铸就“强大货币”：五大国际货币离岸市场深度测算——兼论日元离岸市场发展的借鉴启示

蒋一乐

摘　要　是否被非居民广泛使用是判定强大的国际货币的核心指标。非居民之间形成的离岸市场，是货币国际使用最为鲜活的市场。文章从市场深度的定义出发，采用 3 个维度和 6 个指标衡量了五大国际货币的离岸市场深度，并着重比较了日元和人民币离岸市场的发展历程。研究发现，人民币离岸市场已初具规模，有突出表现的是外汇市场，外汇市场的产品多样性、地域多样性和价格流动性均可与美元、欧元、英镑和日元相媲美。然而，人民币离岸市场仍存在利率波动大、离岸债券和离岸银行发展滞后的短板，说明目前人民币尚未真正实现国际广泛使用和长期留存。日元的经验表明，推动本币离岸市场发展必须以长期经济增长和金融稳定为基础，而这依赖于宏观政策的有效统筹和实施。未来，在保持国内经济金融稳定发展的前提下，建议以中国国债为突破口，重点发展离岸债券市场，鼓励人民币清算行为当地主体提供人民币投融资金融服务，完善离岸人民币流动性供给机制，进而推动人民币成为真正强大的国际货币。

关键词　国际货币　离岸市场　市场深度　人民币

一、引言

2023 年中央金融工作会议明确提出加快建设金融强国的目标。随后，在 2024 年 1 月举办的省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班开班式上，习近平总书记对金融强国做了深入阐释，并提出“六个强大”的关键核心金融要素，即强大的货币、强大的中央银行、强大的金融机构、强大的国际金融中心、强大的金融监管、强大的金融人才队伍。其中，强大的货币排在首位，是金融强国的基石。

什么是强大的货币？从一般意义上讲，一国货币如果能很好地履行价值尺度、流通手段、支付手段和储藏手段等基本职能，那么就可以称之为强币。然而，仅从这个角度理解是不完备的，还需考察该货币在多大范围内发挥这些职能。这就需要评估一国货币是否具有国际属性，以及其国际属性的广泛程度。如果一国货币可以走出国门在国际上有效发挥这些职能，那么它就是更加强大的货币。

一国货币要成为国际货币，最直接的表现就是境外主体或非居民愿意持有或使用该国货币进行贸易和投融资活动。所以，推动本币国际化的较为简单的路径是先从跨境交易开始，凭借该国在国际贸易和投资活动中的优势，逐步将本币“推出去”，

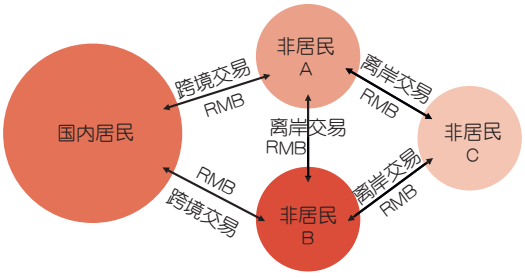
蒋一乐，上海交通大学中国金融研究院（CAFR）博士后。本文不代表供职单位意见，作者感谢王长元的指导。

并通过境内市场的开放吸引本币回流。然而，基于跨境交易推动的本币国际化高度依赖该国的跨境经济活动，并未充分反映境外主体自由使用该国货币的意愿。因此，这种情况并不能严格意义上定义为国际货币，而只能称之为“半国际化”的货币。

本文认为，一国货币要成为真正强大的国际货币，最显著的表现应是存在大量的第三方交易，即该货币被用于与本国贸易和投资无关的两个“第三方”国家之间的交易，即非居民之间的离岸交易。图 1 展示了跨境交易和离岸交易的显著区别。跨境交易强调的是本币“走出去 + 引进来”的循环，货币发行国在这一过程中处于核心地位。而离岸交易则强调本币在境外的沉淀及其在境外的循环，货币发行国并不直接参与其中。由此可见，一国货币走向真正强大的路径为：本国货币 → 跨境货币（半国际化）→ 离岸货币（纯国际化）。

欧洲美元市场是境外离岸市场推动一国货币国际化最为成功的案例（马骏 等，2012）。离岸美元市场最早出现在伦敦，市场参与者的避险或规避管制需求是这一市场形成的主要推动力。离岸美元市场的存在和发展为美元的第三方使用和境外循环创造了有利条件，从而进一步稳固了美元的国际地位。

人民币在跨境使用上已取得显著成就。自 2009 年国务院在上海和广东省内四个城市开展跨境贸易人民币结算试点以来，人民币国际化已走过 15 年历程。随着境内金融市场加快开放，尤其是通过沪深港通、债券通、理财通等互联互通机制，“本币跨境支付”模式得到大力推广，推动人民币在我国跨境交易中的占比已超过一半（张春 等，2022）。2023 年，人民币跨境收付金额合计 52.3 万亿元，同比增长 24.2%，在本外币跨境收付总额中的占比达 58%，已成为我国跨境收付第一大结算币种。



资料来源：笔者绘制。

图 1　跨境交易与离岸交易

然而，人民币的国际使用还处于初级阶段，其国际地位远低于中国经济的国际地位（张春 等，2022）。衡量一国货币国际化程度有两个常用指标：储备货币占比、全球支付货币占比。从储备货币看，根据国际货币基金组织（IMF）2023 年第三季度的数据，美元在全球已分配外汇储备中的占比达 59.2%，欧元、日元、英镑和人民币的占比分别是 19.6%、5.5%、4.8% 和 2.4%。从支付货币看，根据 SWIFT 的数据，2024 年 2 月，在主要货币的支付金额排名中，美元、欧元、英镑分别以 46.6%、23.3% 和 6.9% 的占比位居前三位，人民币以 4% 的占比位列第四，日元则以 3.7% 的占比排名第五。

上述两个指标并不能全面衡量一国货币的离岸使用程度和国际化真实水平，有两方面原因。一方面储备货币指标更多反映的是政府官方的持有意愿，而非直接反映市场的真实需求；另一方面全球支付货币指标未能区分跨境交易和离岸交易，与强大国际货币的核心标准不符。因此，需要创新统计方法，以更准确衡量一国货币的离岸或第三方使用情况，这才是货币国

际化水平最为真实、鲜活的体现。

本文试图建立一个分析框架，以刻画一国货币的离岸使用情况，并探讨以下问题：全球五大货币的离岸市场发展情况如何？它们有哪些共同的演进规律？与人民币离岸发展程度较接近的日元，其发展历程有哪些值得借鉴的经验和教训？目前，尚未有文献对此进行系统深入的研究。

本文的研究内容和边际贡献有如下几方面。**一是**剖析了货币走向强大的路径，区分了跨境交易和离岸交易这两个容易混淆的概念，提出了是否被第三方广泛使用、是否拥有一个有深度的离岸市场是判定强大国际货币的核心指标。**二是**从市场深度这一定义出发，构建了一套指标体系，从规模、价格和多样性三个维度衡量一国货币的离岸使用情况。具体指标的设计充分考虑了金融市场的发展现状，这种测算视角和方法不仅区分了跨境交易和离岸交易，更紧密契合了衡量强大国际货币的核心指标。相较于传统指标，本文还新增了价格和多样性这两个维度。汤莉和翁东玲（2015）、蒋一乐 等（2021）、何雨霖等（2022）则聚焦于某一市场、某一货币或某一维度上，而人民银行（2023）统计的“人民币国际化综合指数”[①] 虽然涵盖多个市场，但未能区分跨境交易和离岸交易。**三是**梳理了五大货币离岸市场的演化历史，并在此基础上，从国内经济金融发展和推动本币国际化政策两个维度，对比分析了日元和人民币离岸市场的发展历程，提炼出一系列经验和教训，为人民币的离岸化和国际化提供参考。

二、货币离岸市场深度的定义和测算结果

根据《投资大百科》（张海滨，2008），“市场深度”是指市场在承受大额交易时，证券价格不出现大幅波动的能力。一个具备深度的市场能够使大规模交易顺利执行，获得借款的成本最低，从而吸引投资者将资金存放于此并进行交易。Zhang & Tao（2015）研究发现，主权货币能否成为国际货币取决于三类关键因素，分别为规模、流动性和可信度。这些因素同样适用于评估一国货币的离岸使用情况，可综合体现为市场深度。一个有深度的离岸市场能够为货币的国际使用提供便捷的投融资和风险管理服务。

市场深度的三个基本特征是：交易量大、价格波动小、参与者多。本文通过 3 个维度和 6 个指标来衡量离岸市场的深度。①规模。若交易规模小，市场主体需要承担较高的交易成本和融资成本，且难以在不引发价格大幅波动的情况下完成大额交易。②价格。若价格波动大、买卖价差高，市场主体的风险对冲成本和价差成本将增加，资金配置效率也会下降。③多样性。若产品较单一，市场主体能够获得的金融服务有限；若参与主体类别较少，则交易策略容易趋于同质化，导致市场流动性不佳；若某种货币仅在少数国家使用，则其

① 该指数由人民银行编制，包含四个一级指标，分别反映支付货币、投资货币、融资货币和储备货币功能。在二级指标中，采用了国际银行业对外负债和对外债权、贸易融资货币份额、外汇交易市场份额、利率衍生品市场份额、外汇储备占比等指标。

通用性也不高。

本文充分挖掘数据，聚焦于银行业务、债券市场、外汇市场和利率衍生品市场，依据不同市场的数据可得性，对相应的指标进行测算，具体见表 1。

在交易规模的测算上，20 世纪 50 年代离岸市场的最早形态是银行（存款）业务，而到了 60 年代，债券市场和衍生品市场相继快速发展，规模早已超过传统银行业务。在价格波动的测算上，汇率指标采用即期汇率，利率指标采用衍生品隐含利率。与陈昊 等（2016）、李政 等（2018）等文献中常用的离岸人民币同业拆借利率（CNH Hibor）相比，由于国际上离岸市场以短期交易为主，风险对冲是常规操作，因此衍生品隐含利率可以更直接、更充分、更真实地反映离岸市场的融资成本和风险对冲价格。同时，与在岸市场不同，境外离岸人民币货币市场深度有限，外汇交易无实需原则的要求（而境内有相关要求），境外投资者倾向于在离岸市场通过衍生品交易间接获得人民币，用于投资境内金融市场或者在离岸市场进行外汇投机交易（蒋一乐，2021）。因此，采用衍生品隐含利率可以更准确地衡量离岸人民币市场的融资和风险对冲成本。

本节重点分析美元、欧元、英镑、日元和人民币这五大储备货币的离岸市场深度，并对测算方法及结果进行详细说明。

（一）离岸市场规模指标

通过精准的数据测算方法，可以获得五大储备货币的离岸使用规模。

表 1　货币离岸市场深度测算矩阵

指标 / 市场	规模	价格		多样性		
		价格波动	买卖价差	产品多样性	主体多样性	地域多样性
银行业务	+			+	+	
债券市场	+					
外汇市场	+	+	+	+		+
利率衍生品市场	+	+	+	+		+

注：“+”表示此单元格有数据进行指标测算，无“+”的单元格则表示受数据来源限制而无法进行指标测算。

在离岸银行业务方面，本文结合使用国际清算银行（BIS）统计的多个国际银行业数据库，剔除全球业务中的跨境交易，从而得出美元、英镑、日元和欧元[①]在货币发行国以外的使用情况。以美元为例，美元离岸银行业务规模 = 跨境资产规模（美元为外币）+ 跨境负债规模（美元为外币）- 全球银行业对美国的跨境资产（币种为美元）- 全球银行业对美国的跨境负债（币种为美元）。但由于 BIS 并未统计人民币计价结算的国际银行业务，本文采用中国香港、新加坡和中国台湾的离岸人民币存款规模以及中国香港银行业其他外币现货资产规模加以替代，分别衡量境外银行人民币业务的负债和资产规模。[②]

在国际债券方面，本文使用 BIS 统计的国际债券数据，为非本国注册的主体在本国发行的债券，包括了欧洲债券和外国

① 需要特别说明的是，根据BIS统计，欧元的离岸银行业务并未剔除欧元区国家之间的跨境银行业务。

② 中国香港银行业其他外币现货资产中的币种为，除了美元、日元、英镑、欧元以外的外币，不仅涵盖人民币。考虑到中国香港是离岸人民币枢纽和最大的离岸人民币市场，这一指标还是可取的，至少是可获得的较优指标。该指标以港币计价，这里采用年末汇率折算成人民币。

债券。虽然此口径大于典型的离岸债券[①]，但仍是当前所能获得的最为权威且最接近的统计数据。

在离岸外汇和离岸利率衍生品市场方面，本文使用了 BIS 三年一度的衍生品交易调查数据，剔除了全球业务中发生在货币发行国国内的相关交易，欧元区以外的交易则是在全球业务中剔除 20 个成员国的交易，由此可得五大货币衍生品的离岸使用情况。例如，美元离岸外汇衍生品 = 全球美元外汇衍生品 - 发生在美国的美元外汇衍生品。

表 2 显示，2022 年美元和欧元在离岸市场的使用中占据主要地位，其使用量远超英镑、日元和人民币，可被称为国际强势货币（以下简称“国际强币”）。美元仍是全球离岸金融交易的主导币种，超过一半的离岸银行、国际债券和外汇市场交易使用美元。欧元在离岸利率衍生品市场中的表现出色，这得益于伦敦市场的贡献。虽然欧元计价的国际债券规模接近全球的四成，但其中大部分是欧元区国家间的跨国发行。日元的离岸使用相对中规中矩，而英镑的表现则略显逊色。

人民币在离岸外汇和利率衍生品市场中的份额已超越英镑，但在国际债券和离岸银行业务上的使用量仍较低。目前，境外人民币市场已形成以中国香港为核心，伦敦、新加坡、中国台湾等多地协同发展的格局。其中，中国香港是离岸人民币业务的枢纽，其人民币存款、人民币债券发行和人民币外汇交易在离岸市场中均位居首位；全球 70% 以上的离岸人民币支付款额经中国香港处理；中国香港财资市场公会（TMA）还推出了离岸市场人民币兑美元即期汇率定盘价（CNH）。

表 2　离岸市场规模指标

五大货币相对份额（2022 年）	美元	欧元	日元	英镑	人民币
离岸银行业务总头寸	67.5%	24.9%	2.5%	2.9%	2.2%
国际债券存量	50.1%	40.1%	1.4%	7.8%	0.7%
离岸外汇衍生品日均交易规模	58.7%	21.4%	10.8%	4.5%	4.7%
离岸场外利率衍生品日均交易规模	35.2%	59.6%	3.8%	0.4%	1.0%

数据来源：国际清算银行（BIS），中国香港金融管理局（HKMA），CEIC，笔者计算。

（二）离岸市场价格指标

汇率和利率是货币的两个关键价格，我们从价格的来源市场、类别和衡量维度来锁定拟考察的离岸市场价格指标。

第一，从价格生成市场来看，除人民币外，其他四大国际货币的发行国已完全开放资本项目，在岸与离岸的汇率基本趋于统一，长期内不会存在明显价差，故这些货币采用统一汇率进行测算，而我国由于资本项目未完全开放，人民币采用离岸价格进行测算。

第二，从价格类别来看，对于汇率价格，拟选择欧元、日元、英镑、人民币对美元的即期汇率，故美元即期汇率的

① 欧洲债券是票面金额货币并非发行国家当地货币的债券，外国债券是指外国借款人（政府、私人公司或国际金融机构）所在国与发行市场所在国具有不同的国籍并以发行市场所在国的货币为面值货币发行的债券，根据定义欧洲债券才是典型离岸市场。

相关指标为空缺值；对于利率价格，均使用衍生品隐含利率进行衡量，以充分体现高度衍生品化的离岸市场交易特征，其中，美元衍生品隐含利率选用隔夜指数掉期（Overnight Indexed Swap，OIS），而其他四种货币的利率则是基于利率平价理论，通过3个月期本币兑美元远期汇率、美元利率、该货币对美元的即期汇率推算得到该货币的隐含利率，这个隐含利率由Bloomberg直接测算得出。

第三，从价格衡量维度来看，对于汇率价格，拟考察每日价格波动率和当日买卖价差两个指标；对于利率价格，隐含利率在交易日内根据市场行情会有不同程度的波动，但受限于每日的买价和卖价各只有一个观测值，以此数据计算的当日买卖价差指标不能有效衡量市场流动性，故仅选取每日价格波动率的统计指标。

表3显示，汇率方面，2022—2023年，欧元、日元和英镑的汇率波动率和买卖价差非常接近，离岸人民币的汇率波动率甚至更低，买卖价差与其他国际货币不相上下。这体现了在我国实施有管理的浮动汇率制度下，离岸人民币外汇市场已体现出较高的流动性。利率方面，美元显然是利率波动最小的币种，欧元、日元和英镑居中，而离岸人民币利率波动最高，反映出境外人民币融资和对冲成本相对较高，流动性存在一定短缺的风险。

表3　离岸市场价格指标

指标（2022—2023年）	美元	欧元	日元	英镑	人民币
即期汇率：每日价格波动率	—	0.5%	0.6%	0.6%	0.3%
即期汇率：当天买卖价差	—	0.06%	0.07%	0.10%	0.09%
衍生品利率：每日价格波动率	2.8%	4.7%	6.1%	4.7%	11.9%

数据来源：Bloomberg，笔者计算。

（三）离岸市场多样性指标

这里采用赫芬达尔-赫希曼指数（HHI）来计算产品类别、交易主体以及地域分布这三方面的多样性。以产品多样性测算为例，当市场仅有一种产品时，HHI=1；而当市场上有多种产品且各类别规模相同时，HHI=1/n，其中n代表产品类别数。随着n趋向于无穷大，HHI值就趋近于0。HHI值越大，市场集中度越高，多样性就越低。为了方便理解，本文使用（1—HHI）来衡量多样性。根据不同业务的数据可得性，我们对以下方面进行了测算[①]。①产品多样性。BIS三年一度的调查数据披露了多种外汇产品和利率衍生品的交易规模。其中，外汇市场产品包括：现货（Spot）、远期（Outright Forwards）、外汇互换（FX Swaps）、货币互换（Currency Swaps）、期权（Options）以及其他。利率衍生品产品包括：远期合约（Forward Rate Agreements）、利率互换合约（Interest Rate Swaps）、期权（Options）以及其他。若一种货币在不同产品中的交易量相差不大，则表明产品多样性高，对应的（1-HHI）值也较大。②地域多样性。BIS三年一度的调查数据披露了55个国家和地区的外汇

① 本部分以BIS三年一度的调查数据为例，这一调查数据披露了55个国家和地区的外汇产品和利率衍生品使用情况。在计算不同多样性指标时，均采用本币发行国之外的交易数据作为本币离岸市场的数据。

产品和利率衍生品使用情况。若一种货币在本国之外的 54 个（剔除本国后）国家和地区中的使用情况比较平均，则表明地域多样性高，国际通用性强，对应的（1-HHI）值就较大。③主体多样性。BIS 国际银行业数据分别从银行资产端（Claims）和负债端（Liabilities）统计了不同对手方的头寸，对手方包括银行、非银行金融机构、非金融企业、居民和广义政府。对经营某一货币的离岸银行而言，若其对手方头寸分布较为均匀，则表明该货币离岸使用的主体丰富，对各类主体的吸引力都较强，对应的（1-HHI）值就较大。

表 4 显示，2022 年美元在多样性指标中并未独占鳌头，欧元、日元和英镑都有比较突出的表现。在离岸外汇市场中，五大货币在产品类别和地域分布上的多样性已相差不大。过去 20 年里，人民币离岸外汇产品从无到有、从中国香港走向全球，目前的丰富程度可与其他国际货币比肩。2022 年，共有 52 个海外经济体发生人民币外汇交易（BIS 调查总样本为 55 个经济体）。在离岸利率市场中，欧元和日元的产品多样性较高，但地域分布较集中，二者都集中在伦敦。2022 年，仅有 12 个海外经济体发生人民币利率衍生品交易，各地区交易量比较平均。虽然人民币离岸利率衍生品多样性比美元略高，但有 41 个非美经济体进行美元利率衍生品交易。在银行业务中，不同货币的主体多样性相对接近。

表 4　离岸市场多样性指标

多样性（1–HHI，2022 年）	美元	欧元	日元	英镑	人民币
产品多样性：离岸外汇市场	0.60	0.61	0.65	0.59	0.69
产品多样性：离岸利率衍生品	0.12	0.42	0.40	0.10	—
地域多样性：离岸外汇市场	0.73	0.72	0.75	0.77	0.76
地域多样性：离岸利率衍生品	0.50	0.08	0.19	0.85	0.58
主体多样性：离岸银行业务	0.54	0.57	0.51	0.60	—

数据来源：BIS，笔者计算。

三、全球五大货币离岸市场深度演变的规律和特点

全球五大储备货币均已形成各自的离岸市场。一个有深度的离岸市场可以为货币的国际使用提供十分便利的投融资和风险管理服务。然而，由于市场发展、制度建设和资本项目开放程度的差异，各货币离岸市场的发展深度大不一样。从时间纵向看，全球五大货币离岸市场深度演变有如下的规律和特点。

一是主导货币美元的离岸交易使用比其外汇储备地位的网络递增回报效应更强。据本文测算，2000—2022 年，美元在离岸银行业务的规模占比上升了 3.5 个百分点，在国际债券、离岸外汇和离岸利率衍生品市场中的规模占比分别下降了 5.9、1.4 和 7.3 个百分点。而在此期间，美元在国际外汇储备中的占比则下降了近 12 个百分点，这一下降幅度超过了上述各离岸市场的份额变化。这说明，与储备货币地位相比，主导货币在离岸交易中的使用更具“锁定效应”，主导地位的延续性更强、惯性更大。

一系列研究表明，网络回报效应是国际货币主导地位得以持续的原因之一。这种观点基于网络强外部性的分析模型，即在交易中使用与其他交易方相同的货币是

有好处的，因此先发优势至关重要。[①] 当网络外部性足够强大时，往往会导致“赢者通吃”的局面。换言之，网络的回报随着网络的扩大呈现出强烈的递增效应（巴里•艾肯格林 等，2019）。近期关于网络回报效应还有另一种解释，全球价值链的蓬勃发展使得分工更为细化，也更加分散于不同国家，因此货币的网络效应更加明显（杨盼盼，2023）。不论是网络回报效应理论还是全球价值链的发展，都形成于自由交易的市场，是参与主体自发意愿的体现，进一步印证了美元在离岸使用中的网络递增回报效应更强且惯性更大。相比之下，货币充当一国储备货币主要体现了政府意愿，与网络回报效应理论的关联较弱。

二是一国危机会动摇本币离岸市场发展基础，但美元却表现相反。一国危机会导致本币信用下坠，本国金融机构资产负债表受损，与全球经济的联系弱化，货币的离岸使用自然受到影响，欧元和日元便是例证。据本文测算，2010 年欧债危机后直至 2022 年，欧元在离岸银行、国际债券、离岸外汇和离岸利率衍生品市场中的占比分别下降 7.5、10.7、5.6 和 3.9 个百分点。20 世纪 80 年代，广场协议推动日元升值，日元离岸市场快速发展，90 年代末推行的日元国际化（以对外投资为核心）和金融改革“大爆炸”（以开放境内金融市场为核心）使日元在离岸银行、离岸外汇和离岸利率衍生品中的使用达到鼎盛。然而，90 年代初房地产泡沫破裂和经济增速断崖后，日元离岸发展受阻，最终由于日本长期的低增长，21 世纪日元离岸市场的表现不温不火。

与此相反，主导货币美元表现出较强的发展韧性。虽然 2008 年全球金融危机源自美国，但危机后直至 2022 年，美元在离岸银行、国际债券、离岸外汇和离岸利率衍生品市场中的占比分别上升了 9.3、17.3、0.2 和 11.4 个百分点。美元及美元资产（以美债为主）在危机中充当安全资产，这是其中一个事实和原因。美国经济并未经历类似日本的断崖式下跌，而是在危机后快速复苏，则是另一个事实和原因。根据 Blanchard & Summers（1986）提出的“滞后效应”（Hysteresis Effects），一国若遭遇重大的需求冲击，会带来失业率长期上升，并拖累资本投入尤其是研发投入，全要素生产率难以增长，最终带来经济发展长期停滞。因此，经济增速的断崖式下跌，必然会从根本上、长期性地影响货币的离岸使用。

三是政府在离岸市场发展中起到引领作用。据本文测算，从 2004 年中国香港开办人民币业务以来至 2022 年，人民币在离岸银行、国际债券、离岸外汇和离岸利率衍生品市场中的占比分别上升了 1.8、0.7、4.6 和 1.0 个百分点。由于离岸人民币市场从零起步，如果看增长倍数，则是相当可观。这一发展离不开国家战略和政府推动。有了政策基础，在市场力量催化下，人民币外汇交易已遍布全球 50 多个国家和经济

① 货币网络强外部性具有丰富的现实表现，比如说，用与其他出口商相同的货币报价，顾客就更容易比较价格，交易更加便利。再比如说，如果生产商从国外采购中间品，中间品以某种货币报价，则生产商也倾向于以该种货币为其产品报价，以防止由于汇率波动导致生产成本相对收入出现大幅波动。

体，产品多样，离岸价格已表现出较高的流动性。即便是1914—1924年美元国际化的大爆炸，也离不开1910年哲基尔岛会议制定的美元国际化蓝图（巴里·艾肯格林 等，2019）。不过，我们也要清晰地看到，离岸人民币利率波动仍较大，利率波峰通常出现在汇率贬值压力较大的时期，这与中央银行试图通过收紧离岸流动性来扭转汇率贬值趋势不无关系。

四、日元离岸市场发展的借鉴与启示

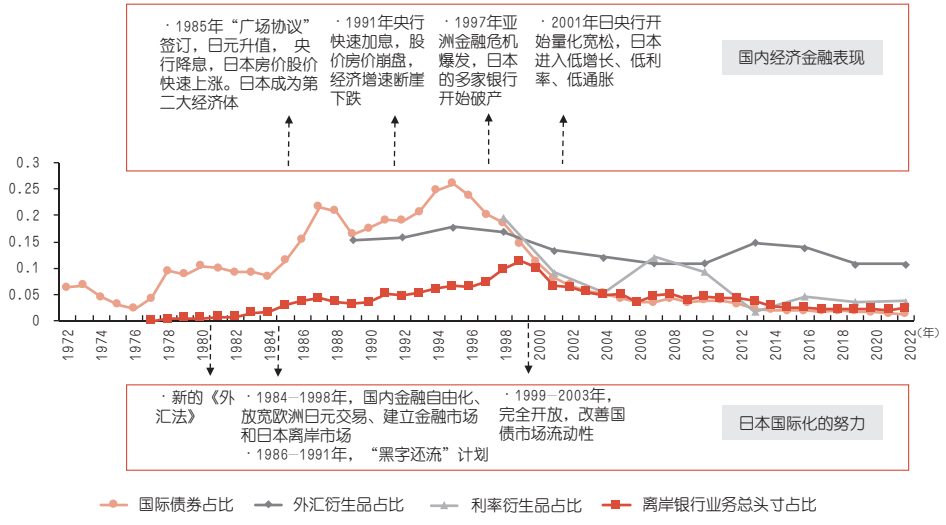
从规模、价格和多样性指标看，2022年人民币离岸市场的发展水平与日元接近。日元离岸市场经历了繁荣和衰落的完整周期。因此，本节重点研究日元离岸市场发展历程，从国内经济金融表现、本币国际化努力两方面入手，总结日元经验和教训，并审视人民币离岸市场发展的机遇与挑战，以期为人民币离岸市场的发展提供更多有益的借鉴。日元离岸市场发展大致可划分为以下四个阶段。

①抑制期（1984年以前）。20世纪70年代，连续20年近两位数的经济增长使日本的GDP跃居全球第二，仅次于美国，并成为全球第二大商品和服务出口国。然而，相对于日本的经济地位，日元在国际上几乎没有发挥任何作用。图2显示，离岸银行业务基本不使用日元。二战后的日本对国际金融交易和国内金融市场普遍实施了金融限制，通过金融抑制来实现经济发展战略，但这也直接限制了日元的离岸使用（野口悠纪雄，2018；巴里·艾肯格林 等，2019）[①]。

②崛起期（1985—1995年）。来自美国的外部压力推动了日本加速自由化。《广场协议》签订后，外币兑换日元的管制措施最终被取消，日本逐步放宽了对欧洲日元交易的限制，建立了银行承兑汇票和短期国债市场等关键金融市场。同时，日本政府“乘势而上”，1984年“日元美元委员会”发表的报告书与大藏省发表的《关于金融自由化、日元国际化的现状与展望》的公告，被视为日元国际化真正开始的标志。随后，日本政府开始积极推动日元走出国门，实施“黑字还流”计划和建立日本离岸市场（JOM）便是典型例证（徐启元和陈璐，2018；张晓涛 等，2018）[②]。受日元升值的加持，这些措施显著增加了日元的离岸使用，尤其是在离岸银行和国际债券市场中，日元的使用占比均实现了翻倍增长（图2）。Shinji（2011）详细记录了这一时期日元国际化的政策推动和相关

① 日元全面的经常账户可兑换性是在日本于1964年接受IMF协定条款第八条规定的义务之后才实现的。即使1973年除某些指定部门外的外国直接投资原则上已自由化，对外直接投资以及大多数对外金融交易仍受到限制。关于金融抑制这一历史描述和判断，源自《货币变局》《战后日本经济史》。具体而言，日本在二战后效仿美国，建立了一套独特的、政府主导（严格管制）的非自由金融制度：政府对利率进行严格管制，对金融市场交易和金融机构业务活动严格限制，对跨境资本的流出/流入严格限制，对日元与外币的兑换、日元的跨境使用和流通也严格限制。这套金融制度对战后日本经济快速发展，以及国内金融秩序稳定起到了很好的积极作用，但是到20世纪70年代时，随着日本国内外经济环境的变化，这套金融制度已显得不合时宜。

② “黑字还流”中举措之一是大规模的日元对外投资行为，超过七成资金为日元贷款，不仅面向发展中国家，还包括向国际开发性金融机构出资；举措之二是鼓励国际开发性金融机构在日本发行日元债券，也积极承销发展中国家发行的日元债券。



资料来源：笔者测算及绘制。

图 2　日元离岸市场发展：国内表现和日元国际化努力

争论。

③衰落期（1996—2001 年）。本文测算结果显示，20 世纪 90 年代中期是日元国际地位的巅峰（图 2）。然而，随着日本金融危机的爆发和“失去的 10 年”的到来，日元在离岸银行、国际债券、离岸外汇和离岸利率衍生品市场中的占比都出现了不同程度且非常明显的下降。一国危机导致本币信用下坠，本国金融机构资产负债表受损，与全球经济的联系弱化、全球对该国货币的使用需求下降，货币的离岸使用自然受到影响。尽管自 1996 年 11 月起，桥本龙太郎内阁发布“金融大爆炸”的改革计划[①]，但未能挽回日元在离岸市场失去的份额。

④稳定期（2002 年至今）。日本经济进入了长期的“低增长、低利率、低通胀”。根据本文测算，日元在离岸银行、国际债券和离岸利率衍生品市场中的占比长期保持在 5% 以下，整体表现不温不火。有所不同的是，日元在离岸外汇衍生品中的占比相对较高，超过 10%（图 2）。国际套息交易一直青睐日元，视日元为较佳的融资货币，而外汇衍生品正是套息交易的主要工具。日本自 2001 年开始实施超宽松货币政策，从量化宽松（QE）到量化与质化宽松（QQE），再到收益率曲线控制（YCC），使得日元利率和汇率长期保持相对稳定，

① 桥本内阁主导的东京“金融大爆炸”于1998年4月1日正式启动。1998年4月开始法律允许金融持股公司的存在，废止了外汇指定银行制度，实施了一系列外汇交易自由化改革措施。“金融大爆炸”大致可以分为三方面的内容。一是打破银行、证券、信托、保险的业界限制，实现相互的市场准入。二是开展多样性服务，打破业种限制，手续费自由化。三是展开公正交易，强化市场规则和监管体制。但是，1998年大量的金融机构面临破产的危险，“金融大爆炸”不得不紧急暂缓实施。

这正是吸引套息交易的地方，如此一来日元在离岸外汇衍生品交易中一直保持着不小的份额。不过，对日本而言，套息交易并不会直接改善本国实体经济，反而可能导致日元汇率遭受套息交易波动的影响（Lee et al.，2019）。2022 年以来日元汇率经历了快速和大幅贬值，这与全球投资者借入日元、投资美元的套息交易有关。在高政府债务和高度依赖进口的结构下，日元的大幅贬值对经济已是弊大于利，并会恶化日本财政的可持续性（蒋一乐和仲文娜，2024）。2024 年 8 月初，受美元指数回落和美元降息预期加强的影响，套息交易出现逆转，导致日元汇率急剧升值，日股大幅下跌。汇率和资产价格的剧烈波动明显不利于经济金融的平稳运行。

从日元离岸市场的经验来看，日本未能成功地将日元提升为第一梯队的国际货币，并非完全因为美元的先发优势，反而自身因素更占主导。日本金融危机直接阻碍了日元国际化进程，与之相关的经济减速则长期限制了日元的国际使用。日本金融危机的爆发与本国宏观经济政策未能有效协调和实施密切相关。一方面，在日元大幅升值的背景下，日本过早放开了在岸外汇管制，导致了大量外币资金流入日本进行投机，推高了日元汇率和资产价格。另一方面，在日元升值和资产泡沫的宏观不稳定时期，日本央行为了减缓日元升值和资本流入的速度，采用了低利率的宽松货币政策，同时又积极购入美元干预外汇市场，造成货币供应量剧增。这些过剩的流动性流向股市和房市，进一步推高了资产泡沫，为金融不稳定甚至是金融危机埋下巨大隐患。金融危机爆发后，即便推出了支持日元国际化的政策举措，但高速增长的时代已经结束，日元离岸市场难以实现突破。

审视人民币离岸市场，最具有突出表现的是离岸人民币外汇衍生品的快速发展，这主要得益于我国加快实施“本币跨境支付”的金融市场双向开放（蒋一乐，2021；张春 等，2022）[①]。换句话说，离岸人民币外汇衍生品的快速发展并非源自离岸市场自身的投资需求，而是境内市场开放带来的投资需求。这一市场并非没有风险，蒋一乐 等（2022）指出，市场主体通过外汇衍生品获得的表外负债存在不透明、期限错配等问题，这可能对我国在岸外汇市场和资本市场带来潜在风险。人民币离岸市场衍生品的快速发展与上述日元离岸稳定期的特征类似，最近市场波动也暴露了衍生品市场的潜在风险。自 2022 年以来，与实行高利率的发达经济体不同，我国货币政策保持稳健，人民币利率稳中有降，因此人民币成为套息交易的融资货币之一。近两年我国出现的跨境资本流出和人民币汇率贬值与套息交易有紧密关系。而套息交易的最大特点是会出现快速反转。与日元汇率走势类似，2024 年 8

① 离岸外汇衍生品满足了境外投资者在人民币融资和风险对冲方面的需求：第一，在以人民币为跨境支付币种的金融市场双向开放下，境外投资者需要在离岸先获得人民币，再跨境投资于我国境内金融市场。由于离岸人民币货币市场发展不足，离岸人民币外汇衍生品成了境外投资者主要融资渠道。第二，离岸外汇衍生品交易完全自由，而在岸人民币外汇衍生品市场虽然对境外投资者开放，但仍需满足实需原则要求，因此境外投资者更倾向于在离岸进行汇率对冲。

月初，人民币汇率出现了快速升值，8 月 2 日美元兑离岸人民币汇率较前一个交易日变动 –1.18%（人民币升值），8 月 3 日继续变动 –0.39%，在两天内人民币汇率升值至去年底水平。

在 2015 年“8 · 11 汇改”后，人民币在离岸银行中的使用受到一定影响，不过近期有所回升（图 3）。人民币计价的国际债券规模在 2015 年后趋于平稳，前期的快速增长主要是因为离岸人民币利率低于在岸利率，境内主体倾向于将融资需求放在离岸市场。不过随着 2015 年汇率改革的推进，在岸和离岸的利率价差明显缩小，加之国际主要经济体在此期间普遍实施低利率、零利率甚至是负利率的货币政策，导致境内外主体对在离岸市场借入人民币的意愿减弱，限制了人民币计价国际债券的发展。同样，离岸人民币利率衍生品在经历了快速发展后于 2016 年保持平稳，这一市场的发展与离岸银行和国际债券市场基本同步，因为银行和债券市场参与者对利率风险管理工具的需求较大。

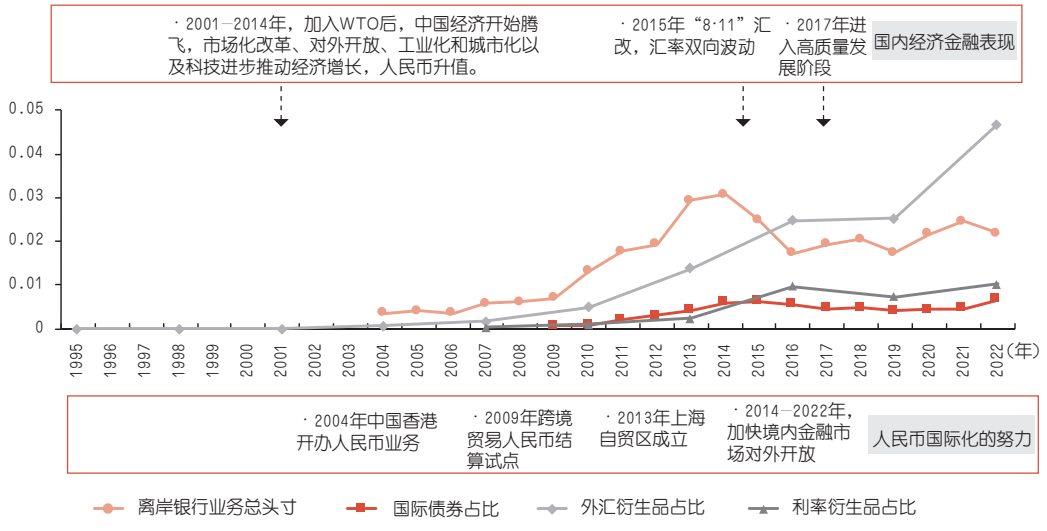
不论从国内经济金融表现，还是从本币国际化的努力都可以看出，未来人民币离岸市场仍然拥有广阔的发展空间（图 3）。考虑到中国经济体量大、资本项目开放采用渐进式模式以及宏观经济政策强调统筹协调，人民币国际化和离岸市场的发展将更加长远、更为平稳。

目前，我国在发展离岸人民币市场方面有了新的现实需求。随着我国与更多国家（比如，俄罗斯、沙特、巴西）开始使用人民币进行结算[①]，同时我国企业“走出去”带动了人民币资金的流出，离岸市场的建设显得愈加必要。如果缺乏有效的投资渠道，境外投资者在获得人民币后，往往会直接兑换成其他货币，从而导致离岸人民币供应短期内增加，这不仅不利于汇率稳定，也削弱了人民币作为价值储藏手段的作用。在“低利率 + 汇率走贬”的市场环境下，更容易积累套息交易和衍生品交易头寸，引发汇率投机交易，增加市场的不稳定性，特别是在美元指数走高和美元利率上升的外部环境下。因此，在推动境内金融市场开放以吸引离岸人民币回流的同时，构建一个具有深度的人民币离岸市场对于我国汇率稳定和人民币国际化变得愈加重要。

五、结论

发达的离岸市场是强大国际货币的核心体现。本文以市场深度这一理论概念为基础，深入剖析并精准测算了全球五大货币离岸市场的发展情况。结果显示，人民币离岸市场发展已初具规模，有突出表现的是外汇市场，外汇市场的产品多样性、地域多样性和价格流动性已经可与美元、欧元、英镑和日元齐肩，但仍存在一些短板：①利率波动较大，说明货币市场流动性相对不稳定，存在一定流动性短缺风险；②离岸银行、国际债券和场外利率衍生品市场发展相对滞后，说明人民币在境外的实

① 2023年3月巴西宣布与中国贸易直接以本币进行结算。2023年3月，中国海油与法国道达尔能源完成首单人民币结算进口LNG交易，中国进出口银行与沙特国家银行落地首笔人民币贷款合作。过去十年，中国与东盟之间跨境人民币收付增长近20倍，占同期人民币跨境收付的份额仅次于中国香港。目前，巴西、俄罗斯、伊朗、阿联酋、印度、新加坡、委内瑞拉、土耳其等约有30多个国家开始在外贸结算或投资中转向使用人民币，降低美元结算。



资料来源：笔者测算及绘制。

图 3　人民币离岸市场发展：国内表现和人民币国际化努力

际使用和长期沉淀仍需进一步加强。

日元离岸市场的发展充分体现了“推国际化难，阻国际化易”的现象。未来要深化人民币离岸市场的发展，根本在于为经济提供源源不断的增长动力，避免经济危机和停滞，这离不开宏观政策的统筹协调配合，并且需及时准确研判国内外宏观经济政治形势，抓住和用好改革时间窗口。在具体业务方面，可充分发挥我国政策引领作用，重点发展离岸银行和离岸债券业务，加快推动离岸人民币国债的发行和交易，以满足全球多极化下各国对安全资产的多元化配置需求，鼓励人民币清算行为当地主体提供人民币投资金融服务，以支撑人民币在境外沉淀和全球循环；有针对性地扩大双边本币结算范围，以增强人民币在全球和区域价值链上的节点效应；完善离岸人民币流动性供给机制，以熨平离岸人民币利率的波动，最终推动人民币成为真正强大的国际货币。N

学术编辑：韦燕春

参考文献

[1] 巴里•艾肯格林,阿尔诺•梅尔,利维娅•齐图.货币变局:洞悉国际强势货币交替[M].北京: 机械工业出版社,2019.

[2] 陈昊,陈平,杨海生.离岸与在岸人民币利率定价权的实证分析——基于溢出指数及其动态路径研究[J].国际金融研究,2016(6):86-96.

[3] 何雨霖,陈宪,蒋一乐.开放经济视角下中国衍生品市场的发展与挑战[J].上海经济,2023(3):83-93.

[4] 蒋一乐,何雨霖,李一芃.金融开放下离岸人民币市场新风险——外汇衍生品隐形负债的估算[J].亚太经济,2022(1):20-27.

[5] 蒋一乐,何雨霖,李一芃.金融开放下离岸人民币市场的新特征与启示[J].福建金融,2021(7):17-25.

[6] 蒋一乐.从全球人民币市场发展看上海浦东离岸金融中心建设[J].中国外汇,2021(19):39-41+38.

[7] 蒋一乐,仲文娜.日元贬值与日本财政新困境[J].中国金融,2024(15).
[8] 李政,郝毅,袁瑾.在岸离岸人民币利率极端风险溢出研究[J].统计研究,2018,35(2):29-39.
[9] 马骏,徐剑刚,等.人民币走出国门之路:离岸市场发展和资本项目开放[B].北京:中国经济出版社,2012-6.
[10] 汤莉,翁东玲.全球人民币离岸市场的比较与前景[J].亚太经济,2015(3):40-47.
[11] 徐启元,陈璐.日本“黑字还流”经验[J].中国金融,2018(5):84-86.
[12] 杨盼盼.产业转移与人民币国际化[J].中国外汇,2023(19):18-20.
[13] 野口悠纪雄.战后日本经济史[M].北京:民主与建设出版社,2018.
[14] 张春,蒋一乐,刘郭方.中国资本账户开放和人民币国际化的新路径:境内人民币离岸金融体系建设[J].国际经济评论,2022(4):30-47+4-5.
[15] 张晓涛,杜萌,杜广哲.中日货币国际化比较——基于经济发展与演进路径视角[J].国际贸易,2018(9):38-43.
[16] 张海滨.投资大百科[M].北京:北京大学出版社,2008.
[17] 中国人民银行.2023年人民币国际化报告[R/OL].http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5114765/2023102720175126516.pdf, 2023.
[18] Blanchard O,Summers L.Hysteresis and the European unemployment problem[J].NBER Macroeconomics Annual,1986,1:15-78.
[19] Lee T,Lee J,Coldiron K.The rise of carry:The dangerous consequences of volatility suppression and the new financial order of decaying growth and recurring crisis[B].McGraw-Hill Education,2019.
[20] Shinji T.Internationalising the yen,1984–2003:unfinished agenda or mission impossible?[R].BIS Papers, 2011,No.61.
[21] Zhang L,Tao K.The benefits and costs of renminbi internationalization[B].in "Renminbi Internationalization: Achievements,Prospects,and Challenges" (edited by Barry Eichengreen and Masahiro Kawai),Brookings Institution Press and Asian Development Bank,2015.

Forging a "Strong Currency": The depth Calculation of the Offshore Market of Five Major International Currencies—A Reference from the Development of Japanese Yen Offshore Market

JIANG Yile

(China Academy of Financial Research, Shanghai Jiao Tong University)

Abstract Whether it is widely used by non-residents is a core indicator of a strong international currency. The offshore market formed among non-residents is the most vivid market for the international use of currency. Starting from the theoretical definition of market depth, this paper uses 3 dimensions and 6 indicators to measure the offshore market depth of the five major international currencies, and focuses on comparing the development process of the offshore markets of JPY and RMB. The study finds that the development of the offshore RMB market has begun to take shape, and the performance of the foreign exchange market is outstanding, which can be on a par with other international currencies in terms of product diversity, geographical diversity and price liquidity, but there are still shortcomings such as large fluctuations in interest rates, lagging development of offshore bonds and offshore banks, indicating that it is still difficult for RMB to be used and stayed abroad. The experience of the yen shows that the fundamental development of the offshore local currency market lies in maintaining long-term economic growth and maintaining financial stability, which is inseparable from the overall coordination and effective implementation of macroeconomic policies. In the future, while maintaining the stable development of the domestic economy and finance, we suggest to take Chinese government bonds as a breakthrough and focus on the development of the offshore bond market, encourage RMB clearing banks to provide RMB investment and financing financial services for local entities, improve the offshore RMB liquidity supply mechanism, and ultimately promote RMB to become a truly powerful international currency.

Keywords International Currencies, Offshore Market, Market Depth, Renminbi

JEL Classification C82 F33 G15