

The Correlation Analysis of Offshore Market in Hong Kong and Mainland Market

Wenting Zhou, Shujin Li

School of Economics, Hangzhou Dianzi University, Hangzhou Zhejiang
Email: springzwt@163.com

Received: Mar. 14th, 2016; accepted: Apr. 1st, 2016; published: Apr. 7th, 2016

Copyright © 2016 by authors and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

Abstract

In recent years, with the expansion of the offshore RMB market in Hong Kong, the relation of the offshore and onshore markets becomes more closely. However, with the currency being not fully convertible, and capital project being not completely opened, developing the market of RMB in Hong Kong will adversely affect the implementation of monetary policy. Firstly, this paper analyzes the mechanism of the offshore RMB market to the domestic monetary policy in two parts of interest rates and exchange rate respectively. Then we used the relevant variables to establish a VAR model and made the Granger Causality tests and impulse response to analyze the relationship of the offshore and onshore markets with the daily data from July 1st, 2013 to August 1st, 2015. The empirical results show that the interest rates of mainland market will play a leading role in the rates interest of Hong Kong. The spot exchange rate of USD/RMB in Hong Kong will infect the rate in mainland each other.

Keywords

Offshore Market, Interest Rate, Exchange Rate, Money Supply

香港离岸市场与内地在岸市场的联动关系分析

周文婷, 李淑锦

杭州电子科技大学经济学院, 浙江 杭州
Email: springzwt@163.com

收稿日期: 2016年3月14日; 录用日期: 2016年4月1日; 发布日期: 2016年4月7日

摘要

近年随着来香港人民币离岸市场规模的不断扩大, 离岸与在岸市场的联系更加紧密。然而在当前货币不完全兑换和资本项目未完全开放的前提下发展香港人民币市场将对内地货币政策的实施可能会产生负面的影响。本文首先从利率、汇率两个角度分析人民币离岸市场对境内货币政策影响的理论机理, 然后选取相关变量指标建立VAR模型, 利用2013年7月1日至2015年8月1日的日度数据, 运用格兰杰因果检验, 脉冲响应等方法分析香港离岸市场与内地在岸市场的联动关系。实证结果表明, 内地在岸市场的利率水平对香港离岸市场的利率水平具有引导作用; 而香港离岸香港人民币兑美元的即期汇率(CNH)与境内人民币兑美元即期汇率(CNY)之间存在双向的联动关系。

关键词

离岸市场, 利率, 汇率, 货币政策

1. 引言

近年来, 人民币国际化的步伐不断加快。香港离岸人民币市场作为人民币国际化的核心内容之一, 在人民币国际化的进程中扮演了十分重要的角色。香港离岸金融中心的建立不仅能够促进利率和汇率市场化, 而且可以更好地估计离岸人民币流通规模从而提高银行金融监管效率。2009年人民币跨境贸易结算试点开展以后, 人民币流通机制变得更加通畅。加之开展人民币业务的各项限制也逐步放开, 大量人民币流向香港, 离岸市场规模不断扩大, 两岸之间的联系日益加强。从存款规模来看, 2004年2月香港人民币存款规模约为8.95亿元, 到2015年6月, 这一存款规模已增加至9929.24亿元。离岸市场规模在不断扩大的同时, 其对内地市场的影响也随之凸显。

有关香港离岸市场与内地在岸市场的关系已经引起国内专家学者的重视。安佳和逢金玉[1]修晶和周颖[2], 陈云[3]分别运用格兰杰因果检验, DCC-MVGARCH模型和AG-DCC-MVGARCH模型对香港人民币离岸市场与内地在岸市场之间的关系进行研究, 发现二者之间存在相关性且这种相关性不断增强。与境内市场相比, 香港离岸市场的市场化程度更高, 因此离岸市场的人民币利率和汇率水平与内地汇率和利率之间必然存在一定的差异, 这就为两岸之间的套利套汇活动提供了基础。在我国资本账户还未完全开放的前提下, 适当的套利活动可以起到活跃市场的作用, 但是如果两岸之间出现频繁且规模较大的套利活动必然会对我国境内的利率与汇率水平产生冲击, 最终影响到我国货币政策的独立性。伍戈和裴诚[4]; 吴志明和陈星[5]; 张红地和钟祝赞[6]学者运用AR-GARCH模型, 格兰杰因果关系检验、脉冲响应分析等检验出目前CNY市场对CNH市场的价格有引导作用, 境内人民币即期市场仍然掌握了人民币汇率定价权。刘辉[7]基于一般均衡分析的框架, 通过分析利率、货币需求以及实体经济产出之间的关系后发现, 离岸人民币市场的发展对中国宏观经济产生的正面影响相对较多。然而何迎新, 唐鳌[8]; 苏萍[9]; 乔依德和李蕊[10]; 杨璐和刘芳[11]认为香港人民币离岸市场对境内基础货币、外汇储备、利率、汇率等操作目标或中介目标产生了影响, 从而增加国内货币调控的难度, 此外人民币跨境流动也在一定程度上放大了资金流动的顺周期效应, 加大了货币政策“逆周期”调节的难度。王景武[12]; 官铭超[13]; 张喜玲[14]则认为短期来看, 香港人民币离岸市场对内地货币政策的影响有限, 风险可控, 但长期来看这种影响却不容忽视。

通过上述分析可以发现, 关于香港人民币离岸市场对在岸境内市场的影响, 不同的学者由于选择的时间段, 指标以及研究方法的不同得出的结论也不尽相同。那么离岸市场与在岸市场之间是否存在联动

关系? 如果存在, 这种联动关系是怎样的? 基于此, 本文运用 2013 年 7 月 1 日至 2015 年 8 月 1 日的日数据, 试图从利率和汇率两个角度来分析香港人民币离岸市场与内地在岸市场的联动关系, 并根据实证结果提出相关的政策建议, 确保我国在推动香港人民币离岸市场发展的同时, 有效的规避其对境内货币政策的冲击。

2. 离岸市场对货币政策影响的理论分析

1999 年美国经济学家保罗·克鲁格曼(Paul Krugman)明确提出著名的经济理论——“三元悖论”。该理论认为本国货币政策的独立性、汇率的稳定性和资本的完全流动性不能同时实现, 最多只能同时满足两个目标, 而放弃另外一个。我国自 2005 年汇改之后, 开始实行浮动汇率制度, 资本项目也逐步放开。尤其是 2009 年人民币跨境贸易结算试点开展以后, 香港离岸市场与内地市场的人民币流通机制变得更加通畅。根据蒙代尔的理论可知, 人民币离岸市场的发展必然会削弱我国货币政策的独立性。

货币政策传导机制是指货币当局运用一系列的货币政策工具作用于中介目标, 最后作用于实体经济的传导途径和作用机理。货币政策传导机制的有效性将直接影响到货币政策的实施效果。

2.1. 基于利率角度分析

利率传导机制最早是由凯恩斯于 1936 年在《通论》一书中提出。该书指出, 货币政策是通过利率来影响有效需求最终影响实体经济的。凯恩斯认为利率在货币政策传导机制中具有核心作用。中央银行进行宏观调控时, 通过改变货币供应量来影响利率水平, 而利率水平的变化又将导致投资水平发生变化, 最终实现社会总产出的变化。利率传导机制的表述如下所示:

货币供应量 $M \uparrow$ → 实际利率水平 $r \downarrow$ → 投资 $I \uparrow$ → 总产出 $Y \uparrow$

为了能够更清晰地了解离岸市场的发展对在岸市场货币政策的影响, 可以用 IS-LM 模型进行简单分析, 具体见图 1。

假设最初的均衡点是 A 点, 在不存在离岸市场的情况下, 央行采取扩张性的货币政策, 此时, LM 曲线由 LM1 移至 LM2, 此时均衡点变为 B 点, 利率下降, 产出增加。如果此时存在离岸市场, 那么由于离岸市场的市场化程度更大, 相比在岸市场拥有更高的投资收益, 资金的趋利性会使得人民币从在岸市场向离岸市场流动, 此时 LM 曲线会从 LM2 反向移动至 LM3, 最终的均衡点为 C 点, 相比于之前的均衡点 B, 产出减少, 央行为了刺激经济而实行的扩张性的货币政策效果将由于离岸市场的存在而受到影响。

2.2. 基于汇率角度分析

汇率传导机制理论最早是由蒙代尔·弗莱明(Mundell Flemming)于 20 世纪 60 年代提出。该理论认为, 在固定汇率制下, 如果央行采取紧缩性的货币政策使得本国利率上升, 本币升值, 那么央行为了维持本国汇率的稳定, 就不得不在外汇市场上增加货币供应量来进行对冲, 这一措施将会抵消掉原本的货币政策。而在浮动汇率制度下, 如果央行采取紧缩性的货币政策会使得本国利率上升, 本币升值。一旦本币升值将会对该国的出口贸易产生影响, 出口减少, 进口增加, 最终导致总产出减少。汇率传导机制的表述如下所示:

货币供应量 $M \uparrow$ → 利率 $r \downarrow$ → 名义汇率 $E \uparrow$ → 净出口 $NX \uparrow$ → 总产出 $Y \uparrow$

我国自 2005 年汇改之后, 开始实行有管理的浮动汇率制度, 而香港离岸市场上的人民币则按照完全浮动的汇率制度, 这使得离岸与在岸市场上的人民币汇率水平存在差异。这就为两岸之间的套汇活动提供了基础, 一旦市场上出现了大规模资金的跨境套汇活动, 将会对我国的境内的人民币汇率产生冲击。

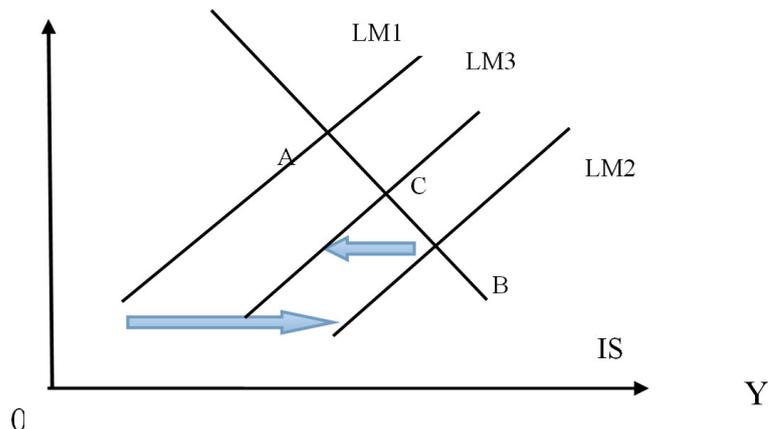


Figure 1. The is-LM model

图 1. IS-LM 模型分析

目前我国还处于汇率管制状态，弹性相对较小，大规模的套利行为必将对我国货币政策的有效性产生影响。

3. 香港人民币离岸市场与境内在岸市场联动关系的实证分析

3.1. 基于利率的角度

3.1.1. 数据选取及说明

本文选取香港人民币同业拆借利率(CNY Hibor)代表香港离岸市场上的利率，并选取同期的上海银行间同业拆借利率(Shibor)代表境内在岸市场的利率。时间跨度：2013年7月1日~2015年8月31日，采用日度数据，样本容量为529。香港人民币同业拆借利率(CNY Hibor)来源于香港财资市场公会，上海银行间同业拆借利率(Shibor)来源于上海同业拆放利率官网。

3.1.2. 单位根检验

由于本文所采用的数据是时间序列数据，为避免伪回归的出现应先对香港人民币同业拆借利率(CNY Hibor)与上海银行间同业拆借利率(Shibor)进行单位根检验以判断变量序列是否平稳。本节采取 ADF 检验，检验结果见表 1。

由表 1 可以看出，香港人民币同业拆借利率(CNY Hibor)与上海银行间同业拆借利率(Shibor)的原时间序列变量 ADF 检验的 t 统计量均显著大于 10% 临界值，故 CNY Hibor 与 Shibor 的零阶时间序列均属于不平稳时间序列。对其原序列进行一阶差分后再进行 ADF 检验，一阶差分后，ADF 检验中 CNY Hibor 与 Shibor 的序列的 t 统计量显著小于 1% 的临界值，这说明 CNY Hibor 与 Shibor 的一阶差分序列均平稳，CNY Hibor 与 Shibor 序列为一阶单整过程，即 $CNY\ Hibor \sim I(1)$ ， $Shibor \sim I(1)$ 。

3.1.3. Granger 因果检验

通过以上分析可知，香港人民币同业拆借利率(CNY Hibor)与上海银行间同业拆借利率(Shibor)满足同阶单整条件，因此可以进一步对其进行 Granger 因果检验以确定变量之间的先后影响关系。本文先建立无约束 VAR，根据各种最小信息准则判断 VAR 的最优滞后期 5，因此选定格兰杰检验的滞后期为 4。检验结果如表 2。

由表 2 可知，对于第一个原假设，其 F 统计值为 0.53011，相应的概率值 $P = 0.7137$ ，大于 10% 的检验水平，因此我们没有理由拒绝该原假设，即认为 CNY Hibor 是不是引起 Shibor 变化的 Granger 原因。

Table 1. CNY Hibor Shibor series results of the unit root test
表 1. CNY Hibor 与 Shibor 序列的单位根检验结果

变量	T 值	P 值	临界值(1%)	临界值(5%)	临界值(10%)	结论
CNY Hibor	-0.845322	0.8048	-3.442578	-2.866826	-2.569646	不平稳
Shibor	-0.777677	0.8241	-3.442530	-2.866805	2.569635	不平稳
D(CNY Hibor)	-13.55243	0.0000	-3.442578	-2.866826	-2.569646	平稳***
D(Shibor)	-15.23943	0.0000	-3.442530	-2.866805	2.569635	平稳***

注: *表示显著性水平为 10%, **表示显著性水平为 5%, ***表示显著性水平为 1%。

Table 2. CNY Hibor Shibor Granger causality test results
表 2. CNY Hibor 与 Shibor 的 Granger 因果检验结果

原假设	F 值	P 值	结论
CNY Hibor 不是 Shibor 的 Granger 原因	0.53011	0.7137	接受原假设
Shibor 不是 CNY Hibor 的 Granger 原因	5.46347	0.0003	拒绝原假设

对于第二个原假设, 其 F 统计值为 5.46347, 相应的概率值 $P = 0.0003 < 1\%$, 因此我们拒绝该原假设, 即认为 Shibor 是引起 CNY Hibor 变化的 Granger 原因。这表明香港人民币同业拆借利率(CNY Hibor)与上海银行间同业拆借利率(Shibor)之间存在单向的联动关系, 即香港人民币同业拆借利率(CNY Hibor)不会影响上海银行间同业拆借利率(Shibor), 而上海银行间同业拆借利率(Shibor)会影响香港人民币同业拆借利率(CNY Hibor), 内地在岸市场的利率水平对香港离岸市场的利率水平具有引导作用。

3.1.4. VAR 脉冲响应分析

向量自回归模型(VAR)把该系统中的每一个内生变量作为系统中的所有内生变量的滞后项的函数来构造, 其一般形式为:

$$Y_t = A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_p Y_{t-p} + B_0 X_t + \dots + B_r X_{t-r} + \varepsilon_t$$

(1) VAR 模型估计结果

VAR 模型阶数的估计结果见表 3。根据 FPE、AIC 这 2 个指标, 可以确定该模型最佳滞后期为 5, 因此建立 VAR (5)模型。

(2) 模型平稳性检验

平衡性检验的结果见表 4。由表 4 可知, VAR (5)模型中的根小于 1, 所以该模型是平稳系统。

(3) 脉冲响应分析

在上述 VAR (5)模型平稳的前提下做香港人民币同业拆借利率(CNY Hibor)对上海银行间同业拆借利率(Shibor)的脉冲响应, 结果如图 2。

图 2 表明, 香港人民币同业拆借利率(CNY Hibor)对上海银行间同业拆借利率(Shibor)的扰动立即做出了响应, 在 2013 年 7 月到 2015 年 8 月期间, 上海银行间同业拆借利率(Shibor)对香港人民币同业拆借利率(CNY Hibor)有正向冲击影响, 冲击程度在 4% 左右。说明上海银行间同业拆借利率(Shibor)的波动会传导至离岸市场引起香港人民币同业拆借利率(CNY Hibor)的相应变动, 在第 10 期时达到最大。

3.2. 基于汇率的角度

3.2.1. 数据选取及说明

选取香港市场上人民币兑美元的即期汇率(CNH)代表香港离岸市场上人民币的汇率, 并选取同期的

Table 3. CNY Hibor Shibor VAR model order estimation
表 3. CNY Hibor 与 Shibor 的 VAR 模型阶数估计

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1086.652	NA	0.348879	4.622724	4.640367	4.629665
1	1274.617	4692.458	1.57e-05	-5.386910	-5.333982	-5.366089
2	1524.365	494.1919	5.53e-06	-6.430423	-6.342209*	-6.395720
3	1532.431	15.89352	5.43e-06	-6.447691	-6.324192	-6.399107*
4	1539.168	13.21698	5.37e-06	-6.459314	-6.300529	-6.396849
5	1543.342	8.151589	5.36e-06*	-6.460050*	-6.265980	-6.383704
6	1545.447	4.094081	5.41e-06	-6.452003	-6.222648	-6.361777
7	1547.193	3.380472	5.46e-06	-6.442432	-6.177791	-6.338324
8	1552.696	10.60956*	5.42e-06	-6.448816	-6.148889	-6.330827

Table 4. VAR (5) model stability test result
表 4. VAR (5)模型平稳性检验结果

Root	Modulus
0.999834	0.999834
0.973233	0.973233
0.818958	0.818958
0.105855	0.105855

**Response of HCNY to Cholesky
 One S.D. SHIBOR Innovation**

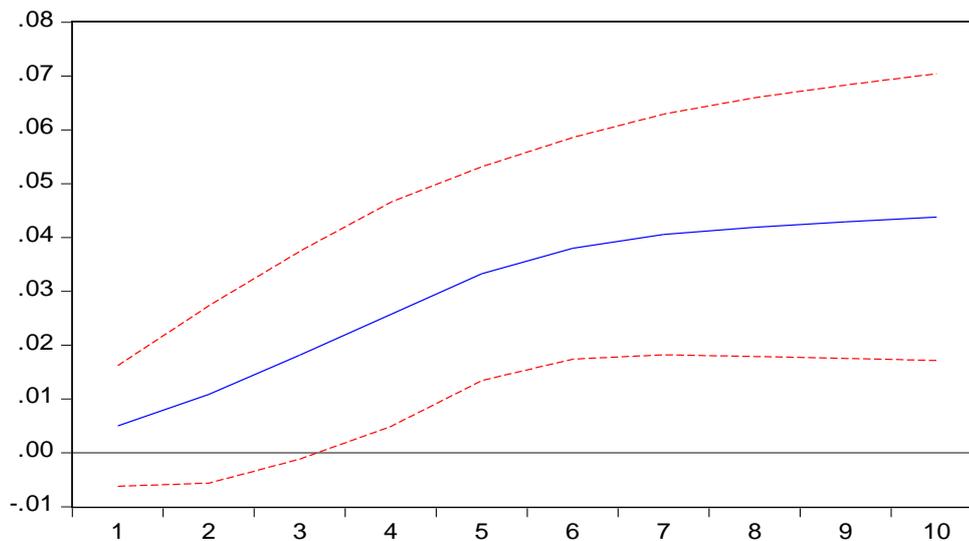


Figure 2. CNY Hibor Shibor impulse response
图 2. CNY Hibor 对 Shibor 的脉冲响应

境内人民币兑美元即期汇率(CNY)代表境内在岸市场的汇率。时间跨度：2013年7月1日~2015年8月31日，采用日度数据，样本容量为533。香港人民币兑美元的即期汇率(CNH)来源于香港财资市场公会，

人民币兑美元即期汇率(CNY)来源于中国外汇管理局。

3.2.2. 单位根检验

由于本文所采用的数据是时间序列数据, 为避免伪回归的出现应先对香港人民币兑美元的即期汇率(CNH)与境内人民币兑美元即期汇率(CNY)进行单位根检验以判断变量序列是否平稳。本节采取 ADF 检验, 检验结果见表 5。

由表 5 可以看出, 香港人民币兑美元的即期汇率(CNH)与境内人民币兑美元即期汇率(CNY)的原时间序列变量 ADF 检验的 t 统计量均显著大于 5% 临界值, 故 CNH 与 CNY 的零阶时间序列均属于不平稳时间序列。对其原序列进行一阶差分后再进行 ADF 检验, 一阶差分后, ADF 检验中 CNH 与 CNY 的序列的 t 统计量显著小于 1% 的临界值, 这说明 CNH 与 CNY 的一阶差分序列均平稳, CNH 与 CNY 序列为一阶单整过程, 即 $CNH \sim I(1)$, $CNY \sim I(1)$ 。

3.2.3. Granger 因果检验

通过以上分析可知, 香港人民币兑美元的即期汇率(CNH)与境内人民币兑美元即期汇率(CNY)满足同阶单整条件, 因此我们可以进一步对其进行 Granger 因果检验以确定变量之间的先后影响关系。我们先建立无约束 VAR, 根据各种最小信息准则判断 VAR 的最优滞后期 5, 因此选定格兰杰检验的滞后期为 4。检验结果如表 6 所示。

由表 6 可以可知, 对于第一个原假设, 其 F 统计值为 33.8910, 相应的概率值 $P = 0.00$, 小于 1% 的检验水平, 因此我们有理由拒绝该原假设, 即认为 CNY 是引起 CNH 变化的 Granger 原因。对于第二个原假设, 其 F 统计值为 6.81544, 相应的概率值 $P = 0.00 < 1\%$, 因此我们有理由拒绝该原假设, 即可以认为 CNH 是引起 CNY 变化的 Granger 原因。这表明香港人民币兑美元的即期汇率(CNH)与境内人民币兑美元即期汇率(CNY)之间存在双向的联动关系, 即香港人民币兑美元的即期汇率(CNH)会影响境内人民币兑美元即期汇率(CNY), 而境内人民币兑美元即期汇率(CNY)也会影响香港人民币兑美元的即期汇率(CNH)。

3.2.4. VAR 脉冲响应分析

(1) VAR 模型估计结果

VAR 模型阶数的估计结果见表 7。根据 FPE、AIC 这 2 个指标, 可以确定该模型最佳滞后期为 5, 因此建立 VAR (5)模型。

(2) 模型平稳性检验

平衡性检验的结果见表 8。由表 8 可知, VAR (5)模型中的根小于 1, 所以该模型是平稳系统。

(3) 脉冲响应分析

在上述 VAR (5)模型平稳的前提下做香港人民币兑美元的即期汇率(CNH)与境内人民币兑美元即期

Table 5. CNH and CNY series results of the unit root test

表 5. CNH 与 CNY 序列的单位根检验结果

变量	T 值	P 值	临界值(1%)	临界值(5%)	临界值(10%)	结论
CNH	-0.068392	0.9507	-3.442460	-2.866774	-2.569618	不平稳
CNY	-1.490859	0.5377	-3.442507	-2.866795	-2.569629	不平稳
D(CNH)	-17.37297	0.0000	-3.442460	-2.866774	-2.569618	平稳***
D(CNY)	-9.688934	0.0000	-3.442507	-2.866795	-2.569629	平稳***

注: *表示显著性水平为 10%, **表示显著性水平为 5%, ***表示显著性水平为 1%。

Table 6. Granger causality test results of CNY and CNH
表 6. CNH 与 CNY 的 Granger 因果检验结果

原假设	F 值	P 值	结论
CNY 不是 CNH 的 Granger 原因	33.8910	0.00	拒绝原假设***
CNH 不是 CNY 的 Granger 原因	6.81544	0.00	拒绝原假设***

注: *表示显著性水平为 10%, **表示显著性水平为 5%, ***表示显著性水平为 1%。

Table 7. CNH and CNY VAR model order estimation
表 7. CNH 与 CNY 的 VAR 模型阶数估计

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	1581.248	NA	8.36e-06	-6.016183	-5.999942	-6.009824
1	3494.174	3803.989	5.81e-09	-13.28828	-13.23956	-13.26920
2	3593.979	197.7104	4.03e-09	-13.65325	-13.57205	-13.62146
3	3652.298	115.0830	3.28e-09	-13.86018	-13.74649*	-13.81567
4	3660.509	16.14016	3.23e-09	-13.87623	-13.73005	-13.81899*
5	3667.122	12.94947	3.19e-09*	-13.88618*	-13.70752	-13.81622
6	3667.990	1.692236	3.23e-09	-13.87425	-13.66311	-13.79157
7	3669.448	2.832801	3.26e-09	-13.86456	-13.62094	-13.76917
8	3674.810	10.37622*	3.25e-09	-13.86975	-13.59365	-13.76164

Table 8. VAR (5) model stability test result
表 8. VAR (5)模型平稳性检验结果

Root	Modulus
0.979795 - 0.004138i	0.979803
0.979795 + 0.004138i	0.979803
0.550275	0.550275
-0.134410	0.134410

汇率(CNY)的脉冲响应, 结果如图 3。

由图 3 可知, 境内人民币兑美元即期汇率(CNY)会对香港人民币兑美元的即期汇率(CNH)产生正向冲击, 并在第 4 期达到最大, 冲击程度最大为 0.35%。香港人民币兑美元的即期汇率(CNH)也会对境内人民币兑美元即期汇率(CNY)产生正向冲击, 并在第 5 期达到最大, 冲击程度最大为 0.95%。因此, 可以得出, 香港离岸人民币即期汇率(CNH)的波动会传导至在岸市场, 并引起在岸市场人民币即期汇率的相应变动。这说明在岸市场人民币汇率不可避免地受到香港离岸市场人民币汇率的影响, 就目前而言这种影响虽然并不大, 但是中央银行货币政策效果难免会被削弱。

4. 结论与政策建议

上文通过格兰杰因果检验表明, 从利率角度而言, 香港离岸与在岸市场具有单向的联动关系, 上海银行间同业拆借利率(Shibor)会影响香港人民币同业拆借利率(CNY Hibor), 内地在岸市场的利率水平对香港离岸市场的利率水平具有引导作用。从汇率角度而言, 香港离岸与在岸市场具有双向的联动关系, 香港离岸人民币汇率(CNH)会影响境内人民币汇率(CNY)且境内人民币兑美元即期汇率也会影响香港离岸

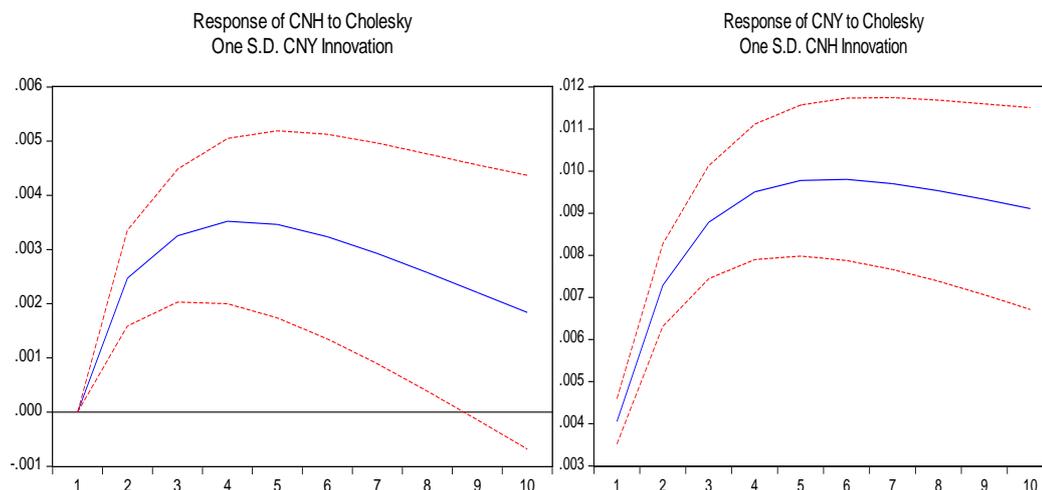


Figure 3. CNY with CNH's impulse response
图 3. CNY 与 CNH 的脉冲响应

人民币汇率(CNH)。脉冲影响分析表明, 虽然离岸市场会对我国境内的汇率产生一定的影响, 但是总体冲击程度很小, 冲击程度维持在 0.9%左右。但随着离岸市场规模的扩大, 香港离岸市场对境内在岸市场的利率和汇率的影响可能会越来越大。基于以上实证结果, 本文提出以下几点建议以规避香港离岸市场对我国内地货币政策的冲击, 促进香港人民币离岸市场的健康发展:

4.1. 缩小两岸之间的利率和汇率差

上文通过格兰杰因果检验可知离岸市场会对我国境内的汇率产生的影响。杨璐等学者也认为这个影响绝大部分是基于两岸市场之间存在的人民币汇差。资金的逐利性导致两岸之间的资金会在两岸之间进行频繁的流动来进行套汇。这种频繁的套利套汇活动最终会影响我国货币政策的有效性。因此, 我国政府应进一步推进汇率的市场化改革, 使我国国内的汇率水平能够更好地反映市场上人民币的价格, 从而减少两岸市场的套汇活动, 减少离岸市场的发展对我国货币政策的冲击。

4.2. 积极推进香港离岸人民币市场建设

经过脉冲影响分析可知, 现阶段香港离岸市场对内地市场的冲击还比较小, 所以我国应积极推进香港离岸人民币市场的建设, 而不应当担心离岸市场对在岸市场的冲击使离岸市场的发展陷入停滞。我们知道, 一个更加成熟稳定的市场更能够引导资金的合理流动, 有效地分散风险, 不会发生离岸与在岸市场之间大规模资金流动的情况, 因此也不会对我国内地在岸市场产生太大的冲击。比如我们可以完善离岸市场人民币回流机制, 丰富离岸市场人民币金融产品的种类, 扩大产品规模来推进香港离岸市场的发展。

4.3. 发挥在岸市场的引导作用

通过格兰杰因果检验得出, 上海银行间同业拆借利率(Shibor)会影响香港人民币同业拆借利率(CNY Hibor)水平, 因此可以通过进一步完善 Shibor 报价体系, 建立更加权威, 可靠的基准利率, 加快我国内地利率市场化进程, 充分发挥在岸市场对香港离岸市场人民币利率定价的引导作用, 以此来促进香港人民币离岸市场的发展。

参考文献 (References)

- [1] 安佳, 逢金玉, 张议, 王振山. 外汇市场的关联性——基于人民币在岸和离岸即期与 NDF 远期的实证研究[J].

中央财经大学学报, 2013(1): 36-40, 64.

- [2] 修晶, 周颖. 人民币离岸市场与在岸市场汇率的动态相关性研究[J]. 世界经济研究, 2013(3): 10-15, 87.
- [3] 陈云. 非对称冲击与境内外人民币外汇市场间的动态关联——基于 AG-DCC-MVGARCH 模型的实证分析[J]. 金融经济研究, 2014(4): 77-85.
- [4] 伍戈, 裴诚. 境内外人民币汇率价格关系的定量研究[J]. 金融研究, 2012(9): 62-73.
- [5] 吴志明, 陈星. 基于 MGARCH-BEKK 模型的境内外人民币汇率动态关联性研究——来自香港离岸人民币市场成立后的经验证据[J]. 世界经济与政治论坛, 2013(5): 110-123.
- [6] 张红地, 钟祝赞. 在岸人民币市场与香港离岸人民币市场联动关系的实证研究[J]. 金融教育研究, 2014, 27(4): 8-14.
- [7] 刘辉. 离岸人民币市场对中国宏观经济的影响[J]. 中南财经政法大学学报, 2014(1): 10-15, 158.
- [8] 何迎新, 唐鳌. 香港人民币离岸市场对境内货币政策的影响研究[J]. 湖南财政经济学院学报, 2013, 29(3): 86-91.
- [9] 国家外汇管理局四川省分局课题组, 苏萍, 何迎新, 唐鳌. 香港人民币离岸市场对境内货币政策的影响研究[J]. 西南金融, 2014(3): 86-91.
- [10] 乔依德, 李蕊, 葛佳飞. 人民币国际化: 离岸市场与在岸市场的互动[J]. 国际经济评论, 2014(2): 93-104, 6.
- [11] 杨璐, 刘芳. 离岸香港对境内货币政策的影响[J]. 中国外汇, 2014(23): 23-25.
- [12] 中国人民银行广州分行课题组, 王景武. 香港人民币离岸市场发展对内地货币政策的影响[J]. 南方金融, 2013(8): 9-20, 73.
- [13] 官铭超. 香港人民币离岸市场对内地的风险影响研究[J]. 西南金融, 2014(10): 41-44.
- [14] 张喜玲. 离岸与在岸人民币汇率动态关联——基于 CNH、CNY、DF 和 NDF 市场的实证分析[J]. 西南金融, 2014(2): 36-39.