

人民币在境外实现货币替代的
主要交易场所即是依靠离岸市场

。在国际主要货币的货币替代进程中，离岸市场都发挥了重要作用；香港人民币市场发展的成功经验也说明，离岸市场对人民币的货币替代有显著的促进作用，有助于当地市场的培育、扩大交易网络、形成人民币的棘轮效应。

形成人民币货币替代的棘轮效应后，微观主体养成使用人民币的习惯，则宏观政策上以建设和维护人民币货币制度、不断升人民币交易基础设施、监管潜在风险为主要目标，用于培育市场的政策推行成本可以大大降低。未来应继续加快离岸市场建设，在与中国双边贸易发达、且有辐射能力的市场建立离岸市场，通过供应多元化的人民币产品满足

境外投资人的资产管理需求，建设境外人民币资金池，形成人民币境外循环机制。

一、以优质人民币债券产品为突破口

本轮金融危机之后，由美国等主要国际货币输出国或其国内大型金融机构发行的长期债券被视为安全资产

，受到全球投资者的追捧。中国加入SDR

后，人民币计价债券也将成为潜在的安全资产选择。债券市场周期更长，能够吸引更多政府、央行

和大型金融机构，政府和机构如深度参与至人民币债券市场，则可为中国金融市场的发展和人民币货币替代进程的推动打下良好的基础。因此离岸市场发展可以重点通过向海外供给人民币债券作为突破口。虽然随着汇率制度改革，2015年之后离岸市场人民币债

券相比在岸市场不再具有优

势，导致市场规模缩水，但离岸

债券市场对于其所在地的机构和企业投资

人民币安全资产、拓宽融资渠道依然具有重要意义。

二、完善外汇定价机制，形成在岸与离岸外汇市场的协调

目前离岸外汇市场频频受到游资冲击的根本原因在于

人民币汇率形成机制不完善，在岸与离岸人民币

存在价差形成套利空间。离岸人民币外汇市场一般不受人民银行政策干预、市场参与者更多、不设中间价且没有涨跌幅限制，因此离岸市场汇率波动幅度一般大于在岸市场汇率。首先，套汇行为导致资本短时间内快进快出，对国内经济造成冲击；其次，许多企业利用虚假贸易参与套利活动，导致贸易数字虚增，离岸外汇市场脱离实体经济，不能够真实反应经济情况；三是货币数量频繁变化，对政府汇率干预能力带来难度，币值稳定的目标可能受到冲击。同时离岸汇率市场过热导致在岸离岸市场结构失衡，中国境内是最大的人民币中心，相应的由汇率管理需求形成的汇率市场也应该是全球的中心，同时境内市场由中国人民银行供最终流动性支持，对人民币价格的波动进行管理。因此在岸与离岸市场的融合应以在岸市场为主。

三、继续推动在岸与离岸的互联互通机制创新

2015年以来陆续在香港离岸市场试点的“股票通”（“沪港通”、“深港通”）和“债券通”产品体现了国际投资者对于中国市场的浓厚兴趣。以“债券通”为例，从2017年启动以来，截至2018年3月底，已有来自22个司法辖区的288家经批准的国际投资机构、24家境内交易商、55家香港本地托管机构和20家香港外汇结算银行参与“债券通”业务。境内资本市场短时间内不会完全开放，因此发展离岸市场作为与境内市场联通的中介具有积极作用。首先，在岸与离岸的互联互通机制降低了国际投资者参与人民币业务的交易成本。

目前直接参与中国金融市场交易依然存在较高的政策合规要求，大型跨国金融机构一般都在香港、伦敦等国际金融中心设有分支机构，由国际金融中心直接供人民币产品，法律、税务、会计标准更为熟悉，也便于机构投资者将人民币资产纳入资产组合中集中管理，在这些地区的离岸市场直接参与人民币业务的交易成本自然较低。

其次，较低的交易成本将吸引更多的国际投资者参与，尤其对于暂时不具备直接在中国境内投资条件、尚未参与人民币资产投资的机构和个人而言，通过较低的交易成本进行尝试更具吸引力，这将进一步促进离岸人民币交易的活跃度。再次，更加活跃的离岸市场将会更好地发挥价值发现功能，且人民币资产与全球其他货币资产在同一资产大类的市场内进行交易，人民币资产价值将得到更好的体现。基于以上考虑，应将“股票通”（“沪港通”、“深港通”）和“债券通”的“北向通”产品扩大至伦敦、新加坡等国际金融中心的人民币离岸市场。同时继续推行在岸与离岸市场互联互通机制的创新设计，在香港离岸市场先行先试之后再考虑扩大至其他地区。

四、利用开放银行模式提高中资银行的海外服务能力

以商业银行为代表的金融机构是海外提供人民币金融服务的主要力量，尤其对于国内企业“走出去”具有重要支持作用。商业银行在海外设置分支机构受到当地政府监管、法律规章的限制，目前来看，我国商业银行境外机构的数量依然有限，尤其在我国企业“走出去”的重点区域中，东欧、中亚、南美等地的网点依然较少。

海外网点的拓展和运营成本都很高，单一网点的服务范围和辐射能力有限，很难在海外形成全覆盖的服务网络。尤其在现阶段的人民币货币替代，市场需求有限，海外分支机构除了支持我国企业“走出去”外，其他业务需求有限，很难实现独立盈利，也就影响了银行向欠发达地区进一步海外拓展的动力。近年在全球银行业兴起的开放银行模式，凭借互联网网络覆盖能力和数据资源优势，可以降低金融机构海外拓展和运营的成本。

第四节提高风险识别能力，丰富风险管理手段

一、利用大数据技术对系统高风险的识别能力

系统性风险的分析、识别及监测是宏观审慎政策框架建立的基础。完善的金融数据有利于尽早甄别经济异常波动、预防系统性风险的爆发。而目前监管机构对于经济活动的实时数据收集和监测还主要局限于宏观金融交易体系内，其他经济活动的数据或是覆盖维度不全，或是通过传统收集和统计手段时效性较差。随着互联网和移动支付的发展，多数经济活动都已经可通过网络实现。因此可以打通不同的微观监管机构、金融机构之间的数据网络，建立金融数据共享机制。运用大数据技术对于

机构、企业和居民的经济活动进行实时监控，针对经济活动实时数据设置一定的风险预警值，在风险预警值达到相应标准时采取相应管控措施。这样，经济微观上的波动可以迅速受到重视，利用风险预警提前预防风险的传染和扩大。

二、对高频投机交易开征金融交易税

金融交易税是政府为了遏制短期高频的投机交易，针对金融市场上的买卖交易所征收的税种，比较著名的有对外汇及其衍生品征收的“托宾税”，除此之外还有对金融证券交易、银行交易等征收的税种。金融交易税在国际范围内都有一定成功经验

。设置金融交易税的目的在于避免金融市场远离实体经济，仅依靠短期投机者参与而导致资金大进大出。金融交易税本质是提高了人民币的交易成本，对金融市场的发展有一定抑制作用，因此对政策制定的要求非常高。政策过于宽松，达不到抑制作用；课税范围过窄，则很容易被规避，并导致市场局部充斥投机成分；政策过于严格或税制设计不合理，会损害正常投资者的积极性，损害金融市场的长期发展。

随着人民币货币替代进程的不断推进，资本市场不断开放，跨境资本流动的风险日益凸显，作为我国宏观审慎监管框架中的重要环节，建议可以在恰当的时机对投机交易带来问题比较明显的外汇市场先行试点征收托宾税，进而通过合适的税制设计，扩展建成完整的金融交易税体系。

三、慎重稳步开放资本市场

人民币可自由兑换是实现货币替代的重要前，因此开放资本市场势在必行。但从历史经验和中国实践来看，资本项目下的可兑换实现过程中必然遇到诸多风险，国内经济会持续受到外来冲击。因此在开放过程中必须以审慎为原则，结合国内外经济与金融市场当时的实际情况，慎重稳步实现开放。

首先，随着人民币货币替代进程未来长时间内的不断推进，开放与管制可以动态调整。目前我国资本账户已在逐步开放，但资本市场开放的过程与顺序并不是固化的、不可逆的，在货币替代的不同阶段，国际市场和国内经济情况不同，主要存在的

风险也不同，相应的宏观交易成本自然也不同。人民币国际化的最终目标是经济稳定发展，同时宏观经济稳定也是履行货币职能的前。因此在资本市场开放过程中应始终以经济稳定发展为核心目标，避免宏观交易成本阶段性过分增大而导致对整体经济的影响。？

资本账户完全开放意味着国内市场更多地受到外来风险冲击，对宏观经济的风险承受能力要求很高，需要健康坚实的综合国力基础、成熟有深度的金融市场、行之有效的宏观调控政策方能有效分散风险的冲击。目前我国还未完全具备以上条件，资本市场的开放需要与金融市场改革、汇率制度改革、配套法律和监管体系建设共同推进。

因此，短期内应继续以开放有真实交易背景的直接投资和有真实贸易背景的融资信贷活动为主，有利于国内企业的对外贸易活动和投资活动的进行，推动人民币的货币替代程度。在长期金融市场及配套基础设施较为成熟、人民币货币替代程度较高、市场对人民币资金管理需求高后，再逐步放开对资产类交易的管制，直至完全实现可兑换。