

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15720101151867

UDC_____

廈門大學

硕士学位论文

境内外人民币汇率互动关系: CNH 市场建立前后

The Interaction among Domestic and Overseas RMB

Foreign Exchange Rates: Before and After the

Establishment of CNH Market

张 豪

指导教师姓名: 郑 建 军 副 教 授

专 业 名 称: 世 界 经 济

论文提交日期: 2013 年 4 月

论文答辩时间: 2013 年 月

学位授予日期: 2013 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2013 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘 要

香港离岸人民币市场（CNH 市场）建立前，人民币外汇市场主要由境内外汇市场和境外无本金交割远期外汇市场（NDF 市场）构成，境内外人民币汇率的互动关系即表现为以上两个市场之间的互动关系。CNH 市场建立后，人民币外汇市场中增加了香港离岸人民币外汇市场，因此，境内外人民币汇率互动关系增加了境内人民币外汇市场与 CNH 外汇市场的互动关系、境外 NDF 市场与 CNH 外汇市场之间的互动关系，同时，新增的 CNH 外汇市场也会影响原本两个市场之间的互动关系。

本文以全新的视角，将 CNH 市场的建立时间作为分界点，运用协整检验和格兰杰因果关系检验研究该市场建立前后境内外人民币汇率之间的互动关系的变化。研究发现，CNH 市场建立后境外 NDF 汇率对境内即期汇率引导作用增强；境内即期汇率与 CNH 即期汇率存在长期均衡和回馈关系，CNH 远期汇率对境内即期汇率尚无引导作用；CNH 汇率与境外 NDF 汇率存在长期均衡和回馈关系。此外，依据各个市场特点，本文对以上实证检验结果进行解释，并针对境内汇率形成机制市场化改革、CNH 市场的纵深发展以及监管和预警机制提出相应的对策建议。

关键词：人民币外汇市场 汇率互动 协整检验 格兰杰检验

Abstract

Before the establishment of CNH market, RMB foreign exchange market is mainly composed of domestic foreign exchange market and NDF market, so the interaction between domestic and overseas RMB foreign exchange rates is characterized by the interaction of the above two markets. After the establishment of CNH market, the CNH foreign exchange market became the third component of RMB foreign exchange market. Consequently, the interaction between domestic foreign exchange market and CNH foreign exchange market as well as the interaction between NDF market and CNH foreign exchange market are new important relations in terms of interaction among domestic and overseas RMB foreign exchange rates. Moreover, Newly established CNH foreign exchange market may also affect the interactive relations between the previous two markets.

This thesis examines the interaction among domestic and overseas RMB foreign exchange rates before and after the establishment of CNH market, applying methods of Cointegration Test and Granger Causality Test. The research suggests that after the establishment of CNH market, NDF starts to granger cause domestic spot rate, domestic spot rate and CNH spot rate are long-term equilibrium and bi-directional relationship, CNH forward exchange rate doesn't granger cause domestic spot rate, as well as CNH and NDF foreign exchange rates are long-term equilibrium and bi-directional relationship. In addition, this thesis gives explanation to the the empirical results, and brings up relevant suggestions, including domestic exchange rate formation mechanism reform, deepening and enlargement of CNH market as well as promoting monitoring and early warning mechanism of CNH market.

Keywords: RMB foreign exchange market; Foreign exchange interaction; Cointegration Test; Granger Causality Test.

目 录

中文摘要.....	I
英文摘要.....	II
第 1 章 导论	1
1.1 选题背景及意义	1
1.2 研究框架及方法	2
第 2 章 研究综述	5
2.1 价格发现理论	5
2.2 离岸金融市场概念	6
2.3 离岸人民币市场建立背景及区位选择	7
2.4 香港离岸人民币市场	8
2.5 境内外外汇市场互动关系	10
第 3 章 境内外人民币汇率的互动关系——CNH 市场建立前.....	12
3.1 人民币外汇市场概述	12
3.2 境内即期汇率与境外 NDF 汇率互动关系分析	15
第 4 章 香港离岸人民币市场的建立与发展	21
4.1 CNH 市场建立初衷	21
4.2 CNH 市场发展历程	22
4.3 CNH 市场发展驱动因素分析	24
4.4 CNH 市场建立对人民币外汇市场格局的改变	25
第 5 章 境内外人民币汇率的互动关系——CNH 市场建立后.....	28
5.1 境内即期汇率与境外 NDF 汇率互动关系分析	28
5.2 境内即期汇率与 CNH 汇率的互动关系分析	32
5.3 CNH 汇率与 NDF 汇率的互动关系分析	37
第 6 章 结论和对策建议	42
6.1 结论	42
6.2 对策建议	44
参考文献.....	47
致 谢.....	51

Contents

Abstract in Chinese	I
Abstract in English	II
Chapter1 Introduction	1
Section1 The Background and Meaning	1
Section2 The Structure and Method	2
Chapter2 Research Review	5
Section1 Price Discovery Theory	5
Section2 Offshore Financial Market	6
Section3 Background and Location Selection of Offshore RMB Market	7
Section4 Hongkong Offshore RMB Market	8
Section5 Interaction among Domestic and Overseas Foreign Exchange Rates	10
Chapter3 The Interaction Among Domestic and Overseas RMB Foreign Exchange Rates: Before Establishment of CNH Market 1 ..	12
Section1 An Overview of RMB Foreign Exchange Market	12
Section2 An Analysis of Interaction among Domestic Spot and NDF Foreign Exchange Rates	15
Chapter4 The Establishment and Development of Hongkong Offshore RMB Market	21
Section1 Purposes of Establishment of CNH Market	21
Section2 Development Process of CNH Market	22
Section3 Driving Factors of Development of CNH Market	24
Section4 Impacts on RMB Foreign Exchange Market Structure	25

Chapter5	The Interaction Among Domestic and Overseas RMB	
	Foreign Exchange Rates: After the Establishment of CNH Market..	28
Section1	An Analysis of Interaction among Domestic Spot and NDF Foreign Exchange Rates	28
Section2	An Analysis of Interaction among Domestic Spot and CNH Foreign Exchange Rates	32
Section3	An analysis of Interaction among CNH and NDF Foreign Exchange Rates	37
Chapter6	Conclusion and Suggestions	42
Section1	Conclusion	42
Section2	Suggestions	44
Reference.....		47
Acknowledgement.....		51

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第1章 导论

作为本文的导论，第1章将首先从本文选题背景和选题意义两个方面进行概述。人民币国际化有着特殊的限制条件，香港离岸人民币市场建立在我国人民币国际化路线中又起到独特的作用，香港离岸人民币市场自建立以来快速发展，这些都使得香港离岸人民币市场备受关注。更为具体的，研究香港离岸人民币市场建立与发展对人民币外汇市场互动关系的影响具有较强的现实意义。

1.1 选题背景及意义

本次全球金融危机以来，我国加快了人民币国际化的进程，尤其表现在其在人民币跨境使用方面所做出的努力。中国人民银行希望通过这样一个特殊的机遇和窗口使得人民币在贸易和投资方面的跨境使用以较快的速度发展。

当前，我国推动人民币国际化，或者说人民币跨境使用最重要的制度限制是我国尚未实现人民币资本项目的完全可兑换。按照国际货币基金组织2011年《兑换安排与兑换限制年报》划分的40项资本项目组，目前中国不可兑换项目有4项，占比10%，主要是非居民参与国内货币市场、基金信托市场以及买卖衍生品工具；部分可兑换项目有22项，占比55%，主要集中在债券市场交易、股票市场交易、房地产交易和个人资本交易四大类；基本可兑换项目14项，主要集中在信贷工具交易、直接投资、直接投资清算等方面。中国人民银行在这样的限制下选择了一条新的道路：通过创设香港离岸人民币市场逐步推进人民币国际化，即通过离岸市场在向境外部分开放国内金融市场的同时，又相对隔离人民币国际化中国际金融风险向国内市场传递。利用这种制度安排中本身存在的倒逼机制，同步推进国内汇率、资本管理等领域的改革。

在这样的路径规划下，从2009年开始中国政府出台一系列相关政策积极推动人民币在香港的贸易结算以扩大香港人民币资金池，增加人民币供给，在2010年初步建立了香港离岸人民币市场。为了增强香港人民币市场的深度和广度，扩大香港人民币金融产品，政策推动大力发展香港人民币债券市场；为了完善境内与离岸人民币市场之间的循环机制，政策放松一系列管制，扩大离岸人民币市场回流到内地的渠道（如FDI、RQFII、投资于境内银行间债券市场、离岸人民币

贷款等)。

在中国人民银行和香港金管局共同推动下，在市场对人民币持续升值的预期下，从 2010 年起香港离岸人民币市场取得了迅猛的发展，无论是跨境贸易结算量、人民币存款量还是香港人民币债券等金融产品均快速扩张，尽管这一进程在 2011 年下半年一度出现放缓，但市场仍处于不断成长之中。香港离岸人民币市场的发展与人民币的跨境使用、人民币国际化以及人民币资本项目开放的进程密切相关。由于推动香港离岸人民币市场发展的一系列政策实质上是对境内市场管制的区域性逐步放松，因此离岸市场的纵深化发展会对原本的金融市场格局与作用机制产生重要影响，人民币外汇市场就是其中之一。

在香港离岸人民币市场建立之前，由于中国资本项目的管制，海外投资者接触人民币最重要的途径就是无本金交割远期外汇市场，该市场成为境外市场参与者下注人民币升值以及对冲汇率风险套期保值的最佳工具。2005 年我国实行了汇率制度改革，2006 年国家外汇管理局禁止国内商业银行和其他任何机构参与境外无本金交割远期外汇交易，虽然以上两个事件均对境内外汇市场和境外无本金交割远期外汇市场的关系产生一定影响，但这种二元关系一直比较稳定。香港离岸人民币市场建立后，这一关系之外增加了境内人民币外汇市场与香港离岸人民币外汇市场的关系和境外无本金交割远期外汇市场与香港离岸人民币外汇市场的关系。同时，新增市场使得境内人民币外汇市场和境外无本金交割远期外汇市场的互动关系也不可避免的发生了改变。那么，探究香港离岸人民币市场建立前后，人民币汇率互动关系的改变，对监管层和投资者均有重要意义。对于监管层来说，互动关系传达出境外市场对人民币的接受程度以及市场预期，这是今后政策走向需要考量的重要因素；对于市场参与者来说，准确把握人民币汇率之间互动关系的改变能更好的理解市场并规避风险。

1.2 研究框架及方法

1.2.1 研究框架

基于目前国内外对香港离岸人民币市场建立与发展的研究以及对境内外汇率市场互动关系问题的研究，根据本文的研究目的，本文的研究框架如下：

第 1 章 绪论，简述了本文的选题背景及意义、研究框架及方法，是对本文研

究起点和思路的概括。

第2章研究综述是对本文涉及的重要概念、支撑本文理论分析的重要理论以及现有文献相关议题研究进展的概述。该部分重点概述了价格发现理论、离岸金融市场的概念，另外，国内外学者对离岸人民币市场建立背景及区位选择、香港离岸人民币市场的研究以及境内外外汇市场互动关系的研究也进行了阐述，这是本文研究的理论与方法基础。

第3章首先研究了香港离岸人民币市场建立前境内外人民币汇率的互动关系，该部分分别从境内和境外两个人民币外汇市场角度，概述了CNH市场建立前我国外汇市场的情况，接着借助协整检验和格兰杰因果关系检验等计量方法探究了境内即期汇率和境外NDF汇率之间的互动关系。

第4章作为一个基础性章节，从建立初衷、发展历程、发展驱动因素等三方面概述了香港离岸人民币市场的建立与发展，基于此介绍了该市场的建立对人民币外汇市场格局的改变。这是下一章实证分析的基础。

第5章重点分析了香港离岸人民币市场建立后境内外人民币汇率的互动关系。由于原本的两个市场之间的关系，变为三个市场之间的关系，为了更为清晰的描述香港离岸人民币市场的建立带来的影响，也为了更为科学的使用可得的数据，本章分3节进行陈述，包括境内即期汇率与境外无本金交割远期汇率互动关系、境内即期汇率与香港离岸人民币市场汇率互动关系以及香港离岸人民币市场汇率与境外无本金交割远期汇率互动关系。

最后第6章基于前三章的研究，对本文得到的重要结论进行总结，进而从境内汇率形成机制市场化改革、香港离岸人民币市场发展及离岸人民币市场监管与预警机制三方面提出相关对策建议。

1.2.2 研究方法

本文在研究分析过程中，主要用到以下几种方法：

(1) 规范和实证分析结合：本文采用规范和实证分析相结合的方法对人民币汇率互动关系进行研究。规范分析的方法能厘清人民币汇率不同市场的特点以及之间的作用机制。实证研究方法适合更精准刻画这种互动关系，将这种互动关

系以更直观可量化的形式呈现，是对规范分析的验证，这样相关结论和政策建议也更有据可依。

(2) 比较分析法：本文以 CNH 市场的建立作为时间分界点，对比分析了建立前后人民币汇率之间的互动关系，这种对比分析更能清晰的表现出 CNH 市场建立对人民币外汇市场产生的影响。

(3) 图表分析法：本文在定性分析人民币各个外汇市场之间的互动关系时，运用了大量的图形和表格，从而更加直观、方便的对研究对象进行对比。

1.2.3 创新点

在前人相关研究的基础上，本文主要有以下创新点：

(1) 在研究背景的选取上，本文结合香港离岸人民币市场建立前后两个时期，全面而有效的进行了横向和纵向的实证分析，角度较为新颖，且具有很强的现实意义。

(2) 在研究对象的选取上，本文全面选择了三个人民币汇率市场，相比之前的研究，实证研究中所使用的数据量更丰富，数据对比使用的方式更为合理，因而结果更具可信性。

(3) 在研究方法的选取上，本文针对各个人民币汇率市场之前的关系，一以贯之的利用先定性后定量的方式，结合协整检验、格兰杰因果关系检验等计量方法，为本文结论和建议提供了逻辑清晰、全面而直观的基础。

第2章 研究综述

本章是对本文涉及的重要概念、支撑本文理论分析的重要理论以及现有文献相关议题研究进展的概述。该部分重点概述了价格发现理论、离岸金融市场的概念，另外，国内外学者对离岸人民币市场建立背景及区位选择、香港离岸人民币市场的研究以及境内外外汇市场互动关系的研究也进行了阐述，这是本文研究的理论与方法的基础。

2.1 价格发现理论

经济合作与发展组织（OECD）对价格发现做出的定义是：“某一商品的供给与需求相配比时市场价格的达成过程”，OECD认为“金融市场通过聚集购买者与出售者、通过使交易过程透明化，有助于市场价格的发现”。O'Hara(2003)^①认为资产价格在市场存在着一个不断演化的过程，市场起着提供流动性与价格发现的作用。其中，流动性是指买方与卖方的匹配，价格发现是指新的信息作用于资产价格的过程。可见，价格发现是不断寻找均衡价格的过程，也是将包含在投资者交易行为中的信息转化为市场价格的过程。研究的一个基本问题是：在同一时点同一资产在不同市场中是否可以同样的价格购买到，如果有新的信息同时传播到不同的市场中，是否会立即同时影响即期和远期资产价格。

就外汇市场而言，远期市场的价格发现功能指远期汇率市场可将新的信息传递到即期外汇市场，对即期外汇市场的价格产生引导作用。同样的，若即期外汇市场可对新的信息立即作出反应，那么即期市场也表现出价格发现的功能。总之，价格发现与信息传递有关，无论即期还是远期市场只要能迅速对新的信息产生反应并起到信息传递的作用，就具有价格发现的功能。

在一个完全市场中，远期市场和即期市场都会受同样因素的影响，如果价格出现了差别，立刻被套利者发现并进行套利。同时，远期市场的价格发现需要有一个重要前提：投机者与套期保值者比例需要在一定范围之内，套期保值者是促进远期价格向即期价格回归的重要力量，保证了远期价格与即期价格的趋同。投机者承担了套期保值者所分散的巨大风险，增强了市场的有效性。套期保值者和

^① O'hara, Maureen. Liquidity and Price Discovery [Z]. Cornell University, 2003.

投机者需要保持在合理的范围内，如果套期保值者过少，则市场投机性过强，容易导致价格失真；但是如果套期保值过多，则市场有效性不足，市场价格将不能有效反映信息的连续变化。^①

一般而言，市场流动性越好、市场限制越少、交易成本越低、能够反映整体性新信息，其价格反映信息的程度越快，从而产生了所谓的交易成本假说、交易限制假说和市场信息假说。在不完全市场中，市场流动性、市场限制、交易成本和信息全面性均会影响即期与远期市场之间的信息传递和价格发现功能，进而会影响不同外汇市场之间的汇率价格互动关系。这一点在分析人民币多个外汇市场之间互动关系时显得尤为重要。

2.2 离岸金融市场概念

目前对离岸金融市场尚无统一定义，主流的定义有两种。

一种是比较传统的定义，它强调的是交易货币的离岸性和交易主体的非居民性。国际清算银行（BIS）给离岸金融定义为这样一种金融体系，即在这类金融体系下，各家银行的外部资产和负债与其国内经济的经常账户交易不成比例。国际货币基金组织（IMF）也认为离岸金融是指银行及其它机构吸收“非居民”资金向非居民提供的各种金融服务。可以看出，离岸金融业务具有特殊的法律和货币经营特征。主要表现为两点特别之处：其一，离岸金融业务往往独立于东道国的在岸金融体系之外，账户分离，适用不同的法律；其二，离岸机构吸收和运用的是注册地国家货币之外的其他国际货币。^②

对离岸金融市场的第二种主流的定义是伴随着国际银行设施（IBF）的建立而确立的。传统的国际离岸金融市场的定义已不能涵盖新型的离岸金融市场。离岸的“岸”不局限于国境，准确一点来说，它是一国国内金融体系的边界，是一个虚拟的“岸”。同时，新定义淡化了判断货币的标准。在新的定义中，离岸金融市场和离岸金融货币的主要特征是特殊的监管、优惠的税收制度以及非居民性的集合。Hampton(1994)对离岸金融的解释为“在立法上与国内监管体系相分离的金融活动”。^③Jean-Philippe Chetcuti 以国际上通行的准则为区分标志，认为遵

^①黄学军,吴冲锋.离岸人民币非交割远期与境内即期汇率价格的互动:改革前后[J].金融研究,2006,(11):83-89.

^②IMF. Offshore Financial Centers [Z]. IMF Background Paper, 2000.

^③ Hampton, M. P. . Treasure Islands or Fool's Gold: Can and Should Small Island Economies Copy Jersey?

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库