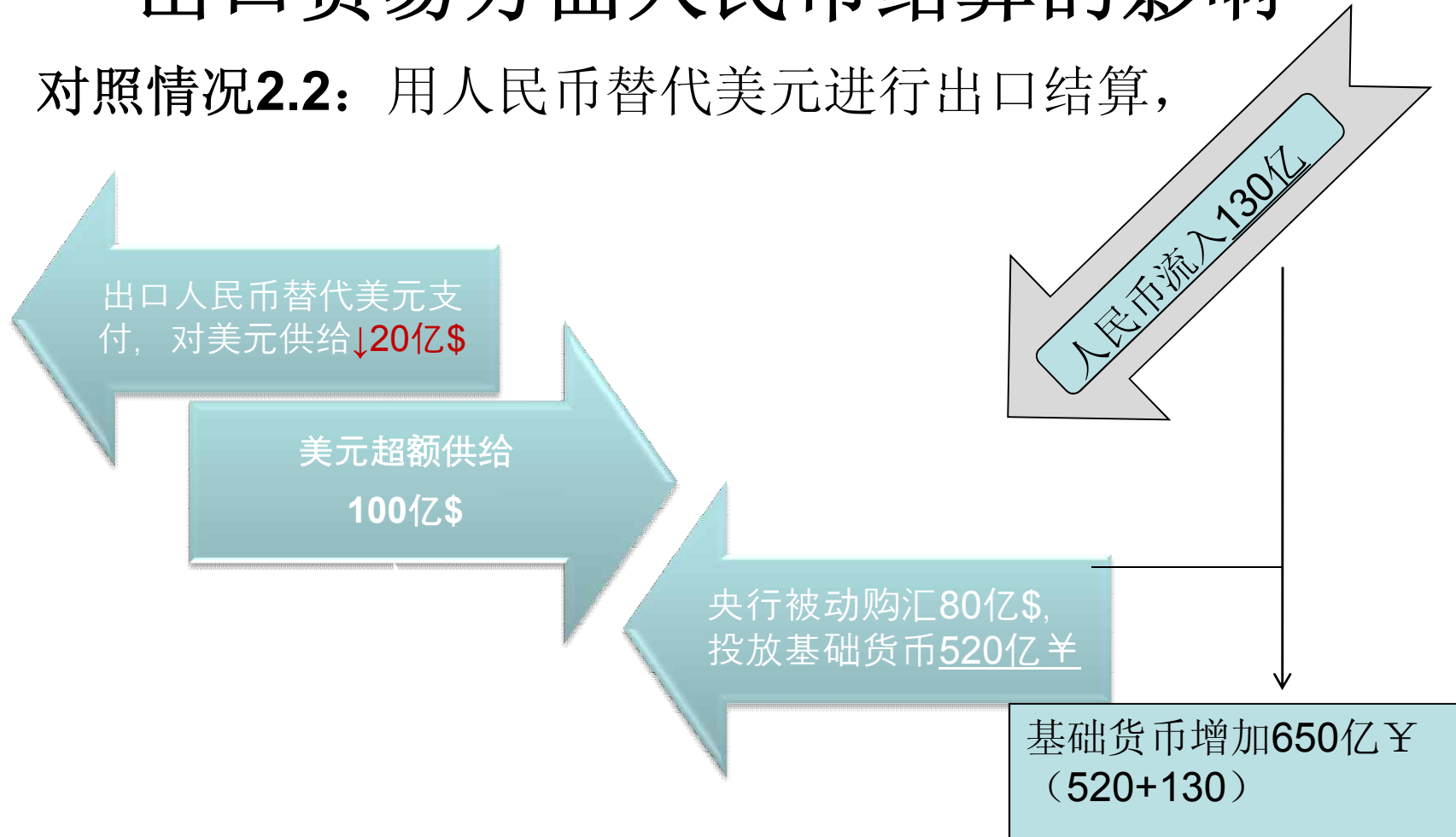
- 基准情况**2.2**：出口货物全部用美元结算收款





2.2 流入渠道的分析： 出口贸易方面人民币结算的影响

- 对照情况2.2：用人民币替代美元进行出口结算，





	基准情况 美元结算	对照情况 人民币结 算	比较	小结
货币供给： 基础货币	+650亿人 民币	+650亿人 民币	增量相同	从货币供求平衡的基 准情况出发，这种状 态没有改变。
货币需求	A	A	人民币交易需 求不变	
货币当局 资产负债表	+100亿美 元外汇资 产（外储）	+80亿美元 外汇资产 （外储） +20亿人民 币资产	外汇资产（外 储）减少20亿 美元，人民币 资产增加20亿 美元等值数量	央行资产结构中的外 汇资产比重下降

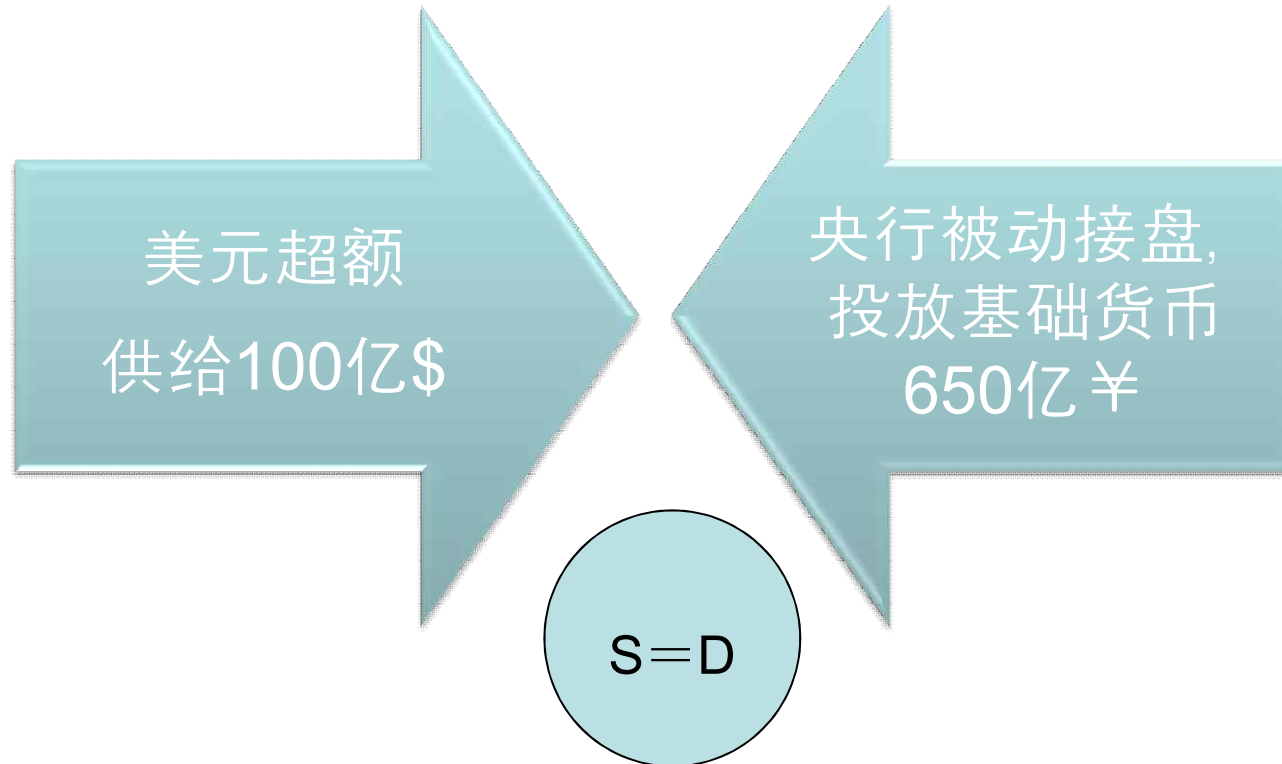
2.3流入渠道的分析：

在香港发行人民币债券后资金回流境内

- 基准情形的选取：
 - (1) 在香港发行美元债券，然后资金回流内地？
 - (2) 在境内发行人民币债券？
- 其一，单边升值预期，香港人民币债券，难以成为美元债券的替代选择；
- 其二，境内机构之所以在香港发行人民币债券，其动机是香港发人民币债券的成本大大低于境内

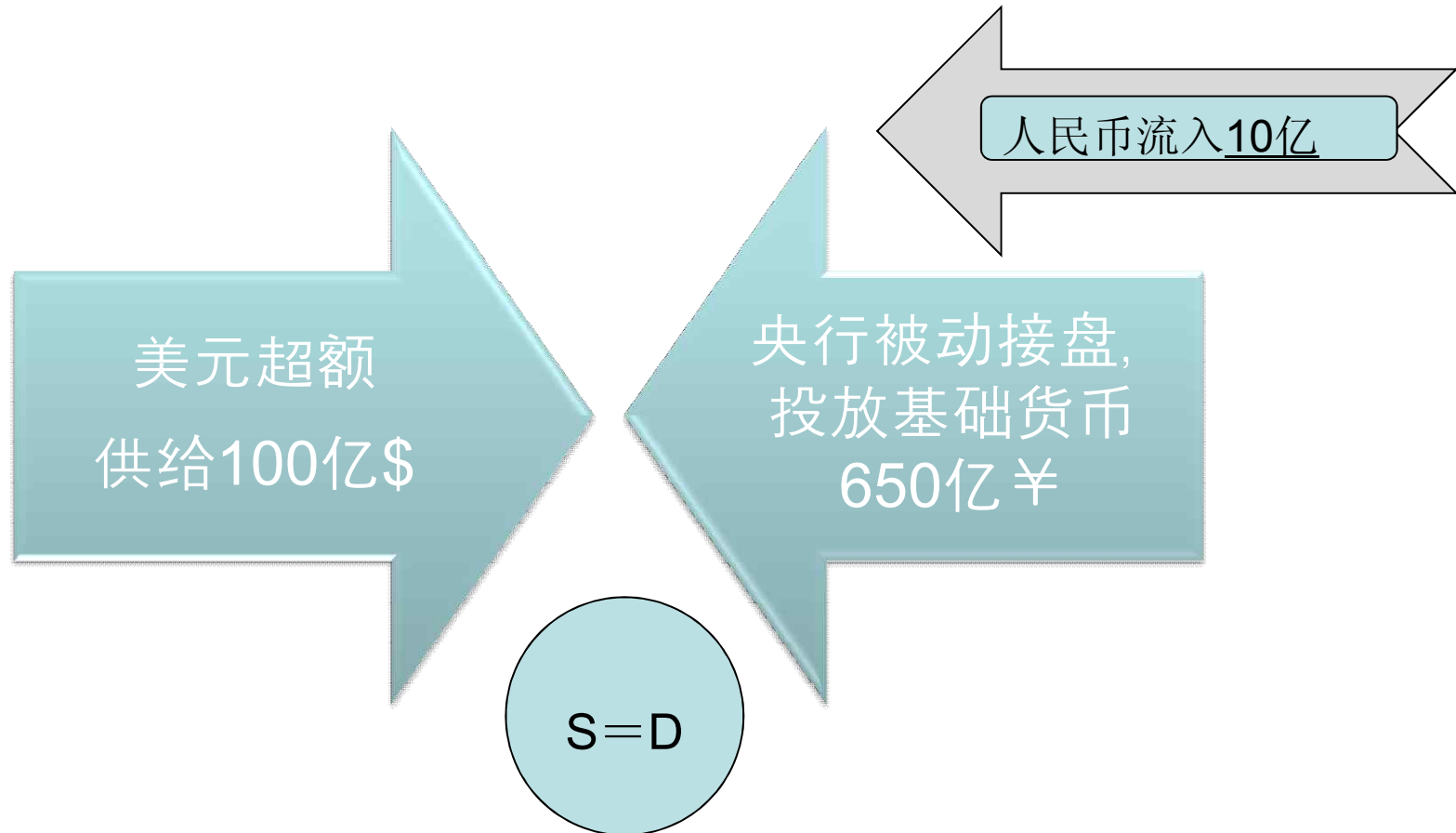


- **基准情形2.3:** 境内企业在境内发行人民币债券10亿





- 对照情形**2.3**:
- 境内企业在香港发行人民币债券**10亿**，资金回流





	基准情况： 境内发行人 人民币债券	对照情况： 在香港发行 人民币债	比较	小结
货币供给： 基础货币	+650亿人民 币	+650亿人民 币	上升	利率下降， 将会引起债 券价格上升 和投机需求 上升，从而 间接影响货 币供求平衡
货币需求	A	A+	利率下降， 引起货币需 求上升	
货币当局 资产负债表	+100亿美元 外汇资产 (外储)	+100亿美元 外汇资产 (外储)	增量相同	没有变化



2.4 流入渠道的分析： 境外机构投资于境内银行间债券市场

基准情况2.4： 由于开放境内银行债券市场之前，境外机构不能投资于这个市场，因此没有基准情况，直接分析该政策本身的影响。



2.4 流入渠道的分析： 境外机构投资于境内银行间债券市场

对比情况2.4:

现有境外机构A，从商业银行B购买国债10亿人民币

商业银行B持有国债减少，同时商业银行持有的现金、准备金增加。

这类似于一个贴现的过程，基础货币增加10亿人民币。

由于始终不涉及外汇，因此外汇储备不变。

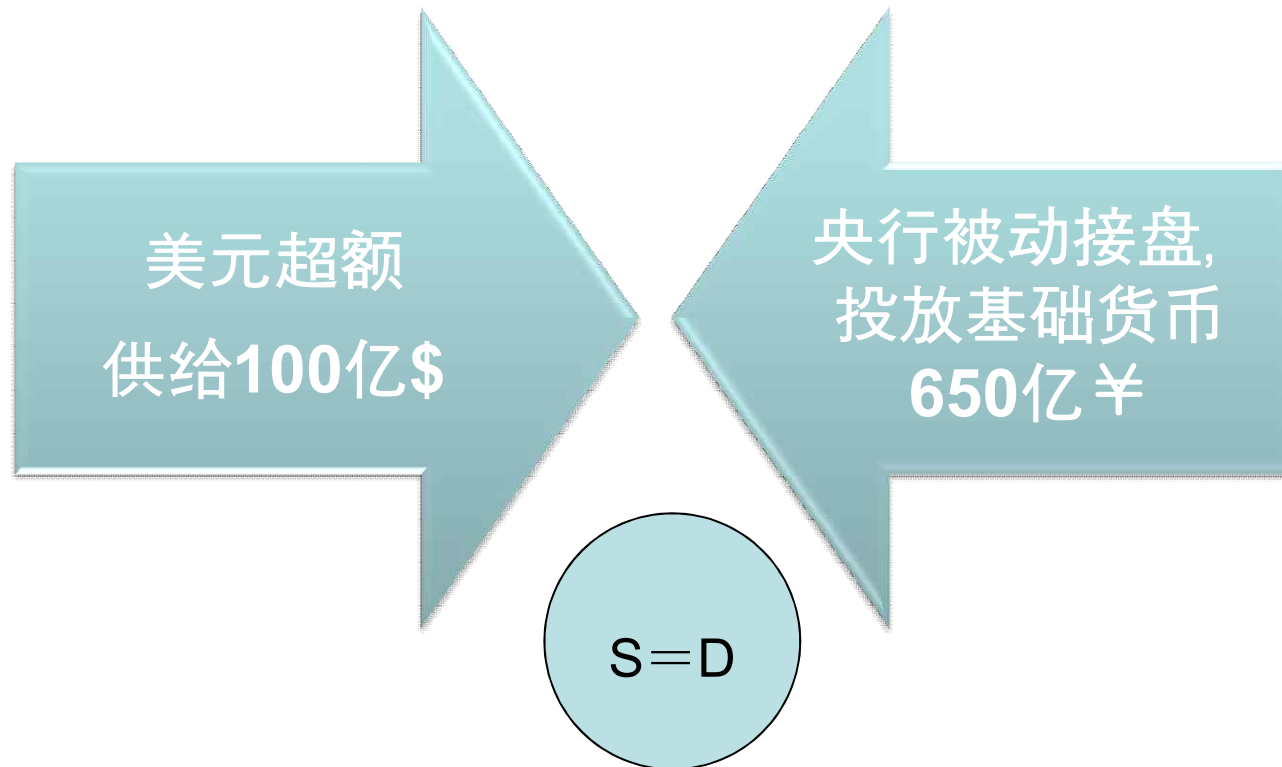


	基准情况 不允许	对照情况 允许	比较	小结
货币供给: 基础货币	---	+ 10亿人民币	上升	货币供给上升, 债券 价格上升, 收益率下 降, 从而导致货币需 求(投机动机)上升, 对货币政策产生冲击
货币需求	---	货币需求上升, 尤 其是投机动机的需 求上升	上升	
货币当局 资产负债表	---	不变	---	不变



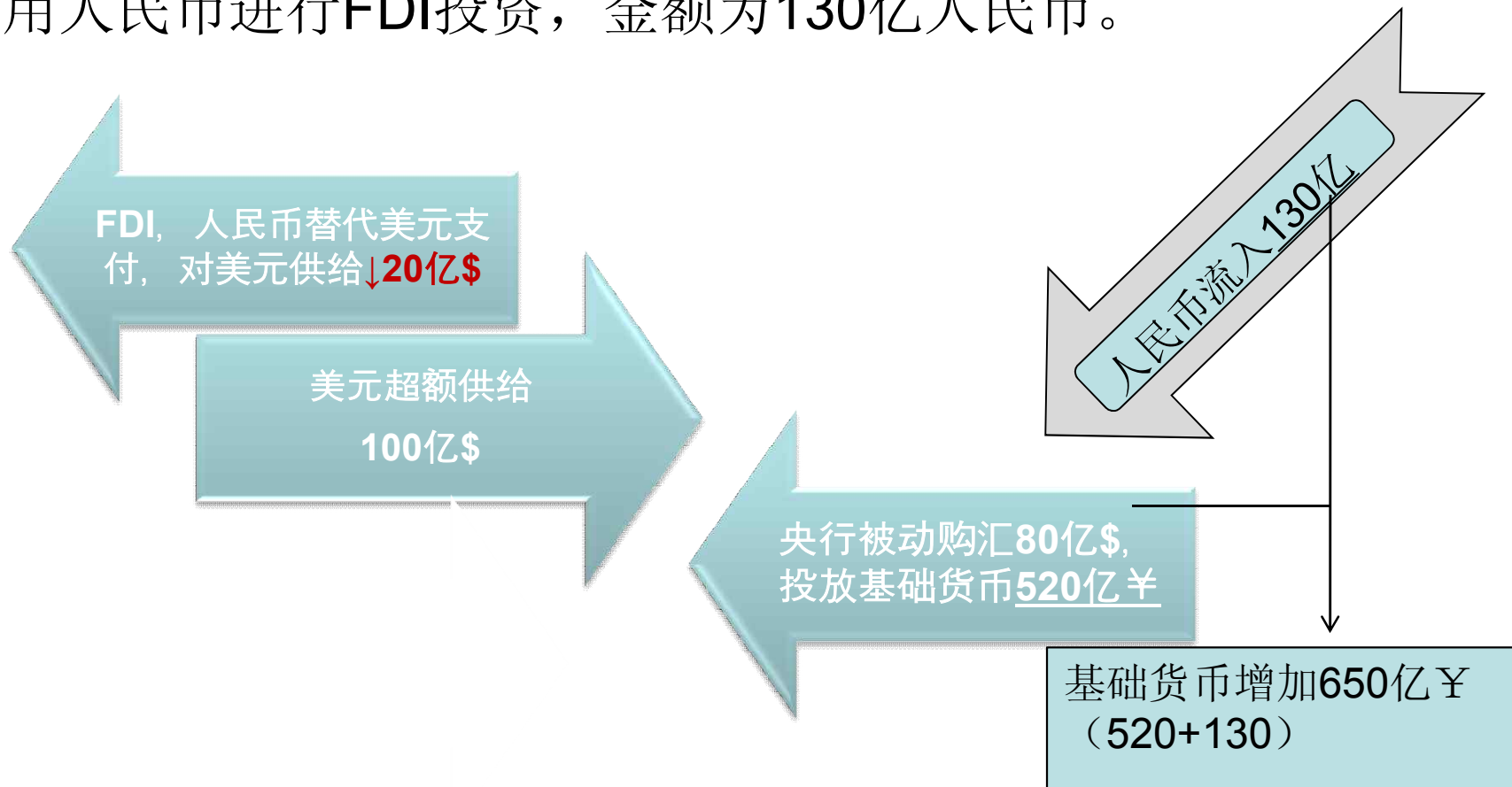
2.5 回流渠道的分析：人民币FDI、人民币IPO

基准情形2.5，用美元进行FDI投资的情况：国外企业进行FDI投资，金额为20亿美元。



2.5 回流渠道的分析： 人民币FDI、人民币IPO

对照情况2.5，用人民币替代美元进行FDI投资：国外企业使用人民币进行FDI投资，金额为130亿人民币。





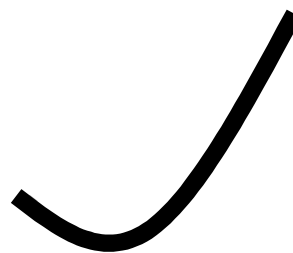
	基准情况 美元FDI	对照情况 人民币FDI	比较	小结
货币供给： 基础货币	+650亿人民币	+650亿人民币	增量相同	货币供给量 和需求量同 时上升，货 币供求基本 维持平衡
货币需求	上升	上升	增量相同	
货币当局 资产负债表	+100亿美元外 汇资产（外储）	+80亿美元外 汇资产（外储） +20亿美元等 值的人民币资 产	外储减少20亿 美元	央行资产结 构中的外汇 资产比重下 降

3. 总结： 人民币跨境流通对利差、汇差的影响

	人民币流出	人民币回流			
	A 🤔	B 👍	C 🤔	D 🤔	E 👍
	进口贸易人民币结算	出口贸易	境内机构在香港发人民币债	充许境外机构投资境内银行间债券市场	人民币FDI和人民币IPO
货币供求	从货币供求平衡的基准情况出发，货币替代以后，货币供给不变，货币需求增加，供小于求，市场出清 利率相对上升 。	货币供、求关系 不变	利率下降 ，使债券价格上升和投机需求上升，	货币供给增大， 利率下降 ，货币需求（投机动机）上升	供给和需求同时上升，供求维持 平衡
外汇储备	↑	↓	—	—	↓
其他	央行资产结构中的外汇资产比重上升	央行资产结构中的外汇资产比重下降	收益率下降，债券价格上升	收益率下降，债券价格上升	央行资产结构中的外汇资产比重下降

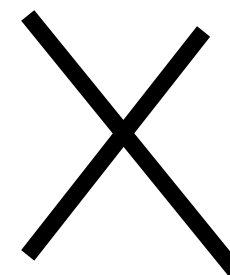
- $A+B$, $A+E$:

货币供给不变, 外储不变



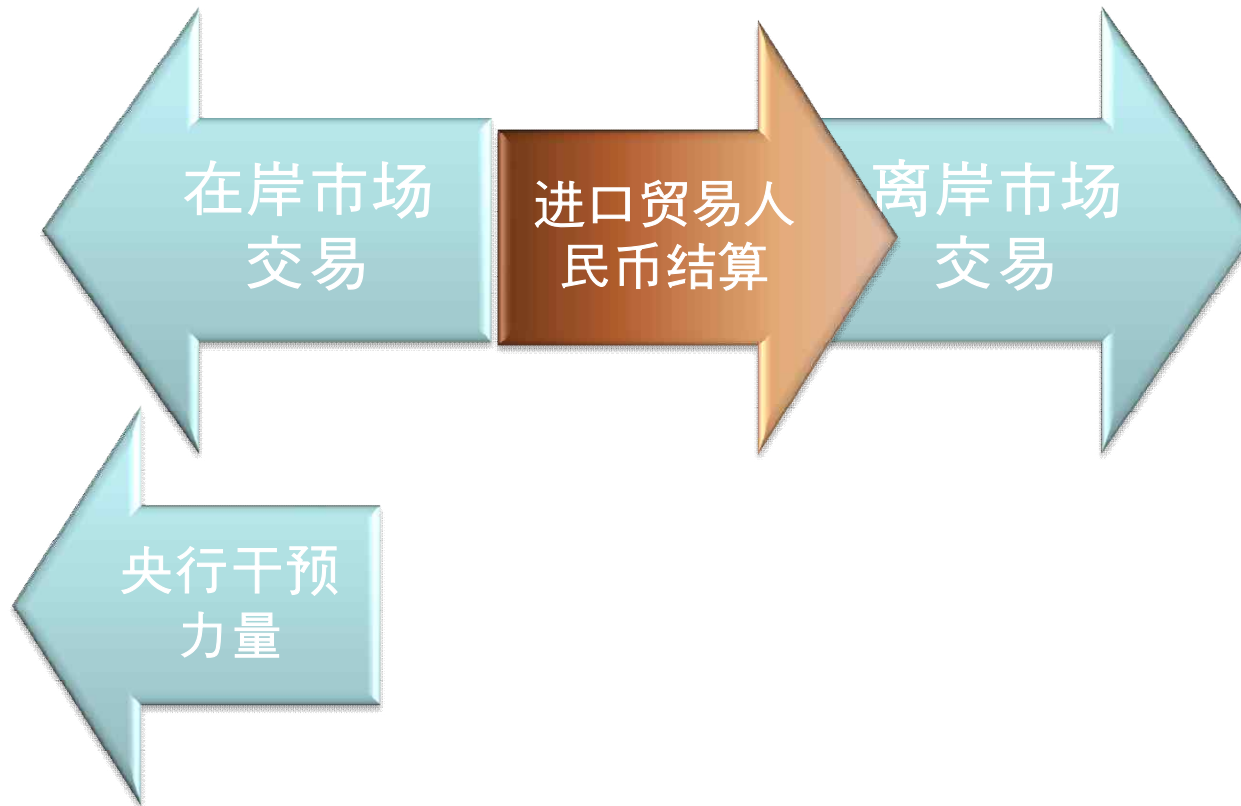
- $A+C$, $A+D$:

货币供给增加, 利率下降, 外储增加



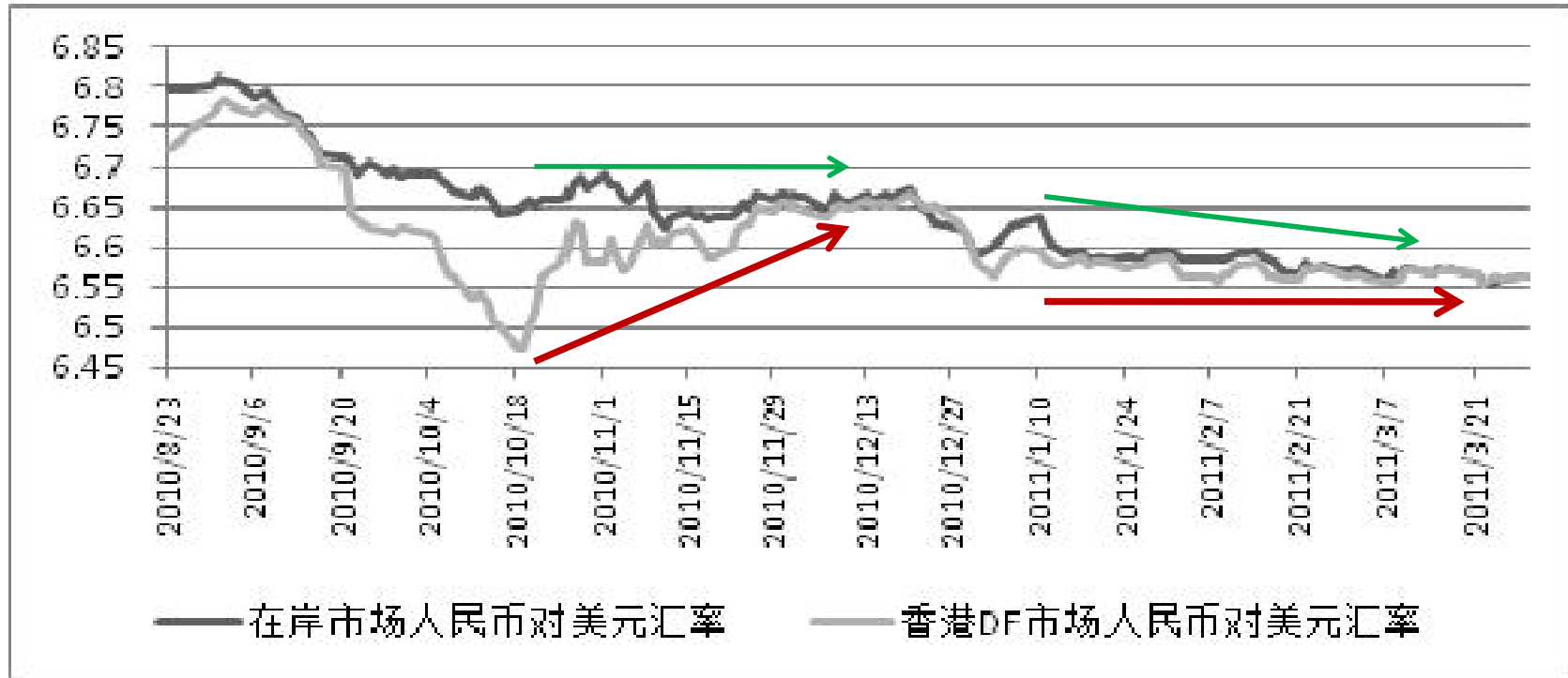


- **3.1进口贸易的人民币结算渠道，使CNY和CNH汇差趋同**





香港市场与内地市场人民币即期汇率的汇差

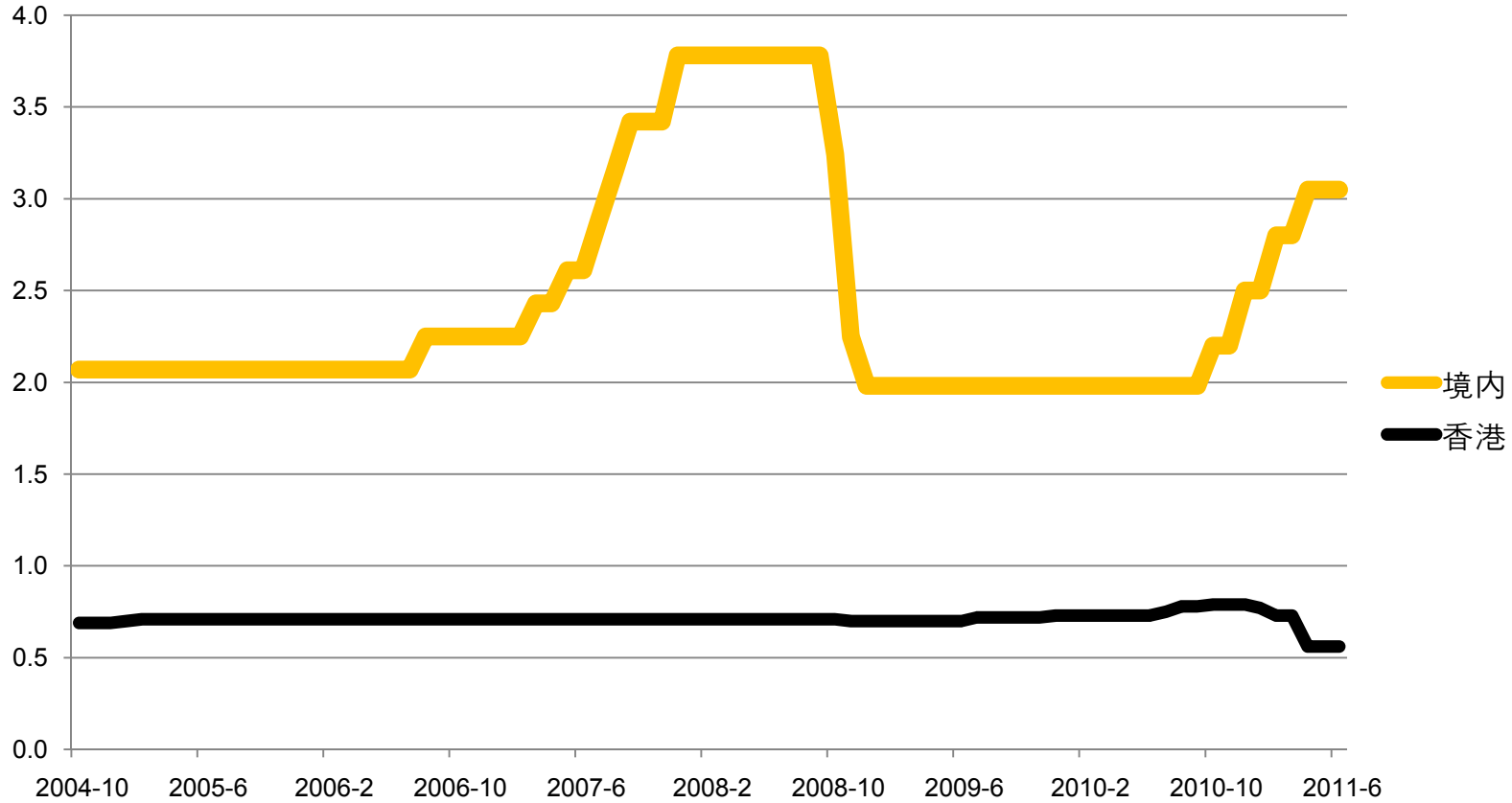




- **3.2**境内机构在香港发人民币债和境外机构投资境内银行间债券市场，使两地利差缩小。



6个月定期人民币存款利率：境内与香港的利差





总结

- 汇改宜走在人民币国际化之前
- 宜先放开、鼓励发展：
出口、**FDI**、人民币**IPO**等渠道
- 对以下渠道应持慎重考虑：
人民币债券回流、境外机构参与境内银行间债券市场
- 汇差、利差缩小机制
- 对人民币国际化的评价





中国社会科学院世界经济与政治研究所
Institute of World Economics and Politics, CASS

谢谢!

徐奇渊
xuqiyuan@hotmail.com