



**China Analysis 97**  
**Juni 2012**  
**[www.chinapolitik.de](http://www.chinapolitik.de)**

---

# **Die Internationalisierung der chinesischen Währung**

---

**Till Dittkrist**

**Forschungsgruppe Politik und Wirtschaft Chinas, Universität Trier**

*China Analysis* wird herausgegeben von

**Sebastian Heilmann**  
**Professor für Regierungslehre / Politik und Wirtschaft Chinas**  
**Universität Trier, 54286 Trier**

**E-mail: [china\\_analysis@chinapolitik.de](mailto:china_analysis@chinapolitik.de)**

# Inhaltsverzeichnis

<b>Inhaltsverzeichnis .....</b>	<b>i</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>iv</b>
<b>Abbildungs- und Tabellenverzeichnis .....</b>	<b>vi</b>
Abbildungen .....	vi
Tabellen .....	vi
<b>1. Relevanz und Skizzierung des Forschungsvorhabens.....</b>	<b>1</b>
<b>2. Theoretische Einleitung .....</b>	<b>4</b>
2.1. Definition „internationale Währung“ .....	4
2.1.1. Rechnungseinheit (Unit of account).....	5
2.1.2. Zahlungsmittel (Medium of exchange) .....	8
2.1.3. Wertaufbewahrung (Store of value).....	10
2.2. Determinanten für die Internationalisierung einer Währung.....	13
2.2.1. Größe der Volkswirtschaft und des Handelsvolumens .....	13
2.2.2. Finanzmarkt.....	14
2.2.3. Stabilität der Währung .....	16
2.2.4. Netzwerkexternalitäten.....	17
<b>3. Vor- und Nachteile der Emission einer internationalen Währung .....</b>	<b>19</b>
3.1. Vorteile .....	19
3.1.1. Realisierung von Gewinnen aus internationaler Seigniorage .....	19
3.1.2. Auswirkungen auf die Zahlungsbilanz.....	19
3.1.3. Förderung des Außenhandels .....	20
3.1.4. Positive Effekte für das Finanzsystem .....	21
3.2. Nachteile .....	22
3.2.1. Beeinträchtigung nationaler Geldpolitik .....	22
3.2.2. Auswirkungen auf die Zahlungsbilanz.....	22
3.2.3. Externe Schocks durch grenzübergreifende Kapitalströme .....	24

<b>4. Komparativer Exkurs: Die Internationalisierung der japanischen Währung .....</b>	<b>25</b>
4.1. Wechselkursregime und Zahlungsverkehr mit dem Ausland: Evolution der Devisenbewirtschaftung .....	28
4.2. Internationalisierung nach innen: Liberalisierung des grenzübergreifenden Kapitalverkehrs und Wechselwirkung mit dem nationalen Finanzsystem .....	31
4.2.1. Kapitalzuflüsse .....	31
4.2.1.1. Direktinvestitionen .....	31
4.2.1.2. Portfolioinvestitionen .....	32
4.2.2. Kapitalabflüsse .....	35
4.2.2.1. Direktinvestitionen .....	35
4.2.2.2. Portfolioinvestitionen .....	35
4.2.3. Reformen des nationalen Finanzsystems .....	38
4.3. Internationalisierung des JPY über die Leistungsbilanz: Nutzung im Außenhandel..	41
4.4. Internationalisierung nach außen: Etablierung eines Offshore-Marktes .....	44
4.4.1. Offshore-Kapitalmarkt .....	45
4.4.2. Euroyen-Kreditaufnahme und -vergabe .....	46
4.4.3. Japanese Offshore Market .....	46
4.5. Bilanz: Status der Internationalität der japanischen Währung.....	47
4.5.1. Anteil des JPY an internationalen Handelstransaktionen .....	48
4.5.2. Anteil des JPY an den globalen Devisentransaktionen.....	48
4.5.3. Anteil des JPY am Markt für internationale Schuldverschreibungen .....	49
4.5.4. Anteil des JPY an den Währungsreserven ausländischer Zentralbanken .....	50
4.5.5. Gründe für das Scheitern der Internationalisierung des JPY .....	51
<b>5. Aktueller Zwischenstand der Internationalisierung der chinesischen Währung (Ende 2011) .....</b>	<b>53</b>
5.1. Anteil des CNY an internationalen Handelstransaktionen .....	53
5.2. Anteil des CNY an den globalen Devisentransaktionen.....	55
5.3. Anteil des CNY am Markt für internationale Schuldverschreibungen.....	56
5.4. Anteil des CNY an den Währungsreserven ausländischer Zentralbanken.....	57

<b>6. Politische Maßnahmen zur Internationalisierung der chinesischen Währung .....</b>	<b>59</b>
6.1. Wechselkursregime und Zahlungsverkehr mit dem Ausland: Evolution der Devisenbewirtschaftung .....	60
6.2. Internationalisierung nach innen: Liberalisierung des grenzübergreifenden Kapitalverkehrs und Wechselwirkung mit dem nationalen Finanzsystem .....	66
6.2.1. Kapitalzuflüsse .....	66
6.2.1.1. Direktinvestitionen .....	66
6.2.1.2. Portfolioinvestitionen .....	67
6.2.2. Kapitalabflüsse .....	69
6.2.2.1. Direktinvestitionen .....	69
6.2.2.2. Portfolioinvestitionen .....	72
6.2.3. Reformen des nationalen Finanzsystems .....	75
6.3. Internationalisierung des CNY über die Leistungsbilanz: Nutzung im Außenhandel	78
6.4. Internationalisierung nach außen: Etablierung eines Offshore-Marktes .....	83
6.4.1. Offshore-Banking .....	84
6.4.2. Offshore-Kapitalmarkt .....	87
6.4.3. Rückkopplung des Offshore-Marktes mit dem Onshore-Markt .....	93
6.4.4. Offshore-Markt außerhalb Hongkongs .....	100
<b>7. Die Internationalisierungsprozesse der chinesischen und japanischen Währungen im Vergleich .....</b>	<b>103</b>
7.1. Wechselkursregime und Zahlungsverkehr .....	103
7.2. Internationalisierung nach innen .....	104
7.2.1. Kapitalzuflüsse .....	104
7.2.2. Kapitalabflüsse .....	105
7.2.3. Reformen des nationalen Finanzsystems .....	106
7.3. Internationalisierung über die Leistungsbilanz .....	107
7.4. Internationalisierung nach außen .....	108
7.4.1. Offshore-Kapitalmarkt .....	108
7.4.2. Kreditvergabe durch Offshore-Entitäten an Onshore-Unternehmen .....	110
7.4.3. Vergleich des „Japanese Offshore Market“ mit dem Hongkonger Offshore-Markt .....	110
7.5. Fazit: Drei spezifische Charakteristika des chinesischen Internationalisierungsprozesses .....	111
<b>8. Resümee und Ausblick .....</b>	<b>114</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>117</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>122</b>

## Abkürzungsverzeichnis

ADB	Asian Development Bank
AIs	Authorised Institutions (in Hongkong zugelassene Banken)
BIS	Bank for International Settlements
BoC	Bank of China
CBRC	China Banking Regulatory Commission
CD	Certificate of Deposit (Bankschuldverschreibung)
CHF	Schweizer Franken
CIRC	China Insurance Regulatory Commission
CNH	in Hongkong genutzte CNY-Devisen
CNY	Chinese Yuan Renminbi (Chinesischer Yuan Renminbi)
COFER	Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves
CP	Commercial Paper
CSRC	China Securities Regulatory Commission
DEM	Deutsche Mark
ETF	Exchange Traded Fund
FBs	Financing Bills (Laufzeit zwei bis sechs Monate)
FEDB	Foreign Exchange Designated Banks
FEFTCL	Foreign Exchange and Foreign Trade Control Law
FEFTL	(new) Foreign Exchange and Foreign Trade Law
FESPS	Foreign Exchange Surrender and Purchase System
FETS	Foreign Exchange Trading System
FICL	Foreign Investment Control Law
GBP	Pound Sterling (Pfund Sterling)
HKD	Hong Kong Dollar
HKEx	Hong Kong Exchanges and Clearing Limited
HKMA	Hong Kong Monetary Authority
IFDI	Inward Foreign Direct Investment
IWF	Internationaler Währungsfonds

JGBs	Japanese Government Bonds (japanische Staatsanleihen)
JOM	Japanese Offshore Market
JPY	Japanese Yen (Japanischer Yen)
KRW	Korean Won (Südkoreanischer Won)
LCY	Local Currency
MNCs	Multinational Corporations
MoF	Ministry of Finance
MOFCOM	Ministry of Commerce
MPD-II	Monetary Policy Department II
NPC	National People's Congress
OFCs	Offshore Financial Centers
OFDI	Outward Foreign Direct Investment
PBs	Participating Banks
PBoC	People's Bank of China
PKKCV	Politischen Konsultativkonferenz des Chinesischen Volkes
PPP	Purchasing Power Parities (Kaufkraftparitäten)
QFII	Qualified foreign institutional Investor
RFDI	Renminbi-FDI (in CNY abgewickelte IFDI)
RMB	Renminbi (Währung der Volksrepublik China)
RQFII	Renminbi-QFII
SAFE	State Administration of Foreign Exchange
SHFSO	Shanghai Municipal Financial Services Office
SCOFCOM	Shanghai Municipal Commission of Commerce
SFC	(Hong Kong) Securities and Futures Commission
SHAIC	Shanghai Municipal Administration for Industry and Commerce
SIB	Shanghai International Bourse
SSE	Shanghai Stock Exchange
TBs	Treasury Bills (Laufzeit sechs bis zwölf Monate)
TSF	RMB Equity Trading Support Facility
USD	United States Dollar
VRCh	Volksrepublik China

## Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

### Abbildungen

Abbildung 01: Währungsfakturierung japanischer Exporte 1980-2010 .....	42
Abbildung 02: Währungsfakturierung japanischer Importe 1985-2010 .....	43
Abbildung 03: Anteile ausgewählter Währungen an den globalen Devisentransaktionen .....	49
Abbildung 04: Währungsfakturierung internationaler Schuldverschreibungen.....	50
Abbildung 05: Anteile verschiedener Währungen an den globalen Devisenreserven .....	51
Abbildung 06: Volumen des CNY-fakturierten Außenhandels der VRCh.....	54
Abbildung 07: Anteile ausgewählter Währungen an den globalen Devisentransaktionen .....	55
Abbildung 08: Währungsfakturierung internationaler Schuldverschreibungen.....	56
Abbildung 09: Volumen von CNH-Bankeinlagen .....	87
Abbildung 10: Emissionsvolumen CNH-fakturiertes Anleihen .....	91

### Tabellen

Tabelle 01: Ausprägungen der Nutzung einer internationalen Währung.....	5
Tabelle 02: Swap-Abkommen der PBoC mit diversen Zentralbanken (Dez. 2008 - Feb. 2012).....	82
Tabelle 03: Für Investitionen in den chin. Interbanken-Anleihemarkt zugelassene Banken ...	95
Tabelle 04: Politische Maßnahmen zur Internationalisierung der chinesischen Währung ....	117

## 1. Relevanz und Skizzierung des Forschungsvorhabens

Spätestens seit Ausbruch der globalen Finanzkrise sind die Anzeichen unübersehbar, dass die Volksrepublik China (VRCh) eine Internationalisierung der heimischen Währung<sup>1</sup> herbeizuführen trachtet. So wurden im Jahre 2007 erstmalig CNY-fakturierte Anleihen außerhalb Festlandchinas emittiert, 2009 begann die Abwicklung des chinesischen Außenhandels in CNY und seit 2011 dürfen chinesische Unternehmen CNY-Devisen für Direktinvestitionen im Ausland nutzen - drei Beispiele für zahlreiche Maßnahmen, die auf eine Internationalisierung der chinesischen Währung abzielen. Gelänge es Beijing, eine grenzübergreifende Nutzung des CNY in den Größenordnungen zu erwirken, die der realen ökonomischen Bedeutung des Reichs der Mitte entsprechen, so würde dies die Architektur des globalen Währungs- und Finanzsystems fundamental verändern: Im äußersten Fall wäre gar eine Ablösung des US Dollar (USD) als globaler Leitwährung denkbar.

In den großen Leitmedien findet die Internationalisierung der chinesischen Währung bis dato nur sporadische Beachtung,<sup>2</sup> was ob der kolossalen Bedeutung dieses Prozesses erstaunlich ist. Auch in der wissenschaftlichen Sphäre sind ausführliche Forschungsarbeiten mit der Ambition einer ganzheitlichen Beschreibung des Internationalisierungsprozesses aktuell Mangelware. Dem Autor sind allein drei Monographien bzw. Sammelbände bekannt, die sich dem Sujet in aller Ausführlichkeit widmen: Peng Wensheng und Shu Chang gaben 2010 einen Sammelband heraus,<sup>3</sup> der im ersten Teil die Erfahrungen einer Reihe von Ökonomien mit der internationalen Nutzung ihrer Währungen abhandelt, wonach im zweiten Teil des Buches das Potential des CNY als internationale Währung kalkuliert wird und Auswirkungen des Internationalisierungsprozesses auf den chinesischen Finanzsektor sowie die Geldpolitik abgeschätzt werden. Peter G. Zhang und Thomas Chan legen den Fokus ihres Werkes „The Chinese Yuan“ auf die Bandbreite der im Zuge des Internationalisierungsprozesses entstehenden Finanzprodukte in Onshore- und Offshore-Märkten, weshalb der politische

---

<sup>1</sup> Die Bezeichnung der chinesischen Währung in der VRCh lautet Renminbi, abgekürzt RMB. Innerhalb der vorliegenden Studie wird jedoch die internationale Standardbezeichnung (nach ISO 4217) Chinese Yuan, abgekürzt CNY, verwendet.

<sup>2</sup> In Deutschland berichteten im Jahre 2011 allein der Tages-Anzeiger, der Spiegel sowie die Börsen-Zeitung über die Internationalisierung der chinesischen Währung. Vgl. Robert Mayer, China nutzt Hongkong als Versuchslabor, in: Tages-Anzeiger, 08.02.2011. Vgl. auch: Maria Marquart/Stefan Schultz, Neue Währungsstrategie: China startet Yuan-Tuning, in: Der Spiegel, 03.03.2011. Vgl. auch: Norbert Hellmann, Warten auf den globalen Yuan, in: Börsen-Zeitung, 05.07.2011.

<sup>3</sup> Vgl. Peng Wensheng/Shu Chang (Hrsg.), Currency Internationalization: Global Experiences and Implications for the Renminbi, Hampshire 2010.



Kontext auch hier nur einen Nebenaspekt ausmacht.<sup>4</sup> Zhang Jie schließlich, Leiter des International Currency Research Institute der China Renmin University, veröffentlichte 2011 eine Monographie, welche die Wechselwirkungen zwischen dem chinesischen Bankensystem und der Internationalisierung des CNY untersucht.<sup>5</sup> All diesen Werken ist gemein, dass sie sich durch sehr technische, volkswirtschaftliche Schwerpunkte auszeichnen. Einen umfassenden Überblick über alle bis dato verabschiedeten Maßnahmen zur Förderung der Internationalisierung des CNY unter Berücksichtigung der Rolle innenpolitischer Akteure sowie eine Analyse der Besonderheiten des Internationalisierungsprozesses lassen alle bisherigen Studien vermissen. Anspruch der vorliegenden Forschungsarbeit ist es, diesen Defiziten abzuhelpen: Es wurde eine extensive Quellenrecherche durchgeführt, um eine vollständige Darstellung aller der Internationalisierung des CNY förderlichen Maßnahmen im Zeitraum von 2008 bis 2011 vorzunehmen. Das Erkenntnisinteresse der Untersuchung liegt auf diese Darstellung aufbauend in der Beantwortung folgender Forschungsfrage: Durch welche prozeduralen Charakteristika zeichnet sich das chinesische Vorgehen zur Internationalisierung der heimischen Währung aus?

Nach einer allgemeinen theoretischen Einführung in die Materie der Internationalisierung von Währungen (Kapitel 2) sowie einer Erörterung von Vor- und Nachteilen der Emission global genutzter Währungen (Kapitel 3) soll zum Zwecke der Beantwortung der Forschungsfrage ein komparativer Exkurs zur Beschreibung der Internationalisierung des japanischen Yen (JPY) angeführt werden (Kapitel 4). Der Internationalisierungsprozess des JPY wird als geeignet für einen Vergleich mit demjenigen des CNY erachtet, da er nur einen historischen Augenschlag zurückliegt und Japan zu Beginn der entsprechenden Bemühungen ähnliche ökonomische Rahmenbedingungen aufwies wie das gegenwärtige China. Die Vergleichbarkeit der Internationalisierungsprozesse von JPY und CNY wird systematisch gewährleistet, indem zur Untersuchung der den Internationalisierungsprozessen beider Währungen förderlichen Maßnahmen ein identisches analytisches Raster Verwendung findet. Nach einem statistischen Überblick über den aktuellen Zwischenstand der Internationalisierung des CNY (Kapitel 5) schließt sich also eine umfassende Untersuchung der Maßnahmen zur Förderung einer grenzübergreifenden Nutzung der chinesischen Währung an (Kapitel 6). In Kapitel 7 werden die Sequenzierungen der Maßnahmen beider Internationalisierungsprozesse einander gegenübergestellt, Gemeinsamkeiten und Unterschiede herausgearbeitet und spezifische

---

<sup>4</sup> Vgl. Peter G. Zhang/Thomas Chan, *The Chinese Yuan. Internationalization and Financial Products in China*, Singapur 2011.

<sup>5</sup> Vgl. Zhang Jie, *Internationalization of the Renminbi. History, Theories and Policies*, Singapur 2011.

Charakteristika des chinesischen Vorgehens zur Internationalisierung des CNY benannt. Zum Abschluss der Arbeit soll ein Resümee gezogen und ein Ausblick gewagt werden (Kapitel 8).

## 2. Theoretische Einleitung

Im Folgenden soll der Begriff einer „internationalen Währung“ definiert werden. Hierzu werden unter Kap. 2.1. die drei Funktionen erläutert, die einer internationalen Währung auf globaler Ebene für private sowie öffentliche Akteure zukommen.

Besonderheit einer internationalen Währung in Abgrenzung zu einer nationalen Währung ist die Abwesenheit einer Weltregierung „to enforce the role of international monies.“<sup>6</sup> Da laut Krugman letztlich also die „unsichtbare Hand“ des Marktes über die Etablierung einer internationalen Währung entscheidet, werden unter Kapitel 2.2. die Voraussetzungen beschrieben, die dem Internationalisierungsprozess einer Währung förderlich sind.

### 2.1. Definition „internationale Währung“

Eine Währung definiert sich über die Funktionen, die sie ausübt. Eine nationale Währung erreicht dann den Status der Internationalität, wenn sie jenseits der Grenzen des sie emittierenden Staates in gleicher Weise genutzt wird wie auf nationaler Ebene: als Rechnungseinheit, als Zahlungsmittel sowie als Mittel der Wertaufbewahrung.<sup>7</sup> Eine weitere differenzierende Dimension ergibt sich durch die Unterscheidung der Nutzung jener Währung durch den privaten sowie den öffentlichen Sektor. Es sind also sechs konkrete Ausprägungen der Nutzung einer internationalen Währung zu identifizieren, die erstmals von Benjamin J. Cohen (1971) und später von Peter B. Kenen (1983) spezifiziert und in einer Matrix dargestellt wurden, die seither weithin gebräuchlich ist.<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> Paul Krugman, *The International Role of the Dollar: Theory and Prospect*, in: John F. O. Bilson/Richard C. Marston (Hrsg.), *Exchange Rate Theory and Practice*, Chicago 1984, S.261.

<sup>7</sup> Vgl. bspw. Benjamin J. Cohen, *The Future of Sterling as an International Currency*, London 1971, S.13f.

<sup>8</sup> Vgl. ebd., S.18. Sowie Peter B. Kenen, *The Role of the Dollar as an International Currency*, Group of Thirty, Occasional Papers 13, New York, 1983, S.20.

**Tabelle 01: Ausprägungen der Nutzung einer internationalen Währung**

<b>Funktion</b>	<b>Privater Sektor</b>	<b>Öffentlicher Sektor</b>
<b>Rechnungseinheit (Unit of account)</b>	Fakturierung von Handels- und Finanztransaktionen (Invoicing)	Definierung von Wechselkursverhältnissen - „Ankerwährung“ (Defining parities)
<b>Zahlungsmittel (Medium of exchange)</b>	Abwicklung von Handels- und Finanztransaktionen (Settlement)	Intervention auf dem Devisenmarkt - „Interventionswährung“ (Intervention in foreign exchange markets)
<b>Wertaufbewahrung (Store of value)</b>	Konservierung von internationalen Vermögenswerten (International asset holdings)	Nutzung als amtliche Devisenreserve - „Reservewährung“ (Foreign exchange reserves)

Vgl. Cohen (1971), S.18, Kenen (1983), S.20.

Im Folgenden sollen jene drei Funktionen einer internationalen Währung in ihren konkreten Bedeutungen für den privaten wie öffentlichen Sektor erläutert werden. Des Weiteren werden Indikatoren aufgeführt, mittels derer sie zur Messung des Grades der Internationalität einer gegebenen Währung quantifiziert werden können.

### **2.1.1. Rechnungseinheit (Unit of account)**

In Erfüllung ihrer Funktion als Rechnungseinheit fungiert eine Währung als „common denominator or numéraire in which goods and services are valued and debts expressed.“<sup>9</sup> Eine internationale Währung dient somit als Rechnungseinheit für Güter und Dienstleistungen, die grenzübergreifend gehandelt werden, sowie für Finanztransaktionen, an denen Teilnehmer aus unterschiedlichen Währungsräumen beteiligt sind. Prominentestes Beispiel für die Nutzung einer internationalen Währung als Rechnungseinheit ist die Fakturierung des international gehandelten Gutes Erdöl in USD: Durch die globale Akzeptanz des USD als Rechnungsein-

<sup>9</sup> Cohen (1971), S.4.

heit wird ein komplexer Preisfindungsprozess für den global nachgefragten Rohstoff in unzähligen nationalen Währungen vermieden. Die Erfüllung der Funktion als Rechnungseinheit durch die internationale Währung USD garantiert also eine Reduktion von anderenfalls überbordender Komplexität.

Kindleberger verweist auf einen weiteren Aspekt dieser Funktion als Rechnungseinheit: „The most important function of money as a unit of account is in making price comparisons. In international economics, this means calculating comparative advantage.”<sup>10</sup> Indem international gehandelte Güter und Dienstleistungen in einer internationalen Währung fakturiert werden, lassen diese sich unter minimalem Aufwand miteinander vergleichen, wodurch ein chronisches Informationsdefizit der Marktteilnehmer beseitigt wird.

#### *Privater Sektor: Fakturierung von Handels- und Finanztransaktionen*

Die Fakturierung des Barrels Erdöl in USD stellt ein praktisches Anschauungsbeispiel für die exklusive Verwendung einer einzigen internationalen Währung als universal gültige Rechnungseinheit dar. Tatsächlich stellt sich die Realität der Währungsfakturierung für international gehandelte Güter und Dienstleistungen allerdings differenzierter dar. Internationale Transaktionen können prinzipiell auf drei Arten fakturiert werden: in der Währung des Exporteurs, in der Währung des Importeurs oder eben in einer Drittwährung, die demzufolge ein hohes Maß an Internationalität aufweist. Lange Zeit galt die Annahme, dass der Großteil der internationalen Handelstransaktionen in der dominanten internationalen Währung - dem USD - fakturiert werde. Diese Annahme relativierte erstmals der Ökonom Sven Grassman, der im Jahre 1973 feststellte, dass der Löwenanteil der schwedischen Exporte tatsächlich in der heimischen Währung fakturiert wurde.<sup>11</sup> Seither durchgeführte empirische Studien zur Währungsfakturierung grenzübergreifender Handelstransaktionen lassen sich auf drei Beobachtungen herunterbrechen: Erstens wird der Handel zwischen zwei entwickelten Staaten zumeist in der Währung des Exporteurs fakturiert („Grassman’s Law“); zweitens wird der Handel zwischen einem Entwicklungsland und einem Industriestaat zumeist in der Währung des Industriestaats abgewickelt; drittens wird der Handel von Rohstoffen zumeist in einer internationalen Währung fakturiert, vorzugsweise dem USD.<sup>12</sup> Auch wenn die Rolle der dominanten internationalen Währung - dem USD - also nicht derart umfassend ist, wie vielleicht anzunehmen war, so

---

<sup>10</sup> Charles P. Kindleberger, *International Money*, London, 1981, S.15.

<sup>11</sup> Vgl. Sven Grassman, A fundamental symmetry in international payment patterns, in: *Journal of International Economics*, Volume 3, Issue 2, Mai 1973, S.105-116.

<sup>12</sup> Vgl. Ito et al., Ways to promote foreign trade settlements denominated in local currencies in East Asia, *Institute for International Monetary Affairs*, February 2010, S.5f.

bleibt sie dennoch beträchtlich: Insbesondere Marktteilnehmer aus Entwicklungsländern neigen dazu, internationale Transaktionen in USD zu fakturieren. Ein umfangreicher von Annette Kamps im Jahre 2006 zusammengetragener Datensatz taxiert den USD-fakturierten Anteil der Exporte bei den Staaten Ostasiens zwischen 50% und über 90%.<sup>13</sup> Auch ein beträchtlicher Anteil des Außenhandels von entwickelten Staaten wird noch in USD fakturiert: Bei EU-Mitgliedsstaaten liegt er bei 20-50%.

Unglücklicherweise existieren keine umfassenden Datensätze zur Währungsfakturierung der gesamten globalen Handelstransaktionen. Eine exakte Quantifizierung dieses Indikators zwecks Messung der Internationalität einer Währung ist also unmöglich. Vielmehr muss sich die vorliegende Studie auf diejenigen Daten beschränken, welche die nationalen Behörden der relevanten Staaten im Hinblick auf die Fakturierung ihrer eigenen Im- und Exporte statistisch erfassen.

#### *Öffentlicher Sektor: Definierung von Wechselkursverhältnissen*

Wo im vorangegangenen Abschnitt die Nutzung einer internationalen Währung in ihrer Funktion als Rechnungseinheit durch den privaten Sektor beschrieben wurde, soll selbiges nun für die entsprechende Nutzung durch den öffentlichen Sektor geschehen.

Für Staaten fungiert eine internationale Währung insofern als Rechnungseinheit, als sie einen Richtwert darstellt, im Verhältnis zu dem der Wechselkurs der jeweiligen nationalen Währung fixiert werden kann. Der Internationale Währungsfonds (IWF) unterscheidet drei generelle Kategorien von Wechselkursregimen („categories of exchange rate arrangements“): „hard peg“, „soft peg“ und „floating“.<sup>14</sup> In den meisten Fällen von „hard“ oder „soft pegs“ wird der Wechselkurs einer nationalen Währung über Kauf und Verkauf von Devisen durch die Zentralbank des jeweiligen Staates auf einem bestimmten Niveau bzw. in einer bestimmten Schwankungsbreite gehalten. In einem solchen Fall muss also eine Währung gewählt werden, im Verhältnis zu der sich der Wert der jeweiligen nationalen Währung definiert.<sup>15</sup> Das Ausmaß, in dem eine Währung von anderen Staaten als eine solche

---

<sup>13</sup> Vgl. Annette Kamps, The Euro as Invoicing Currency in International Trade, European Central Bank, Working Paper Series, No. 665, August 2006, S.44ff.

<sup>14</sup> Vgl. IMF, Annual Report on Exchange arrangements and Exchange restrictions 2009, Washington, 2009, S.xii.

<sup>15</sup> Es herrscht ein enger Zusammenhang zwischen der Währungsfakturierung der internationalen Transaktionen des jeweiligen Staates und der Auswahl einer konkreten Ankerwährung: Zwecks Minimierung des Wechselkursrisikos herrscht eine große Wahrscheinlichkeit, dass die Zentralbank jenen Staates den Wert der eigenen Währung an denjenigen der Währung des größten Handelspartners koppelt. Vgl. Barry Eichengreen/Jeffrey A. Frankel, On the SDR: Reserve Currencies and the Future of the International Monetary System, Working Paper prepared for the IMF Seminar on the Future of the SDR, 22.05.1996, S.25.

„Ankerwährung“ („exchange rate anchor“) (vgl. Tabelle 01) zur Definierung der Wechselkurse genutzt wird, ist wiederum ein Gradmesser für die Internationalität dieser Währung.

Ganz in diesem Sinne haben Meissner/Oomes Daten für die Wahl von Ankerwährungen durch die Staaten der Welt über den Zeitraum von 1950 bis 2001 zusammengetragen.<sup>16</sup> Die diesbezügliche Datenlage gestaltet sich allerdings als problematisch. Zwar veröffentlicht der IWF im „Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions“ Daten zu den de jure wie auch de facto Wechselkursregimen seiner Mitgliedsstaaten und ordnet einzelnen Staaten verschiedene Ankerwährungen zu,<sup>17</sup> doch können diese Daten als nicht hundertprozentig verlässlich gelten, gestalten sich die Eingriffe von Zentralbanken auf dem Devisenmarkt doch als wenig transparent. Insbesondere bei Kopplungen an Währungskörbe wird die tatsächliche Zusammensetzung selbiger Körbe zumeist nicht preisgegeben - so auch im Falle Chinas.<sup>18</sup> Für die vorliegende Arbeit wird aufgrund des Mangels an Exaktheit also auf die Nutzung dieses Indikators zur Messung der Internationalität einer Währung verzichtet.

### **2.1.2. Zahlungsmittel (Medium of exchange)**

Die Funktion einer Währung als Zahlungsmittel erklärt sich aus der Notwendigkeit, über ein Mittel zu verfügen, mit dem Waren und Dienstleistungen bezahlt sowie vertragliche Verbindlichkeiten erfüllt werden können: „In performing this role the key attribute of money is general acceptability in the settlement of debt.“<sup>19</sup>

Besonders deutlich wird die Erfordernis eines solchen Instruments, indem man sich die Abwesenheit eines universell gültigen Zahlungsmittels - wie in einer Naturalwirtschaft der Fall - vorstellt: „In barter economies [transaction] costs tend to be high because of the practical problem of achieving the required double coincidence of wants - much time must be devoted to search and bargaining“<sup>20</sup> In einer Naturalwirtschaft kann ein Tauschhandel nur unter der Voraussetzung abgewickelt werden, dass ein „doppelter Zufall“ zustande kommt, der Angebot von und Nachfrage nach konkreten Produkten zusammenbringt. Ein solches System ist also der Arbeitsteilung und Spezialisierung hochgradig abträglich, da mit zunehmender Komplexi-

---

<sup>16</sup> Vgl. Christopher M. Meissner/Nienke Oomes, Why do countries peg the way they peg? The determinants of anchor currency choice, in: Journal of International Money and Finance, Volume 28, Issue 3, April 2009, S. 522-547.

<sup>17</sup> Vgl. IMF (2009), S.xiif.

<sup>18</sup> Vgl. Chen Dongqi/Zhang Anyuan/Wang Yuan, Exchange rate reform: progress, challenges and prospects, in: China Economist, Dezember 2009, S.6.

<sup>19</sup> Cohen (1971), S.4.

<sup>20</sup> Ebd., S.10.

tät der gehandelten Produkte das Zustandekommen des „doppelten Zufalls“ tendenziell unwahrscheinlicher wird.<sup>21</sup>

Die Vorteilhaftigkeit der Existenz einer internationalen Währung erklärt sich dieser Logik folgend aus der drastischen Reduktion von Transaktionskosten bei grenzübergreifendem Handel. Um bei der bereits verwendeten Analogie zu bleiben, kann eine Welt mit allein nationalen Währungen als Tauschwirtschaft verstanden werden: „Individuals with the currency of country A and desiring to buy goods from country B must search out other individuals holding the currency of country B and desiring to buy in country A; and then they must bargain until they reach an agreement on a rate of exchange”<sup>22</sup> Ebenso wie in einer Naturalwirtschaft müsste in Abwesenheit einer internationalen Währung auf dem Devisenmarkt der „doppelte Zufall“ zustande kommen, der Angebot von und Nachfrage nach einem speziellen Währungspaar zusammenbringt. Diese extrem hohen Transaktionskosten können dadurch vermieden werden, dass die Marktteilnehmer sich auf die Nutzung eines gemeinsamen internationalen Zahlungsmittels einigen.

#### *Privater Sektor: Abwicklung von Handels- und Finanztransaktionen*

Die Funktionen einer internationalen Währung als Rechnungseinheit (Fakturierung) und als Zahlungsmittel (Abwicklung) hängen in der Praxis meist eng zusammen. Internationale Transaktionen werden aus praktischen Gründen meist in derselben Währung abgewickelt, in der sie auch fakturiert werden, bzw. umgekehrt.<sup>23</sup> Zwar besteht diesbezüglich keine Zwangsläufigkeit, doch wird aufgrund der ohnehin dünnen Datenlage im Zuge dieser Arbeit unterstellt, dass bei der überwiegenden Anzahl der internationalen Transaktionen eine Identität der zur Fakturierung genutzten und der zur Abwicklung genutzten Währung vorliegt. Zur Messung der Internationalität einer Währung soll also ein Indikator für die Verwendung selbiger in den Funktionen als Rechnungseinheit und Zahlungsmittel bei Handels- wie Finanztransaktionen gefunden werden. Einen solchen stellt der internationale Devisenmarkt dar. Bei nahezu jeder Abwicklung einer internationalen Transaktion werden Fremddevisen benötigt, die auf dem größten Finanzmarkt der Welt - dem Devisenmarkt - erworben werden müssen. Das Handelsvolumen einer Währung im globalen Devisenmarkt spiegelt also das Ausmaß ihrer Verwendung für die Abwicklung von Handels- und Finanztransaktionen wider; eine häufig

---

<sup>21</sup> Vgl. ebd., S.6.

<sup>22</sup> Ebd., S.25.

<sup>23</sup> Vgl. ebd., S.6. Es existieren jedoch Ausnahmen für diese Regel: „the famous example is those small Persian Gulf nations which until 1974 set their oil prices in dollars but required payment in sterling.“ Krugman (1984), S.264.



zur Abwicklung internationaler Transaktionen genutzte Währung wird zwangsläufig auch intensiv am Devisenmarkt nachgefragt. Gemessen wird der Umsatz dieser globalen Devisentransaktionen im „Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity“ der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Bank for International Settlements, BIS).<sup>24</sup> Die in jenem Dokument veröffentlichten Daten werden im Zuge der vorliegenden Studie also als Indikator für den Status der Internationalität einer Währung im Hinblick auf ihre Funktion als Rechnungseinheit und Zahlungsmittel verwendet werden.

### *öffentlicher Sektor: Interventionen am Devisenmarkt*

Der Umstand einer kaum vorhandenen Trennschärfe zwischen der Funktion einer Rechnungseinheit und der Funktion eines Zahlungsmittels gilt nicht nur für die konkreten Ausprägungen dieser Funktionen im privaten Sektor, sondern auch für selbige im öffentlichen Sektor: Wählt ein Staat eine internationale Währung als Ankerwährung, so müssen die Eingriffe am Devisenmarkt zur Herstellung des erwünschten Wechselkursverhaltnisses in ebenjener Ankerwährung vorgenommen werden. Das Ausmaß der Nutzung dieser „Interventionswährung“ („intervention currency“) (vgl. Tabelle 01) durch die Zentralbanken der Welt beschreibt ihren Grad der Internationalität. Die Nutzung einer gegebenen Währung als Interventionswährung gestaltet sich jedoch genauso intransparent wie die Nutzung selbiger als Ankerwährung, weswegen sich die Verwendung eines entsprechenden Indikators für diese Arbeit nicht anbietet.

### **2.1.3. Wertaufbewahrung (Store of value)**

Währungen dienen seit jeher als Mittel, Vermögen zu konservieren. In Ausübung dieser Funktion müssen sich Währungen dadurch auszeichnen, dass die ihnen innewohnende Kaufkraft stets und dauerhaft abrufbar ist. Es besteht somit ein enger Zusammenhang mit der Funktion des Zahlungsmittels, weswegen sich in diesem Sinne auch von einem Mittel der Aufbewahrung von Liquidität sprechen ließe. Der enge Zusammenhang zwischen der Funktion eines Zahlungsmittels und der Funktion eines Mittels der Wertaufbewahrung gilt für die nationale wie auch die internationale Ebene. Werden grenzübergreifende Transaktionen überwiegend in einer gegebenen internationalen Währung abgewickelt, so besteht ein Anreiz, selbige Währung zur Wertaufbewahrung zu nutzen, da so permanente Liquidität gewährleistet

---

<sup>24</sup> Vgl. BIS, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010 – Final Results, Basel, 01.12.2010.

werden kann. Von einem internationalen Mittel der Wertaufbewahrung ist hierbei auszugehen, wenn „assets are denominated in a currency other than that of the country of the holder.“<sup>25</sup>

### *Privater Sektor: Konservierung von internationalen Vermögenswerten*

Zur Quantifizierung des Ausmaßes der Nutzung einer internationalen Währung in ihrer Wertaufbewahrungsfunktion durch private Akteure kann der Markt für internationale Schuldverschreibungen („international debt securities“)<sup>26</sup> fungieren.<sup>27</sup> Die BIS erfasst jenen Markt unter anderem im Hinblick auf die Währungsfakturierung der emittierten Papiere.<sup>28</sup> Zwar äußern einige Akademiker Zweifel an der Verwendbarkeit selbiger Zahlen als Indikator für den Status der Internationalität einer Währung,<sup>29</sup> doch sollen sie aus folgenden Gründen trotzdem verwendet werden: Erstens herrscht ein Mangel an Alternativen zur Quantifizierung der Wertaufbewahrungsfunktion, und zweitens weisen die BIS-Daten eine große Trennschärfe auf - internationale Aktivitäten in Kapitalmärkten werden in klarer Abgrenzung zu nationalen Aktivitäten erfasst.<sup>30</sup> Der Indikator stellt also zumindest ein Indiz dafür dar, welchen Grad der Internationalisierung eine Währung erreicht hat.

Konkret werden für die vorliegende Studie die statistischen Angaben der BIS zur Währungsfakturierung der „international bonds and notes“ herangezogen, welche den Großteil der internationalen Schuldverschreibungen ausmachen (internationale Geldmarktinstrumente werden ausgeklammert) und in Tabelle 13B des oben angeführten Datensatzes zu finden sind.

---

<sup>25</sup> Cohen (1971), S.14.

<sup>26</sup> Die Definition der BIS für „International Debt Securities“ lautet: „The BIS definition of international debt securities (as opposed to domestic debt securities) is based on three major characteristics of the securities: the location of the transaction, the currency of issuance and the residence of the issuer. International issues comprise all foreign currency issues by residents and non-residents in a given country [*Eurobonds*] and all domestic currency issues launched in the domestic market by non-residents [*Foreign Bonds*]. In addition, domestic currency issues launched in the domestic market by residents are also considered as international issues if they are specifically targeted at non-resident investors. However, due to the lack of information from commercial data providers, notes and money market instruments issued by non-residents in a domestic market in the currency of that market (foreign issues) are not included.“ Vgl. BIS (Monetary and Economic Department), Guide to the international financial statistics, Basel, Juli 2009, S.25.

<sup>27</sup> Die Währungsfakturierung der internationalen Schuldverschreibungen könnte ebenso auch als Indikator für die Funktion selbiger Währung als Rechnungseinheit fungieren. Die Trennschärfe zwischen den drei Funktionen kann nicht immer hundertprozentig gewahrt werden.

<sup>28</sup> Vgl. BIS, Securities statistics and syndicated loans. Table 13: International debt securities by type, sector and currency, Basel, September 2011.

<sup>29</sup> So argumentiert bspw. Christian Thimann, der Markt für internationale Schuldverschreibungen lasse in jüngerer Vergangenheit eine abnehmende Bedeutung erkennen und sei deswegen „increasingly less representative of the international importance of certain currencies“. Eine zunehmende Bedeutung erführen vielmehr die *nationalen* Renten- und Aktienmärkte, die vermehrt auch für ausländische Investoren zugänglich seien. Vgl. Christian Thiemann, Global Roles of Currencies, in: Peng/Shu (2010), S.4.

<sup>30</sup> Auch die Europäische Zentralbank verwendet diesen Indikator zur Messung der internationalen Rolle des Euro. Vgl. European Central Bank, The International Role of the Euro, Frankfurt, Juli 2011, S.19ff.

*Öffentlicher Sektor: Nutzung als amtliche Devisenreserve*

Die Nutzung der Wertaufbewahrungsfunktion einer internationalen Währung durch Staaten erfährt in erster Linie in der Anhäufung von Devisenreserven Ausdruck. Die derartige Nutzung hängt wiederum eng mit der Nutzung selbiger Währung in den zwei weiteren Funktionen zusammen. Koppelt ein Staat den Wert seiner eigenen Währung an eine internationale Währung, so fungiert letztere als Rechnungseinheit und wird zur Ankerwährung. Werden Interventionen am Devisenmarkt zur Herstellung des vorher definierten Wechselkurses vorgenommen, so übernimmt selbige internationale Währung die Funktion eines Zahlungsmittels und wird zur Interventionswährung. Um nun in der Lage zu sein, solche Interventionen am Devisenmarkt vorzunehmen, besteht für die Regierung des entsprechenden Staates die Notwendigkeit, „[to] hedge against possible future deficiencies in the demand for the currency in foreign exchange markets“<sup>31</sup>. Die Zentralbanken von Staaten mit fixen Wechselkursen sehen sich also gezwungen, in der entsprechenden Währung fakturierte Devisenreserven anzuhäufen, womit der internationalen Währung auch die Funktion der Wertaufbewahrung zukommt.<sup>32</sup> Das Ausmaß der Nutzung einer Währung als Reservewährung lässt demzufolge Rückschlüsse auf ihre Nutzung in allen drei Funktionen zu und kann somit als Indikator für ihren Status der Internationalität fungieren.

Daten zur Quantifizierung dieses Indikators sind über die sog. COFER-Datenbank („Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves“) abrufbar, die der IWF unterhält.<sup>33</sup> Allerdings werden die globalen Devisenreserven nicht ganzheitlich erfasst, da viele Zentralbanken keine Angaben zur Währungsfakturierung ihrer Devisenreserven machen. Die COFER-Daten sind somit in „Allocated Reserves“ und „Unallocated Reserves“ unterteilt, wobei letztere einen Anteil von 45% der globalen Devisenreserven ausmachen.<sup>34</sup> Trotz dieser suboptimalen Datenlage kann aber von einer gewissen Repräsentativität der Währungsfakturierung der verbliebenen 55% ausgegangen werden.

Zur Messung des Grades der Internationalität von JPY und CNY werden im Rahmen dieser Arbeit also folgende Indikatoren gewählt: Wo vorhanden, werden Daten der nationalen Be-

---

<sup>31</sup> Cohen (1971), S.16.

<sup>32</sup> Ebenso kann anders herum argumentiert werden: „When a government or central bank intervenes in the foreign exchange market to prevent its country’s currency from appreciating, it adds to its foreign-currency reserves [...]“. Vgl. Kenen, (1983), S.9. Es existiert also ein wechselseitiger Zusammenhang zwischen der Währungsfakturierung von Devisenreserven und der Währungsfakturierung von Interventionen durch Zentralbanken am Devisenmarkt.

<sup>33</sup> Vgl. IMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), Washington, 30.09.2011.

<sup>34</sup> Vgl. European Central Bank, The International Role of the Euro, Frankfurt, Juli 2011, S.14.

hörden über die Währungsfakturierung von Im- und Exporten als Indikator für die Erfüllung der Funktion einer Rechnungseinheit genutzt. Daten über die Nutzung der Währungen auf dem globalen Devisenmarkt fungieren als Indikator für die Nutzung der Währungen als Rechnungseinheit und Zahlungsmittel. Um das Ausmaß der Nutzung der Währungen als Mittel der Wertaufbewahrung zu quantifizieren, werden Daten des Marktes für internationale Schuldverschreibungen sowie Daten über die von Zentralbanken gehaltenen Devisenreserven angeführt.

## 2.2. Determinanten für die Internationalisierung einer Währung

### 2.2.1. Größe der Volkswirtschaft und des Handelsvolumens

*„The currency of a country that has a large share in international output, trade and finance has a big natural advantage.“<sup>35</sup>*

Die meisten Ökonomen gehen von einer Korrelation zwischen der absoluten Wirtschaftskraft eines Staates und der Internationalität der von ihm emittierten Währung aus. Eichengreen/Frankel errechnen, dass 1% Anteil eines gegebenen Staates am globalen BIP einem Anteil von 1,33% der von ihm emittierten Währung an den globalen Devisenreserven entspricht.<sup>36</sup> Li/Liu kommen durch eine ökonometrische Analyse zum Schluss, dass „a powerful economy is more important than any other determining factor“<sup>37</sup>.

Eine mit der absoluten Größe der Volkswirtschaft in gewissem Zusammenhang stehende Determinante für die Internationalisierung einer Währung ist das Handelsvolumen des jene Währung emittierenden Staates. Cohen beantwortet die Frage nach den global begehrtesten Währungen folgendermaßen: „These are of course the currencies of the countries that are predominant in world trade - the countries that account for the largest proportion of international transactions.“<sup>38</sup> Die Attraktivität jener Währungen nehme in dem Maße zu, in dem ihre Akzeptanz als Zahlungsmittel zunehme: „And economies of scale dictate that, eventually, those that are most attractive for this purpose will come to circulate almost universally as

---

<sup>35</sup> Menzie D. Chinn/ Jeffrey A. Frankel, The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency, NBER Working Paper No. 13909, April 2008, S.8.

<sup>36</sup> Vgl. Eichengreen/Frankel (1996), S.39f. Einschränkend bleibt allerdings zu bemerken, dass es sich hier nicht um eine lineare Korrelation handelt. Vielmehr muss ein bestimmter „tipping point“ überschritten werden, bevor die Korrelation ihre Wirkung entfaltet. Des Weiteren wirkt die Korrelation aufgrund einer durch Netzwerkexternalitäten bedingten Trägheit zeitlich verzögert.

<sup>37</sup> David Daokui Li/Linlin Liu, RMB Internationalization: Empirical and Policy Analysis, in: Peng/Shu (2010), S.172.

<sup>38</sup> Cohen (1971), S.25f.

transaction currencies.”<sup>39</sup> Der Größenvorteil eines weltumspannenden Netzes an Handelspartnern mit einer gemeinsamen Währung entfalte also eine Sogwirkung, welche ihre Begründung in der Reduktion von Transaktionskosten für alle Beteiligten finde.

Vorbedingung für die Fakturierung des Handels in der relevanten Währung ist selbstredend die gesetzliche Zulassung selbigen Vorgangs durch die Behörden des die Währung emittierenden Staates: „domestic firms [have to be] able to invoice some, if not all, of their exports in their country’s currency, and foreign firms [have] likewise [to be] able to invoice their exports in that country’s currency, whether to the country itself or to third countries“<sup>40</sup>.

### 2.2.2. Finanzmarkt

*„Capital and money markets must be not only open and free of controls but also deep and well-developed.“*<sup>41</sup>

Für die erfolgreiche Internationalisierung einer Währung ist die Beschaffenheit des Finanzmarktes des die Währung emittierenden Staates zentral. Folgende drei Charakteristika müssen aufgewiesen werden: Offenheit (Abwesenheit von Devisenkontrollen), Tiefe (großes Volumen von Finanzaktiva), sowie Breite (vielfältige Auswahl an Investitionsinstrumenten).

#### *Offenheit*

Die Abwesenheit von Devisenkontrollen ist für Kenen erste und wichtigste Voraussetzung für die Internationalisierung einer Währung: „First, the government must remove all restrictions on the freedom of any entity, domestic or foreign, to buy or sell its country’s currency, whether in the spot or forward market.“<sup>42</sup> Die notwendige Aufgabe von Beschränkungen für Devisentransaktionen sei jedoch nicht gleichbedeutend mit einer zwingenden Liberalisierung aller Kapitalflüsse. Zwar müsse der Zugang zu solchen Wertpapieren uneingeschränkt möglich sein, die in der zu internationalisierenden Währung fakturiert seien, doch bestehe nach wie vor die Möglichkeit einer Beschränkung von fremdwährungsfakturierten Kapitalflüssen.<sup>43</sup>

Vorbedingung für die Abwesenheit von Devisenkontrollen bei entsprechend fakturierten Kapitaltransaktionen ist wiederum die Liberalisierung der nationalen Zinssätze. Blieben die nati-

---

<sup>39</sup> Ebd. S.26.

<sup>40</sup> Vgl. Kenen, Peter B., Currency internationalisation: an overview, Working Paper presented for the BoK-BIS Seminar on currency internationalisation: Lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific, Hongkong, 19.03.2009, S.3.

<sup>41</sup> Vgl. Eichengreen/ Frankel (1996), S.36.

<sup>42</sup> Vgl. Kenen (2009), S.3.

<sup>43</sup> Vgl. ebd.

onalen Zinssätze administrativ verordnet, so würden Deviseninländer ihre Einlagen in Aussicht auf höhere Renditen ins Ausland transferieren, wodurch dem nationalen Bankensystem die Liquidität entzogen würde.<sup>44</sup> Eine Liberalisierung des nationalen Zinssystems ist also der Öffnung des nationalen Finanzmarktes zeitlich vorzuziehen.

### *Tiefe*

Zugang zu entsprechend fakturierten Aktiva muss nicht nur per se möglich sein, sondern auch in ausreichenden Volumina: „[F]oreign firms, financial institutions, official institutions and individuals [have to be] able to hold the country’s currency and financial instruments denominated in it, in amounts that they deem useful and prudent“<sup>45</sup>. Dies bedeutet, dass der Kapitalmarkt des die zu internationalisierende Währung emittierenden Staats eine beachtliche Größe aufweisen muss, um Investitionswünschen von Akteuren rund um den Planeten gerecht zu werden. Von überragender Wichtigkeit ist in diesem Zusammenhang der Markt für Staatsanleihen, da nur dieser eine ausreichende Liquidität und Sicherheit aufweist, die andere Staaten veranlassen kann, ihre Devisenreserven in der entsprechenden Währung zu zeichnen.

Das Charakteristikum der Tiefe ist außerdem von Bedeutung für die Absorption von bei freien Kapitalflüssen potentiell auftretenden externen Schocks. Je tiefer ein nationaler Finanzmarkt ist, desto unempfindlicher reagiert er auf temporäre Kapitalzuflüsse und -abflüsse und begrenzt somit die Volatilität des Wechselkurses der entsprechenden Währung.

### *Breite*

Die Breite eines Finanzmarktes bezeichnet dessen Fähigkeit, vielfältige, auf die unterschiedlichen Bedürfnisse der Marktteilnehmer zugeschnittene Finanzprodukte anzubieten. In diesem Sinne ist die Existenz eines entwickelten Kapitalmarkts unerlässlich, der die Bereitstellung von langfristigen Anlageinstrumenten bzw. die Möglichkeit zur Emission von langfristigen Wertpapieren zwecks Erhebung von Kapital gewährleistet.<sup>46</sup> In gleicher Weise ist ein entwickelter Geldmarkt vonnöten, der Investitionen in kurzfristige Anlageinstrumente bzw. die Finanzierung mit kurzfristigem Kapital ermöglicht.<sup>47</sup> Diese breite Palette von Finanzinstru-

---

<sup>44</sup> Vgl. Lardy/Douglass (2011), S.6.

<sup>45</sup> Vgl. Kenen (2009), S.3.

<sup>46</sup> Chen/Peng (2010), S.118.

<sup>47</sup> Am Kapitalmarkt (insbesondere Aktienmarkt und Rentenmarkt) werden Wertpapiere mit einer Laufzeit von mindestens einem Jahr gehandelt; am Geldmarkt hingegen Wertpapiere mit einer Laufzeit von einem Tag bis einem Jahr. Vgl. Gunter Stahr u.a., Außenwirtschaftsalphabet, 8., überarbeitete Auflage, Köln 2006, S.164 u. S.215.

menten muss sich des Weiteren in Sekundärmärkten wiederfinden, die eine ständige Liquidität bereitzustellen und somit aktives Portfoliomanagement zu ermöglichen haben.<sup>48</sup>

Die Möglichkeit, in der zu internationalisierenden Währung fakturierte Wertpapiere zu erwerben bzw. zu emittieren, muss nicht nur auf dem nationalen Finanzmarkt gegeben sein, sondern auch jenseits der Grenzen des Emissionslandes auf dem sog. Euromarkt.<sup>49</sup> Die Schaffung eines Offshore-Marktes für entsprechend fakturierte Finanzinstrumente - wie bspw. Eurobonds<sup>50</sup> - ist ein entscheidender Schritt für den Internationalisierungsprozess der in Frage stehenden Währung.<sup>51</sup>

Zusammenfassend kann konstatiert werden, dass freie, tiefe und breite Finanzmärkte die Versorgung mit sowie die Nachfrage nach der relevanten Währung garantieren. London und New York haben in ihren Funktionen als Finanzzentren Großbritanniens respektive der USA erheblichen Einfluss auf die Internationalisierung des britischen Pfund Sterling (GBP) (19. Jh.) bzw. des USD (20. Jh.) gehabt. Wie in Kapitel 4 ersichtlich werden wird, hat Tokio in dieser Hinsicht versagt.

### 2.2.3. Stabilität der Währung

*„Currency internationalization is positively associated with low inflation and exchange rate stability“<sup>52</sup>*

Voraussetzung für die Internationalisierung einer gegebenen Währung ist ein hohes Maß an Vertrauen in ihren Werterhalt. Eine zu internationalisierende Währung hat sich somit durch eine geringe Inflationsrate und moderate Wechselkursschwankungen auszuzeichnen.<sup>53</sup>

---

<sup>48</sup> Chen/ Peng (2010), S.118.

<sup>49</sup> Der Euromarkt ist ein „supranationaler Markt, der neben dem Eurogeldmarkt auch den Eurokapitalmarkt (Eurobonds- oder Euroanleihenmarkt) umfasst. [...] Beim Euromarkt handelt es sich keineswegs um einen geographisch abgegrenzten internationalen Finanzmarkt, sondern um einen weltweiten Geld- und Kapitalmarkt in zahlreichen fremden Währungen [*Eurowährungen*] mit internationalen Akteuren.“ Stahr u.a. (2006), S.123.

<sup>50</sup> Eurobonds bezeichnen Anleihen, die auf dem Euromarkt emittiert werden und dementsprechend in einer Währung fakturiert sind, welche in der Jurisdiktion der Emission kein offizielles Zahlungsmittel ist. Sie werden nach eben jener Fakturierungswährung kategorisiert: Eurodollar-Bonds bezeichnen in USD fakturierte und außerhalb der USA emittierte Anleihen; Euroyen-Bonds bezeichnen in JPY fakturierte und außerhalb Japans emittierte Anleihen. Es besteht kein Zusammenhang mit der Währung des *Euro* (EUR).

<sup>51</sup> Vgl. Kenen (2009), S.3.

<sup>52</sup> Elias Papaioannou/Richard Portes, Costs and benefits of running an international currency, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic Papers 348, November 2008, S.8.

<sup>53</sup> Vgl. Chinn/Frankel (2008), S.10.

Das Kriterium einer geringen Inflationsrate ist insbesondere für die Funktion der Wertaufbewahrung zentral: Die Erfüllung dieses Kriteriums gewährleistet, dass die Marktteilnehmer keinen Wertverlust ihrer in jener Währung fakturierten Aktiva bzw. keinen Verlust der Kaufkraft der von ihnen gehaltenen liquiden Mittel zu fürchten haben. Entsprechend argumentieren viele Ökonomen, dass eine starke und unabhängige Zentralbank als Garant einer geringen Inflationsrate von besonderer Wichtigkeit für den Internationalisierungsprozess sei.<sup>54</sup>

Eine übermäßige Volatilität des Wechselkurses könnte ebenso die Wertaufbewahrungsfunktion der zu internationalisierenden Währung gefährden wie auch deren Funktion als Rechnungseinheit: „Even if a key currency were used only as a unit of account, a necessary qualification would be that its value not fluctuate erratically.“<sup>55</sup> Extreme Wechselkursschwankungen würden die relativen Preise der durch die Währung fakturierten Güter, Dienstleistungen oder Finanzaktiva verändern, „thereby creating uncertainty and leading to an inefficient allocation of resources.“<sup>56</sup> Li/Liu argumentieren, dass jedoch langfristig eine stetige Wechselkursaufwertung der Internationalisierung einer Währung zuträglich sei, da dies ihre Attraktivität als Mittel zur Wertaufbewahrung steigern.<sup>57</sup>

#### 2.2.4. Netzwerkexternalitäten

*„An international money, like domestic money, derives its value because others are using it.“<sup>58</sup>*

Sobald die Nutzung einer Währung ein bestimmtes Ausmaß erreicht hat, wird diese Nutzung zu einem sich selbst verstärkenden Effekt, da mit zunehmender Akzeptanz eines Zahlungsmittels die Transaktionskosten zur Nutzung desselbigen sinken: „the use of a currency as an international money itself reinforces that currency’s usefulness, so that there is an element of circular causation.“<sup>59</sup> Aus diesem mit dem Begriff „Netzwerkexternalitäten“ beschriebenen Sachverhalt folgt, dass sich die Addition der oben angeführten Voraussetzungen für die Internationalisierung einer Währung nicht eins zu eins im tatsächlichen Status der Internationalität jener Währung widerspiegelt: „International currency use is not linear in the determinants.

<sup>54</sup> Eichengreen/Frankel (1996), S.37.

<sup>55</sup> Ebd.

<sup>56</sup> George S. Tavlas/Yuzuru Ozeki, The Internationalization of Currencies: An Appraisal of the Japanese Yen, International Monetary Fund, Occasional Paper 90, Washington, Januar 1992, S.2.

<sup>57</sup> Li/Liu (2010), S.170.

<sup>58</sup> Vgl. Menzie Chinn/Jeffrey A. Frankel, Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Currency? in: Richard H. Clarida (Hrsg.), G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, Chicago 2007, S.300.

<sup>59</sup> Krugman (1984), S.274.



Rather, there may be a tipping phenomenon.“<sup>60</sup> Hieraus folgt, dass sich der Internationalisierungsprozess einer Währung erheblich verzögern kann, obwohl rein technisch alle Voraussetzungen für eine erfolgreiche Internationalisierung erfüllt sind. Wird dann der „tipping point“ überschritten, so gleicht der Internationalisierungsprozess einem Erdbeben. Gleiches gilt für den Verlust des Status‘ von Internationalität. Das GBP funktionierte erheblich länger als internationale Währung als es dem ökonomischen Gewicht des Emissionslandes Großbritannien eigentlich angemessen war. Dies ist zurückzuführen auf die Trägheit der Marktteilnehmer. Einer bereits bestehenden Reservewährung wird ein hohes Maß an Loyalität entgegengebracht, da es einen Kostenaufwand bedeutet, sich von einmal vertraut gewordenen Institutionen zu lösen.

---

<sup>60</sup> Chinn/Frankel (2008), S.5.

### 3. Vor- und Nachteile der Emission einer internationalen Währung

#### 3.1. Vorteile

##### 3.1.1. Realisierung von Gewinnen aus internationaler Seigniorage

Ursprünglich bezeichnet der Begriff der „Seigniorage“ den sog. „Munzpragegewinn“, der durch die Differenz zwischen den Kosten für die Münzprägung (inklusive Materialkosten) und dem späteren Nennwert des Geldes zustande kommt. Im internationalen Kontext bezeichnet Seigniorage die Differenz zwischen dem Zinssatz, den nationale Schuldner für einen Kredit im Inland aufbringen müssten, und dem günstigeren Zinssatz, der im Ausland zu entrichten ist.<sup>61</sup> Von besonderer Relevanz ist dies für den üblichen Sektor: „Seigniorage arises in the international context when a government can issue debt on foreign markets below the interest rate it must pay on debt issued domestically, or when its banknotes are widely held abroad, giving the government what amounts to an interest-free loan.“<sup>62</sup>

Zu erhöhen sind diese Gewinne zudem durch die Möglichkeit „to borrow abroad large amounts in its own currency, [...] while simultaneously earning much higher returns on foreign direct investment (FDI) and other investments in other countries.“<sup>63</sup> Als Emittent der aktuell wichtigsten internationalen Währung nehmen die USA in diesem Sinne die Rolle eines globalen Bankers ein: Die Aufnahme von (USD-fakturierten) Krediten zu vergleichsweise niedrigen Zinsen ermöglicht Investitionen mit vergleichsweise hohen Renditen.

##### 3.1.2. Auswirkungen auf die Zahlungsbilanz

Die Emission einer internationalen Währung versetzt den jeweiligen Staat in die Lage, sich größere und länger anhaltende Leistungsbilanzdefizite leisten zu können, als dies anderenfalls möglich wäre: „issuance on international markets of private sector debt denominated in domestic currency can [...] finance part, or all, of a current account deficit“<sup>64</sup>. Leistungsbilanzdefizite gehen im Falle der Emission einer internationalen Währung also nicht mit einem Abbau der Devisenreserven einher, sondern können durch Kapitalimporte ausgeglichen werden,

---

<sup>61</sup> Vgl. Chinn/Frankel (2007), S.289.

<sup>62</sup> Vgl. Kenen (2009), S.6.

<sup>63</sup> Chinn/Frankel (2007), S.289.

<sup>64</sup> Vgl. Kenen (2009), S.6.

da Devisenausländer einen stetigen Appetit auf entsprechend fakturierte Finanzaktiva an den Tag legen. Emissionsländer internationaler Währungen genießen darum eine sehr viel größere Flexibilität im Umgang mit Leistungsbilanzdefiziten. 1965 bezeichnete der damalige französische Finanzminister Valéry Giscard d'Estaing diesen Sachverhalt als das „exorbitante Privileg“ der USA: „He was referring to the ‘automatic’ way in which other countries financed US balance-of-payments deficits by semi-involuntarily accumulating dollar-denominated assets, typically US government securities.“<sup>65</sup> Unter Kapitel 3.2. wird ersichtlich werden, dass der hier positiv dargestellte Sachverhalt auch eine Schattenseite hat.

### 3.1.3. Förderung des Außenhandels

Im Außenhandel engagierte Unternehmen sehen sich mehreren Risiken gegenüber, falls sie grenzübergreifende Geschäfte nicht in ihrer Heimatwährung abwickeln können:<sup>66</sup> Erstens könnte die für eine Handelstransaktion genutzte Währung abwerten und somit den Gewinn des Exporteurs schmälern; zweitens besteht bei hoher Volatilität der zur Abwicklung genutzten Währung für Importeure eine hohe Ungewissheit bzgl. der für künftige Transaktionen aufzubringenden Beträge; drittens können in einer Fremdwährung fakturierte Devisen, die für Handelstransaktionen verfügbar gehalten werden müssen, plötzlich an Wert verlieren. Zwar können sich die im Außenhandel engagierten Unternehmen gegen das Wechselkursrisiko bei Handelstransaktionen versichern („Hedging“)<sup>67</sup>, doch implizierte dies Kosten, die wegfallen würden, wenn der heimische Staat selbst eine internationale Währung emittierte, die zur Abwicklung von internationalen Transaktionen genutzt werden könnte. Währungsinternationalisierung bedeutet also für Im- und Exporteure des jeweiligen Landes „an opportunity to limit exchange rate risk, and this benefit may be significant in the case of goods for which payment is made long after the goods are ordered“<sup>68</sup>. Hinzu kommt eine Reduktion der Transaktionskosten, die im Falle der Nutzung einer Fremdwährung bspw. beim Umtausch von Devisen anfallen würden.<sup>69</sup>

---

<sup>65</sup> Papaioannou/Portes (2008), S.47.

<sup>66</sup> Vgl. Wen Hai/Hongxin Yao, Pros and Cons of International Use of the RMB for China, in: Wensheng Peng/Chang Shu, Currency Internationalization: Global Experiences and Implications for the Renminbi, Hampshire 2010, S.146f.

<sup>67</sup> Der Begriff „Hedging“ bezeichnet „Geschäfte mit preissichernder Funktion durch Kombination eines Effektivgeschäfts (z. B. Warenimport) und eines Termingeschäfts an der Terminbörse.[...] Beim Hedging wird zusätzlich zu einem risikobehafteten Geschäft ein weiteres, ebenfalls risikobehaftetes Geschäft abgeschlossen, das jedoch entgegengesetzt wirkt, sodass das Risiko des ursprünglichen Geschäfts in etwa kompensiert wird.“ Stahr u.a. (2006), S.182.

<sup>68</sup> Vgl. Kenen (2009), S.5.

<sup>69</sup> Vgl. Hai/Yao (2010), S.148.

Ein weiteres bei der Nutzung einer Fremdwährung für den Außenhandel inhärentes Risiko besteht in der Gefahr von plötzlich auftretenden Liquiditätsengpässen. So geschehen im September 2008, als infolge der Finanzkrise eine globale Knappheit an USD-Devisen vorherrschte, die den Welthandel empfindlich einschränkte.<sup>70</sup> Durch die Internationalisierung der heimischen Währung ließe sich dieses Risiko für ein gegebenes Land ausschalten.<sup>71</sup>

#### **3.1.4. Positive Effekte für das Finanzsystem**

Der Internationalisierungsprozess einer Währung geht mit einigen positiven Wirkungen auf das Finanzsystem des emittierenden Staates einher. Zum ersten eröffnet sich für die nationalen Finanzinstitutionen ein ausgedehntes Betätigungsfeld im globalen Finanzmarkt. Die Internationalisierung der heimischen Währung „permits domestic firms and financial institutions to access international financial markets without incurring exchange rate risk and to borrow more cheaply and on a larger scale than they can at home“<sup>72</sup>. Des Weiteren entsteht eine größere Nachfrage nach Bankdienstleistungen des Emissionslandes: „purchases and sales, and loans and investments, will most likely have to be executed through banks or brokers in the issuing country.“<sup>73</sup> Außerdem fallen Kommissionen für Devisentransaktionen, Depotgeburen für von Devisenausländern gehaltene Wertpapiere usw. an. Zwar wird das die internationale Währung emittierende Land wohl kein Monopol auf solche Dienstleistungen aufrechterhalten können, doch genießen die im entsprechenden Währungsraum heimischen Institute sicher einen Wettbewerbsvorteil.

Da mit der Internationalisierung einer Währung zwangsläufig auch eine Öffnung des nationalen Finanzsystems einhergeht (vgl. Kap. 2.2.2.), wird dieses durch anwachsende Konkurrenz aus dem Ausland unter Druck gesetzt und zu Effizienzsteigerungen gezwungen werden. Insbesondere verlangt die Internationalisierung der heimischen Währung (falls noch nicht gegeben) nach einer Liberalisierung der Zinssätze. Marktkonforme Zinssätze wiederum gewährleisten eine effizientere Ressourcenallokation, wovon die volkswirtschaftliche Gesamtstruktur profitieren dürfte.

---

<sup>70</sup> Vgl. McGuire, Patrick/von Peter, Goetz, The US dollar shortage in global banking, in: BIS Quarterly Review, March 2009, S.47.

<sup>71</sup> Vgl. Subacchi, Paola, 'One Currency, Two systems': China's Renminbi Strategy, Chatham House briefing paper, October 2010.

<sup>72</sup> Vgl. Kenen (2009), S.5.

<sup>73</sup> Cohen (1971), S.37.

## 3.2. Nachteile

### 3.2.1. Beeintrachtung nationaler Geldpolitik

Robert Mundell begründete 1963 das Theorem der „impossible trinity“<sup>74</sup>, welches folgenden Sachverhalt beschreibt: „Von drei Zielen, welche die meisten Länder teilen - eine eigenständige Geldpolitik, ein stabiler Wechselkurs und freie Kapitalbewegungen -, können jeweils nur zwei verwirklicht werden.“<sup>75</sup> Die Internationalisierung einer nationalen Währung setzt zwar nicht zwingend den Abbau von jeglichen Kapitalverkehrskontrollen voraus, jedoch zumindest den Abbau von Kontrollen derjenigen Transaktionen der Leistungs- und Kapitalbilanz, die in der heimischen Währung fakturiert sind (vgl. Kap. 2.2.2.). Gemäß dem Theorem der „impossible trinity“ impliziert dies wiederum die Notwendigkeit, über kurz oder lang entweder das Ziel eines festen Wechselkurses oder aber das Ziel einer eigenständigen Geldpolitik aufzugeben. Hinzu kommt, dass die Geldpolitik eines Staates, der eine internationale Währung emittiert, eben nicht mehr nur nationale Auswirkungen hat. Die Zentralbank jenes Staates muss zumindest implizit immer auch die globalen Auswirkungen ihrer Entscheidungen bedenken.<sup>76</sup> Papaioannou/Portes liefern folgendes Beispiel für diese Verantwortung als globale Zentralbank: „the international lender of last resort should prevent any sharp decline in international liquidity or a collapse of international money: i.e. it should provide conditions supporting a stable price anchor for the international monetary system.“<sup>77</sup>

### 3.2.2. Auswirkungen auf die Zahlungsbilanz

Den positiven Auswirkungen der Internationalisierung einer Währung auf die Zahlungsbilanz des Emissionslandes (Kap. 3.1.2.) entsprechen einige gleichermaßen negative Effekte. So besagt das nach einem belgisch-amerikanischen Ökonomen benannte und seit den 1960er Jahren diskutierte „Triffin-Dilemma“, dass Emissionslander internationaler Währungen automatisch in Leistungsbilanzdefizite gezwungen würden.<sup>78</sup> Dies erkläre sich folgendermaßen: Die omnipresente Nachfrage nach einem globalen Zahlungsmittel und einem Vehikel zur

---

<sup>74</sup> Vgl. Robert A. Mundell, Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, in: The Canadian Journal of Economics and Political Science, Vol. 29, No. 4, November 1963, S. 475-485.

<sup>75</sup> Paul R. Krugman/Maurice Obstfeld, Internationale Wirtschaft. Theorie und Politik der Außenwirtschaft, 7. Aufl., München 2006, S.816.

<sup>76</sup> Vgl. Chinn/Frankel (2007), S.290.

<sup>77</sup> Papaioannou/Portes (2008), S.73.

<sup>78</sup> Vgl. bspw. Eichengreen/Frankel (1996), S.14f.

Wertaufbewahrung resultiere in einem Zwang für Devisenausländer, Leistungsbilanzüberschüsse gegenüber der die internationale Währung emittierenden Nation zu erwirtschaften. Jene Nation müsse im Umkehrschluss permanente Leistungsbilanzdefizite bzw. Kapitalbilanzberschsse hinnehmen, um die Globalwirtschaft mit Liquidität und Aktivpositionen zu versorgen. Sprich: Sie verschuldet sich. Wäre jene Nation kein Emissionsland einer internationalen Währung, so würde ihr Wechselkurs angesichts permanenter Leistungsbilanzdefizite rasch abwerten und demzufolge Exporte wettbewerbsfähiger machen. Da dies aber aufgrund anhaltend großer Nachfrage nach Investitionen in dieser Währung (Kapitalzuflüssen) nicht geschieht, wird ein hoher Außenwert der Währung betont und somit die Wettbewerbsfähigkeit des Exportsektors dauerhaft geschwächt.

Mittel- bis langfristig wächst im Falle anhaltender Leistungsbilanzdefizite und eines stetig anwachsenden Schuldenberges schließlich die Gefahr eines Vertrauensverlustes in das Emissionsland und damit einer plötzlichen Veräußerung der durch Devisenausländer angehäuften Aktiva bzw. eines plötzlichen Stopps der Kapitalimporte. Dementsprechend wird sich die Regierung jenes Staates gedrängt sehen, den Gläubigern im Ausland eine anhaltende Liquidität zu signalisieren und über kurz oder lang das Leistungsbilanzdefizit zu reduzieren. Der Maßnahmenkatalog zur Erreichung dieses Ziels wäre jedoch stark eingeschränkt, da der Status der internationalen Währung nicht aufs Spiel gesetzt werden darf. Die Regierung sah sich so z.B. folgender Optionen beraubt, die zwar der Behebung des Leistungsbilanzdefizits zuträglich wären, aber die Attraktivität der Währung als internationales Medium schmälern dürfen: Eine Erhebung von Devisenkontrollen wäre der Konvertibilität der Währung abträglich und eine Abwertung<sup>79</sup> der Währung würde eine Flucht aus selbiger auslösen.<sup>80</sup> Der scheinbare Widerspruch zwischen dem unter Kap. 3.1.2. angeführten Vorteil einer größeren Flexibilität im Umgang mit Leistungsbilanzdefiziten und dem in diesem Kapitel beschriebenen Nachteil einer Einschränkung des politischen Handlungsspielraums erklärt sich darin, dass sie in zeitlicher Abfolge auftreten: „Early in the evolution of an international currency, when potential holders have no doubts about its soundness, the flexibility advantage is likely to predominate; later on, when liabilities and consequently doubts accumulate, the constraint advantage is likely to predominate“<sup>81</sup>.

---

<sup>79</sup> Eine Abwertung wäre unter Umständen auch technisch unmöglich, da internationale Währungen oftmals als „Ankerwährungen“ fungieren. Da andere Staaten den Wert der internationalen Währung zur Definierung des Wechselkurses zur eigenen Währung nutzen, wären Maßnahmen zur Abwertung ersterer wirkungslos. Vgl. Cohen 1971, S.42.

<sup>80</sup> Ebd., S.40.

<sup>81</sup> Ebd., S.41.

### 3.2.3. Externe Schocks durch grenzübergreifende Kapitalströme

Durch die Liberalisierung der Kapitalbilanz, die eine Voraussetzung für die Internationalisierung einer Währung darstellt, erhöht sich die Volatilität nationaler Vermögenswerte. „A high volume of short-term capital inflows may cause inflation in asset prices, even causing bubbles at times.“<sup>82</sup> Sollte das Kapital dann in großem Umfang abgezogen werden, kontrahierte sich der Markt, riefte einen Rückgang des Binnenkonsums und möglicherweise eine Rezession hervor. Eine umfassende Veräußerung von durch Devisenausländer gehaltenen Aktiva würde außerdem eine Abwertung der zugrunde liegenden Währung induzieren.<sup>83</sup> Die Internationalisierung einer Währung erhöht also potentiell das Risiko von Wechselkursschwankungen. Da ein erheblicher Anteil der emittierten Schuldverschreibungen im Ausland gehalten werden, werden auch die Zinssätze im Emissionsland einer internationalen Währung stark von internationalen Faktoren geprägt und einer ungewissen Volatilität unterworfen.<sup>84</sup> Dies kann im Falle von dauerhaft billigen Zinsen in der Entstehung von Blasen münden oder in Krisenzeiten zu einem enormen Anstieg von Zinssätzen führen.

---

<sup>82</sup> Hai/Yao (2010), S.161.

<sup>83</sup> Vgl. Kenen (2009), S.7.

<sup>84</sup> Vgl. ebd.

## 4. Komparativer Exkurs: Die Internationalisierung der japanischen Währung

Um die Bemühungen der Volksrepublik China zur Internationalisierung des CNY historisch einordnen und prozedural analysieren zu können, ist ein Vergleich mit den entsprechenden Initiativen Japans während der 1980er und 1990er Jahre sinnvoll.<sup>85</sup> Der Vergleich mit Japan drängt sich nicht nur auf, da China traditionell vom Modernisierungsprozess des ostasiatischen Nachbarn lernt, sondern insbesondere weil prägnante Übereinstimmungen in mehreren ökonomischen Kennziffern erkennbar sind. Japan war 1980 - wie China heute - die zweitgrößte Volkswirtschaft der Erde und erwirtschaftete ein BIP in Höhe von rund 40% der US-amerikanischen Wirtschaftsleistung (zu jeweiligen Preisen)<sup>86</sup> - exakt wie die Volksrepublik des Jahres 2010.<sup>87</sup> Auch das relative Gewicht der beiden Volkswirtschaften in der Welt war in den jeweiligen Zeitfenstern nahezu identisch: Zwischen 1980 und 1990 erwirtschaftete Japan rund 10% des globalen BIP (nach Kaufkraftparitäten; Purchasing Power Parities, PPP), China erreichte 2010 mit 13% des globalen BIP (PPP) einen etwas höheren Wert.<sup>88</sup> Zudem befinden bzw. befanden sich beide Länder zu Beginn der aktiven Internationalisierung ihrer Währungen in Phasen des Hochwachstums: Japan erreichte zwischen 1980 und 1990 ein durchschnittliches Wachstum von 4,5% des BIP, China zwischen 2000 und 2010 sogar einen Wert von durchschnittlich 10,3%.<sup>89</sup> Des Weiteren verzeichnete die japanische Wirtschaft 1985-1995 genau wie die chinesische in der ersten Dekade des 21. Jahrhunderts massive Leistungsbilanzüberschüsse: Japan registrierte in jenem Zeitraum Überschüsse von durchschnittlich 3% des BIP, Chinas durchschnittlicher Überschuss betrug 2000-2010 5% des BIP.<sup>90</sup> Zur exemplarischen Messung der Tiefe der Finanzmärkte ließe sich etwa der Marktwert der an den Börsen der beiden Länder gehandelten Unternehmen anführen: Die Marktkapitalisierung in Japan gelisteter Unternehmen betrug Ende der 1980er Jahre rund 4 Bio. USD (zu jeweiligen Preisen), womit der japanische Aktienmarkt der größte der Welt noch vor dem der USA war (ca.

---

<sup>85</sup> Die Darstellung der Internationalisierung des JPY wird im Folgenden in erster Linie technisch abgehandelt, d.h. ohne extensive Bezugnahme auf die den Internationalisierungsprozess gestaltenden Akteure.

<sup>86</sup> Vergleicht man allerdings die entsprechenden Daten nach Kaufkraftparität, so muss konstatiert werden, dass die VRCh im Jahre 2010 relativ zu den USA größer ist als Japan im Jahre 1980: Japans BIP (PPP) erreichte 1980 35% der amerikanischen Wirtschaftsleistung, Chinas BIP (PPP) erreichte 2010 70% der amerikanischen Wirtschaftsleistung.

<sup>87</sup> Vgl. IMF, World Economic Outlook Database, Washington, September 2011.

<sup>88</sup> Vgl. ebd.

<sup>89</sup> Vgl. ebd.

<sup>90</sup> Vgl. ebd.



3 Bio. USD). Die Marktkapitalisierung der im Jahre 2010 in China gelisteten Unternehmen (4,8 Bio. USD) tritt dahingegen deutlich vor dem Wert der in diesem Jahr in den USA gehandelten Unternehmen (17 Bio. USD) zurück.<sup>91</sup>

Eine Gemeinsamkeit zwischen den beiden Ländern findet sich auch in der ausgeprägten Reserviertheit der jeweiligen Regierungen gegenüber einer Öffnung des nationalen Finanzmarktes und einer grenzübergreifender Nutzung der eigenen Währung: Wie China in den letzten Dekaden praktizierte auch Japan nach Ende des pazifischen Krieges eine extensive Devisenbewirtschaftung. Ein grundlegender Unterschied manifestiert sich im Auslosер für den Politikwechsel hin zu einer Liberalisierung von Devisenkontrollen und einer aktiven Förderung der internationalen Nutzung der nationalen Währung. Im Falle Chinas ist eine Beschleunigung der Internationalisierungsbemuhungen seit Beginn der Finanzkrise erkennbar, was den Schluss nahelegt, dass die chinesische Administration Zweifel an der mittelfristigen Stabilität des globalen Finanz- und Währungssystems hegt und ganz offensichtlich von der Vorteilhaftigkeit der Emission einer internationalen Währung überzeugt ist. China entschied sich also aus freien Stücken für die Internationalisierung des CNY. Japan hingegen nahm eher widerwillig entsprechende Bemühungen auf: Der Auslosер für die Politik der Internationalisierung des JPY findet sich im zu Beginn der 1980er Jahre von den USA ausgeübten politischen Druck. Aufgrund wachsender Leistungsbilanzüberschüsse zugunsten Japans Ende der 1970er Jahre war es zu schweren wirtschaftlichen Friktionen mit den Vereinigten Staaten gekommen: Von amerikanischer Seite wurde moniert, dass der Wechselkurs des JPY zum USD aufgrund der abgeschlossenen Natur des japanischen Finanzmarktes unterbewertet sei, was japanischen Unternehmen einen Wettbewerbsvorteil verschafft habe. Aufgrund der militärischen Abhängigkeit von der Supermacht USA sah sich Japan schließlich veranlasst,<sup>92</sup> Zugeständnisse im Hinblick auf eine Öffnung der Kapitalbilanz zu machen und somit zwangsläufig auch die grenzübergreifende Nutzung des JPY zu dulden. Konkreten Ausdruck fand der durch die USA ausgeübte Einfluss im sog. „Yen-Dollar Committee“, das im November 1983 zwar von den Finanzministerien beider Länder einberufen worden war, faktisch aber als Instrument der USA fungierte, Druck in Richtung fortschreitender Öffnung des japanischen Finanzmarktes auszuüben - auch um amerikanischen Finanzdienstleistern neue Geschäftsfelder zu eröffnen.

<sup>93</sup> Das Wirken besagten Komitees sollte sich wie ein roter Faden durch den Internationalisie-

---

<sup>91</sup> Vgl. World Bank, World Development Indicators. Financial Sector. Market capitalization of listed companies (current US\$), Washington, 2011.

<sup>92</sup> Vgl. Arthur Kroeber, The Renminbi: The Political Economy of a Currency, in: Foreign Policy, 07.09.2011.

<sup>93</sup> Vgl. Shinji Takagi, Internationalizing the Yen. Unfinished Agenda or Mission Impossible?, Working paper prepared for presentation at the BIS-BOK Seminar on “Currency internationalization: Lessons from the In-

rungsprozess ziehen, weshalb es in den folgenden Kapiteln wiederholt Erwähnung finden wird.

Trotz des massiven Einflusses der USA wäre es verfehlt anzunehmen, dass Tokio den Internationalisierungsprozess allein auf amerikanischen Druck hin anstieß. Vielmehr begriff die japanische Administration die begonnene Öffnung des Finanzmarktes für globale Kapitalströme rasch als Chance und wurde zunehmend willens, eine internationale Nutzung des JPY nicht bloß hinzunehmen, sondern auch aktiv herbeizuführen. Fürsprecher einer Internationalisierung des JPY wurde vornehmlich das Finanzministerium, dessen Unterabteilung „Council on Foreign Exchange and Other Transactions“ regelmäßige Berichte zum Thema „Internationalization of the Yen“ veröffentlichte.<sup>94</sup> Auf Initiative des Finanzministeriums wurde auch das Beratungsgremium „Study Group for the Promotion of the Internationalization of the Yen“ einberufen, das sich aus Experten aus Wirtschaft und Wissenschaft zusammensetzte und zu einer einflussreichen Stimme wurde.<sup>95</sup> Im Oktober 1983 wurde die Internationalisierung des JPY schließlich als politisches Ziel formuliert: „the internationalization of the yen and the liberalization of financial and capital markets were formally identified as major policy objectives as enunciated by the Minister of Finance and included in the Comprehensive Economic Measures adopted by the government“<sup>96</sup>. Internationalisierung wurde hierbei definiert als „expanding role of the yen in the international monetary system and the growing weight of the yen in current account transactions, capital account transactions, and foreign exchange reserves“<sup>97</sup>. Konkret sah die japanische Administration folgende Vorteile aus der Internationalisierung des JPY erwachsen: „(a) eliminate exchange risk and reduce the hedging cost in trade; (b) improve the efficiency of corporate financing; (c) strengthen the positions of Japanese financial institutions in international financial transactions; and (d) build a foundation for Tokyo to become a global financial centre“<sup>98</sup>. Im April 1999 betonte das „Council on Foreign Exchange and Other Transactions“ noch einmal öffentlich diese Vorteile,<sup>99</sup> doch sind die aktiven Bemühungen Tokios zur Förderung des Internationalisierungsprozesses nach der Jahrhundertwende aufgrund begrenzten Erfolges erlahmt. Seit 2003 erkennt Shinji Takagi, Öko-

---

ternational Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific”, Seoul, 19-20 March 2009, S.3.

<sup>94</sup> Vgl. bspw. Council on Foreign Exchange and Other Transactions, Internationalization of the Yen (Interim Report), Tokio, 12.11.1998.

<sup>95</sup> Vgl. Study Group for the Promotion of the Internationalization of the Yen, Report, Tokio, 27.06.2001.

<sup>96</sup> Ministry of Finance Japan, Chronology of the Internationalization of the Yen, Tokio, ohne Datum.

<sup>97</sup> Ministry of Finance Japan (1999), zitiert nach Takagi (2009), S.2.

<sup>98</sup> Murase, Tetsuji, The Internationalization of the Yen: Essential Issues Overlooked, in: Pacific Economic Papers, No.307, September 2000, S.3.

<sup>99</sup> Vgl. Council on Foreign Exchange and Other Transactions, Internationalization of the Yen for the 21st Century. Japan's Response to Changes in Global Economic and Financial Environments, Tokio, 20.04.1999.

nom der Osaka University, eine Abkehr von der aktiven Politik der Internationalisierung hin zu einer Praxis des Laissez-faire.<sup>100</sup>

Im Folgenden soll die Genese der aktiven Internationalisierung des JPY während der 1980er und 1990er Jahre in verschiedenen Dimensionen nachgezeichnet werden. Zunächst wird ein allgemeiner Überblick über die Evolution des Wechselkursregimes und der Regulierung des Zahlungsverkehrs mit dem Ausland geboten (Kap. 4.1.). Unter Kap. 4.2. wird die Liberalisierung des grenzübergreifenden Kapitalverkehrs und deren Wechselwirkung mit dem nationalen Finanzmarkt beschrieben, was als Internationalisierung nach innen bezeichnet wird. Hierunter subsumiert sich die graduelle Liberalisierung der Kapitalzu- wie auch der Kapitalabflüsse, welche wiederum jeweils nach Direkt- und Portfolioinvestitionen (hier insbesondere auch Investitionen in den Rentenmarkt) untergliedert werden. Es schließt sich ein Abschnitt zu den Reformen des nationalen Finanzsystems an, die mit der Öffnung für internationale Kapitalströme einhergingen. Kap. 4.3. thematisiert die Forcierung der Nutzung des JPY im Außenhandel, wonach unter Kap. 4.4. die Internationalisierung nach außen beschrieben wird, was die Etablierung eines Offshore-Marktes für den JPY bezeichnet. Hier wird im Wesentlichen abgehoben auf die Schaffung von Euroyen-Bonds, Euroyen-Kreditvergabe und -aufnahme sowie die Etablierung des „Japanese Offshore Market“ (JOM). Kap. 4.5. zieht eine Bilanz und schildert den aktuellen Status der Internationalität des JPY anhand der in Kap. 2.1. aufgeführten Indikatoren.

#### **4.1. Wechselkursregime und Zahlungsverkehr mit dem Ausland: Evolution der Devisenbewirtschaftung**

Die Internationalisierung einer Währung bedarf zwangsläufig einer Abwesenheit von Devisenkontrollen, da eine grenzübergreifende Nutzung der Währung nur im Falle eines unproblematischen Zugriffs auf jene Währung möglich ist (vgl. Kap. 2.2.2.). Im Folgenden werden dementsprechend der graduelle Abbau von Devisenkontrollen sowie der Wandel des herrschenden Wechselkursregimes geschildert.

Nach Ende des 2. Weltkrieges installierte Japan das Regime eines festen Wechselkurses von 360 JPY/USD und strikter Devisenkontrollen sowohl für die Leistungs- wie auch die Kapital-

---

<sup>100</sup> Vgl. Takagi (2009), S.2.

bilanz. Dieses System existierte bis 1973.<sup>101</sup> Das generelle Verbot für Devisentransaktionen wurde durch das 1949 implementierte „Foreign Exchange and Foreign Trade Control Law“ (FEFTCL) festgeschrieben.<sup>102</sup> Insbesondere in den Nachkriegsjahren existierte somit nicht nur eine strenge Kontrolle des grenzübergreifenden Kapitalverkehrs, sondern auch des Außenhandels. Ausnahmen mussten im Einzelfall durch die Regierung genehmigt werden. Bereits seit den 1950er Jahren durften allerdings Exporte von Waren und Dienstleistungen ohne Beschränkungen durchgeführt werden, da auf diesem Wege staatlich benötigte Fremdeisen akkumuliert werden konnten. Marktteilnehmer, die in den Besitz solcher Devisen kamen, mussten diese bis Mai 1972 an designierte „foreign exchange banks“ (FX-Banken) abführen. Einhergehend mit zunehmender Einbindung in den Welthandel und Erstarkung der Exportwirtschaft ließ Japan 1964 nahezu vollständige Konvertibilität bei Transaktionen der Leistungsbilanz zu.<sup>103</sup> Kapitaltransaktionen (Direkt- oder Portfolioinvestitionen) unterlagen in jenem Zeitraum dem strikten Reglement des „Foreign Investment Control Law“ (FICL), das den Zugang zum nationalen Finanzmarkt für Devisenausländer stark einschränkte. So sah es Beschränkungen für ausländische Investitionen in bestimmte Industriezweige und der Volumina dieser Investitionen vor - in erster Linie um die heimische Wirtschaft vor ausländischem Einfluss zu schützen.<sup>104</sup>

Die entscheidende Zäsur für das beschriebene Regime der Devisenbewirtschaftung manifestierte sich im Nixon-Schock zu Beginn der 1970er Jahre: Durch das Ende des Bretton Woods-Systems fester Wechselkurse wurde die japanische Regierung veranlasst, die Jahrzehnte währende Bindung des JPY an den Wert des USD aufzugeben und am 13. Februar 1973 die volle Flexibilität des Wechselkurses zuzulassen.<sup>105</sup> Devisenkontrollen für Transaktionen der Kapitalbilanz wurden in den 1970er Jahren zwar generell beibehalten,<sup>106</sup> wodurch der Zugang zu japanischen Devisen begrenzt blieb, doch waren in Erwartung einer Aufwertung des JPY seit den 1960er Jahren überschaubare Zuflüsse von spekulativem Kapital zu verzeichnen, da die Kapitalverkehrskontrollen bei gleichzeitiger Konvertibilität für Transaktionen der Leistungsbilanz nur imperfekt funktionieren konnten. Zwar wurden die Beschränkungen für den grenzübergreifenden Kapitalverkehr also zunehmend unterlaufen, doch sträubte sich die japanische

---

<sup>101</sup> Vgl. Wang Yongzhong, *Liberalization of Foreign Exchange Controls: Japan's Experiences and its Implications for China*, Chinese Academy of Social Sciences/Institute of World Economics and Politics, Nikkei Asia Scholarship Report, August 2009, S.16.

<sup>102</sup> Vgl. Fukao, Mitsuhiro, *Capital account liberalisation: the Japanese experience and implications for China*, BIS Papers No. 15, April 2003, S.1.

<sup>103</sup> Vgl. Zhang/Chan, (2011), S.210.

<sup>104</sup> Vgl. ebd., S.211.

<sup>105</sup> Vgl. Fukao (2003), S.4.

<sup>106</sup> Vgl. ebd.

Administration noch während der 1970er Jahre vehement gegen eine veritable Öffnung für den internationalen Kapitalverkehr, bis sich Anfang der 1980er eine prinzipielle Wende ankündigte. Entscheidenden Einfluss auf die Liberalisierung der Devisenkontrollen für die Kapitalbilanz hatten - wie im vorigen Abschnitt bereits angedeutet - die USA, die eine Aufwertung der japanischen Währung und den Marktzugang für amerikanische Finanzdienstleister herbeizuführen trachteten. Die japanischen Zugeständnisse mündeten in eine umfassende Überarbeitung des FEFTCL im Jahre 1980 und einer vollständigen Aufhebung des FICL.<sup>107</sup> Die überwiegende Anzahl an grenzübergreifenden Devisentransaktionen bedurfte fortan nicht mehr einer expliziten Genehmigung, sondern nur noch der Benachrichtigung der zuständigen Behörden. Wang Yongzhong beschreibt die Änderungen des Regimes folgendermaßen: „In comparison to the old law, the new law shifted fundamentally the basic principle of foreign exchange controls in Japan from that of ‘prohibition of foreign transactions with exceptions’ to ‘freedom of transactions with exceptions’.“<sup>108</sup> Zwar wurde das neue Regime von den meisten Beobachtern als relativ liberal angesehen,<sup>109</sup> doch bestanden einige wichtige Restriktionen fort: So mussten weiterhin alle internationalen Finanztransaktionen über designierte FX-Banken abgewickelt werden, damit den Behörden in Extremsituationen eine Möglichkeit zum Einschreiten vorbehalten blieb.<sup>110</sup>

Der Weg für eine weitergehende Liberalisierung der Devisenkontrollen wurde vom durch die Finanzministerien der beiden Länder ins Leben gerufenen „Yen-Dollar Committee“ bereitet. Das 1984 von jenem Komitee vorgestellte Strategiepapier „The Current Status and Prospects on Financial Liberalisation and the Internationalisation of the Yen“ sah einige weitreichende Maßnahmen vor, die dann im Laufe des Jahres umgesetzt wurden. Besondere Bedeutung hatte die Abschaffung des „real demand principle for foreign exchange transactions“: Das bis dato geltende Prinzip besagte, dass jede Devisentransaktion mit einer realen Transaktion zu korrespondieren habe;<sup>111</sup> so war bspw. der Erwerb von JPY-USD Forwards nur dann erlaubt gewesen, wenn diese Transaktion dem Hedging für den Außenhandel diene. Es wurden außerdem die Restriktionen für autorisierte FX-Banken bzgl. Umtauschs von Fremdwährungen in JPY abgeschafft („yen conversion“),<sup>112</sup> wodurch Devisenhandel über den Kassamarkt möglich wurde. Von großer Bedeutung waren schließlich einige Maßnahmen, die eine umfassen-

---

<sup>107</sup> Vgl. Wang Y. (2009), S.16.

<sup>108</sup> Ebd., S.31.

<sup>109</sup> Vgl. Takagi (2009), S.4.

<sup>110</sup> Vgl. Wang Y. (2009), S.31.

<sup>111</sup> Ito et al. (2010), S.63.

<sup>112</sup> Vgl. Ministry of Finance Japan, (ohne Datum b).

dere Nutzung des JPY jenseits der japanischen Grenzen herbeiführen sollten, was in Kap. 4.4. *Internationalisierung nach außen: Etablierung eines Offshore-Marktes* behandelt wird.

Die finale Etappe zur Beseitigung der letzten verbliebenen Devisenkontrollen kündigte sich Mitte der 1990er an, als vor dem Hintergrund der bereits Jahre andauernden wirtschaftlichen Stagnation im November 1996 umfassende Deregulierungen der Devisen- und Finanzmärkte angekündigt wurden, um neue Wachstumsimpulse auszulösen. Vorbild waren die Deregulierungen des Finanzmarktes im Großbritannien des Jahres 1986, was als „Big Bang“ bezeichnet worden war. Die daraufhin in Japan geführte Diskussion mündete 1998 in einem neuen „Foreign Exchange and Foreign Trade Law“ (FEFTL), welches das alte FEFTCL ersetzte und folgende Neuerungen beinhaltete: Abschaffung der Benachrichtigungs- bzw. Genehmigungspflicht bei grenzübergreifenden Finanztransaktionen, Abschaffung von designierten FX-Banken und Wertpapiergesellschaften (d.h. Zulassung der Durchführung derartiger Transaktionen für alle Marktteilnehmer), Abschaffung der Genehmigungspflichten für ausgehende Direktinvestitionen.<sup>113</sup> Es wurde somit faktisch eine vollständige Öffnung der Devisen- und Finanzmärkte herbeigeführt, sodass hier auch vom japanischen „Big Bang“ gesprochen wurde. Spätestens seit 1998 war dementsprechend eine vollständige Konvertibilität des JPY hergestellt.

## **4.2. Internationalisierung nach innen: Liberalisierung des grenzübergreifenden Kapitalverkehrs und Wechselwirkung mit dem nationalen Finanzsystem**

### **4.2.1. Kapitalzuflüsse**

#### 4.2.1.1. Direktinvestitionen

Japan suchte in den Nachkriegsjahren heimische Industrien vor ausländischem Einfluss zu schützen und errichtete aus diesem Grund hohe Eintrittsbarrieren für eingehende Direktinvestitionen (Inward Foreign Direct Investment, IFDI). Anstatt ausländisches Kapital zu verwenden, speisten sich Investitionen hauptsächlich aus einer sehr hohen Inlandssparquote.<sup>114</sup> In der zweiten Hälfte der 1960er Jahre wurden die Restriktionen graduell gelockert, sodass seit Juni 1967 eine automatische Erlaubnis von IFDI bis zu einer Höhe von 50% für 33 Industriesektoren

---

<sup>113</sup> Vgl. Takagi (2009), S.6.

<sup>114</sup> Vgl. Zhang/Chan (2011), S.210.

ren (Kategorie I) und bis zu 100% für 17 Sektoren (Kategorie II) installiert wurde; für viele Sektoren blieb der Zugang allerdings weiterhin vollständig verwehrt. Im März 1969 wurde die Anzahl der Kategorie I-Sektoren auf 150, die Anzahl der Kategorie II-Sektoren auf 44 erhöht. 1970 und 1971 wurden nochmalige Ausweitungen durchgeführt, sodass 1973 schließlich eine vollständige Liberalisierung von IFDI unter Ausnahme von fünf Sektoren (darunter Landwirtschaft, Fischerei und Forstwirtschaft) stattfand.<sup>115</sup> 1980 wurde das jene Investitionen regulierende FICL abgeschafft.

#### 4.2.1.2. Portfolioinvestitionen

##### *Aktienmarkt*

Genau wie Direktinvestitionen wurden auch Portfolioinvestitionen durch das FICL von 1950 reguliert, sodass die meisten japanischen Industriezweige mit Beschränkungen bzgl. Investitionsvolumina belegt und einige ganz von ausländischen Investitionen ausgenommen waren.<sup>116</sup> 1967 fand eine Anhebung der erlaubten Investitionsvolumina für japanische Aktienwerte von 5% auf 20% (für individuelle Investoren von 2% auf 7%) statt.<sup>117</sup> Als das FICL 1980 aufgehoben wurde, entfielen viele Beschränkungen (Quoten), sodass Devisenausländer über designierte Wertpapiergesellschaften prinzipiell frei in japanische Aktienwerte investieren konnten.<sup>118</sup>

##### *Rentenmarkt*

Wo also seit Anfang der 1980er Jahre weitgehend freier Zugang zum japanischen Aktienmarkt bestand, war das andere Standbein des Kapitalmarktes - der Rentenmarkt - noch hochgradig reguliert.<sup>119</sup> Von ausländischen Kapitalzuflüssen war der Rentenmarkt bis Ende der 1970er Jahre kategorisch abgeschlossen. Erst Februar 1979 wurde das generelle Verbot für Devisenausländer zur Akquirierung von JPY-fakturierten Anleihen abgeschafft.<sup>120</sup> Merkbare Auswirkungen hatte diese Maßnahme jedoch nur auf den Ankauf von japanischen Unternehmensanleihen durch Devisenausländer - der Zugriff auf Staatsanleihen blieb stark einge-

---

<sup>115</sup> Vgl. Ito et al. (2010), S.69.

<sup>116</sup> Vgl. Zhang/Chan (2011), S.211.

<sup>117</sup> Vgl. Ito et al. (2010), S.69.

<sup>118</sup> Vgl. Zhang/Chan (2011), S.211.

<sup>119</sup> Die verschiedenen Formen der Beschränkungen des Rentenmarkts werden in Kap. 4.2.3. *Reformen des nationalen Finanzsystems* beschrieben.

<sup>120</sup> Vgl. Masahiko Takeda/Philip Turner, *The Liberalisation of Japan's Financial Markets: Some Major Themes*, BIS Economic Papers, No.34, November 1992, S.100.

schränkt. Die Zeichnung von Staatsanleihen mit zehnjähriger Maturität, die Anfang der 1980er Jahre den überwiegenden Anteil öffentlicher Obligationen ausmachten, war in jenem Zeitraum allein einem Finanzkonsortium vorbehalten, das aus japanischen Banken und Wertpapiergesellschaften bestand.<sup>121</sup> Zugang zu diesem Konsortium wurde ausländischen Finanzinstitutionen erst im Oktober 1987 gewährt - allerdings mit einer starken Begrenzung der durch Devisenausländer zu akquirierenden Volumina: Nur 0,85% der Staatsanleihen waren ausländischen Banken, 1,57% der Staatsanleihen ausländischen Wertpapiergesellschaften vorbehalten.<sup>122</sup> Im Oktober 1988 wurden diese Obergrenzen geringfügig angehoben, sodass ausländische Finanzinstitutionen 8% der monatlichen Emissionen von zehnjährigen Staatsanleihen akquirieren durften.<sup>123</sup> Schon seit Mitte der 1980er Jahre hatten die USA über das „Yen-Dollar Committee“ Druck auf die japanische Administration ausgeübt, dieses System der ausschließlichen Vergabe von Staatsanleihen über das beschriebene Finanzkonsortium aufzugeben und den Primärmarkt für Staatsanleihen auch für ausländische Investoren zu öffnen.<sup>124</sup> Dem wurde im April 1989 letztlich entsprochen, als zehnjähriges Staatsanleihen erstmalig anteilig über eine öffentliche kompetitive Auktion veräußert wurden.<sup>125</sup> Da der in Auktionen emittierte Anteil der Staatsanleihen in den 1990er Jahren graduell angehoben wurde, stieg das Volumen der durch ausländische Investoren gehaltenen Staatsanleihen an. Im Dezember 1998 wurde ein Höchstwert von 8,5% der gesamten Staatsanleihen erreicht, der in der Folge jedoch wieder abfiel und heute bei ca. 5% stagniert.<sup>126</sup> Der Zugang zum Primärmarkt für *kurzfristige* Staatsanleihen blieb Devisenausländern bis Ende der 1990er Jahre verwehrt. Dieser Sachverhalt änderte sich, als das „Council on Foreign Exchange and Other Transactions“ Maßnahmen ankündigte, die das „investment in Japanese government bonds by overseas investors“<sup>127</sup> fördern sollten und somit einen dramatischen Wandel der administrativen Haltung gegenüber ausländischem Besitz von japanischen Staatsanleihen darstellten. Im April

---

<sup>121</sup> Vgl. auch Kap. 4.2.3. *Reformen des nationalen Finanzsystems*.

<sup>122</sup> Vgl. Takeda/Turner (1992), S.110.

<sup>123</sup> Vgl. ebd., S.112.

<sup>124</sup> Bspw. wurde damit gedroht, japanischen Finanzinstitutionen die Lizenzen für den amerikanischen Finanzmarkt zu entziehen, sollte die exklusive Emission von Staatsanleihen an das Finanzkonsortium nicht gekippt werden. Vgl. Hamao Yasushi/Jegadeesh, Narisimhan, Japanese Government Bond Auctions: The U.S. Experience, Columbia University, Center on Japanese Economy and Business, Working Paper No. 99, Dezember 1995, S.4.

<sup>125</sup> So wurden allerdings anfangs nur 40% der emittierten zehnjährigen Staatsanleihen öffentlich versteigert, die verbliebenen 60% blieben weiterhin dem Finanzkonsortium vorbehalten. In den Jahren darauf wurde der Anteil der in öffentlichen kompetitiven Auktionen versteigerten Anleihen dann graduell angehoben. Vgl. Yasushi Hamao/Narisimhan Jegadeesh, An Analysis of Bidding in the Japanese Government Bond Auctions, in: The Journal of Finance, Vol. LIII, No.2, April 1998, S.2.

<sup>126</sup> Vgl. Asian Bonds Online, Japan: Foreign Holdings in LCY [local currency] Government Bonds, Manila, 2011.

<sup>127</sup> Council on Foreign Exchange and Other Transactions (1999).



1999 wurden nicht nur erstmalig Financing Bills (FBs, Laufzeit zwei bis sechs Monate)<sup>128</sup> in öffentlichen kompetitiven Auktionen versteigert, sondern Devisenausländer auch von der Steuer auf „Original issue discounts“<sup>129</sup> bei Erwerb von Treasury Bills (TBs, Staatsanleihen mit Laufzeit von sechs bis zwölf Monaten)<sup>130</sup> und FBs befreit, genau wie auch von der Kapitalertragssteuer auf Zinsgutschriften aus allen japanischen Staatsanleihen.<sup>131</sup> Diese Maßnahmen waren eindeutig als Mittel zur Förderung der Internationalisierung des JPY zu identifizieren, da sie die Wertaufbewahrungsfunktion dieser Währung zu fördern trachteten.

Neben dem Kapitalmarkt war auch der Markt für kurzfristige Anlageinstrumente - der Geldmarkt - Anfang der 1980er Jahre kaum für ausländische Investitionen geöffnet. Dies lag jedoch zuvorderst darin begründet, dass zu jenem Zeitpunkt schlicht kein tiefer japanischer Geldmarkt existent war.<sup>132</sup> Der erst seit Mitte der 1970er Jahre existierende Gensaki-Markt für kurzfristige Finanzierungsinstrumente wurde 1979 für Devisenausländer geöffnet.<sup>133</sup> Die 1979 am Geldmarkt etablierten Bankschuldverschreibungen (Certificates of Deposit, CDs) durften (JPY-fakturiert) ab 1980 von ausländischen Finanzinstitutionen an Deviseninländer emittiert werden - allerdings nur bis zu einer Höchstgrenze von 20% der JPY-fakturierten Aktiva der jeweiligen Institution.<sup>134</sup> Im Mai 1984 wurde die Vergabe von JPY-fakturierten CDs durch Devisenausländer auf Betreiben des „Yen-Dollar Committee“ dann umfassend liberalisiert.<sup>135</sup> Es zeigt sich hier also exemplarisch, wie Initiativen besagten Komitees, die stets auch Interessen der USA widerspiegeln, von der japanischen Administration aufgegriffen und umgesetzt wurden. Diese wie andere Maßnahmen zur Öffnung des nationalen Finanzmarktes wurden als hilfreich für die Internationalisierung des JPY - die wiederum seit Beginn der Dekade zum politischen Ziel erhoben worden war - erachtet, weswegen man gewillt war, dem Drängen nachzugeben. Im März 1985 kündigte das „Council on Foreign Exchange and Other Transactions“ dementsprechend eine weitere Öffnung für kurzfristige

---

<sup>128</sup> Vgl. Ministry of Finance Japan, Debt Management Report 2010. Section 3: Financing Bills, Borrowings, and Government-Guaranteed Debts, Tokio, 2011, S.1.

<sup>129</sup> Original issue discount bezeichnet die Differenz zwischen Nennwert einer Anleihe und dem tatsächlich bei Emission für ihren Erwerb zu zahlenden Betrag. Dieser Abschlag stellt faktisch eine Zinsgutschrift dar, die in der Regel steuerpflichtig ist.

<sup>130</sup> Vgl. Ministry of Finance Japan (2011), S.1.

<sup>131</sup> Council on Foreign Exchange and Other Transactions (1999).

<sup>132</sup> Vgl. hierzu Kap. 4.2.3. *Reformen des nationalen Finanzsystems*.

<sup>133</sup> Vgl. Takeda/Turner (1992), S.102.

<sup>134</sup> Vgl. ebd.

<sup>135</sup> Vgl. ebd., S.106.

Anlageinstrumente an („further development and expansion of open short-term capitalmarkets“)<sup>136</sup>.

Resümierend bleibt aber zu konstatieren, dass der allzu langsame Abbau restriktiver Regularien sowie das Steuersystem Kapitalzuflüsse bis Ende der 1990er Jahre tendenziell hemmten und somit eine negative Wirkung auf die Internationalisierung des JPY hatten. Von der Kapitalertragssteuer auf Zinsgutschriften aus Staatsanleihen wurden Devisenausländer erst 1999 befreit. Die Steuer auf Wertpapiergeschäfte sowie die Börsenumsatzsteuer wurden erst am 31. März 1999 abgeschafft („FY1999 revisions to the taxation system“)<sup>137</sup>. Da andere Finanzplätze wie Singapur oder New York solche Anreize schon Jahre früher gesetzt hatten, konnte Japan keine umfassende Attraktivität für ausländische Marktteilnehmer entfalten.

## 4.2.2. Kapitalabflüsse

### 4.2.2.1. Direktinvestitionen

Ausgehende Direktinvestitionen (Outward Foreign Direct Investment, OFDI) wurden im Zeitraum von 1969 bis 1972 liberalisiert.<sup>138</sup> Leider kann keine Aussage darüber getroffen werden, ob bzw. wann eine JPY-Fakturierung von OFDI ermöglicht wurde. Auch intensive Literaturrecherche lieferte hierzu keinerlei Auskunft.

### 4.2.2.2. Portfolioinvestitionen

#### *Investitionen in ausländische Kapitalmärkte*

Bis 1970 unterlagen ausgehende Portfolioinvestitionen einem generellen Verbot; ab April selbigen Jahres wurde zunächst Investmentfonds die Erlaubnis für solche Transaktionen gewährt, bevor eine graduelle Ausdehnung auf andere institutionelle Anleger stattfand.<sup>139</sup> Das überarbeitete FEFTCL vom Dezember 1980 räumte Deviseninländern schließlich das Recht ein, in vollem Umfang in ausländische Wertpapiere zu investieren.<sup>140</sup> Investitionen mussten allerdings über designierte Wertpapiergesellschaften durchgeführt und das Finanzministerium über die Transaktionen informiert werden. Die Benachrichtigungspflicht wurde im Laufe der

---

<sup>136</sup> Vgl. Ministry of Finance Japan, (ohne Datum b).

<sup>137</sup> Vgl. Council on Foreign Exchange and Other Transactions (1999).

<sup>138</sup> Vgl. Ito et al. (2010), S.69.

<sup>139</sup> Vgl. ebd.

<sup>140</sup> Vgl. Zhang/Chan (2011), S.211.

1990er Jahre graduell abgeschafft.<sup>141</sup> Der Zwang, Investitionen über autorisierte Wertpapiergesellschaften durchzuführen, fiel 1998 mit dem sog. „Big Bang“.<sup>142</sup>

#### *Börsengänge ausländischer Unternehmen im Inland*

Als Kapitalabfluss ist auch die Neuemission von Aktien am japanischen Primärmarkt durch ein ausländisches Unternehmen zu verstehen, da auf diesem Wege JPY-fakturiertes Kapital erhoben und außer Landes geschafft werden kann. Der Börsengang an der Tokyo Stock Exchange (TSE) wurde ausländischen Unternehmen im Dezember 1973 gestattet, als die sog. „Foreign Stock Section“ eröffnete.<sup>143</sup> Rechtlich blieben die Aktien der ausländischen Unternehmen allerdings von den Aktienpapieren japanischer Konzerne separiert, die wiederum an der „First Section“ (große Unternehmen) und „Second Section“ (mittlere Unternehmen) gehandelt wurden. Für die ausländische Sektion bestand ein separates Regelwerk, das es für Investoren relativ unattraktiv machte, ausländische Aktientitel zu akquirieren.<sup>144</sup> Erst im Februar 2005 wurde diese „Foreign Stock Section“ abgeschafft und die Aktien ausländischer Unternehmen denen japanischer Konzerne rechtlich gleichgestellt.<sup>145</sup> Trotz dieser widrigen regulativen Rahmenbedingungen wagten viele ausländische Unternehmen in den 1980er Jahren den Börsengang an der TSE. 1991 wurde mit 127 gelisteten ausländischen Unternehmen ein Höhepunkt in deren Anzahl erreicht. Nach Zusammenbruch des japanischen Aktienmarktes in den 1990er Jahren schrumpfte diese Anzahl dramatisch - 2011 waren nur noch zwölf ausländische Konzerne an der TSE gelistet.<sup>146</sup>

#### *Emission von Anleihen im nationalen Rentenmarkt durch ausländische Entitäten*

Inländisches Kapital kann auch über den nationalen Rentenmarkt ins Ausland abfließen - so denn ausländische Entitäten sog. Auslandsanleihen (Foreign Bonds) im jeweiligen Markt emittieren. Erste Schritte der Etablierung eines solchen Marktes für Auslandsanleihen wurden in Japan mit Beginn der 1970er Jahre unternommen; die entsprechenden Auslandsanleihen

---

<sup>141</sup> Vgl. Ito et al. (2010), S.71.

<sup>142</sup> Vgl. Fukao (2003), S.11.

<sup>143</sup> Vgl. TSE, History of the Tokyo Stock Exchange, Tokio, 05.11.2001.

<sup>144</sup> Vgl. Ohne Autor, Foreign stocks to be traded on TSE's 1<sup>st</sup>, 2<sup>nd</sup> sections from Feb., in: Japan Weekly Monitor, 26.10.2004.

<sup>145</sup> Vgl. ebd.

<sup>146</sup> Vgl. TSE, Listed/delisted foreign companies, Tokio, 05.07.2011.

wurden auf den Namen „Samurai-Bonds“<sup>147</sup> getauft. Der erste Samurai-Bond war bereits 1970 durch die Asian Development Bank (ADB) emittiert worden, da für Japan aus massivem Aufwertungsdruck auf den JPY die Notwendigkeit erwachsen war, Kapitalabflüsse zu erleichtern.<sup>148</sup> In diesem Frühstadium des Marktes für Samurai-Bonds galten bzgl. Anleiheemission jedoch noch überaus strikte Richtlinien „on issuer eligibility, bond structure and issuance amounts“<sup>149</sup>. Während der 1970er Jahre wurden dementsprechend zunächst nur Emissionen von Anleihen durch supranationale Institutionen und Staaten mit erstklassiger Bonität zugelassen.<sup>150</sup> Dieser Sachverhalt änderte sich 1979, als auch Unternehmen die Emission von Samurai-Bonds zugestanden wurde - allerdings nur nach extensiver Prüfung eines jeden Einzelfalles durch die japanischen Behörden. Die langwierige Prozedur der Einzelfallüberprüfung wurde 1983 durch ein System ersetzt, in welchem die Bonitätseinstufung der jeweiligen Entität durch designierte Rating-Agenturen ausschlaggebend für die Erlaubnis einer Anleiheemission war: Von 1983 bis 1986 mussten die emittierenden Entitäten ein AAA-Rating vorweisen können,<sup>151</sup> 1986 wurden die Anforderungen auf ein A-Rating und 1994 schließlich bis auf ein BBB-Rating abgesenkt.<sup>152</sup> 1996 wurden schließlich - wohl auch auf Druck der USA - alle Auflagen aufgehoben.<sup>153</sup>

Über den nationalen Geldmarkt konnte zudem kurzfristiges Kapital abfließen, seit es ausländischen Unternehmen 1988 gestattet wurde, sog. „Samurai-Commercial Papers“ (CPs, kurzfristige Schuldverschreibungen)<sup>154</sup> zu emittieren.<sup>155</sup>

---

<sup>147</sup> „Samurai Bonds“ bezeichnen durch Devisenausländer emittierte und in JPY fakturierte Onshore-Anleihen (Foreign Bonds) unter inländischer Regulierung. Es können verschiedene Gründe für die Emission einer in JPY fakturierten Anleihe sprechen: „Non-Japanese borrowers may choose to issue in a yen-denominated market to hedge against foreign exchange risk. They may also issue in yen-denominated markets with the intention of simultaneously swapping the issue into another currency, such as U.S. dollars, to take advantage of lower costs relative to direct issuance in the other currency.“ Vgl. Frank Packer/Elizabeth Reynolds, *The Samurai Bond Market*, in: *Current Issues in Economics and Finance* (Federal Reserve Bank of New York), Volume 3, Numer 8, June 1997, S.1.

<sup>148</sup> Vgl. Fumiaki Nishi/Alexander Vergus, *Asian bond issues in Tokyo: history, structure and prospects*, BIS Papers No.30, November 2006, S.1.

<sup>149</sup> Ebd., S.2.

<sup>150</sup> Der zweite „Samurai-Bond“ wurde 1971 durch die Weltbank aufgelegt. Australien platzierte 1972 als erste ausländische Regierung eine Anleihe am Samurai-Markt. Vgl. Sayuri Shirai, *Promoting Tokyo as an International Financial Center*, Working Paper Sciences Po, Paris, November 2007, S.23.

<sup>151</sup> Vgl. Takeda/Turner (1992), S.104.

<sup>152</sup> Vgl. Nishi/Vergus (2006), S.8.

<sup>153</sup> Vgl. Packer/Reynolds (1997), S.2.

<sup>154</sup> Kurzfristige Geldmarktpapiere, die in der Regel von Unternehmen mit einer hohen Kreditwürdigkeit emittiert werden und über eine Laufzeit von einem bis neun Monaten verfügen.

<sup>155</sup> Vgl. Takeda/Turner (1992), S.112.

### 4.2.3. Reformen des nationalen Finanzsystems

Da mit der Internationalisierung der heimischen Währung notgedrungen eine Liberalisierung der Kapitalverkehrskontrollen einhergeht, muss der nationale Finanzmarkt in vielerlei Hinsicht auf die zu erwartenden Kapitalzuflüsse und -abflüsse vorbereitet werden. Die Reformierung der japanischen wie chinesischen Finanzsysteme ist allerdings ein hochgradig komplexes Thema, das im Rahmen dieser Arbeit nur äußerst rudimentär und in enger Bezugnahme auf die Internationalisierung der jeweiligen Währungen abgehandelt werden kann. Im Folgenden (wie auch in Kap. 6.2.3. bzgl. der entsprechenden Reformen in China) werden also in aller gebotenen Kürze zum einen Reformen des nationalen Rentenmarktes und zum anderen Bemühungen zur Liberalisierung der Zinssätze dargestellt. Ersteres ist relevant, da dem nationalen Rentenmarkt im Kontext der Währungsinternationalisierung eine entscheidende Rolle bei Erfüllung der Wertaufbewahrungsfunktion zukommt, letzteres ist von Bedeutung, da zentral verordnete Zinssätze bei gleichzeitiger Offenheit für Kapitalabflüsse einen Liquiditätsverlust des Bankensystems hervorrufen könnten (vgl. Kap. 2.2.2.).

#### *Rentenmarkt*

Wie bereits in Kap. 2.1.3. und insbes. Kap. 2.2.2. angemerkt, ist der Kapitalmarkt essentielles Mittel zur Erfüllung der Wertaufbewahrungsfunktion einer Währung und muss darüber hinaus auch die Möglichkeit zur Emission von Schuldverschreibungen zwecks Erhebung von Kapital bieten. Insbesondere das neben dem Aktienmarkt zweite Standbein des Kapitalmarkts - der Rentenmarkt - unterlag in Japan bis Ende der 1970er Jahre einer extensiven Regulierung und war dementsprechend unterentwickelt. Unternehmen mussten sehr hohe Anforderungen erfüllen, um überhaupt Anleihen emittieren zu dürfen. Da sie ohnehin über guten Zugang zu langfristigen und günstigen Bankkrediten verfügten, emittierten nur wenige Unternehmen eigene Obligationen - entsprechend überschaubar war der Markt für Unternehmensanleihen.<sup>156</sup> 1981 wurden die von Unternehmen zur Emission von Anleihen zu erfüllenden Kriterien schließlich gelockert und 1987 dahingehend vereinfacht, dass simple Bonitätskriterien zu erfüllen waren.<sup>157</sup> Erst ab Januar 1996 wurde die Emission von Unternehmensanleihen gänzlich ohne Auflagen genehmigt.<sup>158</sup> Vor dem Hintergrund der graduellen Lockerung von Restriktionen und dem Umstand, dass die Kreditvergabe vieler japanischer Banken nach dem Platzen der Equity-Blase nahezu zum Erliegen gekommen war, stieg das Volumen der von Unternehmen

---

<sup>156</sup> Vgl. ebd., S.21.

<sup>157</sup> Vgl. ebd., S.111.

<sup>158</sup> Vgl. Takagi (2009), S.17.

emittierten Anleihen bis Ende der 1990er Jahre auf ein Volumen von ca. 30% der gesamten Neuemissionen des Rentenmarktes an.<sup>159</sup> So erreichte der japanische Markt für Unternehmensanleihen im Jahr 1998 mit einem Volumen von 27% des BIP und einem Anteil von knapp 30% am gesamten Rentenmarkt seine maximale Ausdehnung; Ende 2011 kam er nur noch auf 17,5% des BIP und einen Anteil von 9% am gesamten Rentenmarkt.<sup>160</sup> Aufgrund der relativen Bedeutungslosigkeit des Marktes für Unternehmensanleihen kam dem Markt für Staatsanleihen also ein umso größeres Gewicht zu, da nur er die notwendige Tiefe für Investitionen in großen Skalen aufwies. Für die Internationalisierung der japanischen Währung musste dieser Markt also eine exponierte Rolle einnehmen und die Wertaufbewahrungsfunktion auch für Devisenausländer übernehmen. Zu Beginn des Internationalisierungsprozesses für den JPY zeichnete sich der japanische Markt für Staatsanleihen (Japanese Government Bonds, JGBs) aber durch drei bedeutende Mängel aus, die verhinderten, dass er diese Funktion effektiv ausfüllte. Die Mängel selbst und Reformen zur Behebung selbiger sollen im Folgenden knapp skizziert werden.

Ein erstes Problem stellte die geringe Diversität an Laufzeiten der Staatsanleihen dar: Der überwiegende Anteil wurde von zehnjährigen Staatsanleihen ausgemacht.<sup>161</sup> Ende der 1970er Jahre erstmalig aufgelegte Obligationen mit mittleren Laufzeiten von zwei bis fünf Jahren existierten nur in äußerst geringen Volumina. Kurzfristige Anleihen begann das Finanzministerium erst in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre zu emittieren.<sup>162</sup> Eine umfassende Diversität von Laufzeiten öffentlicher Obligationen wurde dann in den 1990er Jahren geschaffen, als zusätzliche kurzfristige (1999 einjährige TBs), mittelfristige (1994 sechsjährige JGBs) und langfristige (2000 15jährige und 1999 30jährige JGBs) Papiere emittiert wurden.<sup>163</sup>

Die zweite Unzulänglichkeit des japanischen Marktes für Staatsanleihen manifestierte sich im begrenzten Zugang zum Primärmarkt. Die den überwiegenden Anteil der Anleihen ausmachenden JGBs mit zehnjähriger Laufzeit wurden monatlich in zwei Tranchen emittiert: Die erste Tranche wurde an das halbstaatliche „Trust Fund Bureau“<sup>164</sup> veräußert und nur eine

---

<sup>159</sup> Vgl. Asian Bonds Online, Japan: Issuance Volume of LCY Bond Market in USD, Manila, 2011.

<sup>160</sup> Vgl. Asian Bonds Online, Japan: Size of LCY Bond Market in % of GDP, Manila, 2012.

<sup>161</sup> Vgl. Naoyuki Yoshino, Bond Market Development in Japan, Working Paper, Keio University, Tokio, 2008, S.3.

<sup>162</sup> Februar 1986 wurden erstmals sechsmonatige TBs, September 1989 erstmals dreimonatige FBs aufgelegt. Vgl. Takeda/Turner (1992), S.109 u.S.117.

<sup>163</sup> Vgl. Yoshino (2008), S.8.

<sup>164</sup> Das „Trust Fund Bureau“ stellte ein Kapitalsammelstelle unter Kontrolle des Finanzministeriums dar, die „sich einerseits aus Einlagen von Sparern im Postsparsystem, andererseits aus Mitteln der staatlichen Pensionskassen“ finanzierte und während der 1980er und 1990er Jahre große Teile der vom Finanzministerium emittierten langfristigen Staatsanleihen akquirierte. Im Jahre 2000 hatte das „Trust Fund Bureau“ 30% der

zweite Tranche an Marktteilnehmer.<sup>165</sup> Der an die Marktteilnehmer ausgeschüttete Anteil der zehnjährigen JGBs konnte allerdings bis zum Jahre 1989 nur über ein „Underwriting Syndicate“, ein Finanzkonsortium aus institutionellen Anlegern, gezeichnet werden. Das Finanzkonsortium bestand aus mehr als 800 japanischen Banken, Wertpapiergesellschaften und Versicherungen, die mit dem Finanzministerium Preise für die Zeichnung der Staatsanleihen aushandelten. Marktteilnehmer außerhalb des Konsortiums waren vom Primärmarkt für japanische Staatsanleihen faktisch ausgeschlossen. Dieser Sachverhalt änderte sich im April 1989, als erstmalig 40% der zu emittierenden zehnjährigen Staatsanleihen durch eine öffentliche, für alle Marktteilnehmer offene Auktion versteigert wurden.<sup>166</sup> Diese Auktionsmethode wurde in der Folge dann graduell ausgeweitet.<sup>167</sup> Nachdem der Anteil der in Auktionen veräußerten Staatsanleihen in mehreren Schritten bis zum Jahre 2005 auf eine Quote von 90% angehoben worden war,<sup>168</sup> wurde das Finanzkonsortium im Jahre 2006 dann endgültig abgeschafft.<sup>169</sup> Zwischenzeitlich (in den 1990er Jahren) zur Schaffung einer größeren Diversität emittierte Staatsanleihen mit anderen Laufzeiten waren schon zum Zeitpunkt ihrer Erstemission über öffentliche kompetitive Auktionen an den Markt gebracht worden.<sup>170</sup> Naoyuki Yoshino konnte im Jahre 2008 also konstatieren: „Currently all the Government bonds are sold through market auctions.“<sup>171</sup>

Der dritte Schwachpunkt des japanischen Marktes für Staatsanleihen Anfang der 1980er Jahre war die administrativ verordnete Begrenzung des Handels von öffentlichen Anleihen auf dem Sekundärmarkt. Bis April 1977 war es den Finanzinstitutionen, die als Mitglieder des Finanzkonsortiums zur Zeichnung von Staatsanleihen berechtigt waren, per se verboten, die erworbenen Obligationen auf einem offenen Sekundärmarkt zu verkaufen.<sup>172</sup> Die Aufhebung dieses Verbots markierte die Geburtsstunde des Sekundärmarktes für japanische Staatsanleihen; al-

---

ausstehenden langfristigen Staatsanleihen angesammelt. Vgl. Antje Stobbe, Japan: Risiken für den Bondmarkt, in: Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen, 30.03.2000, S.1.

<sup>165</sup> Vgl. Kazuo Tatewaki, *Banking and Finance in Japan: An Introduction to the Tokyo Market*, London, 1991, S.35.

<sup>166</sup> Die restlichen 60% wurden innerhalb des alten Konsortiums auf Basis des durchschnittlichen Preises der erfolgreichen Auktionen vergeben. Vgl. Hamao/Jegadeesh (1998), S.2.

<sup>167</sup> Einige Obligationen wie bspw. Staatsanleihen mittlerer Maturität (zwei bis vier Jahre) und relativ geringen Volumen wurden schon bei ihrer erstmaligen Emission Ende der 1970er Jahre durch Auktionen veräußert. Vgl. Takeda/Turner (1992), S.101.

<sup>168</sup> Vgl. Ministry of Finance Japan, *Japanese Government Bonds. Quarterly Newsletter of the Ministry of Finance of Japan*, Tokio, Januar 2005, S.2.

<sup>169</sup> Vgl. Ministry of Finance Japan, *Japanese Government Bonds. Quarterly Newsletter of the Ministry of Finance of Japan*, Tokio, April 2006, S.1.

<sup>170</sup> Yoshino (2008), S.8.

<sup>171</sup> Ebd., S.3.

<sup>172</sup> Vgl. John Y. Campbell/Yasushi Hamao, *The Interest Rate Process and the Term Structure of Interest in Japan*, in: Singleton, Kenneth (Hrsg.), *Japanese Monetary Policy*, Chicago 1993, S.98.

lerdings durften die Papiere nach April 1977 erst nach Einhaltung einer einjährigen Haltefrist verkauft werden.<sup>173</sup> Diese Haltefrist wurde während der 1980er Jahre in mehreren Schritten abgesenkt, bevor sie im August 1987 schließlich ganz fiel und Anleihen sofort nach Akquise weiterverkauft werden konnten.<sup>174</sup> Der Sekundärmarkt für Staatsanleihen bekam also erst in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre tatsächlichen Auftrieb.

#### *Liberalisierung der Zinssätze*

Wie in Kap. 2.2.2. erläutert, muss die Liberalisierung des nationalen Zinssystems der Liberalisierung von grenzübergreifenden Kapitalflüssen zeitlich vorangehen. In Japan herrschten bis in die erste Hälfte der 1980er Jahre extensive Kontrollen der Zinssätze vor. So konnten die Behörden bspw. Deckelungen für Bankkredite vornehmen („window guidance“).<sup>175</sup> Nahezu alle Zinsen für Kredite und Einlagen waren auf die eine oder andere Weise an den Diskontsatz der Bank of Japan gebunden. Mitte der 1980er Jahre wurde dann die Koexistenz regulierter und unregulierter Zinssätze zugelassen.<sup>176</sup> Für Anlageinstrumente mit unregulierten Zinssätzen bestanden allerdings anfangs sehr hohe Restriktionen bzgl. des minimalen Volumens und der Fristigkeit der jeweiligen Instrumente fort, die den meisten Marktteilnehmern den Zugang zu den Anlageinstrumenten mit unregulierten Zinssätzen versperrten.<sup>177</sup> Jene Restriktionen wurden graduell gelockert, sodass nach 1989 die Mehrzahl der Anlageinstrumente dereguliert wurde und entsprechend größerer Wettbewerb zwischen den Banken entstand.<sup>178</sup>

### **4.3. Internationalisierung des JPY über die Leistungsbilanz: Nutzung im Außenhandel**

Die Nutzung einer Währung im Außenhandel des sie emittierenden Staates stellt sowohl ein Ziel an sich (vgl. Kap. 3.1.3) wie auch eine Determinante dar, die über die Internationalisierung entscheidet (vgl. Kap. 2.2.1.). Es soll also ein Blick auf die von den japanischen Behörden getroffenen Maßnahmen zur Förderung der Internationalisierung über die Leistungsbilanz geworfen werden.

---

<sup>173</sup> Vgl. ebd.

<sup>174</sup> Im April 1981 sank die verpflichtende Frist von einem Jahr auf 100 Tage, 1986 auf 40 Tage. Vgl. Takeda/Turner (1992), S.103ff.

<sup>175</sup> Vgl. ebd., S.37.

<sup>176</sup> Vgl. ebd., S.39.

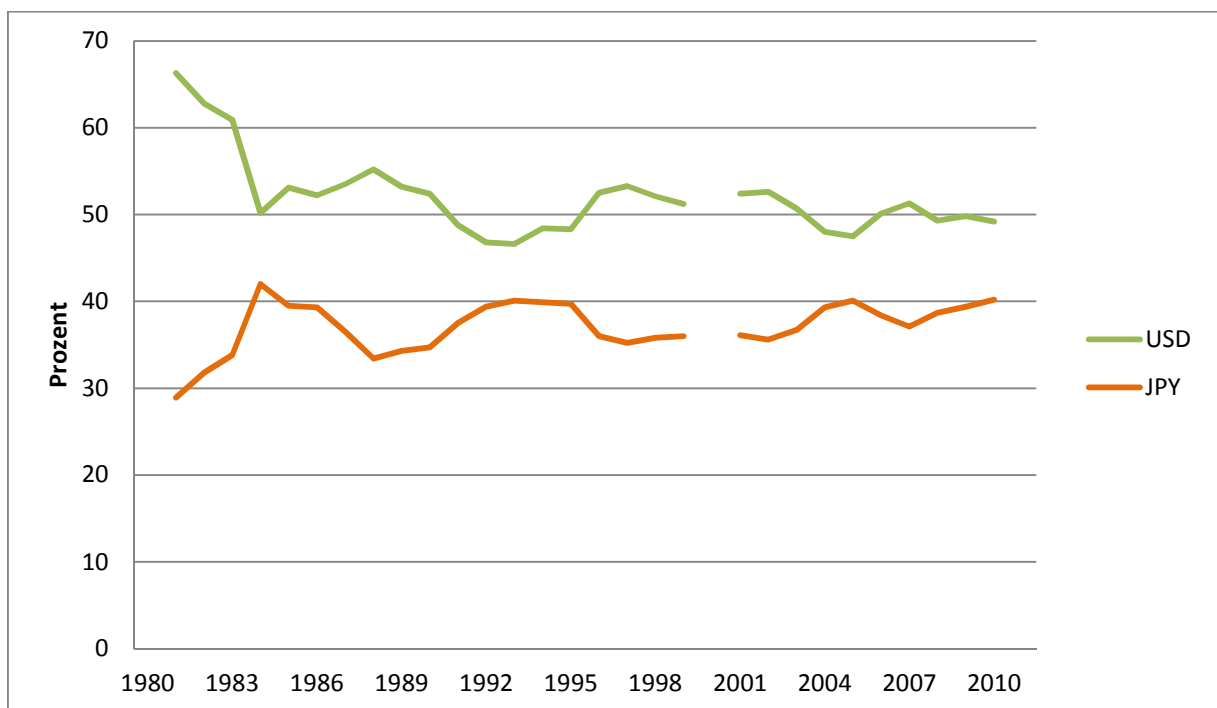
<sup>177</sup> Vgl. Takeda/Turner (1992), S.39.

<sup>178</sup> Vgl. ebd., S.41.



Bereits vor Beginn der Internationalisierungsstrategie Anfang der 1980er Jahre war die Fakturierung von Transaktionen der Leistungsbilanz genehmigt worden: Im Jahre 1960 fielen diesbezügliche Restriktionen und zur praktischen Durchführung des JPY-fakturierten Außenhandels wurden sog. „Non-resident Free-Yen Deposit Accounts“ eingerichtet.<sup>179</sup> Selbige Konten durften durch lizenzierte japanische FX-Banken und Devisenausländer eröffnet werden, um JPY-fakturierten grenzübergreifenden Handel abzuwickeln.<sup>180</sup> Faktisch jedoch wurde in diesem Frühstadium kaum Gebrauch von der Möglichkeit gemacht, da erstens der JPY bis 1973 an den USD gekoppelt war (womit kein Wechselkursrisiko existierte) und zweitens der japanische Kapitalmarkt bis Beginn der 1980er Jahre kaum zugänglich für Devisenausländer war (womit keine Aktiva für akquirierte JPY-Devisen vorhanden waren). So wurden 1970 nur 0,9% der japanischen Exporte und 0,3% der Importe in JPY fakturiert. Nach Flexibilisierung des Wechselkurses wuchs dieser Anteil rasch, sodass 1975 17% und 1980 knapp 30% der Exporte in JPY fakturiert wurden. 1983 erreichte der JPY-fakturierte Anteil der japanischen Exporte einen Wert von 42% auf dem er bis in die Gegenwart stagniert.

**Abbildung 01: Währungsfakturierung japanischer Exporte 1980-2010**



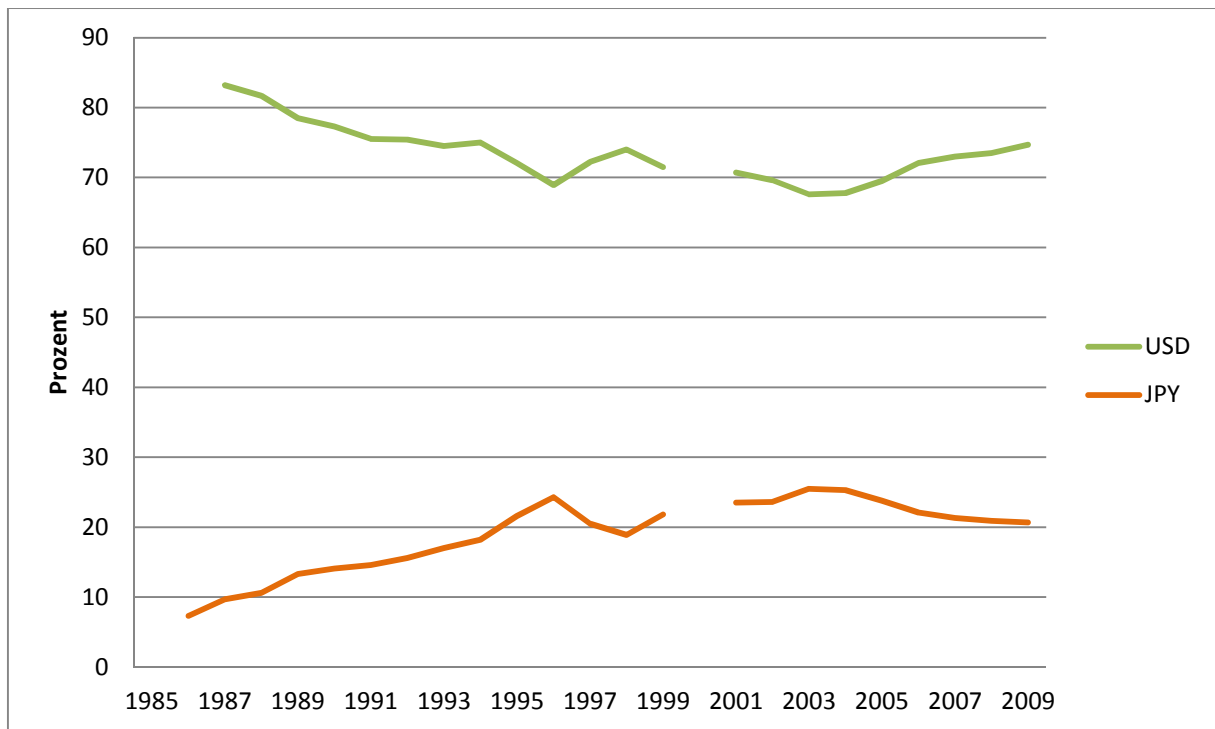
Quelle: Sato (1998), S.32. Ito et al. (2010), S.6.

<sup>179</sup> Vgl. Wang Y. (2009), S.17. Dies war durch die Mitgliedschaft im IWF notwendig geworden. Der von Japan im Jahre 1964 akzeptierte Artikel VIII der „Articles of Agreement“ verlangte eine Abschaffung von Restriktionen für Transaktionen der Leistungsbilanz und untersagte Beschränkungen der Nutzung von spezifischen Währungen bei der Durchführung dieser Transaktionen. Vgl. IMF, Articles of Agreement of the International Monetary Fund, Bretton Woods, 22.07.1944.

<sup>180</sup> Vgl. Ito et al. (2010), S.61.

Der JPY-fakturierte Anteil der Importe bewegte sich auf deutlich geringerem Niveau, stieg über die 1980er Jahre jedoch kontinuierlich an, bis er 1995 einen Wert von gut 20% erreichte, auf dem er bis in die Gegenwart verharrt.

**Abbildung 02: Währungsfakturierung japanischer Importe 1985-2010**



Quelle: Sato (1998), S.33. Ito et al. (2010), S.31.

Im Rahmen der Internationalisierungsstrategie sollte die JPY-Fakturierung des japanischen Außenhandels dadurch gefördert werden, dass ausländischen Ablegern japanischer Banken im Juli 1981 gestattet wurde, Euroyen-Kredite mit einer Fristigkeit von einem Jahr oder kürzer an Devisenausländer zu vergeben.<sup>181</sup> Eine weitere Initiative zur Steigerung der Attraktivität einer JPY-Fakturierung des Außenhandels stellte die Einrichtung eines „yen-denominated BA [Bankers‘ Acceptances] market“ im Jahre 1985 dar.<sup>182</sup> Murase konstatiert jedoch, dass die

<sup>181</sup> Vgl. Takeda/Turner (1992), S.104.

<sup>182</sup> Bankers‘ Acceptances sind kurzfristige Geldmarktpapiere (Nachsichtwechsel, time drafts), die zur Finanzierung von internationalen Warenlieferungen verwendet werden, wobei die Finanzierungsdauer in der Regel der zugrunde liegenden Warentransaktion entspricht. Der Importeur hinterlegt den für die Warenlieferung fälligen Betrag bei einer Bank, die diesen garantiert. Der Exporteur kann den Geldbetrag zum Fälligkeitszeitpunkt akzeptieren oder aber vor dem Fälligkeitszeitpunkt das Recht auf Ziehung dieses Betrags auf dem Sekundärmarkt gegen einen Abschlag an einen Marktteilnehmer weiterverkaufen, der bereit ist, bis zum Fälligkeitszeitpunkt zu warten.

Der Markt für Bankers‘ Acceptances (BAs) erfüllt also den Bedarf nach Krediten für internationale Handelstransaktionen und ist demzufolge der Nutzung jener Währung als Zahlungsmittel dienlich. Vgl. Tavlas/Ozeki (1992), S.3.

Etablierung jenes Marktes „because of its cumbersome procedures and lack of cost advantage“ nicht den erhofften Effekt hatte.<sup>183</sup>

Der Vergleich mit Deutschland illustriert, wie gering der JPY-fakturierte Anteil des japanischen Außenhandels tatsächlich war. Die Bundesrepublik fakturierte in den 1980er Jahren doppelt so große Anteile ihres Außenhandels in der heimischen Währung: rund 80% der Exporte und rund 50% der Importe.<sup>184</sup> Japans geringer Anteil von JPY-Fakturierung bei Importen erklärt sich erstens aus der Praxis, grenzübergreifenden Handel in der Währung des Exporteurs zu fakturieren (Grassman's Law), und zweitens am großen Anteil von Rohstoffen unter den japanischen Importen (Rohstoffe werden zumeist in USD abgerechnet).<sup>185</sup> Der geringe Anteil von JPY-Fakturierung selbst bei japanischen Exporten hingegen erklärt sich laut Ito et al. in erster Linie durch den Umstand, dass die USA seit den 1980er Jahren Japans größten Handelspartner darstellen und dieser große Anteil der Exporte Japans somit bzgl. seiner Fakturierung in direktem Wettbewerb mit dem USD als der global dominanten Währung steht. Ein weiterer Grund liegt in der speziellen Natur der ostasiatischen Produktionsnetzwerke. Insbesondere elektronische Produkte - die einen großen Anteil der japanischen Exporte ausmachen - werden zu großen Anteilen in andere Staaten Ostasiens exportiert, wo sie dann weiterverarbeitet bzw. endgefertigt wurden, bevor sie den finalen Absatzmarkt USA erreichen. Da also das Endprodukt in den meisten Fällen ohnehin in USD abgerechnet wird, übernimmt der japanische Mutterkonzern aufgrund größerer Expertise in diesem Geschäftsfeld zumeist das Management des Währungsrisikos.<sup>186</sup>

#### 4.4. Internationalisierung nach außen: Etablierung eines Offshore-Marktes

Im Folgenden wird die Förderung der Internationalisierung des JPY durch die Errichtung eines „Euromarktes“ (vgl. Kap. 2.2.2.) beschrieben, wodurch deutlich werden dürfte, dass der Fokus der japanischen Internationalisierungsstrategie auf selbigen Maßnahmen lag und weniger auf nationalen Initiativen.<sup>187</sup> Tetsuji Murase charakterisiert die Gesamtstrategie zur Inter-

---

<sup>183</sup> Vgl. Murase (2000), S.13.

<sup>184</sup> Vgl. George S. Tavlas, On the International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark, Princeton University, Essays in International Finance, No. 181, März 1991, S.31.

<sup>185</sup> Vgl. Kamps (2006), S.15.

<sup>186</sup> Vgl. Ito et al. (2010), S.6.

<sup>187</sup> Bspw. wählte die Bundesrepublik Deutschland hier den umgekehrten Weg: Liberalisierung fand vornehmlich innerhalb der eigenen Grenzen statt; DEM-fakturierte Eurobonds (im Ausland emittierte Anleihen) wurden lange skeptisch betrachtet, wohingegen DEM-fakturierte Foreign Bonds (DEM-Auslandsanleihen, also durch Devisenausländer in Deutschland emittierte Anleihen) bereits Anfang der 1980er Jahre zugelassen wurden. Vgl. Murase (2000), S.15.

nationalisierung des JPY seit Beginn der 1980er bis Ende der 1990er Jahre als zweigleisigen Ansatz: Die Liberalisierung des nationalen Finanzmarktes sei „at a painstakingly slow pace“<sup>188</sup> vorangeschritten, wohingegen die Liberalisierung jenseits der eigenen Grenzen recht zügig durchgeführt worden sei.

#### 4.4.1. Offshore-Kapitalmarkt

Wichtiges Mittel zur Förderung der Nutzung des JPY jenseits der Grenzen Japans war der Aufbau eines Marktes für JPY-fakturierte Eurobonds („Euroyen-Bonds“). Bereits 1977 fand die erste Emission eines „Euroyen-Bonds“ durch die Europäische Investitionsbank statt.<sup>189</sup> Ähnlich wie in der Anfangsphase des Marktes für Samurai-Bonds (vgl. Kap. 4.2.2.) existierte zu diesem Zeitpunkt jedoch eine strikte Regulierung durch die japanischen Behörden im Hinblick auf Teilnahmebedingungen für die Emittenten sowie Art und Volumen der Anleihen: Faktisch durften in dieser Anfangsphase nur Staaten und supranationale Entitäten Euroyen-Bonds emittieren.<sup>190</sup> Ausübung von Druck seitens des „Yen-Dollar Committee“ resultierte 1984 in verschiedenen Liberalisierungsmaßnahmen des Euroyen-Marktes: Die erforderlichen Bonität<sup>191</sup>, welche Staaten und supranationale Institutionen zur Emission von Euroyen-Bonds aufweisen mussten, wurde von AAA auf A herabgesetzt und es wurden auch private Entitäten für Emissionen zugelassen.<sup>192</sup> Bedingung für die Emission von Euroyen-Bonds durch private Unternehmen im In- und Ausland war die Erfüllung der auch für Staaten geltenden Bonitätskriterien.<sup>193</sup> Diese Bonitätsvorschrift wurde 1989 aufgehoben, bevor 1993 alle verbliebenen Beschränkungen für die Emission von Euroyen-Bonds fielen.<sup>194</sup>

Neben der Emission der Euroyen-Bonds an sich wurde auch der Rückfluss der durch die Emission realisierten Erlöse in den Onshore-Markt reguliert: Es herrschte ein „ban on capital flowing back into the domestic market within 180 days after the issuance“. Diese „flow back restriction“ diente dem Schutz des inländischen Kapitalmarktes, „which [was] less competi-

---

<sup>188</sup> Ebd., S.5.

<sup>189</sup> Vgl. Nishi/Vergus (2006), S.1.

<sup>190</sup> Vgl. ebd.

<sup>191</sup> Ausschlaggebend war die Bewertung der Bonität durch insgesamt sechs lizenzierte japanische und internationale Rating-Agenturen.

<sup>192</sup> Vgl. Ministry of Finance Japan, Changes in Japan's Financial and Capital Market Systems, Tokio, ohne Datum a, S.1.

<sup>193</sup> Vgl. Ministry of Finance Japan, (ohne Datum b).

<sup>193</sup> Vgl. Nishi/Vergus (2006), S.10.

<sup>194</sup> Vgl. Ministry of Finance Japan, (ohne Datum b).

<sup>194</sup> Vgl. Nishi/Vergus (2006), S.10.

tive than overseas markets in terms of cost and efficiency.“<sup>195</sup> 1986 wurde die Verzögerung des Rückflusses von 180 auf 90 Tage verkürzt und 1995 vollständig beseitigt.<sup>196</sup>

#### 4.4.2. Euroyen-Kreditaufnahme und -vergabe

Wie bereits unter Kap. 4.3. *Internationalisierung über die Leistungsbilanz* angeführt, wurde es ausländischen Ablegern japanischer Banken zwecks Förderung des JPY-fakturierten Außenhandels im Juli 1981 gestattet, Euroyen-Kredite mit einer Fristigkeit von einem Jahr oder kürzer an Devisenausländer zu vergeben.<sup>197</sup> Im Juni 1983 wurde dann die Beschränkung der Euroyen-Kreditvergabe auf solche mit kurzfristiger Laufzeit aufgehoben und es blieb nur die Pflicht zur Benachrichtigung der japanischen Behörden bei Vergabe von Euroyen-Krediten bestehen.<sup>198</sup> Im Juni 1984 wurde die Vergabe von kurzfristigen Euroyen-fakturierten Krediten an Deviseninländer gestattet und ab Mai 1989 durften auch langfristige Euroyen-Kredite an Deviseninländer vergeben werden.<sup>199</sup>

#### 4.4.3. Japanese Offshore Market

Im März 1985 kündigte die zuständige Unterabteilung des Finanzministeriums - das „Council on Foreign Exchange and Other Transactions“ - den Aufbau eines Offshore-Marktes in Tokio an („establishment of a Tokyo offshore market to facilitate euro-yen transactions in Tokyo“)<sup>200</sup>, der im Dezember 1986 unter dem Namen „Japanese Offshore Market“ (JOM) etabliert wurde.<sup>201</sup> Durch dieses Arrangement wurde einerseits die Durchführung von Euroyen-Transaktionen vereinfacht, andererseits aber eine gewisse Trennung zwischen Onshore- und Offshore-Transaktionen aufrechterhalten: Eine strikte Registrierung und Beaufsichtigung der Teilnehmer des JOM verhinderte „capital flows between onshore and offshore markets“<sup>202</sup>. Der JOM stellte eine „Bankenfreizone“ bzw. eine „International Banking Facility“ dar, was eine vom sonstigen Bankbetrieb getrennte Einrichtung bezeichnet, deren Teilnehmer Devisen aufnehmen und anlegen können, jedoch nur sog. out-out Geschäfte

---

<sup>195</sup> Vgl. Rei Masunaga, *The Deregulation Process of Foreign Exchange Control in Capital Transactions in Post-war Japan*, Japan Center for International Finance, Tokio, Januar 1997, S.6.

<sup>196</sup> Vgl. Ministry of Finance Japan, (ohne Datum b).

<sup>196</sup> Vgl. Nishi/Vergus (2006), S.10.

<sup>197</sup> Vgl. Takeda/Turner (1992), S.104.

<sup>198</sup> Vgl. ebd.

<sup>199</sup> Vgl. Ministry of Finance Japan, (ohne Datum b).

<sup>200</sup> Vgl. ebd.

<sup>201</sup> Vgl. ebd.

<sup>202</sup> Zhang/Chan (2011), S.215.

(Transaktionen zwischen Devisenausländern) betreiben dürfen. Teilnehmer des JOM waren durch die Regierung befugte inländische Finanzinstitutionen sowie ausländische Ableger nationaler Banken, internationale Organisationen oder ausländische Unternehmen.<sup>203</sup> Die Eröffnung eines Euroyen-Accounts im JOM war mit diversen Vorteilen wie „exemptions from withholding tax, interest rate regulations and reserve requirements“<sup>204</sup> verbunden, was typisch für Bankenfreizonen ist, die häufig von extensiver nationaler Regulierung befreit sind. Der JOM ist somit als Instrument der japanischen Regierung zur Förderung des Euroyen-Marktes im Konkreten und der Internationalisierung des JPY im Allgemeinen zu identifizieren. Über eine Dekade hinweg wuchs der JOM kräftig, bis er 1997 mit einer Größe von 97,1 Bio. JPY (63,8 Bio. JPY in JPY-fakturierten Aktiva und 33,3 Bio. JPY in anderweitigen Währungen fakturierten Aktiva)<sup>205</sup> seine vorläufig größte Ausdehnung erreichte.<sup>206</sup> Als Grund für den begrenzten Erfolg des JOM mag angeführt werden, dass die Teilnehmer des JOM zwar von der Kapitalertragssteuer, nicht aber von Körperschafts- und Vermögenssteuer befreit waren. Dies schmälerte die Attraktivität des JOM im Vergleich zu den Finanzplätzen in Hongkong und Singapur und sogar zu New York, wo Arrangements für Ausnahmen von der Kommunal- und Landessteuer galten.<sup>207</sup> Der JOM wurde - obschon beabsichtigt - also nicht zum Propeller der Internationalisierung des JPY, da erstens die Steuererleichterungen von den Marktteilnehmern als nicht generös genug empfunden und zweitens die Barrieren zwischen JOM und Onshore-Markt als sehr hinderlich wahrgenommen wurden.

#### **4.5. Bilanz: Status der Internationalität der japanischen Währung**

Die Internationalisierung des JPY war während der zwei letzten Dekaden des 20. Jahrhunderts erklärtes Ziel der japanischen Regierung. Noch im 1999 veröffentlichten Dokument „Internationalization of the Yen for the 21st Century“ wurde gefordert, „to improve the convenience

---

<sup>203</sup> Vgl. Shirai (2007), S.25.

<sup>204</sup> Murase (2000), S.6.

<sup>205</sup> Aktiva des JOM sind zwar überwiegend, jedoch nicht zwangsläufig Yen-fakturiert. Vgl. die Definition von Offshore Financial Centers (OFCs) des IWF: „OFCs are usually referred to as: jurisdictions that have relatively large numbers of financial institutions engaged primarily in business with non-residents; financial systems with external assets and liabilities out of proportion to domestic financial intermediation designed to finance domestic economies; and more popularly, centers which provide some or all of the following services: low or zero taxation, moderate or light financial regulation, banking secrecy and anonymity.“ IMF Monetary and Exchange Affairs Department, Offshore Financial Centers. IMF Background Paper, Washington, 23.06.2000.

<sup>206</sup> Vgl. Murase (2000), S.6.

<sup>207</sup> Vgl. Zhang/Chan (2011), S.215.

of yen-based asset management and procurement by non-residents to expand the role of the yen as a reserve currency and a currency for financial and capital transactions“<sup>208</sup>. Die meisten Beobachter sind sich jedoch einig, dass jenes aktive Bestreben Tokios zu Beginn des 21. Jahrhunderts zum Erliegen gekommen ist.<sup>209</sup> Die ambitionierte Agenda zur Internationalisierung der Währung wich dem bescheideneren Ziel einer Internationalisierung des Tokioter Finanzplatzes. Die Abkehr von der Internationalisierungsstrategie ist mit dem Umstand zu erklären, dass der Internationalisierungsprozess allen wichtigen Indikatoren zufolge nicht erfolgreich war. Dies soll knapp illustriert werden.

#### **4.5.1. Anteil des JPY an internationalen Handelstransaktionen**

Die Nutzung einer Währung auf internationaler Ebene in ihren Funktionen als Rechnungseinheit und Zahlungsmittel lässt sich durch das Volumen quantifizieren, in dem internationale Handelstransaktionen in jener Währung fakturiert werden (vgl. Kap. 2.1.1. und Kap. 2.1.2.). Da keine supranationale Organisation Daten zur Währungsfakturierung der gesamten globalen Handelstransaktionen bereitstellt, muss auf nationale Statistiken Japans zurückgegriffen werden, die allerdings allein die Währungsfakturierung des japanischen Außenhandels erfassen. Wie bereits in Kap. 4.3. *Internationalisierung über die Leistungsbilanz* beschrieben, erreichte der Anteil der JPY-fakturierten Exporte mit einem Wert von 42% bereits 1983 eine Höchstmarke, die in der Folge nicht mehr übertroffen wurde. Der Anteil der JPY-fakturierten Importe stieg bis 1995 auf 20% an und stagnierte daraufhin auf jenem Niveau. Im Vergleich mit den deutlich höheren Anteilen der DEM am Außenhandel der Bundesrepublik (vgl. Kap. 4.3.) wird deutlich, welche geringe Rolle der JPY in internationalen Handelstransaktionen spielte und noch heute spielt.

#### **4.5.2. Anteil des JPY an den globalen Devisentransaktionen**

Einen weiteren Indikator für die Funktion einer Währung als Rechnungseinheit und Zahlungsmittel stellt der Anteil jener Währung an den globalen Devisentransaktionen dar. Dem von der BIS veröffentlichten Datensatz „Currency distribution of global foreign exchange market turnover“<sup>210</sup> ist zu entnehmen, dass der Anteil der in JPY fakturierten Devisentransaktionen

---

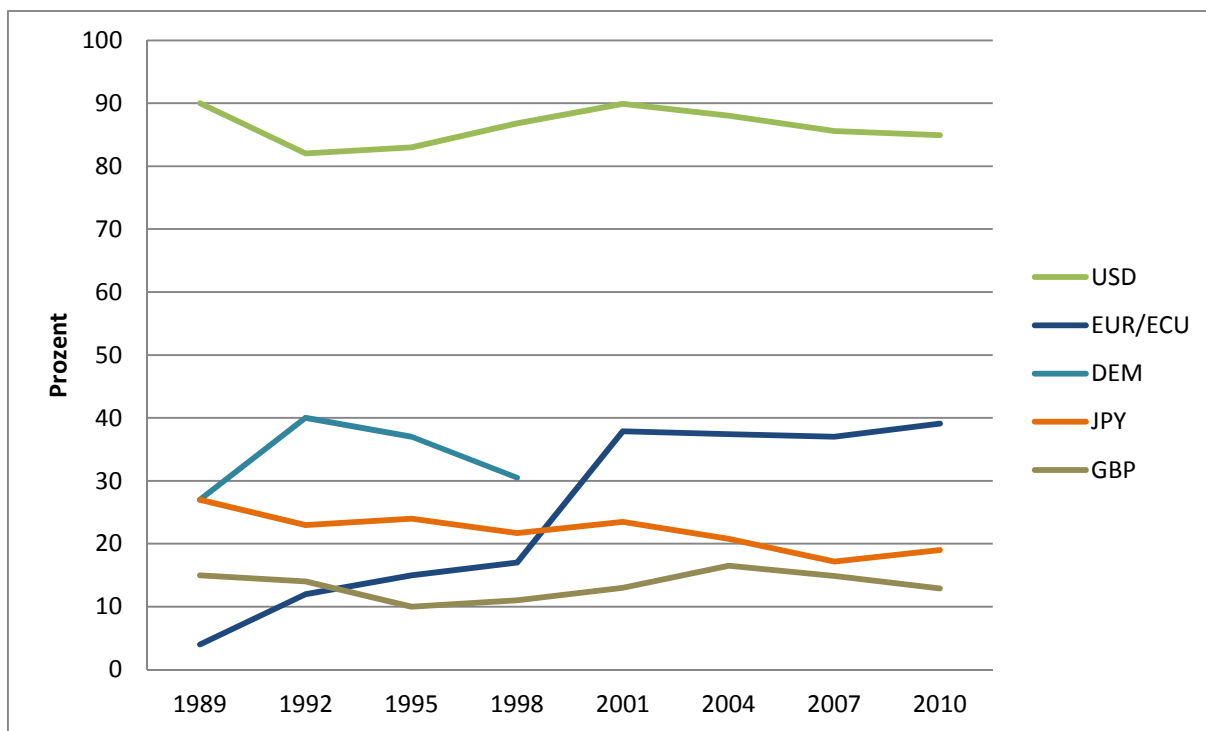
<sup>208</sup> Council on Foreign Exchange and Other Transactions (1999).

<sup>209</sup> Vgl. bspw. Takagi (2009), S.12.

<sup>210</sup> Vgl. BIS, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998 – Final Results, Basel, 10.05.1999, S.13. Sowie BIS, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010 – Final Results, Basel, 01.12.2010, S.15.

tionen von 27% im Jahre 1989 bis auf 19% im Jahre 2010 abgesunken ist.<sup>211</sup> Auch in diesem Indikator spiegelt sich also das Scheitern der Internationalisierungsstrategie für den JPY wider.

**Abbildung 03: Anteile ausgewählter Währungen an den globalen Devisentransaktionen**



Quelle: BIS Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1999 & 2010.

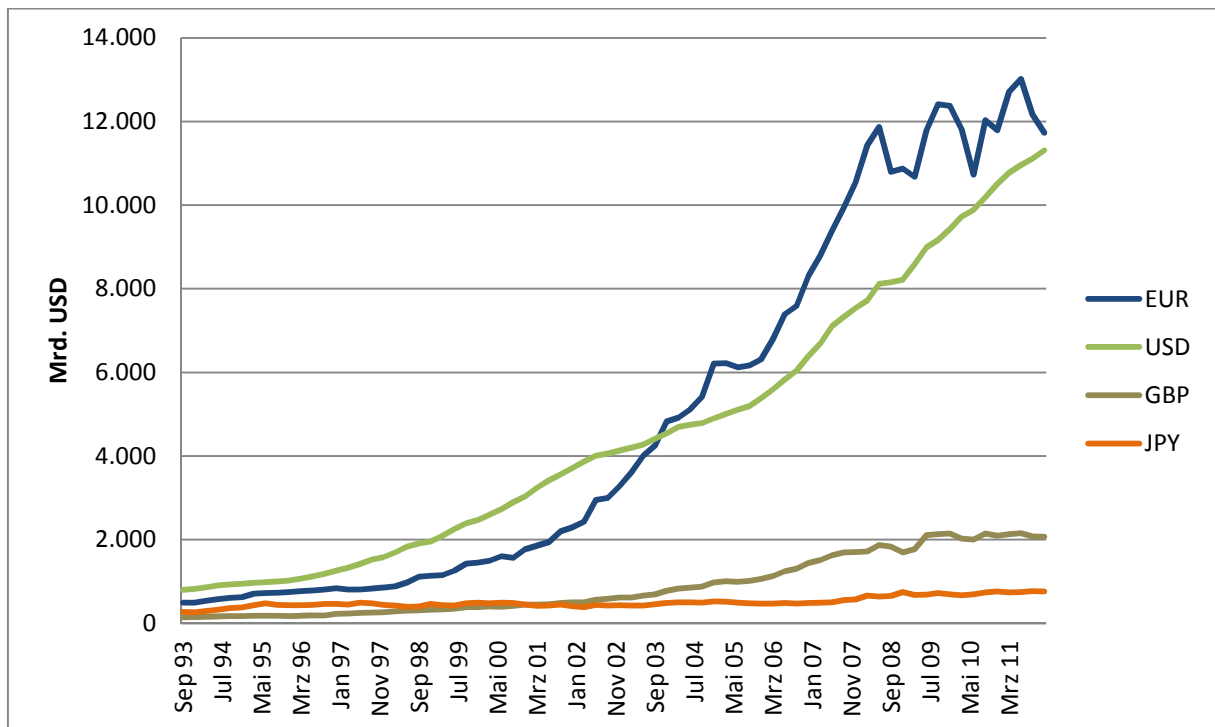
#### 4.5.3. Anteil des JPY am Markt für internationale Schuldverschreibungen

Bei Betrachtung des BIS-Datensatzes „International Bonds and Notes by Currency of Issue“ wird ersichtlich, dass die in JPY fakturierten „International Bonds and Notes“ im Juni 1995 ein Volumen von knapp der Hälfte der in USD fakturierten erreichten.<sup>212</sup> Seit der zweiten Hälfte der 1990er Jahre stagnierte dieser Wert dann aber auf diesem Niveau, während der Wert der in USD fakturierten Anleihen um das zehnfache anwuchs. Mit Beginn des Jahres 2001 überstieg das Volumen der in GBP fakturierten Schuldverschreibungen schlieelich das der in JPY fakturierten Papiere, womit der relative Bedeutungsverlust der japanischen Währung als Mittel der Wertaufbewahrung deutlich wird.

<sup>211</sup> Hierbei ist zu beruckichtigen, dass immer zwei Währungen in eine Devisentransaktion involviert sind (bspw. USD-JPY), weswegen die Gesamtheit der Anteile aller Devisentransaktionen nicht 100%, sondern 200% beträgt.

<sup>212</sup> Im Juni 1995 betrug der Wert der in JPY fakturierten ausstehenden „International Bonds and Notes“ 483 Mrd. USD, wohingegen die in USD fakturierten ausstehenden Anleihen auf einen Wert von 980 Mrd. USD kamen. Vgl. BIS, Quarterly Review (March 2011), Basel, 14.03.2012.



**Abbildung 04: Währungsfakturierung internationaler Schuldverschreibungen**

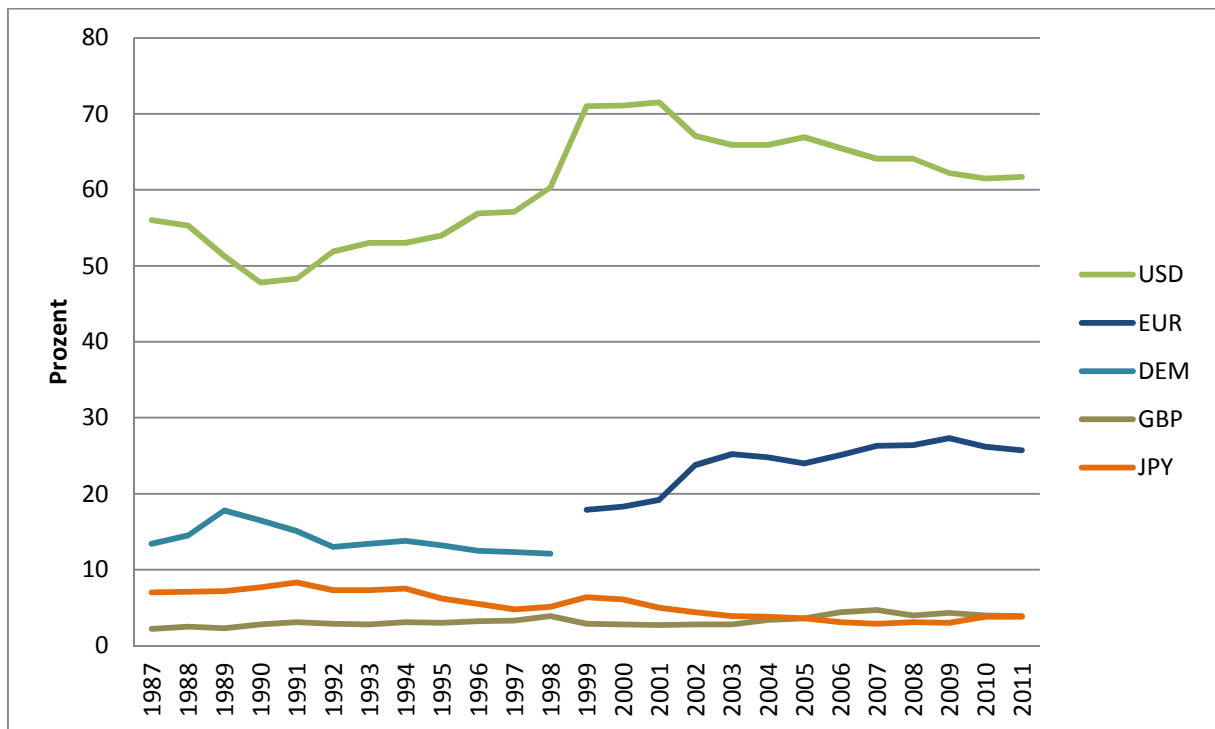
(Für ausgewählte Währungen; amounts outstanding)

Quelle: BIS, Quarterly Review (March 2011), Basel, 14.03.2012.

#### 4.5.4. Anteil des JPY an den Währungsreserven ausländischer Zentralbanken

Der am häufigsten angeführte Gradmesser für die Internationalität einer Währung ist der Anteil selbiger an den Devisenreserven der Welt. Durch jenen Indikator wird angezeigt, inwieweit jene Währung die Wertaufbewahrungsfunktion für öffentliche Akteure ausfüllt (vgl. Kap. 2.1.3.). Zu Beginn der Internationalisierungsstrategie im Jahre 1980 betrug der Anteil von JPY-fakturierten Aktiva an den offiziellen globalen Devisenreserven rund 4,4%.<sup>213</sup> Damit war der JPY nach dem USD und der DEM die dritt wichtigste Reservewährung. Bis zum Jahre 1991 konnte der JPY einen moderaten Zuwachs bzgl. seiner relativen Bedeutung erzielen, während die Bedeutung des USD abfiel. Das 1991 erreichte Niveau von 8,3% der globalen Devisenreserven markierte jedoch einen Scheitelpunkt für den JPY, der während der 1990er Jahre keinen weiteren Bedeutungszuwachs erfuhr und seinen Status als dritt wichtigste Reservewährung im Jahre 2006 sogar an das britische Pfund Sterling verlor.

<sup>213</sup> Vgl. Murase (2000), S.1.

**Abbildung 05: Anteile verschiedener Währungen an den globalen Devisenreserven**

Quellen: IMF Annual Reports 1996, 1999, 2010; IMF COFER.

#### 4.5.5. Gründe für das Scheitern der Internationalisierung des JPY

Es ist mehr als augenfällig, dass die Internationalisierung des JPY solange relativ erfolgreich verlief, wie die japanische Volkswirtschaft Wachstumsraten von über 4% aufwies und somit Vertrauen in die japanische Währung induzierte. Die 1991 beginnende und bis ins 21. Jahrhundert anhaltende Stagnation der japanischen Wirtschaft säte Zweifel bzgl. der künftigen Rolle der japanischen Ökonomie in der Welt und verhinderte eine fortwährende Akquise von JPY-fakturierten Aktiva wie auch eine Ausweitung der Fakturierung von Handels- und Devisentransaktionen in JPY. Entsprechend liest sich ein Strategiepapier des „Council on Foreign Exchange and Other Transactions“ aus dem Jahre 1999: „During the second half of the 1980s, Japan made progress toward liberalizing its financial and capital markets. At the same time, the Japanese economy was booming. This served to increase world confidence in the yen. International use of the yen rose for a time following these developments. However, with the collapse of the bubble economy in the 1990s and the low economic growth in Japan that accompanied it, the international role of the yen has stagnated or receded as witnessed in a few respects.“<sup>214</sup>

<sup>214</sup> Council on Foreign Exchange and Other Transactions (1999).

Neben diesem sicherlich bedeutendsten Stolperstein für den Internationalisierungsprozess führt das „Council on Foreign Exchange and Other Transactions“ im Jahre 1999 einige weitere Gründe für das Scheitern der Internationalisierungsstrategie an: die verbliebenen Restriktionen für grenzübergreifende Kapitalströme (mangelnde Offenheit des Finanzmarktes), begrenzte Anlagemöglichkeiten in JPY-fakturierte Aktiva für Devisenausländer (mangelnde Tiefe und Breite des Finanzmarktes) sowie unattraktive Rahmenbedingungen für die Nutzung von JPY wie bspw. das nationale Steuersystem.<sup>215</sup> Unter den aufgezeigten Defiziten ragt insbesondere der Mangel an Anlagemöglichkeiten in JPY-fakturierte Aktiva heraus. Wie in Kap. 4.2. *Internationalisierung nach innen* aufgezeigt, zögerte Japan erstaunlich lange, den nationalen Kapitalmarkt für ausländische Investitionen zu öffnen. Insbesondere die Öffnung des Marktes für öffentliche Anleihen wurde erst zu einem sehr späten Zeitpunkt eingeleitet (1989) und zog sich dann über einen zu langen Zeitraum hin (letzte Beschränkungen fielen erst 2006). Selbst nachdem es Devisenausländern möglich wurde, japanische Staatsanleihen zu akquirieren, wurde die Liquidität des Rentenmarktes durch den hohen Anteil der vom öffentlichen Sektor gehaltenen Anleihen (1990 rund 50%) negativ beeinflusst.<sup>216</sup> Offensichtlich wurde verkannt, dass dem Markt für Staatsanleihen aufgrund seiner enormen Tiefe eine strategische Bedeutung für den Internationalisierungsprozess zukommt (vgl. Kap. 2.2.2.). Staatsanleihen dienen als Benchmark für Zinssätze und stellen aufgrund ihrer vergleichsweise geringen Ausfallwahrscheinlichkeit das beliebteste Anlageinstrument für Zentralbanken zur Anhäufung von Devisenreserven dar.<sup>217</sup> Soll die internationale Nutzung einer Währung wahrhaftig herbeigeführt werden, so muss allen Marktteilnehmern Liquidität durch ausreichenden Zugang zu entsprechend fakturierten Staatsanleihen mit kurz- und langfristigen Maturitäten ermöglicht werden.

---

<sup>215</sup> Vgl. ebd.

<sup>216</sup> Vgl. Murase (2000), S.25.

<sup>217</sup> Ebd., S.20.

## 5. Aktueller Zwischenstand der Internationalisierung der chinesischen Währung (Ende 2011)

### 5.1. Anteil des CNY an internationalen Handelstransaktionen

Laut dem von der HSBC veröffentlichten *Trade Confidence Index* erwartet die Mehrheit einer repräsentativ ausgewählten Anzahl von im grenzübergreifenden Handel engagierten Unternehmen rund um den Globus, dass die chinesische Währung in naher Zukunft das britische Pfund als dritt wichtigstes Zahlungsmittel bei internationalen Handelstransaktionen ablösen wird.<sup>218</sup> Dies sagt freilich nichts über den Anteil aus, zu dem internationale Handelstransaktionen tatsächlich in CNY abgewickelt werden. Auch wenn keine Daten zur Höhe dieses Anteils existieren, so darf vermutet werden, dass er sich noch auf sehr geringem Niveau bewegt. Durchführbar ist eine Quantifizierung des Anteils der in CNY abgewickelten Transaktionen am Außenhandel der VRCh.

Die Abwicklung des chinesischen Außenhandels in der heimischen Währung wurde in nennenswerten Volumina erst mit einem Pilotprojekt vom Juli 2009 möglich (vgl. Kap. 6.3.). Dementsprechend datieren die frühesten statistischen Angaben über die Höhe jener Transaktionen vom vierten Quartal 2009. Selbstredend bewegten sie sich zu jenem Zeitpunkt noch in einem äußerst geringen Bereich (3,58 Mrd. CNY). Sie wuchsen aber rasch an und erreichten im ersten Quartal 2012 einen Wert von 580,4 Mrd. CNY. Im Gesamtjahr 2011 wurden chinesische Handelstransaktionen in Höhe von 2,08 Bio. CNY in der Heimatwährung abgewickelt<sup>219</sup> - dies entsprach einem Anteil von 8,95% am Außenhandel der Volksrepublik.<sup>220</sup> Im Gesamtjahr 2010 hatte dieser Anteil noch 2,58% betragen.<sup>221</sup> Im ersten Quartal des Jahres 2012 wurde schließlich ein Wert von 10,68% erreicht.<sup>222</sup>

---

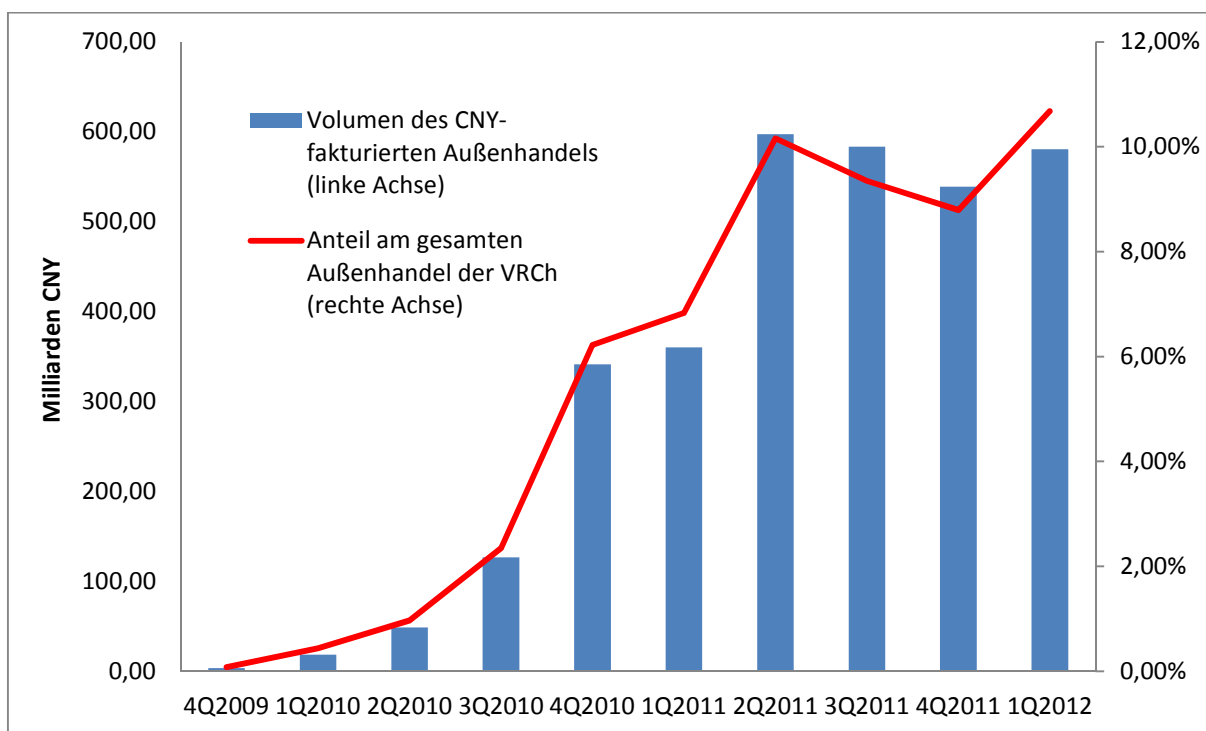
<sup>218</sup> Vgl. HSBC, *Trade Confidence Index*, ohne Ort, September 2011, S.78.

<sup>219</sup> Vgl. PBoC, 2011 年金融统计数据报告, Beijing, 08.01.2012a.

<sup>220</sup> Eigene Berechnung auf Basis der Daten der PBoC (2011 年金融统计数据报告) und des National Bureau of Statistics. Vgl. National Bureau of Statistics, 2011 年国民经济继续保持平稳较快发展, Beijing, 17.01.2012.

<sup>221</sup> Eigene Berechnung auf Basis der Daten der PBoC (中国货币政策执行报告 二〇一〇年第四季度) und des National Bureau of Statistics. Vgl. National Bureau of Statistics, 2010 年国民经济和社会发展统计公报, Beijing, 28.02.2011.

<sup>222</sup> Eigene Berechnung auf Basis der Daten der PBoC (2012 年一季度金融统计数据报告) und des MOFCOM (进出口简要情况).

**Abbildung 06: Volumen des CNY-fakturierten Außenhandels der VRCh**

Quellen: Eigene Berechnungen nach PBoC, 中国货币政策执行报告; PBoC, 2012 年一季金融统计数据报告; MOFCOM, 进出口简要情况.

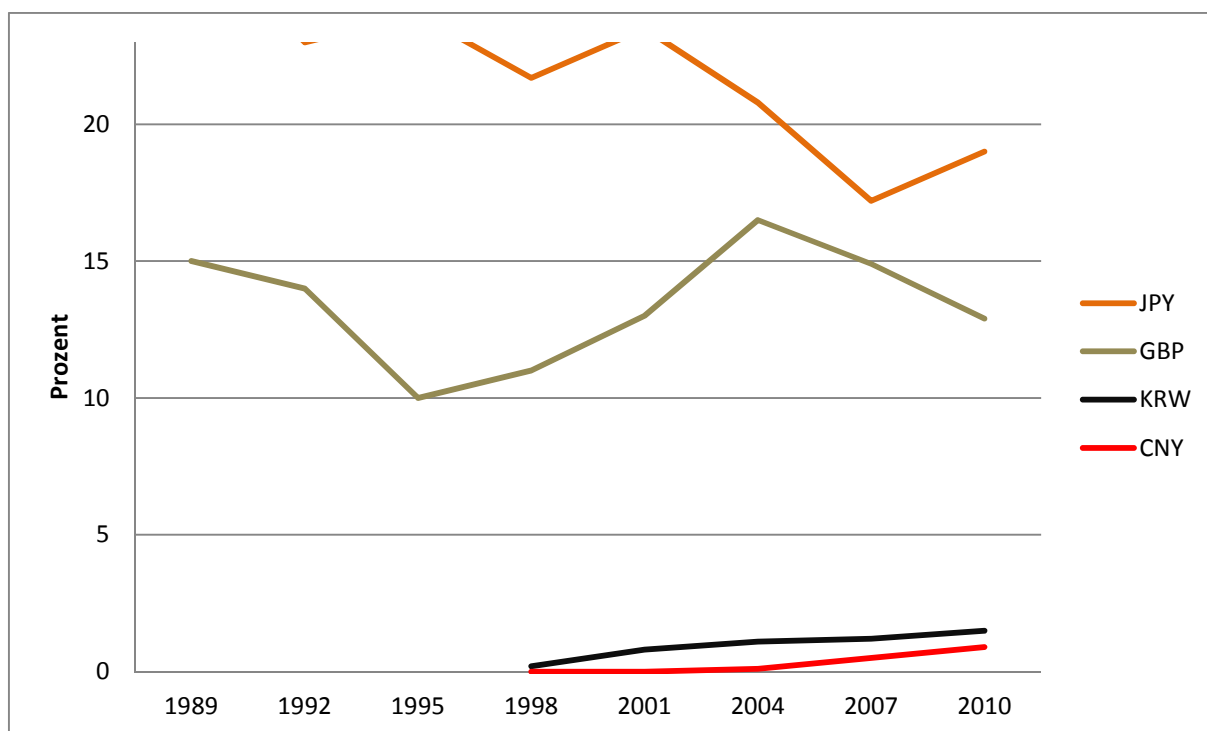
Besonders in der Anfangsphase des Pilotprojektes zur Abwicklung des grenzüberschreitenden Handels in CNY herrschte ein Ungleichgewicht zwischen CNY-fakturierten Importen und Exporten: Im Jahr 2010 übertrafen die Exporte die Importe um ein funfeinhalbfaches. Der Grund für dieses Ungleichgewicht liegt sicher darin, dass gemeinhin eine Aufwertung der chinesischen Währung erwartet wurde und Marktteilnehmer außerhalb des chinesischen Wahrungsraumes in den Besitz solcher Devisen zu gelangen trachteten. Für chinesische Importeure bedurfte es also keiner großen Überzeugungskraft, ausländische Handelspartner in CNY bezahlen zu dürfen. Die Schere zwischen den beiden Werten schloss sich laut Angaben der chinesischen Zentralbank (Volksbank; People’s Bank of China, PBoC) im Jahre 2011 etwas, als die CNY-fakturierten Importe die CNY-fakturierten Exporte nur noch mit einem Verhältnis von 1,7 zu 1 übertrugen („跨境贸易人民币结算收付平衡状况显著改善。全年收付比从 2010 年的 1: 5.5 上升至 1: 1.7.“)<sup>223</sup>.

<sup>223</sup> Vgl. PBoC, 中国货币政策执行报告(二〇一一年第四季度), Beijing, 15.02.2011n, S.15.

## 5.2. Anteil des CNY an den globalen Devisentransaktionen

Zur Abschätzung, inwieweit eine Währung ihre Funktionen als Rechnungseinheit und als Zahlungsmittel ausfüllt, ist auch ihr Anteil an den globalen Devisentransaktionen zu messen. Die einzige dem Autor bekannte Erfassung solcher Daten wird alle drei Jahre durch die BIS (Triennial Central Bank Survey of foreign exchange market activity) durchgeführt. Die letzte Veröffentlichung jenes Datensatzes datiert vom April 2010. Zu jenem Zeitpunkt wurde der Anteil von Transaktionen, an denen der CNY beteiligt ist, auf 0,9% aller Devisentransaktionen taxiert (bei einer Summe von 200%). Im Jahre 2007 hatte sich der Wert von CNY-fakturierten Transaktionen noch auf 0,5%, im Jahre 2004 auf 0,1% belaufen. Angesichts der deutlichen Ausweitung des in CNY abgewickelten Handels in den Jahren 2010 und 2011 (s.o.) muss angenommen werden, dass parallel auch CNY-fakturierte Devisentransaktionen eine Expansion erfahren haben. Der Autor erwartet, dass bei Veröffentlichung des nächsten Triennial Central Bank Survey im April 2013 der Anteil des Sudkoreanischen Won (KRW) an den globalen Transaktionen (2010 bei 1,5%) deutlich von demjenigen des CNY übertroffen werden wird.

**Abbildung 07: Anteile ausgewählter Währungen an den globalen Devisentransaktionen**

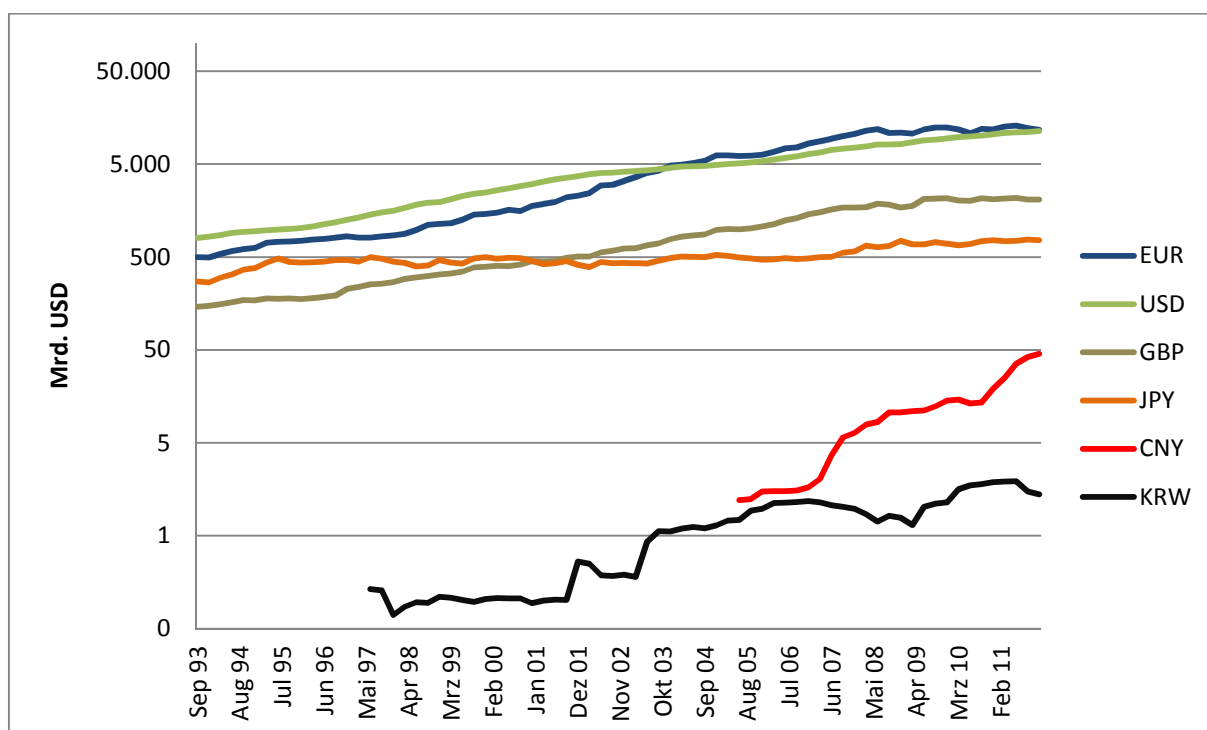


Quelle: BIS Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1999 & 2010.

### 5.3. Anteil des CNY am Markt für internationale Schuldverschreibungen

Zur Messung der Bedeutung einer Währung als Mittel der Wertaufbewahrung kann das Volumen der Fakturierung internationaler Schuldverschreibungen in jener Währung beleuchtet werden. Entsprechende Zahlen liefert die BIS mit dem Datensatz „International Bonds and Notes by Currency of Issue“.<sup>224</sup> Als internationale Schuldverschreibungen gelten hierbei Auslandsanleihen sowie Eurobonds. Die VRCh hat erst in jüngerer Vergangenheit begonnen, die CNY-fakturierte Emission solcher Wertpapiere zuzulassen. Seit 2005 ist in speziell definierten Fällen die Emission von Auslandsanleihen möglich (vgl. Kap. 6.2.2.), seit 2007 wurde die Entwicklung eines Euromarktes für CNY-fakturierte Anleihen in Hongkong angeschoben (vgl. Kap. 6.4.2.). Das Gesamtvolumen von CNY-fakturierten internationalen Schuldverschreibungen ist dementsprechend noch überschaubar. Im Dezember 2011 taxierte die BIS das Volumen solcher Anleihen auf 45,5 Mrd. USD (amounts outstanding). Dies entspricht nur einem Bruchteil der in JPY oder GBP fakturierten internationalen Anleihen - gleichzeitig wird aber das Volumen KRW-fakturierter Papiere bereits um das dreifachfache übertroffen.

**Abbildung 08: Währungsfakturierung internationaler Schuldverschreibungen**



(Für ausgewählte Währungen; amounts outstanding; logarithmische Darstellung.)

Quelle: BIS, Quarterly Review (March 2011), Basel, 14.03.2012.

<sup>224</sup> Vgl. BIS, Quarterly Review (March 2011), Basel, 14.03.2012.

## 5.4. Anteil des CNY an den Währungsreserven ausländischer Zentralbanken

Als gangigster Indikator zur Messung des Grades der Internationalität einer Währung wird deren Anteil an den globalen Devisenreserven angeführt. Dieser Indikator beschreibt, inwiefern eine Währung als Mittel der Wertaufbewahrung durch öffentliche Akteure genutzt wird. Diesbezügliche Zahlen stellt der IWF mit dem Datensatz „Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves“<sup>225</sup> bereit. Allerdings sind nur Statistiken für die aktuell fünf wichtigsten Reservewahrungen (USD, EUR, GBP, JPY, CHF) enthalten. Andere Währungen werden unter „Other currencies“ zusammengefasst, sodass keine genauen Angaben darüber gemacht werden können, in welcher Höhe der CNY bereits als Reservewährung fungiert. In Abwesenheit empirischer Daten sei also punktuell anekdotische Evidenz angeführt.

Erstmals wurde der CNY laut chinesischer Nachrichtenagentur Xinhua im Jahre 2006 als Reservewährung genutzt, als die Zentralbank der Philippinen entsprechende Devisen in ihr Portfolio von Währungsreserven aufnahm („2006 年菲律宾央行就接纳人民币为其储备货币, 这是外国央行首次将人民币列为官方储备货币“)<sup>226</sup>. Es folgten die Zentralbanken von Weißrussland, Malaysia, Südkorea, Kambodscha sowie Nigeria („随后, 白俄罗斯以及马来西亚、韩国、柬埔寨和尼日利亚的中央银行相继以人民币作为储备货币“)<sup>227</sup>. Ein geregelter Mechanismus zur Akquise von chinesischen Staatsanleihen durch ausländische Zentralbanken existiert seit August 2010 (vgl. Kap. 6.4.4.),<sup>228</sup> sodass bspw. die Oesterreichische Nationalbank im November 2011 entsprechende Aktiva erwerben konnte.<sup>229</sup> Genaue Zahlen über die Größenordnung solcher Ankäufe werden in der Regel nicht veröffentlicht. Singapur und Hongkong sollen unbestätigten Berichten zufolge CNY-fakturierte Staatsanleihen von jeweils etwa 1 Mrd. CNY halten.<sup>230</sup> Japan soll sich im Dezember 2011 entschlossen haben, chinesische Staatsanleihen im Wert von umgerechnet 10 Mrd. USD zu erwerben - dies entspräche etwas weniger als 1% der japanischen Devisenreserven.<sup>231</sup>

---

<sup>225</sup> Vgl. IMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, Washington, 30.12.2011.

<sup>226</sup> Vgl. Wan Quan, 入世十年: 人民币走出去的十年之路, in: 金融时报, 07.12.2011.

<sup>227</sup> Vgl. ebd.

<sup>228</sup> Vgl. PBoC, 关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知, Beijing, 16.08.2010b.

<sup>229</sup> PBoC, People’s Bank of China and OeNB Signed an Agreement for the Latter to Invest in China’s Interbank Bond Market via PBC, Beijing, 10.11.2011.

<sup>230</sup> Vgl. Takashi Nakamichi/Lingling Wei, Japan, China Deepen Financial Ties, in: Wall Street Journal, 25.12.2011.

<sup>231</sup> Lingling Wei/Bob Davis/Takashi Nakamichi, Tokyo and Beijing Agree on Currency Pact, in: Wall Street Journal, 27.12.2011.



Auch wenn aktuell also nicht zu quantifizieren ist, in welchem Maße die chinesische Währung die Funktion der Wertaufbewahrung für öffentliche Akteure erfüllt, so deuten viele Indizien auf eine zunehmende Nutzung des CNY als Reservewährung hin. Dies scheint durch die chinesischen Behörden durchaus erwünscht zu sein: Auf einer Tagung der PBoC zum Stand der Internationalisierung des CNY konstatierte die PBoC im Frühjahr 2011, dass der CNY zunehmend eine Funktion als Reservewährung übernehmen solle („积极回应境外货币当局将人民币纳入其外汇储备的需求“)<sup>232</sup>.

---

<sup>232</sup> Vgl. PBoC, 求真务实 开拓进取 推动跨境人民币业务暨有关监测分析工作再上新台阶, Beijing, 02.03.2011j.

## 6. Politische Maßnahmen zur Internationalisierung der chinesischen Währung

Das folgende Kapitel stellt den Kern der vorliegenden Arbeit dar. Analog der Gliederung, die als analytisches Raster für den Internationalisierungsprozess des JPY in Kapitel 4 fungiert hat, wird in diesem Kapitel die Internationalisierung des CNY untersucht. Hierzu wurde eine extensive Auswertung der Verordnungen vorgenommen, die implizit oder explizit dem Internationalisierungsprozess dienlich sind. Eine Übersicht jener Verordnungen findet sich im Anhang dieser Arbeit (Tabelle 04).

Die Festlegung eines Untersuchungszeitraumes wird durch den Umstand erschwert, dass die Internationalisierung der chinesischen Währung zu keinem Zeitpunkt als offizielles politisches Ziel formuliert wurde - wie im japanischen Beispiel der Fall gewesen. Am 10. Juli 2008 findet die Begrifflichkeit „Internationalisierung des CNY“ („人民币国际化“) eher beiläufig ihre erstmalige Erwähnung in einem Dokument der Volksrepublik China.<sup>233</sup> Im Rahmen der Verordnung „Provisions on the Main Functions, Internal Structure and Staffing of the People’s Bank of China“ („中国人民银行主要职责、内设机构和人员编制规定“)<sup>234</sup> weist der Staatsrat die PBoC an, zum Zwecke der Durchführung der Internationalisierung des CNY eine spezielle Abteilung einzurichten: das „Department of Exchange Rates“ (汇率司), später in „Monetary Policy Department II“ (MPD-II; 货币政策二司) umbenannt.<sup>235</sup> Selbstredend wurde die Internationalisierung der chinesischen Währung schon früher in politischen Führungskreisen diskutiert. Exemplarisch soll hier auf Zhao Haikuan verwiesen werden (zum damaligen Zeitpunkt Mitglied der Politischen Konsultativkonferenz des Chinesischen Volkes [PKKCV] und Leiter eines Forschungsinstituts der PBoC), der 2001 bemerkte, im Zuge der anwachsenden Bedeutung der chinesischen Volkswirtschaft solle der CNY zu einer internationalen Währung werden („随着我国经济实力的迅速增长和加入世界贸易组织, 以及更深入地参与经济全球化, 人民币也应该成为世界货币之一, 最少应该能够发挥一部分世界货币的作用“).<sup>236</sup> Im wichtigsten Planungsdokument der VRCh - dem Fünfjahresplan - findet der konkrete Wortlaut „Internationalisierung des CNY“ bis heute keinen Eingang. Der

---

<sup>233</sup> Vgl. „这是公开的官方文件首次提及人民币国际化, 由此正式拉开了推动人民币区域化的政策帷幕.“ Wan (2011).

<sup>234</sup> Vgl. Central People’s Government of the PRC, 中国人民银行主要职责、内设机构和人员编制规定, Beijing, 10.07.2008b.

<sup>235</sup> Vgl. Ohne Autor, 央行拟将设立货币政策二司, in: Shanghai Securities Journal (上海证券报), 18.03.2009.

<sup>236</sup> Vgl. Kang Yinlei, 人民币国际化路还有多长, in: 珠江经济, 07/2001, S.43.

11. Fünfjahresplan enthält allein eine Passage zur graduellen Realisierung der Konvertibilität des CNY für Transaktionen der Kapitalbilanz.<sup>237</sup> Der 12. Fünfjahresplan wird etwas konkreter, indem er über die graduelle Liberalisierung der Kapitalbilanz hinaus auch eine „grenzübergreifende Nutzung des CNY“ einfordert („扩大人民币跨境使用, 逐步实现人民币资本项目可兑换“)<sup>238</sup>. Des Weiteren wird die Rolle Hongkongs als Offshore-Markt für den CNY betont („支持香港发展成为离岸人民币业务中心“). Auch wenn diese Aussagen reichlich unpräzise ausfallen, so wird bei den meisten im Kontext der Internationalisierung stehenden Verordnungen auf jene Zielvorgaben verwiesen. Im Laufe der Untersuchung wird sich zeigen, dass der aus der Ungenauigkeit dieser Planvorgaben entstehende Spielraum durchaus von einzelnen Behörden genutzt wird.

Da die erste wörtliche Erwähnung der „Internationalisierung des CNY“ im Sommer 2008 auftritt, entsprechende Diskussionen in der obersten Führungsebene aber erwiesenermaßen schon seit der Jahrtausendwende geführt werden, muss die vorliegende Analyse bei der Untersuchung dieses schwer einzugrenzenden Sujets also eine gewisse Flexibilität an den Tag legen. Der Schwerpunkt der Untersuchung soll auf den Jahren 2008 bis 2011 liegen, wobei in dem Autor wichtig erscheinenden Fällen auch ein Blick auf früher datierte Maßnahmen geworfen werden soll. Von enormer Wichtigkeit für den Internationalisierungsprozess ist so bspw. die Zulassung von CNY-Bankdienstleistungen in Hongkong ab Februar 2004.

## **6.1. Wechselkursregime und Zahlungsverkehr mit dem Ausland: Evolution der Devisenbewirtschaftung**

Seit ihrer Gründung im Jahre 1949 hat die Volksrepublik China in Bezug auf die geltenden Wechselkursregime laut Zhang/Chan vier Phasen durchlaufen.<sup>239</sup> Die erste Phase währte von 1949 bis 1978 und war durch die Charakteristika einer Planwirtschaft gekennzeichnet; der internationale Zahlungsverkehr für Transaktionen der Leistungs- und Kapitalbilanz war somit strengstens reguliert. In den Jahren 1979 bis 1993 manifestierte sich eine Übergangsphase, in der der Export erheblich an Bedeutung für die Ökonomie gewann und entsprechende Anpassungen an Wechselkursregime und Devisenbewirtschaftung vorgenommen werden mussten. Die dritte Phase (1994 bis 2005) zeichnete sich durch weitgehende Stabilität des installierten Systems einer festen Kopplung des CNY an den USD bei gleichzeitiger Offenheit für Trans-

---

<sup>237</sup> Vgl. NPC, 中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要, Beijing, 16.03.2006.

<sup>238</sup> NPC, 中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要, Beijing, 16.03.2011.

<sup>239</sup> Vgl. Zhang/Chan (2011), S.67.

aktionen der Leistungsbilanz und gradueller Liberalisierung der Kapitalbilanz aus. Während der vierten Phase (2005-2008) unterlag der CNY einem System des „Managed Floating“ und war an einen Währungskorb gebunden. Diese Phase könnte sich als Vorspiel für die tiefgreifenden Reformen zum Zwecke einer Internationalisierung der chinesischen Währung erweisen, die in den folgenden Kapiteln abgehandelt werden. Zunächst aber einige Worte zu den vier beschriebenen Phasen seit Gründung der Volksrepublik.

### *1. Phase: Planwirtschaft mit extensiver Devisenbewirtschaftung (1949-1978)*

Nach Ausrufung der Volksrepublik China im Jahre 1949 wurde ein planwirtschaftliches System installiert, im Rahmen dessen eine Industrialisierungsstrategie durch Importsubstitution verfolgt wurde. Im Außenhandel waren nur eine Handvoll lizenzierter Staatsunternehmen engagiert, die Monopole auf Im- und Exporte in bestimmten Güterkategorien innehatten.<sup>240</sup> Es herrschten somit äußerst strenge Devisenkontrollen für Transaktionen der Leistungsbilanz vor; grenzübergreifende Kapitaltransaktionen waren per se verboten. Diesem System war ein stark überbewerteter offizieller Wechselkurs von 1,86 CNY/USD dienlich, nach dem die für den Außenhandel zugelassenen Staatsunternehmen ihre Transaktionen abzuwickeln hatten.<sup>241</sup> Im Rahmen des Plans benötigte Importgüter konnten somit zu günstigen Preisen eingeführt werden. Exporte hingegen gestalteten sich für die jeweiligen Staatsunternehmen als Verlustgeschäft, weswegen ihnen Exportquoten zum Zwecke der Erlangung von Fremddevisen aufgezungen werden mussten.<sup>242</sup> Die erwirtschafteten Devisen mussten nach offiziellem Wechselkurs an die Bank of China (BoC) abgeführt werden, der die zentrale und exklusive Verwaltung der Fremddevisen oblag.

### *2. Phase: Wirtschaftliche Transformation (1979-1993)*

Mit Beginn der Reform- und Öffnungspolitik (1978/79) rückte sprunghaft der Exportsektor in den Fokus der Modernisierungsbemühungen Chinas. Um den Export von Gütern attraktiver zu gestalten, musste jedoch eine Änderung der Anreizstrukturen vorgenommen werden. Gingen Exportaktivitäten bis dato mit finanziellen Verlusten einher, so wurde den für den Export zugelassenen Unternehmen bzw. den ihnen übergeordneten Gebietskörperschaften nun eine Einbehaltung der akquirierten Fremddevisen gestattet. Durch diese gezielte Änderung des

---

<sup>240</sup> Vgl. Morris Goldstein/Nicholas R. Lardy, Evolution of China's Exchange Rate Regime in the Reform Era, in: The Future of China's Exchange Rate Policy, Washington 2009, S.24.

<sup>241</sup> Vgl. ebd., S.3.

<sup>242</sup> Vgl. ebd., S.4.

Systems der Devisenbewirtschaftung wurden Exportaktivitäten gefördert und die chronische Knappheit an Fremddevisen beseitigt. Das Resultat war eine sich rasch ausdehnende Akkumulation von Fremddevisen in den Händen von Exportunternehmen sowie lokalen Regierungen. Darüber hinaus fand eine Lockerung der Beschränkungen für Transaktionen der Leistungsbilanz statt und einer größeren Anzahl von Unternehmen wurde die Teilnahme am Außenhandel genehmigt. Aus dem Umstand, dass verschiedene Unternehmen unterschiedliche Fremdwährungsüberschüsse bzw. -defizite erwirtschafteten, resultierte wiederum der Bedarf einer Methode des Austauschs entsprechender Devisen. Es wurde also ein sog. „swap market“ gegründet, wo (zum Vorteil von Netto-Exporteuren) Devisen zu einem sehr viel niedrigerem als dem offiziellen Wechselkurs des CNY gehandelt wurden. Anfangs suchte die Zentralregierung noch die Preise der dort gehandelten Devisen zu kontrollieren, ließ letztlich jedoch eine Abweichung vom offiziellen Wechselkurs zu. Sehr bald determinierten Angebot und Nachfrage den Wechselkurs der dort gehandelten Währungen.<sup>243</sup>

Nach Etablierung des „swap market“ existierte also ein hybrides Wechselkursregime, welches sich durch „coexistence of an official fixed exchange rate and a foreign exchange swap price“<sup>244</sup> auszeichnete. Dieser Zustand wurde von der Zentralregierung offensichtlich als eine Art Übergangsphänomen angesehen, weswegen eine Vereinheitlichung der beiden Wechselkurse anvisiert wurde: Parallel zu einer Bedeutungszunahme des „swap market“ wurde der offizielle Wechselkurs seit 1981 in mehreren Schritten abgewertet. Ende 1993 erreichte er schließlich einen Wert von 5,8 CNY pro USD, bevor er am 1. Januar 1994 dann endgültig auf das Niveau des „swap market“ abgewertet wurde (8,7 CNY/USD). Der nunmehr einheitliche Wechselkurs wurde bei 8,28 CNY pro USD stabilisiert. Die meisten Wirtschaftswissenschaftler gehen zu jenem Zeitpunkt von einer markgerechten Bewertung des CNY aus.<sup>245</sup>

### 3. Phase: Stabile Bindung an den USD (1994-2005)

Nach Zusammenführung des offiziellen Wechselkurses und desjenigen des „swap market“ konnte ein einheitlicher Interbanken-Devisenmarkt geschaffen werden: So wurde 1994 das „Foreign Exchange Trading System“ (FETS) in Shanghai eingeführt.<sup>246</sup> Offiziell bezeichneten die chinesischen Behörden das geltende Wechselkursregime nunmehr als „unified ma-

---

<sup>243</sup> Seit 1988 fand auf dem Shanghaier „swap market“ - dem größten seiner Sorte - eine Preisbestimmung durch „Walrasianische Auktion“ statt. Spätestens seit Beginn der 1990er Jahre ist also davon auszugehen, dass der Wechselkurs des „swap market“ Angebot und Nachfrage widerspiegelte. Vgl. ebd., S.6f.

<sup>244</sup> Chen/Zhang/Wang (2009), S.2.

<sup>245</sup> Vgl. Goldstein/Lardy (2009), S.7.

<sup>246</sup> Vgl. Zhang/Chan (2011), S.68.

naged floating exchange rate regime based on market supply and demand“<sup>247</sup>, doch nahm die PBoC tatsächlich schwere Eingriffe am neu etablierten Devisenmarkt vor, um den CNY bei einem stabilen Wert von 8,28 CNY/USD zu fixieren.

Seit 1994 wurde außerdem eine substantielle Reduktion von Devisenkontrollen für Transaktionen der Leistungsbilanz vorgenommen, sodass 1996 die vollständige Konvertibilität für alle Handelstransaktionen hergestellt wurde.<sup>248</sup> Folgerichtig akzeptierte die VRCh 1998 offiziell Artikel VIII der „Articles of Agreement“ des IWF.<sup>249</sup> Mit der Konvertibilität für Leistungsbilanztransaktionen ging einher, dass der Ankauf von Fremddevisen bei „foreign exchange designated banks“ (FEDBs) zum Zwecke der Durchführung von Importtransaktionen ohne Genehmigung möglich wurde. Die Berechtigung von Außenhandelsunternehmen, fremdwährungsfakturierte Exporteinkünfte einzubehalten, wurde aufgehoben. Fortan waren alle Exporteinkünfte im Rahmen des „foreign exchange surrender and purchase system“ (FESPS) an designierte Banken abzuführen.<sup>250</sup>

Eine weitere wichtige Neuerung der 1990er Jahre stellte der zunehmende Zufluss von FDI dar. Zwar waren erste Experimente der Zulassung derartiger Kapitalzuflüsse bereits seit den 1980er Jahren in den Sonderwirtschaftszonen (SWZ) Südostchinas durchgeführt worden, doch erst seit 1992/93 war eine umfassende Bedeutungszunahme dieser Kapitalströme zu verzeichnen.<sup>251</sup> Die Autorität zur Genehmigung von IFDI wurde dezentralisiert und lag bald in hohem Maße bei lokalen Administrationen (insbes. den SWZ). Alle anderen Kapitaltransaktionen mussten von der PBoC genehmigt werden.<sup>252</sup> So blieben Kapitalzuflüsse in Form von Bankdarlehen oder Portfolioinvestitionen bis 2002 streng reguliert, auch wenn die Kapitalverkehrskontrollen im Zuge der Liberalisierung der Leistungsbilanztransaktionen zunehmend an Effektivität verloren.<sup>253</sup> Zu Beginn des neuen Jahrtausends wurde schließlich auch mit einer Liberalisierung der Kapitalbilanz experimentiert: Bzgl. Kapitalzuflüssen wurde 2002 ein „Qualified foreign institutional investor“-Programm (QFII) ins Leben gerufen, das ausgewählten ausländischen Finanzinstitutionen den Zugang zum chinesischen Aktienmarkt eröffnete (vgl. auch Kap. 6.2.1.).<sup>254</sup> Kapitalabflüsse in Form von OFDI waren in sehr begrenztem Umfang schon seit den 1980er Jahren existent, faktisch jedoch sehr wenigen Staatsunter-

---

<sup>247</sup> Vgl. PBoC, China: the evolution of foreign exchange controls and the consequences of capital flows, in: Financial globalisation and emerging market capital flows, BIS Papers No 44, December 2008a, S.149.

<sup>248</sup> Vgl. Goldstein/Lardy (2009), S.8.

<sup>249</sup> Vgl. PBoC (2008a), S.143.

<sup>250</sup> Vgl. ebd.

<sup>251</sup> Vgl. Barry Naughton, The Chinese Economy. Transitions and Growth, Cambridge 2007, S.402.

<sup>252</sup> Vgl. PBoC (2008a), S.144.

<sup>253</sup> Vgl. Naughton (2007), S.420f.

<sup>254</sup> Vgl. PBoC (2008a), S.144.

nehmen vorbehalten und bedurften der Genehmigung durch die State Administration of Foreign Exchange (SAFE).<sup>255</sup> Erst als zu Beginn der 3. Phase (1994) der Ankauf von Fremdwährungen bei FEDBs möglich wurde, konnten auch solche Unternehmen OFDI tätigen, die vorher mangels einer Genehmigung für den Außenhandel nicht in den Besitz von Fremdwährungen gelangen konnten.<sup>256</sup> Maximale politische Unterstützung erfuhren OFDI-Aktivitäten dann durch die Formulierung der „Going Out“ (走出去) Politik ab dem Jahre 1999, die auch Eingang in den 10. Fünfjahresplan fand. 2002 wurden die lokalen Niederlassungen der SAFE in sechs Küstenprovinzen auf Basis eines Pilotprogramms befugt, Unternehmen die Akquirierung von Fremdwährungen zum Zwecke von Investitionen im Ausland zu genehmigen.<sup>257</sup> Diese Dezentralisierungsmaßnahme wirkte sich förderlich auf OFDI-Aktivitäten aus und wurde 2005 auf alle Provinzen ausgedehnt.<sup>258</sup> Des Weiteren wurde im Jahre 2003 erstmals auch privaten Unternehmen das Tätigen von ausgehenden Direktinvestitionen gestattet.<sup>259</sup> Kapitalabflüsse über OFDI hinaus standen jedoch während dieser Phase noch nicht im Fokus der Reformbemühungen.

#### *4. Phase: Managed Floating unter Bindung an einen Währungskorb (seit 2005)*

Nach Jahren der Kopplung des CNY an den USD wurde die chinesische Währungspolitik zum Politikum: Insbesondere USA und EU kritisierten den CNY-Wechselkurs als unterbewertet und forderten dessen Flexibilisierung. Im Juli 2005 nahm die PBoC schließlich eine Aufwertung auf 8,11 CNY/USD vor und kündigte eine Aufgabe der direkten Kopplung an den USD an. Stattdessen solle eine „Managed Floating Exchange Rate“ unter Bindung an einen Währungskorb installiert werden.<sup>260</sup> Die Zentralbank ließ verlauten, der Wechselkurs werde fortan zunehmend von Angebot und Nachfrage bestimmt und ließ dementsprechend eine Schwankungsbandbreite von zuerst +/-0,3%, später +/-0,5% pro Tag gegenüber dem USD zu. Unter diesen Rahmenbedingungen fand eine graduelle Aufwertung statt, sodass Ende 2008 ein Wert von 6,83 CNY/USD erreicht wurde.<sup>261</sup> Trotz Ankündigung einer Zulassung größerer Flexibilität des Wechselkurses deutet das Faktum der während des beschriebenen Zeitraums explosionsartig anwachsenden Devisenreserven auf massive Eingriffe am Devi-

---

<sup>255</sup> Vgl. Hinrich Voss/Peter J. Buckley/Adam R. Cross, Thirty years of Chinese outward foreign direct investment, CEA (UK) 2008 Conference Papers, London, 2008, S.9.

<sup>256</sup> Vgl. ebd., S.13f.

<sup>257</sup> Vgl. ebd., S.17.

<sup>258</sup> Vgl. PBoC (2008a), S.144.

<sup>259</sup> Vgl. Voss/Buckley/Cross (2008), S.11.

<sup>260</sup> Vgl. Chen/Zhang/Wang (2009), S.4.

<sup>261</sup> Vgl. Wang Y. (2009), S.39.

senmarkt hin.<sup>262</sup> Von einem marktbasieren Wechselkurs konnte also keine Rede sein. Der IWF hatte das chinesische Währungsregime bis 2005 als „conventional fixed peg arrangement“<sup>263</sup> mit dem USD als Ankerwährung klassifiziert und bezeichnete das nach 2005 (bis 2008) installierte System als „crawling peg“-Regime.<sup>264</sup> Die Klassifikation des Wechselkursregimes als „crawling peg“ impliziert den Umstand, dass faktisch - und für die Marktteilnehmer relativ klar ersichtlich - eine politische Vorgabe der graduellen Aufwertung des CNY existierte. Dies induzierte unter notwendigerweise imperfekten Kapitalverkehrskontrollen massive Kapitalzuflüsse in Erwartung einer risikofreien Rendite, die wiederum zu Vermögensblasen, Inflationsdruck und Anhäufung von ausländischen Devisen führten.<sup>265</sup> Wang verweist darauf, dass sich Japan nach Öffnung der Leistungsbilanz im Jahre 1964 (vgl. Kap. 4.1.) mit einer ähnlichen Problematik konfrontiert sah: „Although Japan imposed so tight controls on capital movements that they even hindered current transactions before the immediate end of pegged rate regime, it couldn't suppress the huge inflow of short-term capital.“<sup>266</sup> Dies sei folgendermaßen zu erklären: „Anecdotal evidences show that a frequent way for unwanted capital to evade capital movement restrictions is over-invoicing exports and under-invoicing imports.“<sup>267</sup> Die in China im Jahre 1996 hergestellte Konvertibilität für Transaktionen der Leistungsbilanz erzwingt also mittelfristig auch eine Liberalisierung der Kapitalbilanz und eine Freigabe des Wechselkurses. Solange dies nicht realisiert ist, führen „hot money inflows“ Inflation und Vermögensblasen herbei. Folgerichtig formuliert der 2006 in Kraft getretene 11. Fünfjahresplan das Ziel einer graduell zu realisierenden Konvertibilität der Kapitalbilanz („逐步实现人民币资本项目可兑换“)<sup>268</sup>. 2007 wurden zwecks Adressierung des beschriebenen Problems Kapitalabflüsse erleichtert: „overseas financial investments were expanded by broadening the commercial banks' overseas investment instruments and

---

<sup>262</sup> Vgl. Goldstein/Lardy (2009), S.21.

<sup>263</sup> Vgl. IMF, De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework, Washington, 31.07.2006.

<sup>264</sup> Vgl. IMF, Annual Report on Exchange arrangements and Exchange restrictions 2007/2008/2009, Washington, verschiedene Jahre.

2009 wurde eine erneute Änderung der Klassifizierung des chinesischen Wechselkursregimes durch den IWF vorgenommen: In Reaktion auf die Finanzkrise hatte die PBoC sich erneut für eine direkte Bindung des CNY an den USD entschieden, weswegen der IWF das nunmehr geltende System als „stabilized arrangement“ mit Bindung an den USD als Ankerwährung bezeichnete. Ebenso wie das „crawling peg“-Regime stellt dies eine Unterkategorie eines „soft peg“-Regimes dar. Vgl. IMF, Annual Report on Exchange arrangements and Exchange restrictions 2010, Washington 2010, S.14.

2010 wurde eine erneute Rückkehr zur Kopplung an einen Währungskorb vorgenommen.

<sup>265</sup> Vgl. Wang Y. (2009), S.39.

<sup>266</sup> Vgl. Wang (2009), S.37.

<sup>267</sup> Ebd., S.43.

<sup>268</sup> Vgl. NPC (2006).



including trust and investment companies to develop qualified domestic institutional investors (QDII) businesses“<sup>269</sup>. All diese Maßnahmen sind in den breiteren Kontext der Internationalisierung des CNY zu stellen, da Probleme wie Inflation und Auftreten von Vermögensblasen durch die Bindung großer Volumina von Kapital im Offshore-Markt gelindert werden könnten.

## **6.2. Internationalisierung nach innen: Liberalisierung des grenzübergreifenden Kapitalverkehrs und Wechselwirkung mit dem nationalen Finanzsystem**

### **6.2.1. Kapitalzuflüsse**

Wie in Kapitel 2.2.2. erläutert, ist eine Abwesenheit von Beschränkungen für grenzübergreifende Kapitalströme unerlässliche Voraussetzung für die Internationalisierung einer Währung. Dies gilt insbesondere für jene Kapitalströme, die sich der zu internationalisierenden Währung bedienen, da auf diese Weise eine Ausfüllung der Funktionen als Rechnungseinheit, Zahlungsmittel und Mittel Wertaufbewahrung durch jene Währung möglich wird. Im Folgenden sollen also Maßnahmen zum Abbau von Beschränkungen für CNY-fakturierte Kapitalströme im Vordergrund stehen.

#### 6.2.1.1. Direktinvestitionen

Die seit den 1980er Jahren in China getätigten ausländischen Direktinvestitionen mussten stets in Fremdwährungen (i.d.R. in USD) fakturiert werden. Darüber hinaus stand die Zulassung von Direktinvestitionen zu jenem Zeitpunkt in keinem Zusammenhang mit der Internationalisierung des CNY, sondern diente vielmehr der Wachstumsstrategie im Zuge der Reform- und Öffnungspolitik: Langfristige ausländische Investitionen induzierten Technologietransfer und eine Übernahme unternehmerischen Know-hows. Der Internationalisierungsstrategie dienen Direktinvestitionen, insofern sie in CNY-fakturiert werden. Dies wurde jedoch erst in jüngster Vergangenheit experimentell zugelassen: Am 18. Oktober 2011 wurde ein Pilotprogramm aufgelegt, das die Abwicklung von IFDI in CNY zulässt, sofern die genutzten CNY-Devisen im Offshore-Markt akquiriert wurden. Es handelt sich hierbei also um einen sehr stark eingegrenzten Fall, der deshalb unter Kap. 6.4.4. *Rückkopplungen des Offshore-Marktes*

---

<sup>269</sup> Vgl. PBoC (2008a), S.144.

mit dem *Onshore-Markt* aufgeführt werden soll. Die Zulassung einer generellen Abwicklung von IFDI in CNY steht bis dato noch aus.

#### 6.2.1.2. Portfolioinvestitionen

Die Akquirierung von Wertpapieren in festlandchinesischen Kapitalmärkten ist Devisenausländern prinzipiell verboten. Die Ausnahmen von dieser Regel seien im Folgenden dargestellt.

##### *Aktienmarkt*

Der chinesische Aktienmarkt ist in zwei verschiedene Segmente aufgeteilt, was mit zwei verschiedenen Aktienarten korrespondiert: Deviseninländer dürfen allein in sog. *A-Shares* investieren, Devisenausländer hingegen allein in *B-Shares*. A-Shares werden in CNY fakturiert und gehandelt, B-Shares werden in CNY fakturiert und in USD gehandelt.<sup>270</sup> Gemessen an seinem Volumen ist der Markt für B-Shares nahezu bedeutungslos: Seine Marktkapitalisierung beträgt weniger als 1% der Marktkapitalisierung der A-Shares.<sup>271</sup> Für den weiteren Verlauf dieser Arbeit wird er dementsprechend als nicht relevant erachtet.

Das Verbot der Akquirierung von A-Shares durch Devisenausländer wurde (wie bereits in Kap. 6.1. angedeutet) im Jahre 2002 dahingehend aufgeweicht, dass eine begrenzte Anzahl von ausgewählten ausländischen Investoren (Qualified foreign institutional investors, QFIIs) A-Shares in begrenzten Volumina erwerben konnte. Die durch PBoC und China Securities Regulatory Commission (CSRC) am 5. November 2002 verabschiedeten „Provisional Measures on the Administration of Domestic Securities Investments by Qualified Foreign Institutional Investors“ („合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法“)<sup>272</sup> eröffneten ausländischen Investmentfonds, Versicherungen und Wertpapiergesellschaften einen begrenzten Zugang zum chinesischen Aktienmarkt. Um eine Zulassung als QFII zu erlangen, müssen interessierte Entitäten einen Antrag bei der CSRC stellen, welche den Antragssteller daraufhin auf verschiedene Kriterien<sup>273</sup> überprüft. Nach Ausstellung einer Zulassung können die designierten QFIIs innerhalb durch die SAFE spezifizierter Quoten A-Shares (also Aktien chinesischer Unternehmen) sowie solche Unternehmens- und Staatsanleihen ankaufen, die an der Börse gehandelt werden. Der Interbanken-Rentenmarkt blieb von Investitionen ausgeschlossen. Um chinesische Unternehmen vor ausländischer Kontrolle zu schützen, darf ein

---

<sup>270</sup> Vgl. Ohne Autor, What are A shares, B shares, H Shares?, in: China Daily, 17.03.2006.

<sup>271</sup> Vgl. Shanghai Stock Exchange, Trading Monthly Summary (February 2012), Shanghai, 29.02.2012.

<sup>272</sup> CSRC/PBoC, 合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法, Beijing, 05.11.2002.

<sup>273</sup> So bspw. auf Kreditwürdigkeit oder Volumen der verwalteten Aktiva.

einzelner QFII nicht mehr als 10% der Aktien eines börsennotierten Unternehmens akquirieren. Des Weiteren ist der Abzug von investiertem Kapital nur mit erheblichen zeitlichen Verzögerungen möglich, wodurch kurzfristige Spekulationen verhindert werden sollen. Einen dauerhaften Status erhielten die QFII-Regularien am 1. September 2006 in einer Neuauflage, die nicht mehr den Begriff „provisional“ („暂行“) enthielt: den „Measures on Administration of Domestic Securities Investments by Qualified Foreign Institutional Investors“<sup>274</sup> („合格境外机构投资者境内证券投资管理辦法“)<sup>275</sup>. Im Januar 2012 wurde angekündigt, Investitionen im Rahmen des QFII-Programms künftig auch für Futures und Derivate zuzulassen („支持证券市场扩大 QFII 投资规模和投资范围, 探索外资投资期货市场、金融衍生品等金融市场的制度安排“)<sup>276</sup>.

Das Volumen des QFII-Programms ist bis dato noch sehr überschaubar. Aktuell (Stand 20.01.2012) verfügen 117 ausländische Entitäten über eine QFII-Lizenz, die insgesamt Investitionen in Höhe von 22,24 Mrd. USD getätigt haben.<sup>277</sup> Dies entspricht weniger als 1% der Marktkapitalisierung des Shanghaier Aktienmarktes.<sup>278</sup>

### Rentenmarkt

Zugang zum Interbanken-Anleihemarkt<sup>279</sup> ist Devisenausländern seit Gründung der Volksrepublik versagt gewesen. Dies stellt eine bedeutende Hürde für die Internationalisierung des CNY dar, gewährleistet doch der Rentenmarkt (insbesondere durch Staatsanleihen) die notwendige Tiefe zur Ausfüllung der Wertaufbewahrungsfunktion einer Währung. Arthur Kroeber ist der Auffassung, es sei „unlikely that the RMB will become anything more than a regional reserve currency“<sup>280</sup>, solange der Markt für chinesische Staatsanleihen nicht ausländischen Investoren zugänglich gemacht werde. In der Tat gibt es aber Anzeichen auf eine Öffnung des chinesischen Rentenmarktes. Im August 2010 wurde es

<sup>274</sup> Vgl. CSRC/PBoC/SAFE, Measures on Administration of Domestic Securities Investments by Qualified Foreign Institutional Investors, Beijing, 01.09.2006.

<sup>275</sup> Vgl. CSRC/PBoC/SAFE, 合格境外机构投资者境内证券投资管理辦法, Beijing, 24.08.2006.

<sup>276</sup> Vgl. NDRC/Shanghai Municipal Government, “十二五”时期上海国际金融中心建设规划, Beijing, 30.01.2012, S.20.

<sup>277</sup> Vgl. SAFE, 合格境外机构投资者 (QFII) 投资额度审批情况表, Beijing, 20.01.2012.

<sup>278</sup> Eigene Berechnung auf Basis der Daten des *Shanghai Stock Exchange*.

<sup>279</sup> Der sog. *Interbank Bond Market* beinhaltet „debt issued by the central government, banks and companies“ und macht über 90% des festlandchinesischen Rentenmarktes aus. Vgl. Belinda Cao/Henry Sander-son/Kevin Hamlin, Central Bank Opens Interbank Bond Market to Hong Kong Banks Holding Yuan, in: Bloomberg News, 18.08.2010.

<sup>280</sup> Kroeber (2011).

drei Arten von streng definierten Investoren<sup>281</sup> gestattet, innerhalb begrenzter Volumina in den Interbanken-Anleihemarkt zu investieren. Allerdings werden solche Investitionen nur gestattet, falls sie mittels im Offshore-Markt akquirierter CNY-Devisen durchgeführt werden. Es handelt sich bei diesem Pilotprogramm also in erster Linie um eine Art des Kapitalrückflusses weswegen es in Kap. 6.4.4. *Rückkopplung des Offshore-Marktes mit dem Onshore Markt* behandelt wird.

## 6.2.2. Kapitalabflüsse

### 6.2.2.1. Direktinvestitionen

Seit Formulierung der Strategie des „Going Out“ (走出去) im Jahre 1999 ist eine Förderung von ausgehenden Direktinvestitionen seitens chinesischer Behörden zu verzeichnen. In mehreren Wellen wurden geltende Restriktionen für derartige Investitionen gelockert: Im Jahre 2006 wurde der Genehmigungsprozess vereinfacht und eine Aufhebung der Obergrenzen für OFDI durchgesetzt.<sup>282</sup> Außerdem wurden durch verbesserten Zugang zu Bankkrediten, Subventionen und Steuervergünstigungen Anreize zur Tätigkeit von OFDI geschaffen.<sup>283</sup> 2009 übertrug das Handelsministerium (Ministry of Commerce, MOFCOM) die Befugnisse zur Autorisierung von OFDI an seine Niederlassungen in den Provinzen und vereinfachte erneut die Genehmigungsprozeduren, sodass ausgehende Direktinvestitionen nunmehr relativ problemlos durchführbar sind.<sup>284</sup> All jene OFDI-Transaktionen werden jedoch in Fremdwährungen abgewickelt.

Im Jahre 2010 wurde dann ein „experimentelles Einzelfallprogramm“ (个案试点) zur Abwicklung von ausgehenden Direktinvestitionen in heimischer Währung aufgelegt: Die lokale Niederlassung der PBoC in Urumqi (Autonome Region Xinjiang) erließ im Oktober jenen Jahres die „Temporären Maßnahmen in Xinjiang zur Abwicklung von grenzübergreifenden Direktinvestitionen in CNY“ („新疆跨境直接投资人民币结算试点暂行办法“)<sup>285</sup>. Xinjiang und einige andere Grenzprovinzen, die in der Folge ähnliche „experimentelle Einzelfallprogramme“ auflegen durften, wurden somit zu Vorreitern der Abwicklung von CNY-

---

<sup>281</sup> Diese drei Arten von Investoren umfassen ausländische Zentralbanken, die designierte Clearing-Bank für CNY-Geschäfte in Hongkong sowie solche Banken, die die Abwicklung von CNY-fakturierten Handelstransaktionen übernehmen.

<sup>282</sup> Vgl. Lardy/Douglass 2011, S.10.

<sup>283</sup> Vgl. Wang Y. (2009), S.46.

<sup>284</sup> Vgl. ebd.

<sup>285</sup> Vgl. PBoC (Wulumuqi Central Sub-branch), 新疆跨境直接投资人民币结算试点暂行办法, Wulumuqi, 16.03.2011.

fakturierten OFDI und registrierten bis Ende des Jahres 2010 386 CNY-fakturierte OFDI-Transaktionen mit einem Volumen von insgesamt 70,17 Mrd. CNY.<sup>286</sup>

Nach der durch diese Pilotprojekte gewonnenen Erfahrung und der Konsultation<sup>287</sup> beteiligter Behörden, Unternehmen sowie Banken unternahm die PBoC einen nächsten Schritt und veröffentlichte gemeinsam mit der SAFE am 6. Januar 2011 die „Administrative Measures for the Pilot RMB Settlement of Outward Direct Investment“ („境外直接投资人民币结算试点管理办法“)<sup>288</sup>. Durch jenes Pilotprogramm wurde Unternehmen („非金融企业“) in 20 designierten Städten und Provinzen<sup>289</sup> gestattet, ausgehende Direktinvestitionen in CNY abzuwickeln. Die den Investitionen dieser Unternehmen zugrunde liegenden Projekte mussten allerdings einer Überprüfung durch National Development and Reform Commission (NDRC) und MOFCOM unterzogen werden, bevor eine Genehmigung zur Durchführung der Transaktionen ausgestellt werden konnte. Die Überwachung des gesamten Pilotprojektes und damit einhergehend die Abschätzung der makroökonomischen Folgen obliegt der PBoC und der SAFE („中国人民银行和国家外汇管理局根据本办法对境外直接投资人民币结算试点实施管理“).<sup>290</sup> Im Gesamtjahr 2011 wurden laut Monetary Policy Report der PBoC CNY-fakturierte OFDI in Höhe von 20,15 Mrd. CNY durchgeführt („2011年, 银行累计办理对外直接投资人民币结算业务 201.5 亿元“)<sup>291</sup> - das entspricht bereits 5,31% der gesamten ausgehenden Direktinvestitionen der VRCh im Kalenderjahr 2011.<sup>292</sup>

Nahezu zeitgleich zum Beginn der geschilderten Initiative unternahm die Stadt Wenzhou (Provinz Zhejiang) eigenmächtig einen Vorstoß, *einzelnen Individuen* die Abwicklung ausgehender Direktinvestitionen in CNY zu gestatten: Das am 4. Januar 2011 verabschiedete „Pilot Program of Wenzhou City on Overseas Direct Investment Made by Individuals“ („温州市个人境外直接投资试点方案“)<sup>293</sup> erlaubte in Wenzhou registrierten Bürgern, CNY-fakturierte Direktinvestitionen im Gegenwert von bis zu 3 Mio. USD in ein einziges Projekt im Ausland

---

<sup>286</sup> Vgl. Li Bo, 稳步扩大人民币在跨境贸易和投资中的作用, Beijing, 02.04.2011.

<sup>287</sup> Vgl. PBoC, A PBC Official Answers Press Questions on the Provisional Rules for the Pilot Program of RMB Settlement for Overseas Direct Investment, Beijing, 28.01.2011.

<sup>288</sup> PBoC, 境外直接投资人民币结算试点管理办法, Beijing, 06.01.2011g.

<sup>289</sup> Diese 20 designierten Städte und Provinzen sind identisch mit denjenigen, denen zu jenem Zeitpunkt eine Abwicklung des Außenhandels in CNY gestattet wird (vgl. Kap. 6.3. *Internationalisierung des CNY über die Leistungsbilanz*).

<sup>290</sup> PBoC (2011g).

<sup>291</sup> Vgl. PBoC (2011n), S.15.

<sup>292</sup> Eigene Berechnungen auf Basis der Daten des Monetary Policy Reports sowie MOFCOM, 2011 年我国非金融类对外直接投资简明统计, Beijing, 19.01.2012.

<sup>293</sup> Vgl. Wenzhou Bureau of Commerce, 温州市个人境外直接投资试点方案, Wenzhou, 07.01.2011.

zu tätigen (Investitionen in ausländische Kapital- oder Immobilienmärkte blieben untersagt)<sup>294</sup>. Vor Durchführung der Investition musste eine Einzelfallgenehmigung beim Wenzhou Bureau of Commerce eingeholt werden („个人境外投资项目需要经过温州市外经贸局审批“)<sup>295</sup>. Faktisch konnte bis heute allerdings keine einzige derartige Transaktion getätigt werden, da die SAFE die Zustimmung zur Abwicklung verweigerte. *China Finance Online* berichtet im November 2011 vom Beispiel des Unternehmers Han Hua, der bereits die Genehmigung des Bureau of Commerce der Stadt Wenzhou erlangt habe, aber noch der Zustimmung der SAFE harre („申报材料都已经齐备了, 相关部门都已签字同意, 只等外汇管理部门的签字“)<sup>296</sup>. Die SAFE habe das Verfahren bis dato weder positiv noch abschlägig beschieden und warte auf ein entsprechendes Signal des Staatsrates („此前媒体报道称, 国家外汇管理局之所以叫停这项政策, 是因为这项政策需要国务院层面的批准才可以实行“)<sup>297</sup>.

Seit Mai 2011 kursierten zudem Meldungen, auch die Stadt Shanghai plane, ein Programm zur Genehmigung von ausgehenden Direktinvestitionen durch Privatpersonen aufzulegen („上海已上报个人境外直接投资方案“)<sup>298</sup>. Im Gegensatz zum Vorhaben der Stadt Wenzhou sollten jene Direktinvestitionen aber in Fremdwährungen abgewickelt werden („上海上报的方案中明确是使用外汇进行投资, 而不是人民币“)<sup>299</sup>. Die Neuerung des Vorhabens im Vergleich zu herkömmlichen OFDI läge also allein darin, dass die ausgehenden Direktinvestitionen von Individuen anstelle von Unternehmen durchgeführt würden. Wie im Fall der Wenzhou-Initiative steht die Genehmigung der SAFE allerdings noch aus („目前尚未获得批复“)<sup>300</sup>. Ein Planungsdokument der NDRC und der Shanghaier Stadtregierung vom Januar 2012 formuliert neuerdings die Absicht, der Shanghaier Initiative zum Durchbruch zu verhelfen („研究推进在上海开展个人对外直接投资试点“)<sup>301</sup>.

---

<sup>294</sup> Vgl. Zhang Yao/Zhang Lian, 率先试点个人境外直接投资, in: *People's Daily*, 12.01.2011.

<sup>295</sup> Vgl. ebd.

<sup>296</sup> Han Hua, zit. n.: Wang Jingyu, 个人境外直接投资碰壁外汇政策 温州上海试点方案搁浅, in: *China Finance Online*, 11.11.2012.

<sup>297</sup> Wang J. (2012).

<sup>298</sup> Vgl. Ohne Autor, 上海已上报个人境外直接投资方案, in: *Eastmoney.com*, 23.05.2011.

<sup>299</sup> Vgl. ebd.

<sup>300</sup> Vgl. ebd.

<sup>301</sup> Vgl. NDRC/Shanghai Municipal Government (2012), S.21.

### 6.2.2.2. Portfolioinvestitionen

#### *Investitionen in ausländische Kapitalmärkte*

Ebenso wie der Zufluss ausländischen Kapitals in inländische Kapitalmärkte ist auch der Abfluss inländischen Kapitals in ausländische Kapitalmärkte prinzipiell untersagt. Eine Ausnahme dieses Prinzips manifestiert sich im sog. „Qualified domestic institutional investor“-Programm (QDII), das häufig als Gegenstück zum QFII-Programm (vgl. Kap. 6.2.1.2.) begriffen wird. Der Umstand, dass eine Notwendigkeit der Zulassung von Kapitalabflüssen bestand, ließ sich nicht mehr leugnen, als die Devisenreserven Chinas in Folge massiver Leistungsbilanzüberschüsse drastisch angewachsen waren und die Inflationsrate sich bedrohlichen Höhen genähert hatte. So verabschiedete die Zentralbank also am 13. April 2006 das „Announcement No. 5“<sup>302</sup> („中国人民银行公告 (2006) 第 5 号“)<sup>303</sup>, in welchem sie ankündigte, qualifizierten Banken, Treuhandgesellschaften, Vermögensverwaltungsgesellschaften und Versicherungen innerhalb bestimmter Quoten Investitionen in ausländische Renten- und Aktienmärkte zu gestatten. Diese Ankündigung wurde am 17. April 2006 in die Tat umgesetzt, als PBoC, China Banking Regulatory Commission (CBRC) und SAFE die „Provisional Administrative Rules on the Overseas Wealth Management Business of Commercial Banks on Behalf of Their Clients“<sup>304</sup> („商业银行开办代客境外理财业务管理暂行办法“)<sup>305</sup> verabschiedeten, in denen detaillierte Regularien für chinesische Geschäftsbanken enthalten sind, die in ausländische Kapitalmärkte zu investieren trachten. Ein entsprechender Regelkatalog für die anderen oben genannten Typen von Finanzinstituten ließ weiterhin auf sich warten - vorerst konnten also allein Banken Genehmigungen für ausgehende Portfolioinvestitionen erlangen. Erst ein Jahr später - im Juni 2007 - veröffentlichte die CSRC ein Dokument, das es auch Vermögensverwaltungsgesellschaften ermöglichte, eine Lizenz für Investitionen in ausländische Kapitalmärkte zu erlangen („合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法“)<sup>306</sup>. Im Gegensatz zum QFII-Programm existiert also kein einheitliches QDII-Programm. QDII-Lizenzen für die verschiedenen Typen von Finanzinstitutionen werden von verschiedenen Aufsichtsbehörden vergeben: Für Banken und Treuhandgesellschaften zeichnet die CBRC, für Vermögensverwaltungsgesellschaften die CSRC und für Versicherungen die China Insurance Regu-

<sup>302</sup> Vgl. PBoC, Announcement of the People's Bank of China (2006) No. 5, Beijing, 13.04.2006a.

<sup>303</sup> Vgl. PBoC, 中国人民银行公告 (2006) 第 5 号, Beijing, 13.04.2006b.

<sup>304</sup> PBoC/CBRC/SAFE, Provisional Administrative Rules on the Overseas Wealth Management Business of Commercial Banks on Behalf of Their Clients, Beijing, 17.04.2006.

<sup>305</sup> PBoC/CBRC/SAFE, 商业银行开办代客境外理财业务管理暂行办法, Beijing, 17.04.2006.

<sup>306</sup> Vgl. CSRC, 合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法, Beijing, 18.06.2007.

latory Commission (CIRC) verantwortlich.<sup>307</sup> Die große Unübersichtlichkeit des QDII-Programms wird dadurch verschärft, dass für die verschiedenen Typen von QDIIs auch spezifische Beschränkungen gelten; so durften bspw. QDII-Banken anfangs nur in festverzinsliche Wertpapiere investieren und auch nach einer Lockerung der Restriktionen im Mai 2007 nicht in Rohstoff-Derivate oder Aktien mit einer niedrigeren Bonität als BBB.<sup>308</sup> Einheitlichkeit besteht allein darin, dass alle Arten von QDIIs nach Erhalt einer Lizenz Investitionsquoten bei der SAFE beantragen müssen. Eine Obergrenze für das Gesamtvolumen des Programms existiert nicht, sodass die SAFE hier theoretisch freie Hand hat. Heute verfügen insgesamt 96 Entitäten über eine QDII-Lizenz (Stand 20.01.2012). Das Gesamtvolumen des Programms beläuft sich Anfang des Jahres 2012 auf 74,95 Mrd. USD, wobei die größte vergebene Einzelquote knapp 10 Mrd. USD beträgt (*Ping An Insurance Group*).<sup>309</sup> Das QDII-Programm ist somit mehr als dreimal so groß wie das QFII-Programm.

Chinesischen Individuen eröffnete sich im August 2007 scheinbar die Möglichkeit, in ausländische Kapitalmärkte zu investieren, als die SAFE ein „Pilot Program of Allowing Domestic Individual Residents to Directly Invest in Overseas Securities Market“ („开展境内个人直接投资境外证券市场试点“)<sup>310</sup> auflegte. Chinesischen Staatsbürgern mit Wohnsitz in der VRCh wurde hierin die Möglichkeit eröffnet, über ein Konto („个人境外证券投资外汇账户“) bei der Bank of China Tianjin (BOC Tianjin) Wertpapiere zu erwerben, die an der Hongkonger Börse (Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, HKEx) gehandelt werden („试点期间投资范围首先为在香港证券交易所公开上市交易的证券品种“)<sup>311</sup>. Abgesehen von einem Verbot von Leerverkäufen fanden sich in dem Dokument keinerlei weitere Restriktionen. Das Pilotprojekt hätte also faktisch jedem Bürger der Volksrepublik ermöglicht, in den Hongkonger Aktienmarkt zu investieren. Offenbar traf dies auf den Widerstand des Staatsrates, der den Beginn des Pilotprojektes rasch unterband. Wen Jiabao wird in der *Financial Times* mit den Worten zitiert: „[We] should make scientific judgment and analysis on what impact the massive funds flooding into Hong Kong’s financial market would have“<sup>312</sup>. Möglicherweise wurde das Pilotprogramm auch als zu gefährlich für den chinesischen Bankensektor eingestuft, der unter Umständen große Volumina an Spareinlagen verloren hätte.

---

<sup>307</sup> Vgl. SAFE, 合格境内机构投资者 (QDII) 投资额度审批情况表, Beijing, 20.01.2012a.

<sup>308</sup> Vgl. Keith T. Robinson/Derek B. Newman, China’s Qualified Domestic Institutional Investor Program: Opening the Door to Chinese Overseas Investment, in: *Investment Lawyer*, Vol. 15, No. 6, Juni 2008, S.3.

<sup>309</sup> Vgl. SAFE (2012a).

<sup>310</sup> SAFE, 开展境内个人直接投资境外证券市场试点, Beijing, 20.08.2007.

<sup>311</sup> Ebd., S.1.

<sup>312</sup> Vgl. Richard McGregor/Tom Mitchell, Chinese plan to allow purchase of Hong Kong shares put on ice, in: *Financial Times*, 05.11.2007.



### *Börsengänge ausländischer Unternehmen im Inland*

Der Börsengang eines ausländischen Konzerns im Inland kann sich als Kapitalabfluss darstellen, falls die Kapitalerträge aus der Emission am Primärmarkt außer Landes geschafft werden (vgl. Kap. 4.2.2.2.). Analog der Etablierung der „Foreign Stock Section“ an der Tokioter Börse im Jahre 1973 kursierten im Jahre 2010 Gerüchte über die Eröffnung einer „Shanghai International Bourse“ (SIB), „on which foreign companies could list their shares denominated in Rmb“<sup>313</sup>. Bis Anfang 2012 wurden diesbezüglich allerdings noch keine konkreten Maßnahmen in die Wege geleitet. Möglicherweise liegt dies in einem Interessenkonflikt zwischen der Shanghaier und der Hongkonger Börse begründet. Auch letztere hegt die Ambition, eine Plattform für CNY-fakturierte Börsengänge zu installieren (vgl. Kap. 6.4.2.).

### *Emission von Anleihen im nationalen Rentenmarkt durch ausländische Entitäten*

Auch die Emission von Auslandsanleihen im nationalen Rentenmarkt stellt eine Form des Kapitalabflusses dar, falls die Erlöse dieser Emission jenseits der Grenzen geschafft werden (vgl. Kap. 4.2.2.2.). Die Platzierung von Anleihen im chinesischen Rentenmarkt ist ausländischen Unternehmen allerdings bis dato kategorisch untersagt. Eine Ausnahme dieser Regel gilt seit dem Jahr 2005 für internationale Entwicklungsorganisationen. Am 28. September 2005 genehmigte der Staatsrat den beiden supranationalen Organisationen ADB und International Finance Corporation (IFC, Gesellschaft der Weltbankgruppe), CNY-fakturierte Auslandsanleihen in der Volksrepublik zu emittieren.<sup>314</sup> In Analogie zu den japanischen „Samurai-Bonds“ wurden jene Schuldverschreibungen vom damaligen chinesischen Finanzminister Jin Renqing „Panda-Bonds“ („熊猫债券“) getauft.<sup>315</sup> Ein halbes Jahr vorher hatten PBoC, Finanzministerium (Ministry of Finance, MoF), NDRC und CSRC gemeinsam die „Interim Measures for the Administration of the Renminbi Bond Issuance of International Development Organizations“ („国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法“)<sup>316</sup> verabschiedet. Darin hieß es, CNY-fakturierte Auslandsanleihen dürften ausschließlich durch internationale Entwicklungsorganisationen („进行开发性贷款和投资的国际开发性金融机构“) emittiert werden. Des Weiteren müsse das Vorhaben vor der Emission durch PBoC, MoF, NDRC und CSRC geprüft werden, woraufhin auch der Staatsrat zustimmen müsse. Auch fand

<sup>313</sup> Vgl. Hubert Tse, *The Rmb is ready to dominate*, in: *China Law & Practice*, December 2010/January 2011.

<sup>314</sup> Es wurden Anleihen in Höhe von 1 Mrd. bzw. 1,13 Mrd. CNY emittiert. Vgl. Xu Lingui, 亚行第二期“熊猫债券”完成定价 票面利率为 4.2%, in: *Xinhuanet*, 04.12.2009.

<sup>315</sup> Vgl. Ohne Autor, 财政部: 二家国际多边金融机构获准发行熊猫债券, in: *Xinhuanet*, 28.09.2005.

<sup>316</sup> PBoC/MoF/NDRC/CSRC, 国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法, Beijing, 18.02.2005.

eine strikte Regulierung des Zinsniveaus der zu emittierenden Anleihen statt („中国人民银行对人民币债券发行利率进行管理“). Anfangs durften die Erlöse aus den Emissionen nicht in Fremdeisen umgetauscht und außer Landes gebracht werden („发行人发行人民币债券所筹集的资金，应用于中国境内项目，不得换成外汇转移至境外“), sodass die Emission von „Panda-Bonds“ in jenem Zeitraum also gar keine Kapitalabflüsse nach sich zog. Vielmehr mussten die Erlöse zwingend zur Kreditvergabe an inländische Unternehmen genutzt werden („所募集资金用于向中国境内的建设项目提供中长期固定资产贷款“)<sup>317</sup>. Nach weiteren Emissionen<sup>318</sup> von „Panda-Bonds“ durch ADB und IFC in den Jahren 2006 und 2009 wurde das Regelwerk am 16. September 2010 überarbeitet („国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法[2010 修订]“)<sup>319</sup>. Die wichtigsten Neuerungen bestanden darin, dass die emittierende Entität die Erlöse der Emission nur noch „in erster Linie“ zur Kreditvergabe an inländische Unternehmen nutzen musste („所募集资金应优先用于向中国境内的建设项目提供中长期固定资产贷款“) sowie dass die Erlöse der Emission nach Genehmigung durch die SAFE außer Landes geschafft werden konnten („经国家外汇管理局批准，国际开发机构发行人民币债券所筹集的资金可以购汇汇出境外使用“).

Kommerziellen ausländischen Unternehmen ist es auch weiterhin verboten, CNY-fakturierte Auslandsanleihen in der VRCh zu emittieren.<sup>320</sup> Dies mag sich in naher Zukunft ändern: Im Januar 2012 hiess es in einem von der NDRC und der Shanghaier Stadtregierung veröffentlichten Dokument, ausländischen Entitäten solle vermehrt gestattet werden, CNY-fakturierte Anleihen in China zu emittieren („逐步扩大境外机构在境内发行人民币债券的发债主体和规模“)<sup>321</sup>.

### 6.2.3. Reformen des nationalen Finanzsystems

Analog Kap. 4.2.3., welches die Reformen des japanischen Finanzsystems im Hinblick auf die Internationalisierung des JPY beschreibt, werden im Folgenden die Reformierung des chinesischen Rentenmarktes sowie der Stand der Liberalisierung inländischer Zinssätze skiz-

---

<sup>317</sup> So kündigte bspw. die ADB im Zuge einer Emission an, die Erlöse zur Unterstützung von Projekten im Bereich erneuerbarer Energien zu nutzen („发售债券筹得的资金将用于支持中国清洁能源项目的发展“). Vgl. Xu (2009).

<sup>318</sup> Vgl. ebd.

<sup>319</sup> PBoC/MoF/NDRC/CSRC, 国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法(2010 修订), Beijing, 16.09.2010.

<sup>320</sup> Vgl. Henry Sanderson/Judy Chen/Jun Luo, Panda Bond Sellers Authorized to Send Money Home by China Government, in: Bloomberg, 30.09.2010.

<sup>321</sup> Vgl. NDRC/Shanghai Municipal Government (2012), S.20.

ziert. Beide Bereiche sind von zentraler Bedeutung für die Internationalisierung von Währungen.

### *Rentenmarkt*

Wie in Kap. 2.2.2. erläutert, ist ein offener, tiefer sowie breiter Kapitalmarkt im Emissionsland Voraussetzung für die Internationalisierung einer Währung. In den meisten Staaten kommt hierbei dem Rentenmarkt die tragende Rolle zu, da er in der Regel ein deutlich größeres Volumen aufweist als der Aktienmarkt.<sup>322</sup> In China jedoch stellt sich der Sachverhalt anders dar: Wo der Aktienmarkt im Jahre 2010 eine Marktkapitalisierung von 4,8 Bio. USD aufwies,<sup>323</sup> da erreichte der Rentenmarkt nur eine Größe von 3,05 Bio. USD,<sup>324</sup> dies entspricht weniger als 50% des chinesischen BIP. Zum Vergleich: Das Volumen des japanischen Rentenmarktes beläuft sich auf knapp 200% des BIP,<sup>325</sup> das Volumen des koreanischen Rentenmarktes auf ca. 120% des BIP.<sup>326</sup> Um aber die Funktion der Wertaufbewahrung für die zu internationalisierende Währung zu erfüllen, muss der Rentenmarkt eine gewisse Tiefe an den Tag legen. Darüber hinaus kann ein tiefer Rentenmarkt durch seine Funktion als Stabilisator des Devisenmarktes auch eine hohe Volatilität des Wechselkurses verhindern und durch die Absorption großer Volumina von Kapitalzuflüssen der Entstehung von Blasen (bspw. im Immobilienmarkt) entgegenwirken.<sup>327</sup>

Das vergleichsweise geringe Volumen des chinesischen Rentenmarktes kann mit der geringen Verschuldung des chinesischen Staates erklärt werden, die keine 40% des BIP beträgt. Prinzipiell wird dem Markt für Staatsanleihen aber ein zufriedenstellender Entwicklungsstand attestiert:<sup>328</sup> Öffentliche Obligationen werden in einer breit gefächerten Anzahl an Laufzeiten angeboten, in kompetitiven Auktionen an die Marktteilnehmer veräußert und sind in der überwiegenden Mehrzahl am Sekundärmarkt<sup>329</sup> handelbar.<sup>330</sup>

---

<sup>322</sup> Vgl. Jochen Hagele, *Mit Sicherheit mehr Zinsen*, München 2003, S.51.

<sup>323</sup> Vgl. World Bank (2011).

<sup>324</sup> Vgl. Asian Bonds Online, *China: Size of LCY Bond Market in USD*, Manila, 2012.

<sup>325</sup> Vgl. Asian Bonds Online, *Japan: Size of LCY Bond Market in % of GDP*, Manila, 2012.

<sup>326</sup> Vgl. Asian Bonds Online, *Korea: Size of LCY Bond Market in % of GDP*, Manila, 2012.

<sup>327</sup> Vgl. Lardy/Douglass (2011), S.6f.

<sup>328</sup> So urteilt bspw. Nomura Equity Research: „[T]he market for government bonds is fairly well-developed.“ Vgl. Gigi Liu/Hui Ou-Yang/Jessica Zhang, *China Bond Market Overview*, in: *Nomura Quantitative Portfolio Strategies*, 02.07.2010, S.14.

<sup>329</sup> Seit 1997 können öffentliche Anleihen an der Börse, im Interbanken-Markt oder OTC gehandelt werden; über 90% der Transaktionen werden über den Interbanken-Markt abgewickelt

<sup>330</sup> Vgl. Liu/Hui/Zhang (2010), S.14.

Das Problem der vergleichsweise geringen Tiefe des chinesischen Rentenmarktes ließe sich bei gleichbleibender Staatsverschuldung durch einen Ausbau des Marktes für Unternehmensanleihen lösen. Koreas Rentenmarkt kommt bei einer mit China vergleichbaren Staatsverschuldung (50% des BIP) auf ein Volumen von 120% des BIP - Unternehmensanleihen machen also den Löwenanteil des Obligationenmarktes aus. In China war ein Markt für Unternehmensanleihen bis zu Beginn des 21. Jahrhunderts praktisch nicht existent: Im Jahr 2000 verzeichnete er ein Volumen von 0,3% des BIP und 1,7% des gesamten Rentenmarktes.<sup>331</sup> Ende 2011 war er auf ein Volumen von 11,4% des BIP und 25% des gesamten Rentenmarktes angewachsen. Dieses Wachstum war möglich geworden, nachdem die CSRC im August 2007 die „Provisional Measures for the Issuance of Corporate Bonds“ erlassen hatte, wodurch erstmalig „Corporate Bonds“ emittiert werden konnten.<sup>332</sup> Diese Verordnung markierte also den Startschuss für die Emission von Unternehmensanleihen in größerem Stil,<sup>333</sup> auch wenn einige Restriktionen fortbestanden: So durften Emissionen erst ab einem Volumen von mindestens 500 Mio. CNY durchgeführt werden und mussten durch die CSRC genehmigt werden. Am 7. Januar 2009 fiel die Untergrenze für Emissionsvolumina und eröffnete somit kleinen und mittleren Unternehmen den Zugang zur Finanzierung über den Kapitalmarkt.<sup>334</sup> Weniger konkrete Maßnahmen als vielmehr vage Absichtserklärungen finden sich aktuell in einem gemeinsamen Planungsdokument der NDRC und der Shanghaier Stadtregierung („十二五时期上海国际金融中心建设规划“)<sup>335</sup>, wo u.a. die Förderung der Vielfalt bei Schuldverschreibungen eingefordert wird („支持推出[...]新的债券品种“).

### *Liberalisierung der Zinssätze*

Wo die Zinssätze des Rentenmarktes durch Angebot und Nachfrage bestimmt werden, behält sich die Zentralbank bis dato eine gewisse Kontrolle der Zinssätze für Bankeinlagen und Bankkredite vor.<sup>336</sup> Seit den 1990er Jahren findet allerdings eine graduelle Liberalisierung statt. In einem ersten Schritt wurde den Geschäftsbanken 1997 gestattet, die Zinssätze für

---

<sup>331</sup> Vgl. Asian Bonds Online, China: Size of LCY Bond Market in % of GDP, Manila, 2011.

<sup>332</sup> Vorher war nur die Veräußerung von „Enterprise Bonds“ gestattet, die allein in unmittelbarem Zusammenhang mit der Durchführung öffentlicher Projekte emittiert werden durften. Vgl. Takeshi Jingu, The Yuan's Internationalization and the Establishment of Money and Bond Markets in China, in: Nomura Journal of Capital Markets, Vol. 2, No. 1, 2010, S.10.

<sup>333</sup> Vgl. Liu/Hui/Zhang (2010), S.3.

<sup>334</sup> Vgl. PBoC, Highlights of China's Monetary Policy in 2009, Beijing, 26.02.2010.

<sup>335</sup> Vgl. NDRC/Shanghai Municipal Government, (2012).

<sup>336</sup> Vgl. Dong He/Honglin Wang, Dual-track Interest Rates and the Conduct of Monetary Policy in China, in: Bank of Finland Discussion Papers 21/2011, 17.08.2011, S.7.

Kredite um maximal 20% zu den vorgegebenen Sätzen zu erhöhen.<sup>337</sup> Die Schwankungsbreite für die Abweichung von den durch die PBoC vorgegebenen Zinssätzen wurde in einem zweiten Schritt 2004 erweitert, als die Obergrenze für Zinssätze bei Kreditvergabe und die Untergrenze für Zinssätze auf Bankeinlagen abgeschafft wurden. Aktuell wird die Untergrenze für Zinssätze bei Kreditvergabe graduell abgesenkt und die Obergrenze für Zinssätze auf Bankeinlagen graduell erhöht.<sup>338</sup> Die aktuell noch vorhandenen Beschränkungen stellen eine garantierte Gewinnmarge für die Banken dar, wodurch die Profitabilität des Bankensystems aufrechterhalten wird. Mit einem in mittlerer Frist zu erwartenden<sup>339</sup> Fall der Ober- bzw. Untergrenzen der Zinssätze für Einlagen und Kredite dürfte die Konkurrenz zwischen den chinesischen Bankinstituten anwachsen, wonach einer vollständigen Öffnung für Kapitalabflüsse nichts mehr im Weg stünde.

### **6.3. Internationalisierung des CNY über die Leistungsbilanz: Nutzung im Außenhandel**

Das Ausmaß der Nutzung einer Währung im globalen Handel ist von entscheidender Bedeutung für den Internationalisierungsprozess, da in diesem Kontext die Funktionen der Währung als Rechnungseinheit und Zahlungsmittel zum Tragen kommen (vgl. Kap. 2.2.1.). Im Folgenden wird also dargestellt, mittels welcher Initiativen chinesische Behörden eine entsprechende Nutzung des CNY herbeizuführen suchen.

Schon seit 1991 schloss die PBoC sukzessive mit den unmittelbar an die VRCh angrenzenden Staaten Vietnam, Mongolei, Laos, Nepal, Russland, Kirgistan, Nordkorea und Kasachstan Abkommen, die zur Abwicklung des Grenzhandels in den Heimatwährungen berechtigten („回首 10 年, 早在 1991 年, 人民银行就先后与越南、蒙古、老挝、尼泊尔、俄罗斯、吉尔吉斯斯坦、朝鲜和哈萨克斯坦等 8 个边境毗邻国家的中央银行签署了边境贸易本币结算的协定, 不仅促进了边贸发展, 也促进了人民币在周边国家的使用“) <sup>340</sup>. Die SAFE bestätigte durch die Veröffentlichung der „Provisional Rules on Foreign Exchange

---

<sup>337</sup> Vgl. Lardy/Douglass (2011), S.6.

<sup>338</sup> Vgl. Jingu (2010), S.2.

<sup>339</sup> Im 12. Fünfjahresplan wird das Ziel formuliert, die Zinssätze durch den Markt bestimmen zu lassen („稳步推进利率市场化改革“). Auch der Gouverneur der PBoC merkte im Dezember 2010 an: „Market-based interest rate reform is the requirement of macroeconomic management, and should play a fundamental role in optimizing resources allocation in collaboration with market and resources.“ Vgl. Zhou Xiaochuan, Keynote Speech on ‘Steadily Promoting Market-based Interest Rate Reform’ at the Caijing Annual Meeting, Beijing, 30.12.2010.

<sup>340</sup> Wan (2011).

Management in Border Trade“ („边境贸易外汇管理暂行办法“)<sup>341</sup> am 23. Januar 1997 die Abkommen und schuf ein formales Regelwerk für die Abwicklung von Grenzhandel in CNY. Die Definition des „Grenzhandels“ umfasste hierbei Leistungsbilanztransaktionen mit Entitäten aus Staaten, die eine Landgrenze mit China teilen („陆地边境“). Auf chinesischer Seite wurden diejenigen Individuen berechtigt, „Grenzhandel“ zu treiben, die höchstens 20 km von der Grenze entfernt wohnen<sup>342</sup> („边民互市贸易, 系指边境地区边民在边境线 20 公里以内“)<sup>343</sup>. Außerdem konnten sog. „Grenzhandelsunternehmen“ („边贸企业“) bei den lokalen Ablegern des Ministry of Foreign Trade and Economic Cooperation (MOFTEC, 对外贸易经济合作部) eine Zulassung für entsprechende Transaktionen erwerben; jene Zulassung wurde allerdings nur für kleine Handelsvolumina gewährt („边境小额贸易“)<sup>344</sup>.

Ende des Jahres 2008 kündigte der Staatsrat zwecks Ausweitung der Abwicklung des internationalen Handels in CNY ein Pilotprojekt an, das selbigen in größeren Volumina durchführbar machen würde. Hierzu wurden Shanghai, Guangzhou, Shenzhen, Dongguan und Zhuhai als Pilotstädte designiert, auf die derartige Handelstransaktionen vorerst begrenzt sein sollten.<sup>345</sup>

Die PBoC erließ am 2. Juli 2009 gemeinsam mit dem MoF, dem MOFCOM, der General Administration of Customs, the State Administration of Taxation sowie der CBRC letztlich die „Administrative Rules on the Pilot Program for Renminbi Settlement of Cross-border Trade Transactions“<sup>346</sup> („跨境贸易人民币结算试点管理办法“)<sup>347</sup>, die den Beginn des Pilotprojektes markieren. Das Dokument ermöglicht ausgewählten Unternehmen in den fünf designierten Städten, die Abwicklung des grenzübergreifenden Handels in CNY mit Unternehmen in Hongkong, Macau sowie den ASEAN-Staaten vorzunehmen. Für das Pilotprojekt in Frage kommende Unternehmen konnten durch ihre jeweiligen Provinzregierungen vorgeschlagen werden und wurden in der Folge durch PBoC, MOFCOM, General Administration of Customs, State Administration of Taxation, und CBRC einer Prüfung unterzogen.<sup>348</sup> Die

---

<sup>341</sup> Vgl. SAFE, 边境贸易外汇管理暂行办法, Beijing, 23.01.1997.

<sup>342</sup> Demzufolge gilt die Regelung für die Provinzen Liaoning, Jilin, Heilongjiang, Innere Mongolei, Xinjiang, Tibet, Guangxi, Yunnan sowie Gansu.

<sup>343</sup> Vgl. SAFE (1997).

<sup>344</sup> Die exakte Größenordnung der gewährten Volumina wird im vorliegenden Dokument nicht spezifiziert.

<sup>345</sup> Vgl. PBoC, 中国人民银行有关负责人就《跨境贸易人民币结算试点管理办法》有关问题答记者问, Beijing, 15.09.2010.

<sup>346</sup> Vgl. PBoC, Administrative Rules on Pilot Program of Renminbi Settlement of Cross-border Trade Transactions, Beijing, 02.07.2009.

<sup>347</sup> Vgl. PBoC, 跨境贸易人民币结算试点管理办法, Beijing, 15.09.2010d.

<sup>348</sup> Vgl. PBoC (2009).

Kontrolle über das Gesamtvolumen des in CNY fakturierten grenzübergreifenden Handels im Hinblick auf etwaige daraus entstehende systemische Risiken hielt die PBoC inne.<sup>349</sup>

Am 17. Juni 2010 erfuhr das Pilotprojekt dahingehend eine Erweiterung, dass ausgewählte Firmen in nunmehr 20 Provinzen und Städten berechtigt wurden,<sup>350</sup> Handel mit der ganzen Welt in CNY abzuwickeln („Expansion of Pilot RMB Settlement in Cross-border Trade“) („关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知“)<sup>351</sup>. Nach Prüfung der eingegangenen Anträge durch die relevanten Behörden (s.o.) wurde im Dezember selbigen Jahres die Anzahl der Firmen, die ihre Im- und Exportgeschäfte in CNY abwickeln durften von 365 auf 67.359 erhöht.<sup>352</sup> Am 22. August 2011 schließlich wurde die „Notice on Extending Geographical Coverage of Use of RMB in Cross-border Trade Settlement“ („关于扩大跨境贸易人民币结算地区的通知“)<sup>353</sup> verabschiedet, welche die Abwicklung grenzübergreifenden Handels für alle Provinzen des Landes erlaubte.<sup>354</sup> Bereits einige Tage vorher war dies durch den stellvertretenden Premierminister Li Keqiang in Hongkong angekündigt worden („将跨境贸易人民币结算试点范围扩大到全国“).<sup>355</sup>

Die zunehmende Nutzung des CNY im grenzübergreifenden Handel wurde nicht allein durch eine Lockerung der Restriktionen möglich gemacht, sondern auch mit unterstützenden Maßnahmen flankiert. Wichtigstes Mittel war in diesem Kontext der Abschluss multipler Swap-Abkommen<sup>356</sup> mit den Zentralbanken verschiedener Staaten. Ein erstes Swap-Abkommen in Höhe von 180 Mrd. CNY wurde im Dezember 2008 mit Südkorea abgeschlossen.<sup>357</sup> Zu jenem Zeitpunkt wurde der Welthandel vor dem Hintergrund der Finanzkrise von einer man-

---

<sup>349</sup> Vgl. ebd.

<sup>350</sup> Beijing, Tianjin, Innere Mongolei, Liaoning, Shanghai, Jiangsu, Zhejiang, Fujian, Shandong, Hubei, Guangdong, Guangxi, Hainan, Chongqing, Sichuan, Yunnan, Jilin, Heilongjiang, Tibet und Xinjiang.

<sup>351</sup> Vgl. PBoC/MoF/MOFCOM/General Administration of Customs/State Administration of Taxation/CBRC, 关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知, Beijing, 15.09.2010.

<sup>352</sup> Vgl. PBoC, Supporting Pilot Program for RMB Settlement of Cross-border Trade Transactions to facilitate Trade and Investment, Beijing, 16.12.2010f.

<sup>353</sup> Vgl. PBoC, 跨境贸易人民币结算地区扩大至全国, Beijing, 23.08.2011h.

<sup>354</sup> Vgl. PBoC, China Extends Geographical Coverage of Cross-border Trade Settlement in RMB to Entire Nation, Beijing, 23.08.2011b.

<sup>355</sup> Vgl. Ohne Autor, 李克强宣布三十六条新措施促进两地全面合作(全文), in: International Business Times (国际财经日报), 19.08.2011d.

<sup>356</sup> Der Terminus des Swap-Abkommens bezeichnet einen Tausch der jeweiligen Währungen zweier Länder, wobei sich die beteiligten Parteien darauf verpflichten, die Beträge innerhalb eines verabredeten Zeitraums zurückzutauschen. Hierdurch sollen kurzfristige Liquiditätsprobleme beseitigt werden, um die illiquide Seite in die Lage zu versetzen, die Kosten für Importe aus dem jeweils anderen Land tragen zu können.

<sup>357</sup> Zu jenem Zeitpunkt war die Abwicklung des chinesisch-südkoreanischen Handels in CNY noch nicht gestattet - Swap-Abkommen dienten in dieser frühen Phase vornehmlich der Herstellung von finanzieller Stabilität (Hintergrund der Finanzkrise). Außenhandelsförderung wurde jedoch spätestens seit 2010 zum zentralen Motiv für den Abschluss von Swap-Abkommen.

gelnden Liquidität an USD-Devisen empfindlich eingeschränkt. Für die VRCh stellte die Förderung des CNY als ein alternatives Zahlungsmittel demzufolge ein dringliches Anliegen dar, das dem chinesischen Außenhandel unmittelbar zuträglich war. Folgerichtig wurde ein nächstes Swap-Abkommen bereits einen Monat später mit Hongkong geschlossen, worauf viele weitere folgten (vgl. Tabelle 02).

Obgleich durch oben beschriebene Pilotprojekte ohnehin möglich, drängt China im Rahmen bilateraler Gespräche häufig auf die Verabschiedung von Memoranda of Understanding, die die Absicht beider Seiten unterstreichen, den zwischenstaatlichen Handel in den jeweiligen Landeswährungen abzuwickeln. Im Jahre 2009 führte China diesbezüglich erstmals Diskussionen mit Brasilien und Russland.<sup>358</sup> Die Gespräche mit den russischen Behörden mündeten im Juni 2009 in ein entsprechendes Abkommen,<sup>359</sup> welches 2011 erneuert wurde.<sup>360</sup> Im Dezember 2011 wurde auch ein Übereinkommen mit der japanischen Regierung erreicht, dass die Abwicklung des bilateralen Handels zunehmend in den Währungen der beiden Länder stattfinden solle.<sup>361</sup> Angesichts des gigantischen Volumens des bilateralen Handels der beiden größten Volkswirtschaften Asiens könnte sich dieses Abkommen als das folgenschwerste erweisen.

Ein weiteres wichtiges Mittel der Förderung von CNY-fakturiertem Handel manifestierte sich in der am 26. Oktober 2011 zugelassenen CNY-fakturierten Kreditvergabe durch festlandchinesische Banken und Finanzinstitute an Entitäten im Ausland („关于境内银行业金融机构境外项目人民币贷款的指导意见“)<sup>362</sup>. Diese Kreditvergabe ist allein für die Durchführung von im Rahmen der „Going Out“ Strategie vorgenommene Investitionen im Ausland oder eben CNY-fakturierten Handel zulässig. Durch chinesische Banken kann so bspw. ein sog. „Export Buyer’s Credit“<sup>363</sup> vergeben werden, der es dem ausländischen Importeur von chinesischen Waren möglich macht, diese in CNY zu bezahlen.

---

<sup>358</sup> Rachel Ziemba, Brazil and China: Moves Towards a New Economic order?, in: EconoMonitor, 18.05.2009.

<sup>359</sup> Vgl. Ohne Autor, Yuan small step. The dollar’s role as the world’s main reserve currency is being challenged, in: The Economist, 09.07.2009.

<sup>360</sup> PBoC, China and Russia Signed New Bilateral Local Currency Settlement Agreement, 23.06.2011.

<sup>361</sup> Vgl. PBoC, Enhanced Cooperation for Financial Markets Development between China and Japan, Beijing, 25.12.2011d.

<sup>362</sup> PBoC, 关于境内银行业金融机构境外项目人民币贷款的指导意见, Beijing, 26.10.2012.

<sup>363</sup> „Export Buyer’s Credit refers to the medium and long-term credit provided to foreign borrowers to finance their imports of Chinese products, technologies and services.“ Export-Import Bank of China, Business Activities: Export Buyer’s Credit, ohne Ort, ohne Datum.



**Tabelle 02: Swap-Abkommen der PBoC mit diversen Zentralbanken (Dez. 2008 - Feb. 2012)**

<b>Datum</b>	<b>Land</b>	<b>Name der Zentralbank</b>	<b>Umfang (Mrd. CNY)</b>	<b>Dauer (Jahre)</b>
12.12.2008	Südkorea	Bank of Korea	180	3
20.01.2009	Hongkong	Hong Kong Monetary Authority (HKMA)	200	3
08.02.2009	Malaysia	Bank Negara Malaysia	80	3
11.03.2009	Weißrussland	National Bank of the Republic of Belarus	20	3
23.03.2009	Indonesien	Bank Indonesia	100	3
02.04.2009	Argentinien	Central Bank of Argentina	70	3
09.06.2010	Island	Central Bank of Iceland	3,5	3
23.07.2010	Singapur	Monetary Authority of Singapore	150	3
18.04.2011	Neuseeland	New Zealand Reserve Bank	25	3
19.04.2011	Usbekistan	Central Bank of the Republic of Uzbekistan	0,7	3
06.05.2011	Mongolei	Central Bank of Mongolia	5	3
13.06.2011	Kasachstan	National Bank of Kazakhstan	7	3
26.10.2011	Südkorea	Bank of Korea	180	3
22.11.2011	Hongkong	HKMA	400	3
22.12.2011	Thailand	Bank of Thailand	70	3
23.12.2011	Pakistan	State Bank of Pakistan	100	3
17.01.2012	UAE	Central Bank of the UAE	35	3
14.02.2012	Malaysia	Bank Negara Malaysia	180	3
21.02.2012	Türkei	Central Bank of the Republic of Turkey	10	3

Quelle: PBoC, diverse Verlautbarungen.

#### 6.4. Internationalisierung nach außen: Etablierung eines Offshore-Marktes

Im Folgenden wird die Förderung der Internationalisierung des CNY mittels Errichtung eines „Euroyuan-Marktes“ (vgl. Kap. 2.2.2.) beschrieben.

Charakteristisch für den aktuellen Stand des Internationalisierungsprozesses ist der Umstand, dass sich der Euro- bzw. Offshore-Markt für den CNY vollständig auf Hongkong beschränkt. Dieser Umstand ist dem äußerst vorsichtigen Ansatz geschuldet, den die VRCh für die Internationalisierung ihrer Währung gewählt hat. Jede Maßnahme zur Förderung der grenzübergreifenden Nutzung des CNY wird in zunächst beschränkten Größenordnungen und eingegrenzten Gebietskörperschaften durchgeführt. Bei Ausbleiben unerwünschter Nebeneffekte findet dann zumeist eine Ausweitung der Maßnahmen statt. Im Falle der Nutzung des CNY im Offshore-Markt also stellt Hongkong ein Experimentierbecken dar. Die ehemalige Kronkolonie eignet sich deshalb hervorragend als Petrischale für Experimente mit der Offshore-Nutzung des CNY, weil die Volksrepublik einerseits Souveränität über Hongkong ausübt, Hongkong als Sonderverwaltungszone (SVZ; 特别行政区) aber andererseits über ein eigenes Rechts- und Finanzsystem verfügt, eine eigene Währung emittiert sowie offen für Kapitalzuflüsse und -abflüsse ist. Beijing ist also in der Lage, einen Markt für CNY-fakturierte Aktiva zu schaffen und somit die Attraktivität des CNY als Zahlungsmittel zu steigern (über den CNY-fakturierten Handel akquirierte CNY-Devisen können in Hongkong angelegt werden), während gleichzeitig die Kontrolle über Kapitalzuflüsse in den Onshore-Markt aufrechterhalten werden kann.

Im Rahmen des folgenden Kapitels werden zunächst die graduell in Hongkong zugelassenen Bankdienstleistungen für CNY-Devisen vorgestellt, wonach die Initiativen zur Schaffung eines Marktes für CNY-Aktiva in Hongkong skizziert werden. Daran anschließend werden Maßnahmen erläutert, die Rückflüsse vom Offshore-Markt in den Onshore-Markt möglich machen. Es sei darauf verwiesen, dass sich zur Bezeichnung der in Hongkong verwendeten CNY-Devisen unter Marktteilnehmern die Verwendung des Kürzels „CNH“ durchgesetzt hat: „The concept of CNH (CNY delivered in Hong Kong) was created to indicate FX trades in offshore CNY as those have different exchange rate and yield curves from onshore CNY (in China).“<sup>364</sup> Im Rahmen dieser Arbeit wird diese Bezeichnung übernommen.

---

<sup>364</sup> SWIFT, RMB internationalisation: Implications for the global financial industry, SWIFT White Paper, La Hulpe, ohne Datum, S.3.

### 6.4.1. Offshore-Banking

Vor dem Hintergrund der Zunahme des festlandchinesischen Tourismus in Hongkong akkumulierten sich dort über die Jahre erhebliche Volumina von CNH-Devisen, was die Schaffung eines geregelten Mechanismus‘ für den Rückfluss jenen Kapitals nach Festlandchina notwendig machte. Im Jahre 2001 begannen entsprechende Gespräche zwischen der PBoC und der Hong Kong Monetary Authority (HKMA),<sup>365</sup> die am 18. November 2003 im Abschluss eines „Cooperation Memorandum“ („合作备忘录“) mündeten.<sup>366</sup> Hierin verständigte man sich auf die Einrichtung eines Clearing-Mechanismus<sup>367</sup>, für welchen die *Bank of China Hong Kong* (BOCHK) als Operateur bestimmt wurde.<sup>368</sup> Im Rahmen des Abkommens wurde darüber hinaus Hongkonger Banken (anfangs 32 ausgewählten Instituten)<sup>369</sup> gestattet, vier Arten von Bankdienstleistungen für CNH-Devisen anzubieten:<sup>370</sup> Kontoführung<sup>371</sup>, Währungstausch<sup>372</sup>, Überweisungen<sup>373</sup> sowie Ausstellung von EC-Karten;<sup>374</sup> als zusätzliche Leistung wurde ab

<sup>365</sup> Vgl. HKMA, Renminbi banking business in Hong Kong, in: HKMA Quarterly Bulletin, März 2005, S.1.

<sup>366</sup> Vgl. PBoC, 中国人民银行与香港金融管理局签定合作备忘录, Beijing, 19.11.2003.

<sup>367</sup> Clearing bezeichnet die „Saldierung von gegenseitigen Forderungen, wobei nur überschießende Beträge durch Zahlung oder Kreditgewährung ausgeglichen werden.“ Stahr u.a. (2006), S.74.

<sup>368</sup> Vgl. HKMA (2005), S.1.

Die BOCHK hatte als Clearing-Bank wiederum einen „settlement account“ bei der PBoC-Niederlassung in Shenzhen zu eröffnen, wo sie Zinsen auf das Guthaben erhalten (zu einem Zinssatz von 0,865%) oder die Devisen in andere Währungen umtauschen konnte. Vgl. PBoC, PBC Spokesman Answers Questions on Providing Clearing Arrangements for Hong Kong Banks Engaged in Personal Renminbi Business, Beijing, 19.11.2003.

<sup>369</sup> Jene ausgewählten, im CNH-Geschäft engagierten Hongkonger Banken wurden als „Participating Banks“ (PBs) bezeichnet.

<sup>370</sup> Vgl. PBoC, 中国人民银行公告 (2003) 第 16 号 [中国人民银行将为在香港办理个人人民币存款、兑换、银行卡和汇款业务的有关银行提供清算安排], Beijing, 11.12.2003.

<sup>371</sup> Die Eröffnung eines CNH-Kontos wurde allerdings nur Hongkonger Individuen (Deviseninländern) sowie sog. „designated merchants“ (von den Banken auch als „Designated Business Customers“ [DBC] bezeichnet) zugestanden. Als „designated merchants“ (bzw. DBCs) wurden die Geschäftsfelder „retail sales, catering, and accommodation“ klassifiziert. Im Dezember 2005 erfuhr diese Definition eine Erweiterung um die Geschäftsfelder „transportation, telecommunication, medical and educational services“. Vgl. HKMA, Hong Kong’s Renminbi business two years on, in: HKMA Quarterly Bulletin, März 2006, S.5.

<sup>372</sup> Der Tausch von HKD in CNH oder umgekehrt wurde bis zu einer Obergrenze von 6.000 CNH pro Person und Transaktion ermöglicht und im Dezember 2005 auf 20.000 CNH erhöht. Vgl. HKMA (2005), S.2.

Der Tausch von HKD in CNH ist nur durch Hongkonger Individuen durchführbar. „Designated merchants“ sind allein befugt, CNH in HKD zu tauschen. Vgl. PBoC, PBC Official on Further Developing RMB Business in Hong Kong, Beijing, 01.11.2005.

<sup>372</sup> Vgl. PBoC, PBC Signed Cooperation Memorandum with HKMA, Beijing, 19.11.2003a.

<sup>373</sup> Überweisungen waren allerdings nur zulässig auf Konten in Festlandchina, die unter demselben Namen laufen. Es galt eine Höchstgrenze von 50.000 CNY pro Person und Tag, die im Dezember 2005 auf 80.000 CNY pro Person und Tag erhöht wurde. Vgl. PBoC (2005).

<sup>374</sup> Vgl. PBoC (2003a).

Dezember 2005 auch die Ausstellung von CNH-fakturierten Schecks für Konsumausgaben in Guangdong genehmigt.<sup>375</sup> CNH-fakturierte Kreditvergabe blieb explizit verboten.

Im Rahmen der Einführung von CNH-fakturierten Anleihen im Jahre 2007 (vgl. Kap. 6.4.2.) fand eine Ausweitung der erlaubten Bankdienstleistungen für CNH-Devisen statt („中国人民银行公告 2007 年第 3 号: 扩大为香港银行办理人民币业务提供平盘及清算安排的范围“)<sup>376</sup>: Wo bis dato nur Überweisungen von CNH-Beträgen auf ein Konto der gleichen Person in Festlandchina möglich waren (s.o.), durften solche Überweisungen fortan auch zwischen Konten verschiedener Individuen bei PBs vorgenommen werden;<sup>377</sup> außerdem durften CNH-fakturierte Schecks fortan auch in Hongkong eingelöst werden, was vorher nur in Guangdong möglich gewesen war.

Einen weiteren Schub erfuhr das CNH-fakturierte Bankgeschäft 2009 durch die Zulassung der Abwicklung grenzübergreifenden Handels in CNY (vgl. Kap. 6.3.): Im CNY-Handel mit Festlandchina engagierte Unternehmen der beteiligten Regionen (Hongkong, Macau, ASEAN-Staaten) durften CNH-Konten bei Hongkonger PBs eröffnen, damit die Zahlungsmodalitäten für die Handelstransaktionen über diese Konten abgewickelt werden konnten. Fremdwährungen durften in der Höhe der zugrundeliegenden Handelstransaktion in CNY umgetauscht werden.<sup>378</sup> Auch die Vergabe von CNY- bzw. CNH-fakturierten Handelskrediten (trade finance)<sup>379</sup> wurde nun erlaubt.

Eine erneute Ausweitung der genehmigten CNH-bezogenen Bankdienstleistungen fand im Juli 2010 statt, nachdem die Abwicklung des CNY-fakturierten Handels nicht mehr auf fünf Pilotstädte Festlandchinas beschränkt wurde, sondern 20 Provinzen umfasste: Mit dem „Supplementary Memorandum of Cooperation“ („补充合作备忘录“)<sup>380</sup> vom 19. Juli 2010<sup>381</sup> entfielen jegliche Einschränkungen für die Eröffnung von CNH-Konten sowie für CNH-fakturierte (Offshore-) Überweisungen (auch zwischen verschiedenen Instituten, verschiede-

---

<sup>375</sup> Die Ausstellung solcher Schecks unterlag einer täglichen Obergrenze von 80.000 CNY. Vgl. PBoC (2005).

<sup>376</sup> Vgl. PBoC, 中国人民银行公告 2007 年第 3 号, Beijing, 14.01.2007.

<sup>377</sup> Vgl. HKMA, Guidelines & Circulars: Renminbi Business in Hong Kong (Our Ref.: B1/15C), Hongkong, 20.06.2007.

<sup>378</sup> Vgl. HKMA, Renminbi trade settlement pilot scheme, in: in: HKMA Quarterly Bulletin, September 2009, S.1.

<sup>379</sup> CNY- bzw. CNH-fakturierte Kreditvergabe ohne eine zugrundeliegende Handelstransaktion blieb allerdings verboten.

<sup>380</sup> Vgl. PBoC, 中国人民银行与香港金融管理局签署跨境贸易人民币结算补充合作备忘录, Beijing, 20.07.2010.

<sup>381</sup> Vgl. Hong Kong Government Information Centre, Signing of Memorandum of Co-operation on Renminbi Business, Hongkong, 19.07.2010.

nen Kontoinhabern und in Abwesenheit einer zugrundeliegenden Handelstransaktion).<sup>382</sup> Bzgl. CNH-fakturiertes Kreditvergabe stellte die HKMA in einem Circular vom September 2010 klar, dass „Authorised Institutions“<sup>383</sup> (AIs) CNH-fakturierte Kredite an „corporate customers including other financial intermediaries“<sup>384</sup> vergeben könnten, nicht aber an „personal customers and DBCs“ .<sup>385</sup> Diese Lockerungen erwiesen sich als folgenschwer für das CNH-Bankengeschäft, da es fortan auch Wertpapiergesellschaften, Kapitalanlagegesellschaften und Versicherungen möglich war, CNH-Konten zu eröffnen und CNH-fakturierte Produkte zu verwalten.<sup>386</sup> Diese Finanzinstitutionen konnten der angewachsenen Kundschaft nun verschiedenartige Anlageprodukte anbieten: So erschien im August 2010 der erste CNH-fakturierte Fonds für Privatanleger am Markt.<sup>387</sup> Gepaart mit der Erwartung einer weiteren Aufwertung des CNY-Wechselkurses führten die Lockerungen von Restriktionen im Jahre 2010 zu einem drastischen Wachstum der CNH-Bankeinlagen in Hongkong. Im November 2011 kamen CNH-Bankeinlagen bereits auf ein Volumen von 16,9% der in Hong Kong Dollar (HKD) fakturierten Einlagen - wonach allerdings ein deutlicher Rückgang folgte, so dass das Verhältnis von CNH- zu HKD-Einlagen im Februar 2012 14,6% betrug.<sup>388</sup>

---

<sup>382</sup> Bzgl. des Tauschs von HKD in CNY blieb die Obergrenze von 20.000 CNY pro Person (Privatkunden) und Tag bestehen. „Designated merchants“ durften weiterhin nur CNY in HKD umtauschen; Tausch von HKD in CNY für Handelstransaktionen im Rahmen des entsprechenden Pilotprojektes ist ohne Obergrenze möglich. Vgl. HKMA, Guidelines & Circulars: Renminbi Business in Hong Kong (Our Ref.: B1/15C), Hongkong, 19.07.2010, S.2.

<sup>383</sup> Als „Authorised Institutions“ werden „licensed banks, restricted licence banks and deposit-taking companies in Hong Kong“ definiert. Vgl. HKMA, The Three-tier Banking System, Hongkong, 16.01.2012.

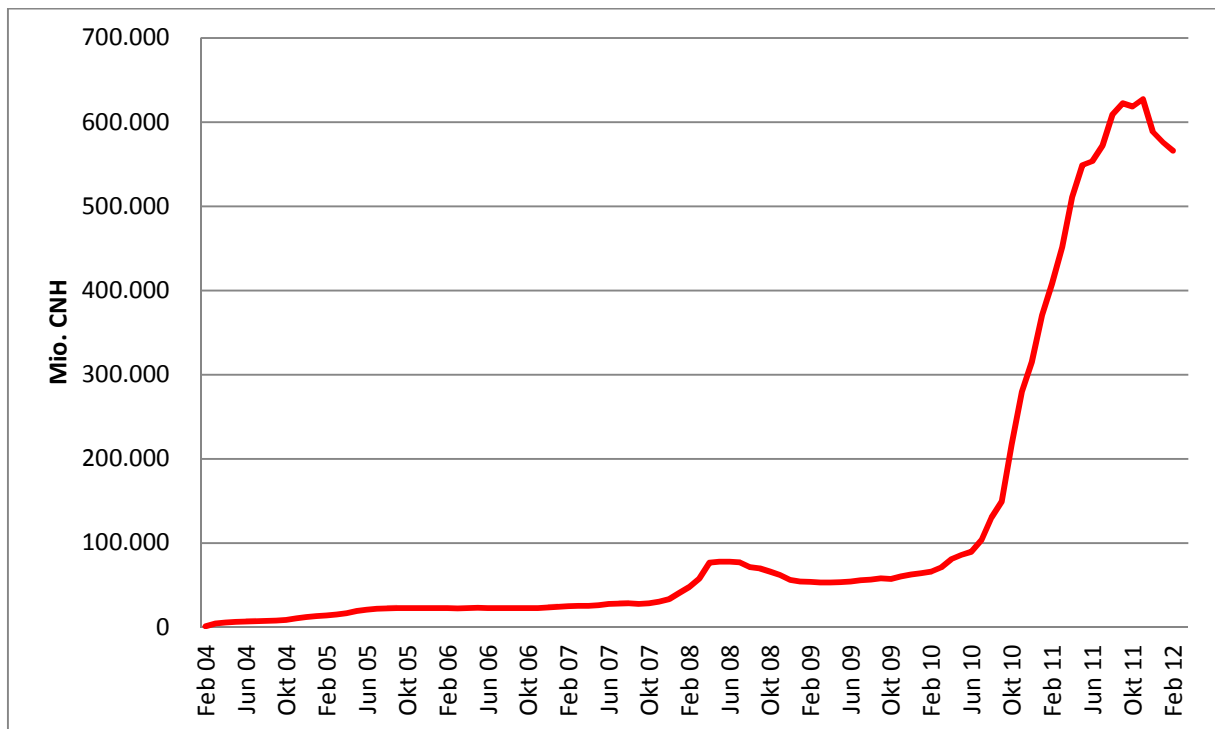
<sup>384</sup> Vgl. HKMA, Circular Issued by the Securities and Futures Commission (SFC) Regarding Potential Listing of Products Denominated in Renminbi (RMB), Hongkong, 03.09.2010, S.1.

<sup>385</sup> Vgl. ebd.

<sup>386</sup> Vgl. HKMA, The Hong Kong debt market in 2010, in: HKMA Quarterly Bulletin, März 2011, S.4.

<sup>387</sup> Vgl. SFC, SFC authorizes first renminbi-denominated fund, Hongkong, 06.08.2010.

<sup>388</sup> Vgl. HKMA, Monthly Statistical Bulletin (March 2012 - Issue No. 211), Hongkong, 12.04.2012.

**Abbildung 09: Volumen von CNH-Bankeinlagen**

Quelle: HKMA, Monthly Statistical Bulletin (March 2012 - Issue No. 211), Hongkong, 12.04.2012.

#### 6.4.2. Offshore-Kapitalmarkt

##### *CNH-Rentenmarkt*

Seit Verabschiedung des „Cooperation Memorandum“ Ende 2003 hatte die einzige Möglichkeit zur Anlage von CNH-Devisen darin bestanden, unter Inkaufnahme von verschwindend geringen Zinssätzen ein Einlagenkonto bei einer PB zu eröffnen. Ein tatsächliches Anlageinstrument bot sich erst nach der Schaffung des CNH-Rentenmarktes: Nach Bewilligung durch den Staatsrat hatte die PBoC am 8. Juni 2007 gemeinsam mit der NDRC die Erlaubnis für festlandchinesische Finanzinstitutionen erlassen, nach individueller Prüfung<sup>389</sup> durch PBoC und NDRC „Euroyuan-Bonds“, also CNH-fakturierte Anleihen, in Hongkong zu emittieren („境内金融机构赴香港发行人民币债券管理暂行办法“<sup>390</sup>; „Provisional Administrative Rules on Renminbi-Denominated Bond Issuance by Mainland Financial Institutions in Hong

<sup>389</sup> So muss ein Katalog von Voraussetzungen wie Eigenkapitalquote, Profitabilität der Finanzinstitution etc. erfüllt werden, bevor eine Genehmigung zur Emission solcher Anleihen ausgestellt wird.

<sup>390</sup> Vgl. PBoC/NDRC, 境内金融机构赴香港发行人民币债券管理暂行办法, Beijing, 08.06.2007.

Kong SAR“).<sup>391</sup> Das durch die Anleiheemission in Hongkong erhobene Kapital konnte mittels der designierten Clearing-Bank (BOCHK, siehe Kap. 6.4.1.) nach Festland-China überwiesen werden. Auf gleichem Wege hatten auch Tilgungs- und Zinszahlungen vom Festland zurück nach Hongkong zu fließen.<sup>392</sup>

Eine erste Emission von CNH-fakturierten Anleihen wurde am 28. Juli 2007 durch die *China Development Bank* (CDB) getätigt (im Wert von 5 Mrd. CNH).<sup>393</sup> Die von den Marktteilnehmern rasch „Dim Sum“-Bonds („点心债“) getauften Anleihen konnten durch PBs sowie „RMB deposit account holders“ (also Hongkonger Individuen und DBCs) am Primärmarkt gezeichnet und am Sekundärmarkt gehandelt werden.<sup>394</sup> Für Devisenausländer blieb der Zugang zum „Dim Sum“-Markt verschlossen.

In den Jahren 2007 und 2008 emittierten dann einige festlandchinesische (in staatlichem Besitz befindliche) Geschäftsbanken (*China Export-Import Bank, Bank of China, Bank of Communications, China Construction Bank*) „Dim Sum“-Bonds am Hongkonger Markt. Am 28. September 2009 platzierte schließlich auch das MoF Staatsanleihen in Höhe von insgesamt 6 Mrd. CNH mit Maturitäten von zwei, drei und fünf Jahren am neu entstehenden Offshore-Markt.<sup>395</sup> Da im Jahre 2009 auch das Pilotprojekt zur Abwicklung des grenzübergreifenden Handels in CNY (vgl. Kap. 6.3.) anlief und Hongkonger Unternehmen entsprechend große Volumina an CNY-fakturierten Devisen akkumulierten, wurde auch diesen die Möglichkeit gegeben, die erwirtschafteten Gewinne in den „Dim Sum“-Markt zu investieren.<sup>396</sup> Dies wiederum führte zu einer gestiegenen Nachfrage, was die vom Markt verlangten Zinsen drückte und weitere Emissionen attraktiv machte.

Die entscheidende Maßnahme zur Entfesselung des „Dim Sum“-Marktes jedoch manifestierte sich in der Veröffentlichung der „Elucidation of Supervisory Principles and Operational Arrangements Regarding Renminbi Business in Hong Kong“ durch die HKMA im Februar 2010. In jenem Dokument hieß es bzgl. CNH-fakturierter Anleihen: „The range of eligible issuers, issue arrangements and target investors can be determined in accordance with the applicable regulations and market conditions in Hong Kong. Participating AIs [Hongkonger Banken] can also provide their customers with related services such as account-opening, bond

---

<sup>391</sup> Vgl. PBoC, The People's Bank of China and National Development and Reform Commission Public Announcement (2007) No. 12: Provisional Administrative Rules on Renminbi-Denominated Bond Issuance by Mainland Financial Institutions in Hong Kong SAR, Beijing, 08.06.2007b.

<sup>392</sup> Vgl. HKMA (2007).

<sup>393</sup> Vgl. PBoC, 中国货币政策执行报告(二〇一一年第一季度), Beijing, 03.05.2011m, S.19.

<sup>394</sup> Vgl. HKMA (2007).

<sup>395</sup> Vgl. PBoC (2011m), S.20.

<sup>396</sup> Vgl. HKMA (2009), S.1.

trading, custodial and financing in accordance with usual banking practices in Hong Kong. Bond issuance by Mainland entities will continue to be governed by the relevant regulations and requirements in the Mainland.“<sup>397</sup> Nicht-festlandchinesische Unternehmen waren künftig also in Bezug auf die Emission von „Dim Sum“-Bonds von jeglichen Restriktionen befreit - im Gegensatz zu festlandchinesischen Unternehmen, die weiterhin Genehmigungen bei PBoC und NDRC beantragen mussten. Als durch die Verabschiedung des „Supplementary Memorandum of Cooperation“ im Juli 2010 schließlich auch das Angebot zusätzlicher CNH-Bankdienstleistungen genehmigt wurde (vgl. Kap. 6.4.1.), stand der Emission von „Dim Sum“-Bonds durch multinationale Konzerne (Multinational Corporations, MNCs) schließlich nichts mehr im Wege. Noch im Juli 2010 emittierte das Hongkonger Unternehmen *Hopewell Highway Infrastructure* als erste nicht-festlandchinesische Entität CNH-fakturierte Anleihen. Diesem Beispiel folgten andere MNCs wie *McDonald's* (August) oder *Caterpillar* (November). In der Regel sind solche Emissionen für diejenigen Unternehmen interessant, die über laufende Geschäfte in Festlandchina verfügen - die Emission von „Dim Sum“-Bonds stellt aufgrund der geringen zu entrichtenden Zinsen eine attraktive Alternative zur Finanzierung über (relativ teure) Bankkredite im Inland dar. Einschränkend muss jedoch bemerkt werden, dass zwar die Emission von „Dim Sum“-Bonds durch nicht-festlandchinesische Unternehmen ohne Einschränkungen möglich ist, nicht jedoch der Transfer der daraus gewonnenen Erlöse nach Festlandchina: „[A]ny issuer of such debt, regardless of nationality, still needs to get Beijing's approval to bring that money back to the mainland, often a lengthy and cumbersome process.“<sup>398</sup>

Auch die Genehmigungsprozedur für eine Emission von „Dim Sum“-Bonds durch festlandchinesische Nicht-Finanzinstitutionen gestaltet sich undurchsichtig: Erst im November 2011 durfte *Baosteel* als erste chinesische Nicht-Finanzinstitution CNY-fakturierte Anleihen im Offshore-Markt emittieren, nachdem der stellvertretende Premierminister Li Keqiang während seines Besuch in Hongkong am 17. August 2011 eine entsprechende Ankündigung gemacht hatte („允许境内企业赴香港发行人民币债券，稳步扩大境内机构赴香港发行人民

---

<sup>397</sup> HKMA, Guidelines & Circulars: Elucidation of Supervisory Principles and Operational Arrangements Regarding Renminbi Business in Hong Kong (Our Ref.: B1/15C), Hongkong, 11.02.2010.

<sup>398</sup> Lingling Wei, Beijing Allows Bank of China to Bring Yuan Back to Mainland, in: Wall Street Journal, 08.06.2011.

Konkret stellt sich diese Prozedur folgendermaßen dar: „International issuers must obtain approval from a PBOC local branch and complete a basic registration with the local branch of the State Administration of Foreign Exchange (SAFE) before they can repatriate RMB-denominated proceeds into the mainland. Approval is granted on a case-by-case basis and can take up to 4-8 weeks.“ Vgl. Ohne Autor, The Market for Dim Sum Bonds, in: Norton Rose Publications, 30.01.2012d.



币债券的规模“)<sup>399</sup>. Bis heute existieren jedoch keine klaren Richtlinien, unter der Erfüllung exakt welcher Kriterien festlandchinesische Nicht-Finanzinstitutionen Genehmigungen für Emissionen von „Dim Sum“-Bonds erhalten können. Die Einzelfall-Überprüfung durch die NDRC zeichnete sich durch eine große Intransparenz aus: „[W]hile there is a clear regulatory framework for PRC banks to issue dim sum bonds, the approval process applicable to PRC companies is still at a pilot stage and is less clear“<sup>400</sup>. Ein Anwalt der Kanzlei, die *Baosteel* durch den Genehmigungsprozess begleitet hat, erklärt diesbezüglich: „It is believed that the relevant PRC authorities, mainly the NDRC and the People’s Bank of China, have been working on draft regulations which, when published, will provide greater clarity of the approval process applicable to PRC corporate issuers“<sup>401</sup>. Dieser Sachverhalt ist von außerordentlicher Bedeutung, da die Erhebung von Kapital durch Emission von „Dim Sum“-Bonds eine Quelle der Finanzierung darstellt, welche die Abhängigkeit von Bankkrediten reduzieren könnte. Eine Reform des nationalen Finanzsystems würde mit dem Mittel der Internationalisierung des CNY angestoßen.

Allen geschilderten Schwierigkeiten zum Trotz ist das Volumen der emittierten „Dim Sum“-Bonds im Jahr 2011 nahezu explodiert und erreichte eine Größenordnung von 172 Mrd. CNY.<sup>402</sup> Im Vorjahr waren noch Anleihen im Wert von 35,8 Mrd. CNH emittiert worden.<sup>403</sup> Auch die Anzahl der Emittenten wuchs von ca. 20 (2010) auf ca. 100 (2011) an.<sup>404</sup> Damit ging auch eine Diversifizierung der Emittentenbasis einher: Wurden bis Ende 2010 mehr als die Hälfte der Anleihen durch festlandchinesische Banken emittiert, so traten 2011 vermehrt internationale Emittenten in den Markt. Die bei weitem größte Einzelemission von „Dim Sum“-Bonds fand im Kontext der Reise Li Keqiangs nach Hongkong statt. Li hatte dort bekannt gegeben, dass Anleihen in Höhe von 20 Mrd. CNY durch das MoF emittiert werden würden („国家财政部今天要在港发行 2 0 0 亿元人民币国债“)<sup>405</sup>.

---

<sup>399</sup> Vgl. Ohne Autor (2011d).

<sup>400</sup> Vgl. Ohne Autor, New rules may be in the works for corporate dim sum bond issuers, in: *China Law & Practice*, 15.12.2011e.

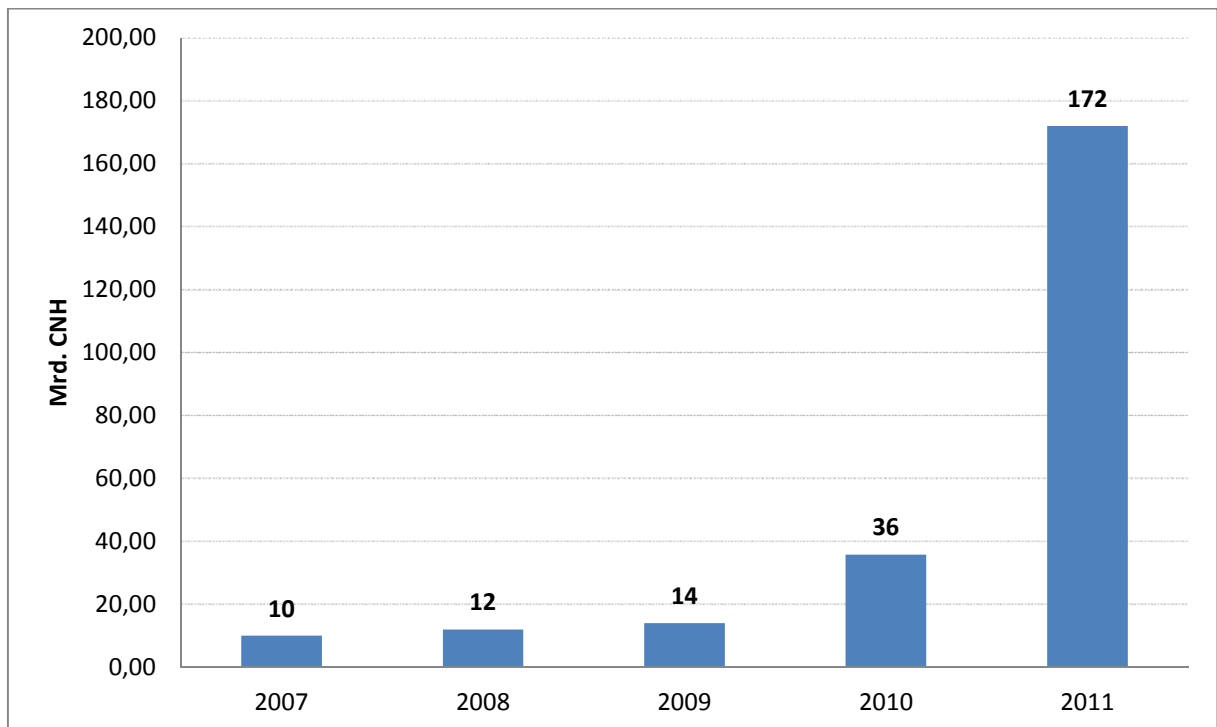
<sup>401</sup> Vgl. ebd.

<sup>402</sup> Vgl. Peter Pang, Remarks at the Press Conference on Pilot Platform for Cross-border Investment and Settlement of Debt Securities, Hongkong, 13.03.2012.

<sup>403</sup> Vgl. Fiona Law, ‘Dim Sum’ Bond Issuance Slows, in: *Wall Street Journal*, 31.12.2011.

<sup>404</sup> Vgl. Ohne Autor, Dim Sum Bonds Pose a Paradox for Investors, Fitch Ratings Press Release, 12.03.2012a.

<sup>405</sup> Vgl. Ma Zhancheng, 李克强: 在国家“十二五”规划与两地经贸金融合作发展论坛上的演讲, in: *Xinhuanet*, 17.08.2011.

**Abbildung 10: Emissionsvolumen CNH-fakturierter Anleihen**

Quellen: Chen/Cheung (2011), S.26. Pang (2012). Law (2011).

Für das Jahr 2012 steht wohl ein fortgesetztes Wachstum des „Dim Sum“-Marktes zu erwarten. Einem leichten Rückgang der Neuemissionen Ende des Jahres 2011 suchte die NDRC prompt entgegenzuwirken, indem sie Emissionen im Wert von insgesamt 25 Mrd. CNY durch zehn festlandchinesische Banken in Hongkong ankündigte.<sup>406</sup>

#### *CNH-Aktienmarkt*

Nach Etablierung des Marktes für CNH-fakturierte Anleihen wird auch an der Schaffung eines Marktes für CNH-fakturierte Börsengänge gearbeitet. Seine Fähigkeit, Börsengänge („Initial Public Offerings“, IPOs) festlandchinesischer Unternehmen zu organisieren, hat der Hongkonger Finanzplatz bereits hinlänglich bewiesen.<sup>407</sup> Durch festlandchinesische Unternehmen an der HKEx platzierte *H-Shares* wurden allerdings stets in HKD fakturiert. Am 19. April 2011 wurde schließlich die erste CNH-fakturierte IPO an der Hongkonger Börse durchgeführt: Die chinesische Immobilieninvestmentgesellschaft *Hui Xian* nahm durch den Bör-

<sup>406</sup> Vgl. NDRC, 国家开发银行等 10 家境内银行赴香港发行人民币债券已获批复, Beijing, 11.01.2012.

<sup>407</sup> Vgl. Vanessa Rossi/William Jackson, Hong Kong's Role in Building the Offshore Renminbi Market, Chatham House, International Economics Programme Paper: IE PP 2011/01, August 2011, S.2.

sengang Kapital in Höhe von 10,48 Mrd. CNH ein.<sup>408</sup> Die IPO verlief allerdings nicht so optimal wie erhofft: „We were surprised it wasn't more enthusiastic“, wird ein Mitarbeiter von Hui Xian in der *Financial Times* zitiert.<sup>409</sup> Offensichtlich bestand die Sorge, dass eine mangelnde Liquidität an CNH-Devisen in Hongkong die Entwicklung eines Sekundärmarktes für CNH-fakturierten Aktienhandel behindern könnte. Kelvin Lau, ein Ökonom der *Standard Chartered Bank*, äußerte die Meinung: „[Regulators] will certainly give it some time to see if the secondary market trading is as liquid as expected before granting any new IPOs“<sup>410</sup>. Des Problems nahm sich die HKEx jedoch bald an: Am 4. Mai 2011 stellte sie auf einer Pressekonferenz ihre Pläne zur Errichtung einer „RMB Equity Trading Support Facility“ (TSF) vor, die dem Problem abhelfen sollte.<sup>411</sup> Die TSF sei eine „back-up facility to enable investors who wish to buy RMB-traded shares in the secondary market in Hong Kong Dollar if they do not have sufficient RMB or have difficulty in obtaining RMB from other channels“<sup>412</sup>. Hierbei funktioniere die TSF nach dem Prinzip „HKD in, HKD out“<sup>413</sup>. Trachte ein Investor also, CNH-fakturierte Aktien zu kaufen, so könne die Bezahlung in HKD an die TSF entrichtet werden („HKD in“). Selbige Fazilität werde die HKD-Devisen dann in CNH umtauschen und den Ankauf der Wertpapiere übernehmen. Gebe der Investor der TSF zu einem beliebigen späteren Zeitpunkt die Anweisung, jene Aktien wieder zu verkaufen, so werde der Erlös auch in HKD ausgezahlt („HKD out“). Dieser Mechanismus garantiere, „that the TSF is sustainable without access to an unlimited supply of RMB“<sup>414</sup>, und gewährleiste gleichzeitig eine Versorgung des Sekundärmarktes mit ausreichender Liquidität. Bemerkenswert ist, dass keine Notwendigkeit bestand, „to seek approval from Mainland authorities and policy exemption from HKMA“<sup>415</sup>, da allein Offshore-Devisen verwendet wurden. Die HKEx handelte also auf eigene Initiative. Am 24. Oktober 2011 nahm die TSF den Betrieb auf.<sup>416</sup>

Über diesen Mechanismus hinaus versucht die HKEx auch auf einem zweiten Wege, CNH-fakturierte IPOs anzuregen. Sie hat einen regulativen Rahmen geschaffen, in dem es möglich ist, eine IPO entweder vollständig in CNH zu fakturieren („Single Tranche“-IPO) oder aber eine CNH-fakturierte Tranche sowie eine HKD-fakturierte Tranche („Dual Tranche“-IPO) zu

---

<sup>408</sup> Vgl. Robert Cookson, Hong Kong's first renminbi IPO raises \$1.6bn, in: *Financial Times*, 20.04.2011.

<sup>409</sup> Vgl. ebd.

<sup>410</sup> Vgl. ebd.

<sup>411</sup> Vgl. HKEx, Media Workshop: RMB Equity Trading Support Facility (TSF), Hongkong, 04.05.2011f.

<sup>412</sup> Vgl. HKEx, TSF: Frequently Asked Questions, Hongkong, 14.10.2011i.

<sup>413</sup> Vgl. HKEx, Leaflet: RMB Equity Trading Support Facility (TSF), Hongkong, Oktober 2011c, S.3.

<sup>414</sup> HKEx, Overview: RMB Equity Trading Support Facility (TSF), Hongkong, ohne Datum, S.1.

<sup>415</sup> Vgl. HKEx (2011f).

<sup>416</sup> Vgl. HKEx, Circular: Launch of Renminbi (RMB) Equity Trading Support Facility (TSF) on 24 October 2011, Hongkong, 12.10.2011a.

emittieren.<sup>417</sup> Bryan Chan, Leiter der „RMB Products Taskforce“ der HKEx, meint zu diesem Arrangement: „By allowing switching between yuan-denominated shares and Hong Kong dollar-denominated shares, this proposal can enhance investors’ choices, provide more market opportunities for arbitrage and reduce the ‘stress’ on the yuan currency pool in the city for yuan-denominated IPOs.“<sup>418</sup>

Allen Bemühungen zum Trotz scheint der Markt noch kein großes Interesse an CNH-fakturierten IPOs zu haben. Bis Beginn 2012 ist Hui Xian das einzige Unternehmen geblieben, das einen CNH-fakturierten Börsengang durchgeführt hat. Vermutlich warten die Marktteilnehmer auf ein Abkommen mit den Behörden des Festlandes, das den Transfer der durch den Börsengang eingenommenen CNH-Devisen auf den Onshore-Markt standardisiert. Aktuell ist ein solcher ähnlich kompliziert wie der Transfer von durch „Dim Sum“-Bonds eingenommenem Kapital auf den Onshore-Markt.

#### **6.4.3. Rückkopplung des Offshore-Marktes mit dem Onshore-Markt**

Bis dato wird durch die chinesischen Behörden eine Trennung zwischen Onshore- und Offshore-Markt aufrechterhalten. Diese Trennung wurde in jüngster Vergangenheit allerdings durch einige Maßnahmen erodiert, die in begrenzten Volumina einen Rückfluss der im Offshore-Markt akkumulierten Devisen auf den Onshore-Markt ermöglichten. Diese Maßnahmen sollen im Folgenden dargestellt werden.

##### *Zugang zum Onshore-Interbanken-Rentenmarkt*

Wie bereits in Kap. 6.2.1. thematisiert, leitete die PBoC am 16. August 2010 ein Pilotprojekt ein, welches drei Arten ausländischer Entitäten berechtigte, im Offshore Markt erworbene CNY-Devisen für Investitionen in den festlandchinesischen Interbanken-Anleihemarkt zu nutzen („Circular on Matters Relevant to the Pilot Project for Investment in the Interbank Bond Market with Renminbi by Three Types of Organisations Such as Overseas Renminbi Clearing Banks“; „关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知“)<sup>419</sup>. Unter die drei Arten ausländischer Entitäten (境外三类机构), die eine solche Berechtigung erhielten, fielen ausländische Zentralbanken („境外中央银行或货币当局“), die BOCHK als CNH-Clearing-Bank in Hongkong sowie ausländische Banken, die

---

<sup>417</sup> Vgl. HKEx, Media Briefing on Models for RMB IPOs, Hongkong, 22.06.2011e.

<sup>418</sup> Vgl. Oswald Chen, Door opens for dual-currency IPOs, in: China Daily, 23.06.2011.

<sup>419</sup> Vgl. PBoC (2010b)

an der Abwicklung des CNY-fakturierten Handels teilnehmen („跨境贸易人民币结算境外参加银行“)<sup>420</sup>. Für ausländische Banken wurde auf diesem Wege also ein Anreiz geschaffen, die Nutzung des CNY als internationales Zahlungsmittel zu akzeptieren und zu fördern (vgl. Kap. 6.3.). Über diese minimale Voraussetzung hinaus müssen sich jene ausländischen Banken allerdings einer Einzelfallüberprüfung durch die chinesische Zentralbank unterziehen lassen und Auskunft über die Herkunft der zu investierenden Devisen („人民币资金来源及规模说明“) sowie die geplanten Investitionen („拟投资额度及计划书“) geben, bevor sie in den Rentenmarkt investieren können.<sup>421</sup> Im Falle einer Zulassung wird der betreffenden Entität von der PBoC eine Quote für das Investitionsvolumen zugewiesen („在核准的额度内“). Aufgrund des latenten Mangels an Anlageinstrumenten für Offshore-CNY-Devisen hatten einige Hongkonger Banken ihre Quoten bereits im November 2011 aufgebraucht, woraufhin ihnen neue gewährt wurden.<sup>422</sup> Bis Ende des Jahres 2011 wurden über 40 Finanzinstitutionen Quoten zugestanden, über deren exakte Volumina allerdings keine Informationen öffentlich gemacht wurden.<sup>423</sup>

Durch das beschriebene Pilotprojekt versucht die PBoC jedoch nicht nur die Nutzung des CNY als Mittel der Wertaufbewahrung durch private Akteure, sondern auch durch ausländische Zentralbanken herbeizuführen. Und tatsächlich scheint das Pilotprojekt bereits vereinzelt durch Zentralbanken für diesen Zweck genutzt zu werden (vgl. Kap. 5.4.): Im September 2010 nahm die Zentralbank Malaysias CNY-Bonds in ihr Devisenportfolio auf und am 10. November 2011 kaufte sich die Zentralbank Österreichs im chinesischen Interbanken-Anleihemarkt ein.<sup>424</sup> Auch Japan plant offensichtlich den Ankauf chinesischer Staatsanleihen.<sup>425</sup>

---

<sup>420</sup> Vgl. ebd.

<sup>421</sup> Vgl. ebd.

<sup>422</sup> Vgl. Mimi Kong, Hong Kong Banks. Challenges and opportunities, in: BOCI Research, 12.12.2011, S.16.

<sup>423</sup> Vgl. Ebd.

<sup>424</sup> Vgl. PBoC (2011i).

<sup>425</sup> Vgl. PBoC (2011d).

**Tabelle 03: Für Investitionen in den chin. Interbanken-Anleihemarkt zugelassene Banken**

<b>Datum</b>	<b>Institution</b>	<b>Datum</b>	<b>Institution</b>
Ende 2010	ICBC Asia BOCHK HSBC HK Branch StanChart HK Branch	31.05.2011	BOC HK Branch BNP Paribas HK Branch Shanghai Commercial Bank
28.01.2011	BoCom HK Branch Hang Seng Bank CITIC Bank International CCB Asia BEA Deutsche Bank HK Branch DBS HK Branch	22.07.2011	Hong Leong Bank HK Branch UOB ABC Singapore
16.03.2011	ABC HK Branch CCB HK Branch Citibank HK Branch Mitsubishi HK Branch Nanyang Commercial Bank Wing Lung Bank Wing Hang Bank Chiyu Bank	16.08.2011	ICBC Macau ICBC Malaysia BoCom Macau Branch OCBC Bank Fubon HK Branch
		08.09.2011	BOC Macau Branch ANZ Bank HK Branch
02.05.2011	CMB HK Branch Bank of America HK Branch Chong Hing Bank Dah Sing Bank Mizuho Corporate Bank	30.09.2011	ICBC Europe Barclays HK Branch Banco Weng Hang Sumitomo Mitsui Bank HK Branch

Quelle: Kong (2011), S.16.

### *Kreditvergabe durch Offshore-Banken an Onshore-Unternehmen*

Anfang August 2011 erregte die Meldung Aufsehen, die PBoC habe die CNH-fakturierte Kreditvergabe durch Offshore-Entitäten an Onshore-Unternehmen untersagt.<sup>426</sup> Die HKMA ließ daraufhin verlauten: „The HKMA has checked with the People’s Bank of China, and understood that offshore yuan borrowing by domestic companies was never allowed in the first place“<sup>427</sup>. Diesem offiziellen Verbot zum Trotz spricht Reuters im Sommer 2011 von einem „growing trend among mainland companies of borrowing relatively cheap offshore yuan in Hong Kong and remitting it home for business purposes to circumvent tight domestic cash conditions in the mainland“<sup>428</sup>. Auf dem Festland mussten Unternehmen die politisch verordneten Zinsen (vgl. Kap. 6.2.3.) in Höhe von mehr als 6% entrichten, wohingegen sie im Offshore-Markt nur ca. 3-5% zu zahlen hatten („我国境内的人民币贷款利率为 6.1%~7.5%，与人民币贷款相比，境外人民币贷款利率大约在 3%-5%“)“<sup>429</sup>. Vor dem Hintergrund hoher Inflationsraten trachtete die PBoC jedoch offenbar die Vergabe von derartigen Krediten zu unterbinden („境内企业直接从境外银行借人民币[...]会使国内流通的人民币更多，造成更严重的通胀“)“<sup>430</sup>.

### *Offshore-CNY-Direktinvestitionen (Renminbi-FDI, RFDI)*

Eine weitere Möglichkeit, im Offshore-Markt erworbene Devisen nach Festlandchina zurückfließen zu lassen, eröffnete sich, als die Tätigkeit von Direktinvestitionen In Festlandchina mittels Offshore-CNY-Devisen gestattet wurde. Erstmalige Erwähnung fand diese Möglichkeit in einem Dokument des MOFCOM<sup>431</sup> vom 25. Februar 2011 („Circular on Matters Relating to Foreign Investment Administration Work“; „关于外商投资管理工作有关问题的通知“)“<sup>432</sup>. Artikel 5 des Dokuments („五、关于境外投资者以人民币投资问题“) konstatiert, dass CNY-Devisen, die im Außenhandel oder auf anderen legalen Wegen im Offshore-Markt

<sup>426</sup> Vgl. Qiang Xiaoji, China suspends RMB loans from foreign banks, in: China Daily, 02.08.2011.

<sup>427</sup> Zit. n. Kazunori Takada/Chen Yixin/Kelvin Soh, China halts offshore yuan borrowing to tighten policy, in: Reuters, 02.08.2011.

<sup>428</sup> Ebd.

<sup>429</sup> Vgl. Jia Yunke, 专家认为人民币回流贷款造成诸多不利, in: Caixun.com, 03.08.2011.

<sup>430</sup> Vgl. ebd.

<sup>431</sup> Gleichwohl im Dokument betont wird, dass die neuen Regularien in enger Abstimmung mit der PBoC und der SAFE ausgearbeitet wurden („经商人民银行和国家外汇局“).

<sup>432</sup> MOFCOM, 关于外商投资管理工作有关问题的通知, Beijing, 25.02.2011b.

akquiriert wurden,<sup>433</sup> unter bestimmten Bedingungen als Direktinvestitionen nach Festlandchina zurückfließen dürften.<sup>434</sup> Hierbei habe allerdings eine Einzelfallkontrolle des „Department of Foreign Investment Administration“ („外资司“; Abteilung des MOFCOM) stattzufinden.

Eine prinzipielle Wiederholung der MOFCOM-Regularien findet sich in dem am 3. Juni 2011 von der PBoC veröffentlichten „Circular on Clarification of Matters Relating to Cross-border RMB Business“ („关于明确跨境人民币业务相关问题的通知“)<sup>435</sup>: CNY-fakturierte Direktinvestitionen würden unter Auflagen genehmigt, doch unterliege das Programm zur Verhinderung des Zuflusses von spekulativem Kapital („热钱流入“) auch einer Kontrolle der PBoC. Die Zentralbank werde jede einzelne Transaktion prüfen und eine konstante Untersuchung des gesamten Projektes vornehmen („中国人民银行总行将[...]对个案试点项目进行集中审议“). Ausdrücklich wird der experimentelle Charakter des Projektes betont („外商直接投资人民币结算业务目前处于个案试点阶段“).

Rückendeckung bekam das Pilotprojekt schließlich von höchster politischer Stelle: Während eines Besuches in Hongkong am 17. August 2011 kündigt der stellvertretende Premierminister - und designierte Nachfolger Wen Jiabaos - Li Keqiang an, CNY-fakturierte Direktinvestitionen in Festlandchina durch ausländische Unternehmen dauerhaft zuzulassen („支持境外企业（包括香港企业）使用人民币赴内地直接投资“) und die MOFCOM-Regulierung vom Februar 2011 diesbezüglich überarbeiten zu lassen („修订外商投资项目管理办法，规范和推动人民币的外商直接投资“).<sup>436</sup>

In Reaktion darauf veröffentlichten MOFCOM und PBoC am 12. bzw. 13. Oktober detaillierte Regularien, die nun nicht mehr unter Vorbehalt standen.<sup>437</sup> Laut dieser neuen Regularien zeichnet das MOFCOM bzw. dessen lokale Niederlassungen für die Einzelfallüberprüfung der vorzunehmenden Direktinvestitionen verantwortlich. Anträge müssen bei den jeweils auf lokaler Ebene für die Zulassung von IFDI zuständigen Ablegern des MOFCOM gestellt werden (gewöhnliche Prozedur für IFDI-Anträge).<sup>438</sup> Eine Prüfung durch das MOFCOM in Beijing

---

<sup>433</sup> Also bspw. auch durch Erlöse aus Investitionen in „Dim Sum“-Bonds oder dem Verkauf von CNH-fakturierten Aktien.

<sup>434</sup> Diese Form von Direktinvestitionen wurde in der Folge häufig als „Renminbi-FDI“ bzw. RFDI bezeichnet.

<sup>435</sup> Vgl. PBoC, 关于明确跨境人民币业务相关问题的通知, Beijing, 03.06.2011e.

<sup>436</sup> Vgl. Ohne Autor (2011d).

<sup>437</sup> Vgl. MOFCOM, 关于跨境人民币直接投资有关问题的通知, Beijing, 14.10.2011a.

Sowie: PBoC, 外商直接投资人民币结算业务管理办法, Beijing, 14.10.2011l.

<sup>438</sup> Die Anträge müssen bspw. eine Erklärung über die Herkunft der CNY-Devisen (人民币资金来源证明或说明文件) und die konkret geplante Investition (资金用途说明) beinhalten.



wird nur noch vorgenommen, wenn die geplante Investition ein Volumen von 300 Mio. CNY überschreitet oder in speziellen Branchen<sup>439</sup> getätigt wird, was eine Lockerung der Kontrollen gegenüber den im Februar verabschiedeten Regularien darstellt. Die PBoC ist für die Regulierung der mit den Direktinvestitionen einhergehenden Kapitalzuflüsse verantwortlich und überwacht speziell einzurichtende Konten.<sup>440</sup> Eine Nutzung dieses Mechanismus‘ für Investitionen in Wertpapiere und Derivate des festlandchinesischen Finanzmarktes bleibt ausdrücklich verboten („不得直接或间接用于投资有价证券和金融衍生品“). Feste Obergrenzen für den Umfang einzelner Investitionen oder das Volumen des gesamten Projektes existieren nicht. Im Gesamtjahr 2011 wurden somit RFDI-Transaktionen in Höhe von 90,72 Mrd. CNY getätigt („2011 年, 银行累计办理[...]外商直接投资人民币结算业务 907.2 亿元“<sup>441</sup> - dies entspricht bereits 12,38% der gesamten von China empfangenen Direktinvestitionen in diesem Jahr.<sup>442</sup>

#### *CNH-Portfolioinvestitionen (Renminbi-QFII, RQFII)*

Im Rahmen seines bereits thematisierten Besuchs der Sonderverwaltungszone Hongkong ließ Li Keqiang im August 2011 verlauten, dass ein Pilotprojekt in Angriff genommen werden solle, welches es qualifizierten Investoren möglich machen werde, mit CNH-fakturierten Devisen in den Onshore-Kapitalmarkt zu investieren („允许以人民币境外合格机构投资者方式投资境内证券市场“)<sup>443</sup>. Li sprach sich allerdings für eine Begrenzung dieses Pilotprojekts auf ein vorläufiges Gesamtvolumen von 20 Mrd. CNY aus („起步金额为 2 0 0 亿元“)<sup>444</sup>. Aufgrund dieses geringen Volumens wurde das Projekt zunächst „Mini-QFII“ genannt, wobei sich später die Bezeichnung „Renminbi-QFII“ (RQFII) durchsetzte - in Abgrenzung zum herkömmlichen QFII-Programm, im Rahmen dessen Investitionen in USD durchgeführt werden. Das RQFII-Pilotprojekt begann schließlich am 16. Dezember 2011 mit der Verabschiedung der „Trial Measures on Securities Investments in China by Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors of Fund Investment Companies and Securities Companies“ („基金管理公

---

<sup>439</sup> Hierzu zählen bspw. Zement, Eisen und Stahl oder Schiffbau.

<sup>440</sup> Vgl. PBoC (2011).

<sup>441</sup> Vgl. PBoC (2011n), S.15.

<sup>442</sup> Eigene Berechnung auf Basis der Daten des Monetary Policy Report 4Q2011 sowie MOFCOM, 2011 年 1-12 月全国吸收外商直接投资情况, Beijing, 19.01.2012a.

<sup>443</sup> Vgl. Ohne Autor (2011d).

<sup>444</sup> Vgl. Ma (2011).

司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法“)<sup>445</sup> durch CSRC, PBoC und SAFE. Die Regularien erlaubten Hongkonger Tochterunternehmen von festlandchinesischen Fonds- bzw. Wertpapiergesellschaften („本办法适用于境内基金管理公司、证券公司的香港子公司“), nach Erlangen einer entsprechenden Lizenz einen Fonds aufzusetzen, über welchen Anleger mittels in Hongkong akquirierter CNH-Devisen („在香港募集的人民币资金“) in den festlandchinesischen Kapitalmarkt investieren könnten.<sup>446</sup> Die Lizenz zur Teilnahme am RQFII-Pilotprojekt müsse bei der CSRC beantragt werden, wonach eine Investitionsquote durch die SAFE vergeben werde. Die PBoC zeichne für die Überwachung der über ein Spezialkonto abzuwickelnden Banktransaktionen verantwortlich. Was den Umfang der für Investitionen zugelassenen Anlageinstrumente angeht, so besagen die Regularien, dass mindestens 80% der Investitionen in festverzinsliche Wertpapiere zu erfolgen habe; die restlichen 20% könnten in Aktien angelegt werden.<sup>447</sup> Dies stellt sowohl eine Beschränkung als auch eine Neuerung gegenüber dem traditionellen QFII-Programm dar: Herkömmlichen QFIIs wurde keine Berechtigung für Investitionen in den Interbanken-Rentenmarkt zugesprochen („投资的范围由交易所市场的人民币金融工具扩展到银行间债券市场“)<sup>448</sup>.

Am 30. Dezember 2011 gab die SAFE schließlich bekannt, dass zehn Finanzinstitutionen für das RQFII-Pilotprogramm zugelassen worden seien.<sup>449</sup> Kumuliert seien den Unternehmen Quoten in Höhe von 10,7 Mrd. CNY zugestanden worden. Am 6. Januar meldeten dann verschiedene Medien, dass die relevanten Behörden weitere Investitionen durch elf Unternehmen in Höhe von insgesamt 9,3 Mrd. CNY genehmigt hätten,<sup>450</sup> womit das Gesamtvolumen des Pilotprojektes (20 Mrd. CNY) ausgeschöpft wäre. Am 14. Januar 2012 meldete jedoch die *Shanghai Securities News* unter Berufung auf einen Beamten der CSRC, dass bereits über eine Ausweitung des Programms nachgedacht werde.<sup>451</sup> Des Weiteren stünde zur Debatte,

---

<sup>445</sup> Vgl. CSRC/PBoC/SAFE, 基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法, Beijing, 16.12.2011.

<sup>446</sup> Vgl. SFC, RQFII Funds FAQs, Hongkong, 10.01.2012.

<sup>447</sup> Vgl. PBoC, 关于实施基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法有关事项的通知, Beijing, 04.01.2012d.

<sup>448</sup> Vgl. PBoC (2011n), S.16.

<sup>449</sup> Vgl. SAFE, 国家外汇管理局积极落实人民币合格境外机构投资者额度审批工作, Beijing, 30.12.2011b.

<sup>450</sup> Vgl. Ohne Autor, UPDATE: China Forex Regulator Grants 2nd Batch Of RQFII Investment Quotas - Sources, in: Wall Street Journal, 06.01.2012e.

<sup>451</sup> Vgl. Ohne Autor, China's regulatory body considers expanding RQFII program: report, in: Xinhuanet, 15.01.2012b.

einigen RQFIIs eine Genehmigung zu erteilen, „to issue exchange-traded funds (ETFs) made up of A-shares“<sup>452</sup>.

#### 6.4.4. Offshore-Markt außerhalb Hongkongs

Da seit Juni 2010 die Abwicklung des chinesischen Außenhandels in CNY mit allen Staaten der Welt möglich ist (vgl. Kap.6.3.), können CNY-Devisen praktisch auf dem ganzen Globus zirkulieren. Es ist also nur eine Frage der Zeit, wann neben Hongkong auch weitere Finanzplätze die Berechtigung erhalten werden, CNY-Bankdienstleistungen und CNY-Anlageinstrumente anzubieten. Bis Ende 2011 verfügte allerdings noch kein Finanzplatz außer Hongkong über eine CNY-Clearing-Bank.

#### *Taiwan*

Bereits im Dezember 2010 berichtete die taiwanesisch *China Times*, dass Chen Yuan, Vorsitzender der *China Development Bank*, mit einem graduellen Aufbau eines CNY-Marktes und der Emission von CNY-fakturierten Anleihen in Taiwan rechne („他期待人民幣業務在台逐漸擴大，也能在台灣發行人民幣債券“) <sup>453</sup>. Da Chen im Laufe seiner Karriere hochrangige Positionen in Partei und Verwaltung bekleidete, <sup>454</sup> kann davon ausgegangen werden, dass derartigen Aussagen auch konkrete Maßnahmen folgen dürften. Die taiwanesisch Zentralbank (Central Bank of the Republic of China) veröffentlichte ihrerseits am 14. August 2011 ein Dokument („台灣辦理人民幣業務的說明“) <sup>455</sup>, wonach der Inselstaat die Absicht hege, einen CNY-Offshore-Markt zu etablieren. Offenbar liefen kurz darauf entsprechende Gespräche mit der PBoC an, <sup>456</sup> sodass die Sprecherin des festlandchinesischen Office of Taiwan Affairs (国台办) im Februar 2012 bekanntgeben konnte, dass an der Einrichtung eines Clearing-Systems für CNY-Geschäfte in Taiwan gearbeitet werde und in Kürze mit konkreten Ergebnissen zu rechnen sei („我们积极支持推动建立两岸货币清算机制，在这个方面两岸货币管理机构工作层级已经就此进行过初步的接触[...]尽早取得成果“) <sup>457</sup>.

<sup>452</sup> Vgl. ebd.

<sup>453</sup> Vgl. Wang Mingyi, 陳元：期待在台發人民幣債券, in: *China Times*, 08.12.2010.

<sup>454</sup> So hielt Chen in den 1990er Jahren den Rang eines stellvertretenden Gouverneurs der PBoC inne.

<sup>455</sup> Vgl. Central Bank of the Republic of China, 台灣辦理人民幣業務的說明, Taipei, 14.08.2011.

<sup>456</sup> Vgl. Zhang Jun, 台湾首度表态“要努力”成为人民币离岸中心, in: *Dongfang Daily*, 16.08.2011.

<sup>457</sup> Fan Liqing zit. n.: Liu Jiayan/Li Yangyang, 国台办：积极支持推动建立两岸货币清算机制, in: *People's Daily*, 15.02.2012.

### Singapur

Diverse Bankinstitute am Singapurer Finanzplatz - darunter HSBC, DBS sowie ICBC - haben bereits begonnen, CNY-Bankdienstleistungen anzubieten.<sup>458</sup> Hierzu zählen die Eröffnung von CNY-Einlagenkonten<sup>459</sup> und der Ankauf von synthetischen Euroyuan-Anleihen (fakturiert in CNY, abgewickelt in USD).<sup>460</sup> Da aber Singapur über keine eigene CNY-Clearing-Bank verfügt, müssen diese Geschäfte stets über Hongkonger Banken abgewickelt werden, welche wiederum eine Marge verlangen.<sup>461</sup> Dementsprechend sind die auf CNY-Bankeinlagen in Singapur erhältlichen Zinsen noch geringer als diejenigen in Hongkong.

Im April 2011 schien die Designierung einer CNY-Clearing-Bank in Singapur unmittelbar bevorzustehen. Nach Gesprächen mit dem Gouverneur der PBoC Zhou Xiaochuan verkündete der Vorsitzende der Monetary Authority of Singapore Goh Chok Tong: „The People’s Bank of China will choose an approved Chinese bank soon to clear yuan trades in Singapore“<sup>462</sup>. Auch das *Wall Street Journal* behauptete: „Chinese officials have been receptive to Singapore’s advances, because they believe the city-state makes the most sense as the next hub for yuan trading, outside Hong Kong, [...]. Singapore already is seen as an international financial center and it has close ties with China [...].“<sup>463</sup> All diesen Gerüchten zum Trotz wurde aber bis dato kein Durchbruch erzielt.

### London

Als traditionelles Zentrum für den globalen Devisenhandel hegt London selbstredend den Anspruch, zu einem bedeutenden Offshore-Zentrum für CNY-fakturierte Dienstleistungen und Anlageinstrumente zu werden.

Als im September 2011 der stellvertretende chinesische Premierminister Wang Qishan anlässlich das Vereinigte Königreich besuchte, schrieb die *Financial Times*: „Mr Wang’s visit marked the first time that China had given formal backing to moves by UK banks and financial institutions to develop the UK as an offshore financial centre for renminbi trading.“<sup>464</sup>

---

<sup>458</sup> Vgl. Lingling Wei, Beijing Considers New Hub for Yuan, in: Wall Street Journal, 09.04.2011b.

<sup>459</sup> SWIFT (ohne Datum), S.5.

<sup>460</sup> Vgl. Dominique Gribot-Carroz/Ivan Chung, The Current Menu for Renminbi Bonds in Hong Kong: Dim Sum or Synthetic?, in: Moody’s Investors Service Special Comment, 19.01.2011, S.1.

<sup>461</sup> Vgl. Saikat Chatterjee, Singapore offshore yuan centre may grow slower than Hong Kong, in: Reuters, 19.04.2011.

<sup>462</sup> Vgl. Susan Li, Sophie Leung, Fion Li, Hong Kong’s Chan Sees More Regular Yuan IPOs, China Bond Sales, in: Bloomberg, 20.04.2011.

<sup>463</sup> Wei L. (2011b).

<sup>464</sup> Vgl. James Blitz, Britain and China strengthen relations, in: Financial Times, 09.09.2011.

Diese Interpretation geht auf ein von Wang und dem britischen Schatzkanzler George Osborne verabschiedetes Joint Statement zurück, in dem es heisst: „Both sides welcomed the private sector interest in developing the offshore RMB market in London and the growth of the market to date.“<sup>465</sup> Es solle ein bilateraler Dialog beibehalten werden, um die Entwicklung dieses Marktes zu fördern. Konkrete politische Initiativen aber - wie die Errichtung einer Clearing-Bank oder der Abschluss eines Swap-Abkommens - wurden nicht thematisiert. Faktisch wurde die weitere Entwicklung des CNY-Marktes in London schlicht dem privaten Sektor überlassen. Rudimentäre Unterstützung leistete das UK Treasury Department schließlich am 16. Januar 2012, als gemeinsam mit der HKMA die Einrichtung eines „joint private-sector forum to enhance cooperation between Hong Kong and London on the development of offshore Renminbi (RMB) business“<sup>466</sup> angekündigt wurde.

### USA

Seit 12. Januar 2011 sind US-Niederlassungen der *Bank of China* autorisiert, CNY-Konten für amerikanische Kunden zu eröffnen. Pro Tag und Individuum dürfen 4.000 USD in chinesische Währung umgetauscht werden.<sup>467</sup> Li Xiaojing, Manager der New Yorker Niederlassung der *Bank of China*, behauptet gegenüber dem *Wall Street Journal*, das Ziel seiner Bank sei es, „to become the renminbi clearing center in America“<sup>468</sup>. Entsprechende Ankündigungen seitens offizieller Seite gibt es aber bis dato nicht.

### Japan

Nach dem Besuch Yoshihiko Nodas Ende Dezember 2011 in Beijing kündigte die PBoC an, japanische Unternehmen würden in naher Zukunft zur Emission CNY-fakturierter Anleihen in Tokio befugt werden.<sup>469</sup> Konkrete Termine wurden allerdings nicht genannt.

---

<sup>465</sup> Her Majesty's Treasury, Fourth UK-China economic and financial dialogue: agreed joint policy outcomes paper, London, 08.09.2011.

<sup>466</sup> Hong Kong Government Information Centre, Hong Kong-London Forum to Promote Co-operation on Development of Offshore Renminbi Business, Hongkong, 16.01.2012.

<sup>467</sup> Vgl. Wei Lingling, New Move to Make Yuan a Global Currency, in: *Wall Street Journal*, 12.01.2011c.

<sup>468</sup> Vgl. ebd.

<sup>469</sup> Vgl. PBoC (2011d).

## **7. Die Internationalisierungsprozesse der chinesischen und japanischen Währungen im Vergleich**

In Kapitel 1 der vorliegenden Studie wurde die Frage nach den prozeduralen Charakteristika der Internationalisierung des CNY aufgeworfen. Zwecks Beantwortung dieser Forschungsfrage wird im Folgenden die Vorgehensweise chinesischer Behörden zur Internationalisierung des CNY mit der japanischen Strategie zur Internationalisierung des JPY verglichen. Hierbei wird untersucht, inwiefern sich die Sequenzierung entscheidender politischer Maßnahmen unterscheidet bzw. ähnelt und inwiefern konkrete Initiativen zur Unterstützung des Internationalisierungsprozesses wiederkehrend oder singular sind. Auf diese Weise sollen spezifische Charakteristika des Pfades zur Internationalisierung des CNY herausgearbeitet werden, die in einem Fazit unter Kap. 7.5. aufgeführt werden.

Um eine Sequenzierung von Maßnahmen vornehmen zu können, müssen zunächst die Daten identifiziert werden, an denen die Internationalisierungsprozesse jeweils ihren Anfang nahmen. Im japanischen Fall kann der Oktober 1983 als Ausgangspunkt der Internationalisierung des JPY ausgemacht werden, da sie zu jenem Zeitpunkt erstmals als politisches Ziel formuliert wurde. Analog soll im chinesischen Fall der Juli 2008 als Startpunkt des Internationalisierungsprozesses gelten - zu jenem Zeitpunkt findet die Begrifflichkeit „Internationalisierung des CNY“ erstmals Eingang in ein offizielles Dokument. Zwar deuten bereits in den Jahren vorher einige Maßnahmen auf eine entsprechende politische Zielvorgabe hin, doch häufen sich Maßnahmen mit Folgewirkungen beachtlicher Größenordnung erst nach 2008.

### **7.1. Wechselkursregime und Zahlungsverkehr**

Im Falle des japanischen Vorgehens zur Internationalisierung der heimischen Währung waren entscheidende Liberalisierungsmaßnahmen schon vor offizieller Ausrufung des entsprechenden politischen Ziels abgeschlossen oder zumindest begonnen. Nachdem sich das Nachkriegs-Japan durch strikte Devisenkontrollen für Leistungs- und Kapitalbilanz sowie ein System fester Wechselkurse ausgezeichnet hatte, wurde zunächst die Konvertibilität für Transaktionen der Leistungsbilanz durchgesetzt (1964), dann eine Flexibilisierung des Wechselkurses (1973) herbeigeführt und im Jahre 1980 schließlich eine Liberalisierung für Transaktionen der Kapitalbilanz begonnen. Zwar bestanden einige Kapitalverkehrskontrollen in den 1980er Jahren fort, doch galt das Prinzip „freedom of transactions with exceptions“. Zu Beginn der Internationalisierungsstrategie war der JPY also bereits konvertibel.

Im Falle Chinas demgegenüber wird der Wechselkurs des CNY bis in die Gegenwart durch Eingriffe der Zentralbank innerhalb einer bestimmten Schwankungsbreite gehalten. Zwar wurde 1996 Konvertibilität für Leistungsbilanztransaktionen hergestellt, doch herrscht bis heute eine rigide Kontrolle von Kapitalbilanztransaktionen vor. Obschon der Kapitalverkehr punktuell liberalisiert wurde, gilt für Transaktionen der Kapitalbilanz das Prinzip der „prohibition of foreign transactions with exceptions“.

## **7.2. Internationalisierung nach innen**

### **7.2.1. Kapitalzuflüsse**

Wo Japan bereits 1973 eine vollständige Liberalisierung der eingehenden Direktinvestitionen durchgeführt hatte, waren im China des Jahres 2008 noch einige Beschränkungen in Kraft. Nach wie vor muss vor jeder Tötigung einer Direktinvestition die Genehmigung einer lokalen Niederlassung des MOFCOM eingeholt werden. Praktisch sind Durchführung solcher Transaktionen und Repatriierung von Gewinnen jedoch heute unproblematisch. Die CNY-Fakturierung von eingehenden Direktinvestitionen wurde 2011 (also drei Jahre nach Beginn der Internationalisierungsstrategie) zunächst zögerlich, doch mittlerweile definitiv ermöglicht (vgl. Kap. 6.4.3.), sodass bereits 12% der von China empfangenen Direktinvestitionen in CNY abgewickelt werden. Sofern eine einzelne Investition hierbei ein Volumen von 300 Mio CNY nicht überschreitet, unterscheidet sich auch die Genehmigungsprozedur nicht von derjenigen für USD-fakturierte IFDI.

Bezüglich der Öffnung des Aktienmarktes treten deutliche Unterschiede zwischen dem japanischen und dem chinesischen Reformweg zutage. Japan ermöglichte Devisenausländern mit der Aufhebung des FICL (1980) bereits Jahre vor Beginn der Internationalisierungsstrategie die Investition in inländische Aktienwerte. In China hingegen ist der Zugang zum Aktienmarkt noch während der parallel laufenden Internationalisierung des CNY stark begrenzt: Bloß das QFII-Programm, welches mit weniger als 1% der Marktkapitalisierung des Shanghaier Aktienmarktes ein äußerst geringes Volumen aufweist, lässt entsprechende Portfolioinvestitionen zu.

Im Hinblick auf die Öffnung des nationalen Rentenmarktes allerdings ist Japan deutlich defensiver als China vorgegangen. Zwar wurde der Ankauf japanischer Unternehmensanleihen durch Devisenausländer im Februar 1979 erlaubt, doch blieb der Zugriff auf öffentliche Anleihen auch nach Beginn der Internationalisierungsstrategie stark eingeschränkt. Die exklusive Veräußerung von Staatsanleihen an ein Finanzkonsortium, zu welchem ausländische Finan-

zinstitutionen erst im Oktober 1987 äußerst begrenzten Zugang erlangten, dauerte bis zum April 1989 an. Erst sechs Jahre nach Beginn der Internationalisierungsstrategie wurden zehnjährige Staatsanleihen erstmalig anteilig (zu 40%) über eine öffentliche kompetitive Auktion veräußert. Dieser Anteil wurde erst in den 1990er Jahren graduell angehoben. Angesichts des Umstandes, dass der japanische Rentenmarkt deutlich von öffentlichen Anleihen dominiert wird, stellte dies eine gewichtige Einschränkung der Wertaufbewahrungsfunktion des JPY dar. Auch im Falle Chinas ist der Rentenmarkt prinzipiell von Kapitalzuflüssen abgeschirmt. QFIIs haben allein Zugriff auf das geringe Volumen der an den Börsen gehandelten Schuldverschreibungen, nicht jedoch auf den ungleich tieferen Interbanken-Anleihemarkt. Ein solcher Zugriff ist bloß über das RQFII-Projekt, dessen Umfang momentan verschwindend gering ist, möglich (vgl. Kap. 6.4.3.). In einem entscheidenden Punkt allerdings unterscheidet sich die chinesische Vorgehensweise bzgl. Öffnung des Rentenmarktes vom japanischen Beispiel: Im Jahre 2010 - also zwei Jahre nach Beginn der Internationalisierungsstrategie - wurde ein Pilotprojekt aufgelegt, welches den am CNY-fakturierten Außenhandel beteiligten Bankinstituten sowie sämtlichen Zentralbanken ein Tor zum Anleihemarkt öffnete (vgl. Kap. 6.4.3.). Auch wenn aktuell keine Statistiken über den Umfang der im Rahmen dieses Projektes getätigten Investitionen vorliegen, so hat es das Potential, die Nutzung des CNY als Mittel der Wertaufbewahrung für private und öffentliche Akteure zu ermöglichen. Wo Japan noch zehn Jahre nach Formulierung des politischen Ziels einer internationalen japanischen Währung an einer Abschottung des Rentenmarktes festhielt, scheint China in diesem Punkt forscher vorzugehen.

### **7.2.2. Kapitalabflüsse**

Die Durchführung von ausgehenden Direktinvestitionen war japanischen Unternehmen seit 1972 ohne Beschränkungen erlaubt. Auch in China war die Tötigung von OFDI bereits vor Beginn der Internationalisierung des CNY ohne große bürokratische Hindernisse möglich und wurde im Rahmen der Strategie des „Going Out“ seit 1999 sogar aktiv gefördert. Wo all jene Transaktionen in Fremdwährungen abgewickelt wurden, nahm im Jahre 2010 eine Initiative ihren Anfang, die eine CNY-Fakturierung von OFDI zuließ und eindeutig dem Ziel der Internationalisierung der chinesischen Währung diente. Ein zunächst auf Xinjiang und einige andere Grenzprovinzen beschränktes Pilotprogramm wurde 2011 auf 20 designierte Städte und Provinzen ausgedehnt, sodass im Kalenderjahr 2011 5,31% der gesamten ausgehenden Direktinvestitionen der VRCh in CNY abgewickelt wurden. Von der Existenz einer entsprechenden Maßnahme der japanischen Behörden ist dem Autor nichts bekannt.



Kapitalabflüsse in Form von ausgehenden Portfolioinvestitionen wurden in Japan mit Inkrafttreten des überarbeiteten FEFTCL im Dezember 1980 liberalisiert. So war es Deviseninländern also bereits vor Beginn der Internationalisierung des JPY möglich, in vollem Umfang in ausländische Wertpapiere zu investieren. China hingegen hält ein weitaus strikteres Regelwerk für derartige Kapitalabflüsse aufrecht. Allein über das uneinheitliche QDII-Programm ist es autorisierten Finanzinstitutionen erlaubt, innerhalb definierter Quoten Portfolioinvestitionen im Ausland zu tätigen. Außerdem gelten strikte Richtlinien, in welche konkreten Anlageprodukte investiert werden darf.

Einen weiteren Kanal für Kapitalabflüsse schufen die japanischen Behörden, als sie im Dezember 1973 die sog. „Foreign Stock Section“ an der TSE aus der Taufe hoben. Über die Listung an der Tokioter Börse konnten ausländische Unternehmen somit schon frühzeitig inländisches Kapital anzapfen. Eine entsprechende Möglichkeit bietet sich in China bis heute nicht, auch wenn von Zeit zu Zeit Gerüchte über die Gründung einer „Shanghai International Bourse“ aufflackern.

Was Kapitalabflüsse über die Emission von Auslandsanleihen anbelangt, so ist eine rudimentäre Ähnlichkeit zwischen japanischen und chinesischen Erfahrungen zu konstatieren. Ebenso wie China wählte Japan mit der ADB eine supranationale Organisation dafür aus, die ersten „Samurai-Bonds“ zu emittieren. Hier enden allerdings auch schon die Gemeinsamkeiten. Japan gestattete in der Folge auch Staaten und schon im Jahre 1979 kommerziellen ausländischen Unternehmen die Emission von „Samurai-Bonds“, wohingegen die chinesischen „Panda-Bonds“ auch nach Beginn des Internationalisierungsprozesses nur durch internationale Entwicklungsorganisationen in Umlauf gebracht werden dürfen.

### **7.2.3. Reformen des nationalen Finanzsystems**

Der japanische Markt für staatliche Schuldverschreibungen zeichnete sich lange Zeit durch eine lähmende Überregulierung aus. Dies äußerte sich nicht nur in einer lange verzögerten Öffnung für ausländische Investoren (vgl. Kap. 7.2.1.), sondern auch in einem begrenzten Zugang zum Primärmarkt für inländische Investoren sowie der administrativ verordneten Begrenzung des Handels von öffentlichen Anleihen auf dem Sekundärmarkt. Erst in den 1990er Jahren, also zehn Jahre nach Beginn der Internationalisierung des JPY wurde diesen Problemen abgeholfen. Dem chinesischen Markt für Staatsanleihen wird demgegenüber meist ein zufriedenstellender Entwicklungsstand attestiert: Öffentliche Obligationen werden bereits heute in kompetitiven Auktionen an die Marktteilnehmer veräußert und sind in der überwiegenden Mehrzahl am Sekundärmarkt handelbar. Ebenso wie im Falle Japans aber weist der

Markt für Unternehmensanleihen starke Defizite auf. In beiden Ländern finanzieren sich Unternehmen traditionell über den Bankensektor. Im Jahre 2007 schuf die VRCh jedoch die rechtliche Grundlage dafür, dass „Corporate Bonds“ emittiert werden konnten. 2009 fiel dann die Untergrenze für Emissionsvolumina und eröffnete kleinen und mittleren Unternehmen den Zugang zur Finanzierung über den Kapitalmarkt. Japan regulierte die Emission von Unternehmensanleihen in der Anfangsphase der Internationalisierung des JPY über eine Einzelfallprüfung der emittierenden Entitäten und behinderte damit die Entwicklung des Marktes für Unternehmensanleihen erheblich. Erst in den 1990er Jahren konnte jener Markt infolge weiterer Liberalisierungsmaßnahmen an Tiefe zunehmen. Chinas Markt für Unternehmensobligationen scheint dagegen schon in den letzten Jahren anzuwachsen (vgl. Kap. 6.2.3.).

Im Hinblick auf die Liberalisierung der Zinssätze scheinen sich japanische und chinesische Vorgehensweisen zu gleichen. Beide Länder praktizierten zu Beginn der Währungsinternationalisierung Formen der Kontrolle von Zinssätzen für Kreditvergabe und Bankeinlagen. Japan ließ seit Mitte der 1980er Jahre dann die Koexistenz regulierter und unregulierter Zinssätze zu und deregulierte nach 1989 Zinssätze für die Mehrzahl der Anlageinstrumente. Auch China geht graduell bei der Liberalisierung vor und lässt seit den 1990er Jahren Abweichungen von vorgegebenen Zinssätzen in stetig zunehmenden Bandbreiten zu. Nach wie vor gelten aber Untergrenzen für Zinssätze auf Kredite und Obergrenzen für Zinssätze auf Bankeinlagen. China und Japan praktizierten also noch während gleichzeitig ablaufender Bemühungen zur Internationalisierung der jeweiligen Währung Kontrollen nationaler Zinssätze.

### **7.3. Internationalisierung über die Leistungsbilanz**

In Japan wurde die Abwicklung des Außenhandels in heimischer Währung bereits im Jahre 1960 genehmigt - also vor vollständiger Konvertibilität für Transaktionen der Leistungsbilanz, vor Flexibilisierung des Wechselkurses und lange vor Beginn der Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Von einer Internationalisierung des JPY war zu jenem Zeitpunkt noch keine Rede. Dementsprechend erstaunlich ist es, wie lange sich China gegen die Nutzung des CNY im Außenhandel wehrte. Zwar wurden in den 1990er Jahren erste Schritte zur CNY-Fakturierung des unmittelbaren Grenzhandels unternommen, doch beschränkte sich dies auf äußerst schmale Volumina. Mit Beginn der Internationalisierungsstrategie wurde dann ein Pilotprojekt angeschoben, welches die CNY-Fakturierung des grenzübergreifenden Handels für Unternehmen in fünf ausgewählten Städten mit Handelspartnern in Hongkong, Macau und den ASEAN-Staaten zuließ. Es handelte sich also auch hier um ein klar eingegrenztes Experiment,

das im Vergleich mit der entsprechenden japanischen Initiative (prompte Zulassung einer JPY-Fakturierung aller Leistungsbilanztransaktionen) hochgradig vorsichtig erscheint. In den folgenden zwei Jahren freilich ist dann eine sehr rasche Ausweitung des Pilotprojektes zu konstatieren, was eventuell auf die in jenem Zeitraum eskalierende Finanzkrise zurückzuführen ist. Ein globaler Mangel an USD-Liquidität machte alternative Zahlungsmittel notwendig. Die anfängliche Reserviertheit chinesischer Behörden gegenüber der Nutzung des CNY im Außenhandel wich einer Entschlossenheit, eben jene politisch zu fördern. Als wichtigste Mittel der Förderung fungierten hierbei bilaterale Swap-Abkommen sowie „Memoranda of Understanding“, die die Absicht beider Seiten unterstrichen, den zwischenstaatlichen Handel in den jeweiligen Landeswährungen abzuwickeln. Japan hatte derartige Initiativen zur Förderung der JPY-Fakturierung des Außenhandels vermissen lassen. Einige Beobachter identifizieren die in dieser Hinsicht mangelhafte Kooperation Japans mit anderen asiatischen Staaten als einen Grund für das Scheitern der Internationalisierung des JPY.<sup>470</sup> Nach Beginn der aktiven Bemühungen zur Internationalisierung des JPY trachtete Tokio den JPY-fakturierten Außenhandel durch die Zulassung der Vergabe von Euroyen-Krediten durch ausländische Ableger japanischer Banken und die Einrichtung eines „yen-denominated BA [Bankers' Acceptances] market“ zu fördern. Analog autorisierte die VRCh im Oktober 2011 festlandchinesische Banken, CNY-fakturierte Kredite an Entitäten im Ausland zu vergeben. Den vielleicht wichtigsten Anreiz zur Abwicklung internationalen Handels in CNY schuf die Volksrepublik, als sie den an der Abwicklung des CNY-fakturierten Handels beteiligten ausländischen Banken einen Zugang zum chinesischen Interbanken-Anleihemarkt eröffnete. Die Verabschiedung dieser Maßnahme folgte chronologisch unmittelbar auf die geographische Ausweitung der für CNY-Handelsfakturierung zugelassenen Gebiete und stellt somit eine gezielte Maßnahme zur Förderung der Attraktivität des CNY als Zahlungsmittel dar. Demgegenüber boten sich in Japan aufgrund des lange abgeschotteten Rentenmarktes nur begrenzte Möglichkeiten, über den Außenhandel akquirierte JPY-Devisen gewinnbringend anzulegen.

## **7.4. Internationalisierung nach außen**

### **7.4.1. Offshore-Kapitalmarkt**

In der Frühphase des Marktes für „Euroyen-Bonds“ - noch vor Beginn der Internationalisierung des JPY - durften allein Staaten und supranationale Entitäten JPY-fakturierte Obligatio-

---

<sup>470</sup> Vgl. Takagi (2009), S.10.

nen im Offshore-Markt emittieren. Diese Frühphase begann mit der ersten Emission eines „Euroyen-Bonds“ durch die Europäische Investitionsbank im Jahre 1977 und endete 1984. Eine entsprechende Frühphase des Offshore-Marktes für CNY-fakturierte Anleihen könnte für den Zeitraum von 2007 bis 2010 identifiziert werden. Japan wie China gestatteten in diesen Phasen nur speziell definierten Entitäten die Emission von Eurobonds: Japan gewährte dies nur supranationalen Organisationen und Staaten, China nur festlandchinesischen (durch den Staat kontrollierten) Banken und dem Finanzministerium. Beijing gab also noch weniger Kontrolle aus der Hand als Tokio und beschränkte den Euromarkt zusätzlich geographisch auf Hongkong. Gleichzeitig ist aber auch eine Art der Geburtshilfe seitens chinesischer Behörden zu konstatieren: Die Entstehung des „Dim Sum“-Marktes war faktisch politisch verordnet (nur staatliche oder quasi-staatliche Emittenten), wohingegen Euroyen-Bonds durch freie Entscheidungen der Marktteilnehmer emittiert werden mussten.

Eine zweite Phase des Marktes für Euroyen-Bonds begann 1984 mit der Zulassung von privaten Entitäten für Emissionen. Analog durften in Hongkong seit dem Jahre 2010 internationale Unternehmen „Dim Sum“-Bonds emittieren. Tokio genehmigte Emissionen von Euroyen-Bonds allerdings nur solchen Unternehmen, die bestimmte Bonitätskriterien erfüllten, wohingegen Beijing seit 2010 Emissionen von „Dim Sum“-Bonds durch Devisenausländer völlig ohne Beschränkung zuließ. Japan hielt bis 1989 - dem siebten Jahr der Internationalisierung des JPY - an den Bonitätsvorschriften für den Euroyen-Markt fest. Die chinesische Vorgehensweise wirkt in diesem Punkt also progressiver, doch muss eingeräumt werden, dass eine auflagenfreie Emission von „Dim Sum“-Bonds eben nur durch internationale Unternehmen möglich ist, wohingegen die Emission durch festlandchinesische Nicht-Finanzinstitutionen auch noch 2012 - im fünften Jahr der Internationalisierung des CNY - mit einem undurchsichtigen Genehmigungsprozess einhergeht. Demgegenüber existierten für inländische Unternehmen Japans schon seit 1984 klare Richtlinien für die Emission von Euroyen-Bonds.

Objekt rigider Regulierung war im chinesischen wie im japanischen Fall auch die Transferierung der durch Emission von Eurobonds erhobenen Erlöse auf den Onshore-Markt. Jener Rückfluss durfte im Falle des JPY-Offshore-Marktes erst nach einer Frist von einem halben Jahr (180 Tage) durchgeführt werden, wodurch Emissionen von Euroyen-Bonds zwecks Finanzierung von Onshore-Projekten an Attraktivität einbüßten. Diese Frist wurde zwar im Jahr 1986 auf 90 Tage verkürzt, fiel jedoch erst 1995 - zwölf Jahre nach Beginn der Internationalisierungsstrategie. China kennt eine solche Frist für den Rückfluss der durch die Emission von „Dim Sum“-Bonds erhobenen Erlöse nicht, führt aber eine Einzelfallüberprüfung solcher Transaktionen durch, sodass großen Volumina von erlöstem Kapital der Rückfluss verwehrt

bleibt. In beiden Fällen sind jene Restriktionen als Schutzmaßnahmen zugunsten des nationalen Bankensektors einzuordnen.

#### **7.4.2. Kreditvergabe durch Offshore-Entitäten an Onshore-Unternehmen**

Japan gestattete die Vergabe von kurzfristigen Euroyen-fakturierten Krediten an Devisenländer im Juni 1984, diejenige von langfristigen Euroyen-Krediten im Mai 1989. Eine Rückkopplung zwischen Offshore- und Onshore-Kreditmarkt manifestierte sich also bereits im zweiten bzw. siebten Jahr der Internationalisierung des JPY.

Die Vergabe von CNH-fakturierten Krediten durch Offshore-Entitäten an festlandchinesische Unternehmen wurde laut Medienberichten im Jahr 2011 zwischenzeitlich praktiziert, doch bleibt bis dato eigentlich verboten (vgl. Kap.6.4.3.).

#### **7.4.3. Vergleich des „Japanese Offshore Market“ mit dem Hongkonger Offshore-Markt**

Zu Beginn der Internationalisierung des CNY hat außer demjenigen in Hongkong *kein* CNY-Offshore-Markt existiert. Dies ist im Falle der Internationalisierung des JPY nicht der Fall gewesen. Da 1983 bereits die Konvertibilität des JPY hergestellt war, konnten prinzipiell überall auf der Welt JPY-Konten eröffnet und JPY-Bankdienstleistungen angeboten werden. Der JOM ist vor diesem Hintergrund nicht als japanisches Pendant zum CNY-Offshore-Markt in Hongkong zu verstehen. Als Bankenfreizone stellte er vielmehr eine Steueroase dar, in welcher für Offshore-Geschäfte genutzte JPY-Devisen geparkt werden konnten. Die Paralleltät zwischen JOM und Hongkonger Offshore-Markt liegt vielmehr in dem Zweck, dem beide dienen. Beide Konstrukte sollten die Offshore-Nutzung der jeweiligen Währung attraktiver gestalten, ohne unkontrollierbare Rückkopplungen zwischen Offshore- und Onshore-Märkten auszulösen. So wie im JOM nur „out-out“-Geschäfte (Transaktionen zwischen Devisenländern) betrieben werden durften, so wird bspw. auch die Überweisung von CNH-Devisen nach Festlandchina stark eingeschränkt.

## 7.5. Fazit: Drei spezifische Charakteristika des chinesischen Internationalisierungsprozesses

Das offensichtliche Alleinstellungsmerkmal und erste spezifische Charakteristikum der Internationalisierung des CNY ist der Umstand, dass sie vor einer vollständigen Konvertibilität des CNY bzw. vor vollständiger Liberalisierung der Kapitalbilanz begonnen wurde. Seit den 1990er Jahren wird die chinesische Kapitalbilanz in einem äußerst behutsamen Prozess graduell geöffnet. Die stellvertretende Gouverneurin der PBoC Hu Xiaolian bringt die chinesische Vorgehensweise zur Liberalisierung der Kapitalbilanz in einem Interview mit dem Finanzmagazin *Caijing* prägnant auf den Punkt: „zuerst langfristiges Kapital, dann kurzfristiges Kapital; zuerst Direktinvestitionen, dann Portfolioinvestitionen; zuerst Kapitalzuflüsse, dann Kapitalabflüsse“ („先长期资本后短期资本, 先直接投资后间接投资, 先资本流入后资本流出“)<sup>471</sup>. Da eine vollständige Liberalisierung jener Kapitalflüsse aber bis heute nicht abgeschlossen wurde, mussten bei gleichzeitigem Beginn der Währungsinternationalisierung besondere regulative Vorkehrungen getroffen werden. Einerseits sollte die Nutzung des CNY jenseits der Grenzen gefördert werden, andererseits aber Rückkopplungen mit dem nationalen Finanzsystem verhindert werden. Dies resultierte in der Errichtung des Hongkonger CNH-Offshore-Marktes bei gleichzeitiger Aufrechterhaltung eines hohen Maßes an Trennung vom Onshore-Markt. In der Schaffung dieses institutionellen Arrangements verbergen sich spezielle strategische Beweggründe. Bei genauer Betrachtung des Nebeneinanders von Offshore- und Onshore-Märkten wird deutlich, dass die anfangs strikte Trennung dieser beiden Sphären seit einiger Zeit gezielt erodiert wird. So wurden die Regularien bzgl. Überweisungen von Offshore- auf Onshore-Konten graduell gelockert (vgl. Kap. 6.4.1.), eine zunehmende Anzahl festlandchinesischer Nicht-Finanzinstitutionen berechtigt „Dim Sum“-Bonds in Hongkong zu emittieren (vgl. Kap. 6.4.2.), drei Arten ausländischer Entitäten autorisiert im Offshore Markt erworbene CNY-Devisen für Investitionen in den inländischen Interbanken-Anleihemarkt zu nutzen und RFDI- wie RQFII-Projekte angesprochen, welche in größer werdenden Volumina einen Rückfluss von Offshore-Kapital in den Onshore-Markt ermöglichten. Angesichts der Existenz unterschiedlicher Preissysteme in den Offshore- und Onshore-Märkten sind diese immer breiter werdenden Verbindungskanäle von enormer Bedeutung. Robert N. McCauley von der BIS ist der Auffassung, dass die Zunahme der über diese Kanäle fließenden Kapitalströme einer Deregulierung der nationalen Devisen-, Geld- und Rentenmärkte Bahn brechen wird:

---

<sup>471</sup> Hu Xiaolian zit. n. Wang Shuo/Ye Weiqiang/Zhang Ji, 胡晓炼谈 QDII, in: *Caijing*, 01.05.2006.

„[T]he internationalization of the renminbi can provide a parallel track of pricing for foreign exchange, money, and bond markets. This track will help diminish the importance of regulated financial prices, and, alongside its domestic counterpart, inform their setting where flexibility is permitted. The more that offshore renminbi are given a passport to enter the mainland freely, the more prices in the offshore market will matter.“<sup>472</sup>

Es gibt also allen Anlass zur Vermutung, dass die Internationalisierung des CNY im Allgemeinen und die Schaffung des CNH-Offshore-Marktes im Speziellen für die chinesischen Behörden nicht nur Ziele per se sind (vgl. Kap. 3.1.), sondern auch als Propeller für Reformen des nationalen Finanzsystems dienen.

Es ist in diesem Zusammenhang augenfällig, dass die Verbindungskanäle zwischen Offshore- und Onshore-Märkten nicht schlagartig, sondern graduell verbreitert werden. Diese graduelle Öffnung ist nicht nur kennzeichnend für die Kapitalrückflüsse, sondern prinzipiell für alle mit der Internationalisierung des CNY in Zusammenhang stehenden Maßnahmen. Das zweite spezifische Charakteristikum der Internationalisierung des CNY ist also ihre *Gradualität*. In Kapitel 6 dürfte ersichtlich geworden sein, dass nahezu alle Initiativen zunächst als Pilotprojekte („试点“) bzw. als „Provisional Rules“ („暂行办法“) in einem begrenzten Umfang durchgeführt und geographisch eingegrenzt wurden, bevor sie im Falle des Ausbleibens unerwünschter Nebenwirkungen ausgedehnt (bzw. im Falle des Eintretens unerwünschter Nebenwirkungen angepasst) werden konnten. Die chinesischen Behörden praktizieren diese explorative Vorgehensweise sehr bewusst und formulieren dies auch bei vielfältigen Gelegenheiten. So schreibt bspw. ein hochrangiger Beamter der Zentralbank in einem Strategiepapier, die Ausweitung der grenzübergreifenden Nutzung des CNY für Handel und Investitionen solle Schritt für Schritt und unter Einhegung jeglicher Risiken durchgeführt werden („按照循序渐进、风险可控的原则，稳步扩大人民币在跨境贸易和投资中的作用“)<sup>473</sup>. So heißt es auf einer zur Internationalisierung des CNY abgehaltenen und von der PBoC organisierten Tagung im Frühjahr 2011, die grenzübergreifende Nutzung des CNY sei ein völlig neuartiges Phänomen, was eine permanente Evaluation und eine Anpassung geltender Regelwerke notwendig mache („跨境人民币业务是一项全新的工作，[...]相关管理部门也需要在监管理念、管理思路和具体方式上逐步调整和探索“)<sup>474</sup>. Häufig wird auch darauf hingewiesen, dass der graduelle Reformweg systematisches Lernen möglich mache. So gibt die

---

<sup>472</sup> Robert N. McCauley, *Internationalizing the Renminbi and China's Financial Development Model*, Council on Foreign Relations Working Paper, November 2011a, S.23.

<sup>473</sup> Vgl. Li B. (2011).

<sup>474</sup> Vgl. PBoC (2011j).

PBoC an, dass das RQFII-Programm auf den im QFII-Programm gesammelten Erfahrungen aufbaue („RQFII 试点业务借鉴了合格境外机构投资者（QFII）制度的经验“)<sup>475</sup>. Die Vorteilhaftigkeit der Gradualität ist also hinlänglich beschrieben: Unerwünschte und ex ante nicht vorhersehbare Nebenwirkungen können im Frühstadium eines Pilotprojektes erkannt werden, sodass Schaden begrenzt wird und Zeit für regulative Anpassungen bleibt. Es stellt sich aber gleichzeitig die Frage, ob sich die Langsamkeit eines derart graduellen Reformweges auch nachteilig auf die Internationalisierung der Währung auswirken kann, da ein offener Finanzmarkt gemeinhin als *Vorbedingung* für eine erfolgreiche Internationalisierung angesehen wird (vgl. Kap. 2.2.2.). Japans in vielen Bereichen zögerliche Liberalisierung wird häufig als Grund für das Scheitern der Internationalisierung des JPY identifiziert - und China ist in vielen Punkten noch vorsichtiger als Japan vorgegangen: Wo Japan die Konvertibilität des JPY, den Zugang zum Tokioter Aktienmarkt oder die JPY-Fakturierung des Außenhandels schon vor Beginn der Internationalisierungsstrategie zugelassen hatte, herrschen diesbezüglich weiterhin Beschränkungen in China vor. Die chinesischen Behörden versuchen diesem Defizit abzuhelpfen, indem sie gezielte Anreizstrukturen schaffen, die eine Nutzung des CNY in seinen Funktionen als Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel herbeiführen sollen. So schuf China durch das Angebot eines exklusiven Zugangs zum Markt für Staatsanleihen einen Anreiz für ausländische Banken, am CNY-fakturierten Außenhandel mitzuwirken. Insbesondere aber zeichnet sich die chinesische Regierung durch ein großes Maß an Bereitschaft aus, den Internationalisierungsprozess politisch zu unterstützen. Wo Japan jegliche politische Aktivität zur Unterstützung der Abwicklung des Außenhandels in heimischer Währung vermissen ließ, förderte die VRCh das entsprechende Pilotprojekt von Anfang an durch die Flankierung mit Swap-Abkommen und Memoranda of Understanding. Diese behördliche Förderung ist auch bei der Entstehung des „Dim Sum“-Marktes kennzeichnend: Noch bevor Devisenausländer die Gelegenheit hatten, CNH-fakturierte Eurobonds zu emittieren, hatte China über verordnete Emissionen durch staatlich kontrollierte Banken und das MoF bereits eine gewisse Tiefe des Marktes geschaffen; Japan überließ die Entstehung des Marktes für Euroyen-Bonds hingegen vollständig den Marktkräften (und hinderte viele ausländische Unternehmen sogar durch die Bonitätsprüfung an der Teilnahme). Als drittes Charakteristikum der Internationalisierung des CNY wäre demnach eine unbedingte politische Unterstützung zu identifizieren. Anstatt allein den Markt über den Ausgang des Internationalisierungsprozesses entscheiden zu lassen, wird er behördlich gelenkt.

---

<sup>475</sup> Vgl. PBoC (2011n), S.16.



## 8. Resümee und Ausblick

Zur Beantwortung der in Kapitel 1 aufgeworfenen Forschungsfrage (Durch welche prozeduralen Charakteristika zeichnet sich das chinesische Vorgehen zur Internationalisierung der heimischen Währung aus?) wurden die Internationalisierungsprozesse der japanischen und chinesischen Währungen in Kapitel 4 respektive Kapitel 6 dargestellt und in Kapitel 7 miteinander verglichen. Als Quintessenz dieser Gegenüberstellung konnten drei spezifische Charakteristika des Prozesses zur Internationalisierung der chinesischen Währung identifiziert werden (vgl. Kap. 7.5.). Das erste Merkmal der Internationalisierung des CNY ist deren Beginn vor vollständiger Konvertibilität der Währung bzw. vor vollständiger Liberalisierung der Kapitalbilanz. Aus dieser besonderen Sequenzierung resultierte wiederum der Aufbau des Hongkonger CNH-Marktes, da Rückkopplungen zwischen Offshore- und Onshore-Märkten verhindert werden mussten. Die Barrieren für Kapitalflüsse zwischen den beiden Sphären werden in jüngster Vergangenheit allerdings inkrementell erodiert. Dieses Phänomen ist seinerseits Ausdruck des zweiten Merkmals der Internationalisierung des CNY: Alle Maßnahmen zur Internationalisierung der chinesischen Währung werden graduell durchgeführt. Dies schlägt sich darin nieder, dass Reforminitiativen zumeist als Pilotprojekte („试点“) bzw. als „Provisional Rules“ („暂行办法“) deklariert werden, wodurch ex ante unabsehbare Risiken eingegrenzt werden können. Da die mit dieser Gradualität einhergehende Verweigerung eines sofortigen und vollständigen Zugangs zum nationalen Finanzmarkt dem Erfolg des Internationalisierungsprozesses tendenziell abträglich ist, kreierte die chinesische Regierung gezielte Anreize zur Steigerung der Attraktivität der Nutzung des CNY in seinen Funktionen als Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel. Das dritte Charakteristikum der Internationalisierung des CNY ist somit eine unbedingte politische Unterstützung seitens offizieller Behörden.

Die Frage, ob der Prozess zur Internationalisierung der chinesischen Währung von Erfolg gekrönt sein wird, muss die vorliegende Studie unbeantwortet lassen. Der Autor ist von der Unmöglichkeit überzeugt, diesbezüglich eine verlässliche Prognose zu erstellen. Zu viele endogene und exogene Faktoren, die wiederum von hochgradiger Ungewissheit sind, müssten in diese Kalkulation einbezogen werden. So wird der Internationalisierungsprozess des CNY bspw. massiv vom Ausgang der Euro-Schuldenkrise beeinflusst werden. Wo sich also eine Prognose über Erfolg und Misserfolg der beschriebenen Bemühungen verbietet, ist ein Ausblick nur in solchen Aspekten sinnvoll, wo bereits Andeutungen über mögliche zukünftige Maßnahmen verlautbart wurden.

In naher Zukunft könnte der Fokus der Reformbemühungen auf der Etablierung Shanghais als Onshore-CNY-Finanzplatz liegen. Ein im Frühjahr 2012 verabschiedetes Dokument deutet darauf hin, dass die Zentralregierung den Einfluss des Onshore-Marktes auf Definierung von Zinssätzen und Wechselkursverhältnissen des CNY zu stärken gedenkt. Dem Aufbau Shanghais als zentralem Standort zur Preisfindung bei CNY-Produkten wäre in diesem Zusammenhang die Etablierung eines International Board an der Shanghaier Börse zuträglich. Eine solche Reform würde höchstwahrscheinlich wieder als Pilotprojekt durchgeführt werden, sodass vorerst nur qualifizierte ausländische Unternehmen zu entsprechenden Emissionen befugt würden. Auch andere Formen von Kapitalabflüssen dürften in näherer Zukunft eine Deregulierung erfahren. So sich die chinesischen Behörden am japanischen Beispiel orientieren, könnte eine Ausweitung des Kreises der für die Emission von „Panda-Bonds“ zugelassenen Entitäten erfolgen, sodass auch kommerzielle Unternehmen jene Auslandsanleihen emittieren dürften - der Beginn einer entsprechenden Initiative wurde im Frühjahr 2012 bereits angedeutet. Bereits absehbar ist außerdem eine weitere Erodierung der Rückkopplungen zwischen Offshore- und Onshore-Märkten durch eine Anhebung der Obergrenze des RQFII-Programms: Die amtliche Nachrichtenagentur Xinhua zitierte bereits im Dezember 2011 einen Verantwortlichen der CSRC mit den Worten, dass eine Ausweitung dieser Begrenzung nach einer Testphase und einer Analyse durch die relevanten Behörden möglich sei.<sup>476</sup> Des Weiteren steht zur Debatte, einigen RQFIIs eine Genehmigung zu erteilen, „to issue exchange-traded funds (ETFs) made up of A-shares“<sup>477</sup>. Von enormer Wichtigkeit wäre es auch, Transparenz in den noch vorhandenen regulativen Grauzonen zu schaffen: Bspw. wurden faktisch bereits im Sommer 2011 Kredite durch Offshore-Entitäten an Onshore-Unternehmen vergeben, im Anschluss aber wieder durch die PBoC verboten. Intransparent gestaltet sich außerdem der Genehmigungsprozess für festlandchinesische Nicht-Finanzinstitutionen zur Emission von „Dim Sum“-Bonds. Li Keqiang deutete auf seiner Hongkong-Reise bereits an, dass hier die Verabschiedung eines klaren Regelkatalogs zu erwarten ist. Abschließend bleibt zu erwähnen, dass die exklusive Rolle Hongkongs als alleinigem Offshore-CNY-Markt möglicherweise bereits im Jahre 2012 aufgebrochen werden könnte. Aktuell tobt ein Dreikampf zwischen Taiwan, Singapur und London um die Platzierung einer CNY-Clearing-Bank in den jeweiligen Finanzmetropolen, womit sich dort lukrative Geschäftsfelder wie CNY-Bankgeschäfte, CNY-Trade Finance und Emission von CNY-fakturierten Anleihen eröffnen würden. Mit der

---

<sup>476</sup> Vgl. Zhao Xiaohui/Wang Yu, 境外人民币投资境内证券开闸, in: People's Daily, 17.12.2011.

<sup>477</sup> Vgl. Ohne Autor (2012b).

Kreierung eines zweiten CNY-Offshore-Zentrums wäre dann auch das Tor für den endgültigen Durchbruch des CNY als internationaler Währung geöffnet.

## Anhang

*Tabelle 04: Politische Maßnahmen zur Internationalisierung der chinesischen Währung*

<b>Datum</b>	<b>Bezeichnung (chinesisch)</b>	<b>Bezeichnung (englisch/deutsch)</b>	<b>Veröffentlichende Behörde</b>	<b>Besonderheiten</b>
23.01.1997	边境贸易外汇管理暂行办法	Provisional Rules on Foreign Exchange Management in Border Trade	SAFE	
05.11.2002	合格境外机构投资者境内证券投资 管理暂行办法	Provisional Measures on the Administration of Domestic Securities Investments by Qualified Foreign Institutional Investors (QFIIs)	PBoC/CSRC	Lizenzierung durch CSRC, Zuweisung von Quoten durch SAFE
18.11.2003	合作备忘录	Cooperation Memorandum between PBoC and HKMA on personal RMB business in Hong Kong	PBoC/HKMA	CNH-Bankdienstleistungen in Hongkong
18.02.2005	国际开发机构人民币债券发行 管理暂行办法	Interim Measures for the Administration of the Renminbi Bond Issuance of International Development Organizations	PBoC/MoF/NDRC/ CSRC	Genehmigung der Emission von „Panda-Bonds“
13.04.2006	中国人民银行公告（2006）第 5 号	Announcement of the People's Bank of China (2006) No. 5	PBoC	Ankündigung des QDII-Programms
17.04.2006	商业银行开办代客境外理财业务 管理暂行办法	Provisional Administrative Rules on the Overseas Wealth Management Business of Commercial Banks on Behalf of Their Clients	PBoC/CBRC/SAFE	QDII-Programm für Banken läuft an

<b>Datum</b>	<b>Bezeichnung (chinesisch)</b>	<b>Bezeichnung (englisch/deutsch)</b>	<b>Veröffentlichende Behörde</b>	<b>Besonderheiten</b>
01.09.2006	合格境外机构投资者境内证券投资 管理办法	Measures on Administration of Domestic Securities Investments by Qualified Foreign Institutional Investors	CSRC/PBoC/SAFE	Neue QFII Regularien
14.01.2007	中国人民银行公告(2007)第 3 号— 扩大为香港银行办理人民币业务 提供平盘及清算安排的范围	Expansion of RMB Banking Business in Hong Kong	PBoC	
08.06.2007	境内金融机构赴香港发行人民币 债券管理暂行办法	Provisional Administrative Rules on Renminbi- Denominated Bond Issuance by Mainland Financial Institutions in Hong Kong SAR	PBoC/NDRC	
18.06.2007	合格境内机构投资者境外证券投资 管理试行办法	Trial Measures for the Administration of Overseas Securities Investment by Qualified Domestic Institutional Investors	CSRC	Ausdehnung des QDII-Programms auf Vermögensverwaltungs- gesellschaften
20.08.2007	开展境内个人直接投资境外证券 市场试点	Pilot Program of Allowing Domestic Individual Residents to Directly Invest in Overseas Securities Market	SAFE	Pilotprogramm im November 2007 durch den Staatsrat gestoppt
10.07.2008	中国人民银行主要职责、内设机构 和人员编制规定	Provisions on the Main Functions, Internal Structure and Staffing of the People's Bank of China	Staatsrat	Erste Erwähnung der Begrifflichkeit „Internationalisierung des CNY“ („人民币国际化“) in einem offiziellen Dokument

<b>Datum</b>	<b>Bezeichnung (chinesisch)</b>	<b>Bezeichnung (englisch/deutsch)</b>	<b>Veröffentlichende Behörde</b>	<b>Besonderheiten</b>
02.07.2009	跨境贸易人民币结算试点管理办法	Administrative Rules on the Pilot Program for Renminbi Settlement of Cross-border Trade Transactions	PBoC/MoF/MOFCOM/ General Administration of Customs/ State Administration of Taxation/CBRC	Aufsicht durch PBoC/MOFCOM/General Administration of Customs/ State Administration of Taxation/CBRC
11.02.2010		Elucidation of Supervisory Principles and Operational Arrangements Regarding Renminbi Business in Hong Kong	HKMA	
17.06.2010	关于扩大跨境贸易人民币结算试点 有关问题的通知	Expansion of Pilot RMB Settlement in Cross-border Trade	PBoC/MoF/MOFCOM/ General Administration of Customs/ State Administration of Taxation/CBRC	
20.07.2010	补充合作备忘录	Supplementary Memorandum of Cooperation	PBoC/HKMA	
16.08.2010	关于境外人民币清算行等三类机构 运用人民币投资银行间债券市场 试点有关事宜的通知	Circular on Matters Relevant to the Pilot Project for Investment in the Interbank Bond Market with Renminbi by Three Types of Organisations Such as Overseas Renminbi Clearing Banks	PBoC	
16.09.2010	国际开发机构人民币债券发行 管理暂行办法(2010 修订)	Interim Measures for the Issuance of RMB Bonds by International Development Institutions (2010 Revision)	PBoC/MoF/NDRC/CSRC	Erlöse aus Emissionen von „Panda-Bonds“ dürfen nun außer Landes transferiert werden

<b>Datum</b>	<b>Bezeichnung (chinesisch)</b>	<b>Bezeichnung (englisch/deutsch)</b>	<b>Veröffentlichende Behörde</b>	<b>Besonderheiten</b>
01.10.2010	新疆跨境直接投资人民币结算试点 暂行办法	Temporäre Maßnahmen in Xinjiang zur Abwicklung von grenzübergreifenden Direktinvestitionen in CNY	PBoC (Wulumuqi Central Sub-branch)	
04.01.2011	温州市个人境外直接投资试点方案	Pilot Program of Wenzhou City on Overseas Direct Investment Made by Individuals	Wenzhou Bureau of Commerce	
06.01.2011	境外直接投资人民币结算试点 管理办法	Administrative Measures for the Pilot RMB Settlement of Outward Direct Investment	PBoC	Ausstellung der Einzelfallgenehmigungen durch NDRC und MOFCOM; Aufsicht des gesamten Pilotprogramms durch PBoC/SAFE
25.02.2011	关于外商投资管理有关问题的 通知	Circular on Matters Relating to Foreign Investment Administration Work	MOFCOM	Ausarbeitung der Regularien in enger Abstimmung mit PBoC und SAFE
03.06.2011	关于明确跨境人民币业务 相关问题的通知	Circular on Clarification of Matters Relating to Cross-border Rmb Business	PBoC	
22.08.2011	关于扩大跨境贸易人民币结算地区 的通知	Notice on Extending Geographical Coverage of Use of RMB in Cross-border Trade Settlement	PBoC/MoF/MOFCOM/ General Administration of Customs/ State Administration of Taxation/CBRC	

<b>Datum</b>	<b>Bezeichnung (chinesisch)</b>	<b>Bezeichnung (englisch/deutsch)</b>	<b>Veröffentlichende Behörde</b>	<b>Besonderheiten</b>
12.10.2011	关于跨境人民币直接投资 有关问题的通知	Circular on Issues Relevant to Cross-border Direct Investment in Renminbi	MOFCOM	
13.10.2011	外商直接投资人民币结算业务 管理办法	Measures for the Administration of Renminbi Settlement Matters Relating to Foreign Direct Investment	PBoC	
26.10.2011	关于境内银行业金融机构境外项目 人民币贷款的指导意见	Guiding Opinions for Banks and Other Financial Institutions Regarding Renminbi Lending to Overseas Projects	PBoC	
16.12.2011	基金管理公司、证券公司人民币合 格境外机构投资者境内证券投资 试点办法	Trial Measures on Securities Investments in China by Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors of Fund Investment Companies and Securities Companies	CSRC/PBoC/SAFE	



## Literaturverzeichnis

- Arrighi, Delphine et al.**, The new CNH market, Standard Chartered Bank Special Report, 27.08.2010.  
URL: [http://www.institutionalinvestorchina.com/arfy/uploads/soft/100903/1\\_0920312001.pdf](http://www.institutionalinvestorchina.com/arfy/uploads/soft/100903/1_0920312001.pdf) [Stand: 19.01.2012].
- Asian Bonds Online**, China: Size of LCY Bond Market in % of GDP, Manila, 2011a.  
URL: [http://asianbondsonline.adb.org/china/data/bondmarket.php?code=LCY\\_in\\_GDP\\_Local](http://asianbondsonline.adb.org/china/data/bondmarket.php?code=LCY_in_GDP_Local) [Stand: 14.03.2012].
- Asian Bonds Online**, China: Size of LCY Bond Market in USD, Manila, 2012a.  
URL: [http://asianbondsonline.adb.org/china/data/bondmarket.php?code=LCY\\_in\\_USD\\_Local](http://asianbondsonline.adb.org/china/data/bondmarket.php?code=LCY_in_USD_Local) [Stand: 14.03.2012].
- Asian Bonds Online**, Japan: Foreign Holdings in LCY Government Bonds, Manila, 2011b.  
URL: [http://asianbondsonline.adb.org/japan/data/bondmarket.php?code=Foreign\\_Holdings](http://asianbondsonline.adb.org/japan/data/bondmarket.php?code=Foreign_Holdings) [Stand: 12.10.2011].
- Asian Bonds Online**, Japan: Issuance Volume of LCY Bond Market in USD, Manila, 2011c.  
URL: [http://asianbondsonline.adb.org/japan/data/bondmarket.php?code=Issuance\\_Volume\\_LCY](http://asianbondsonline.adb.org/japan/data/bondmarket.php?code=Issuance_Volume_LCY) [Stand: 12.10.2011].
- Asian Bonds Online**, Japan: Size of LCY Bond Market in % of GDP, Manila, 2012b.  
URL: [http://asianbondsonline.adb.org/japan/data/bondmarket.php?code=LCY\\_in\\_GDP\\_Local](http://asianbondsonline.adb.org/japan/data/bondmarket.php?code=LCY_in_GDP_Local) [Stand: 14.03.2012].
- Asian Bonds Online**, Korea: Size of LCY Bond Market in % of GDP, Manila, 2012c.  
URL: [http://asianbondsonline.adb.org/korea/data/bondmarket.php?code=LCY\\_in\\_GDP\\_Local](http://asianbondsonline.adb.org/korea/data/bondmarket.php?code=LCY_in_GDP_Local) [Stand: 14.03.2012].
- Austrade**, Market Snapshot - China. Qualified Domestic Institutional Investors (QDII), ohne Ort, November 2010.  
URL: <http://www.austrade.gov.au/ArticleDocuments/2792/China-Market-Snapshot-QDII.pdf.aspx> [Stand: 27.02.2012].
- Batten, Jonathan A./Szilagyi, Peter G.**, Developing Foreign Bond Markets: The Arirang Bond Experience in Korea, IIS Discussion Paper No.138, Mai 2006.  
URL: <http://www.tcd.ie/iis/documents/discussion/pdfs/iisdp138.pdf> [Stand: 15.08.2011].

- BIS (Monetary and Economic Department)**, Guide to the international financial statistics, Basel, Juli 2009.  
URL: <http://www.bis.org/statistics/intfinstatsguide.pdf> [Stand: 30.08.2011].
- BIS**, Securities statistics and syndicated loans. Table 13: International debt securities by type, sector and currency, September 2011.  
URL: <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm> [Stand: 14.11.2011].
- BIS**, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998 – Final Results, Basel, 10.05.1999.  
URL: [http://www.bis.org/publ/r\\_fx98.htm](http://www.bis.org/publ/r_fx98.htm) [Stand: 28.08.2011].
- BIS**, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010 – Final Results, Basel, 01.12.2010.  
URL: <http://www.bis.org/publ/rpfx10t.htm> [Stand: 28.08.2011].
- BIS**, Quarterly Review (March 2012), Basel, 14.03.2012.  
URL: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1103.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1103.htm) [Stand: 22.03.2012].
- Blitz, James**, Britain and China strengthen relations, in: Financial Times, 09.09.2011.  
URL: <http://www.ftchinese.com/story/001040615/en> [Stand: 05.03.2012].
- Cai, Jane**, Beijing gives yuan boost to HK, in: South China Morning Post, 23.11.2011.  
URL: <http://topics.scmp.com/news/china-business-watch/article/Beijing-gives-yuan-boost-to-HK> [Stand: 19.01.2012].
- Cai Xiao**, Fears over hot money from QFLP aired, in: China Daily, 09.06.2011a.  
URL: [http://www.chinadaily.com.cn/business/2011-06/09/content\\_12667007.htm](http://www.chinadaily.com.cn/business/2011-06/09/content_12667007.htm) [Stand: 06.12.2011].
- Cai Xiao**, Overseas PE companies warm up to QFLP, in: China Daily, 12.04.2011b.  
URL: [http://www.chinadaily.com.cn/usa/epaper/2011-04/12/content\\_12310141.htm](http://www.chinadaily.com.cn/usa/epaper/2011-04/12/content_12310141.htm) [Stand: 07.12.2011].
- Campbell, John Y./Hamao, Yasushi**, The Interest Rate Process and the Term Structure of Interest in Japan, in: Singleton, Kenneth (Hrsg.), Japanese Monetary Policy, Chicago 1993, S.95-120.
- Cao, Belinda/Sanderson, Henry/Hamlin, Kevin**, Central Bank Opens Interbank Bond Market to Hong Kong Banks Holding Yuan, in: Bloomberg News, 18.08.2010.  
URL: <http://www.bloomberg.com/news/2010-08-17/central-bank-opens-interbank-bond-market-to-hong-kong-banks-holding-yuan.html> [Stand: 06.01.2012].

- Ceng Chun**, 内设机构确定央行货币政策二司或本周成立, in: 每日经济新闻网, 04.11.2009.  
URL: <http://old.nbd.com.cn/newshtml/20091104/20091104033439760.html> [Stand: 21.02.2012].
- Central Bank of the Republic of China**, 台灣辦理人民幣業務的說明, Taipei, 14.08.2011.  
URL: <http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=39072&ctNode=302&mp=1> [Stand: 03.03.2012].
- Central People's Government of the PRC**, 国务院常务会部署搞活流通扩消费保外贸稳增长措施, Beijing, 24.12.2008a.  
URL: [http://www.gov.cn/lhdh/2008-12/24/content\\_1186742.htm](http://www.gov.cn/lhdh/2008-12/24/content_1186742.htm) [Stand: 10.02.2012].
- Central People's Government of the PRC**, 关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见, Beijing, 29.04.2009.  
URL: [http://www.gov.cn/zwgk/2009-04/29/content\\_1299428.htm](http://www.gov.cn/zwgk/2009-04/29/content_1299428.htm) [Stand: 17.02.2012].
- Central People's Government of the PRC**, 中国人民银行主要职责、内设机构和人员编制规定, Beijing, 10.07.2008b.  
URL: [http://www.gov.cn/gzdt/2008-08/14/content\\_1072077.htm](http://www.gov.cn/gzdt/2008-08/14/content_1072077.htm) [Stand: 02.01.2012].
- Chatterjee, Saikat**, Singapore offshore yuan centre may grow slower than Hong Kong, in: Reuters, 19.04.2011.  
URL: <http://www.reuters.com/article/2011/04/20/markets-offshore-yuan-idUSL3E7FJ1BK20110420> [Stand: 15.02.2012].
- Chen Dongqi/Zhang Anyuan/Wang Yuan**, Exchange rate reform: progress, challenges and prospects, in: China Economist, Dezember 2009.  
URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1516288](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1516288) [Stand: 15.12.2011].
- Chen, Hongyi/Peng, Wensheng**, The Potential of the Renminbi as an International Currency, in: Wensheng Peng/Chang Shu, Currency Internationalization: Global Experiences and Implications for the Renminbi, Hampshire 2010, S.115-138.
- Chen, Lydia**, 2 private equity funds join QFLP program, in: Shanghai Daily, 23.06.2011.  
URL: <http://www.shanghaidaily.com/nsp/Business/2011/06/23/2%2Bprivate%2Bequity%2Bfunds%2Bjoin%2BQFLP%2Bprogram/> [Stand: 08.12.2011].

- Chen, Oswald**, Door opens for dual-currency IPOs, in: China Daily, 23.06.2011.  
URL: [http://www.chinadaily.com.cn/hkedition/2011-06/23/content\\_12756031.htm](http://www.chinadaily.com.cn/hkedition/2011-06/23/content_12756031.htm)  
[Stand: 03.02.2012].
- Chen Xiaoli/Cheung Yin-Wong**, Renminbi Going Global, Hong Kong Institute for Monetary Research, HKIMR Working Paper No. 08/2011, März 2011.  
URL: [http://www.hkimr.org/cms/upload/publication\\_app/pub\\_full\\_0\\_2\\_272\\_WP%20No.08\\_2011%20%28Final%29.pdf](http://www.hkimr.org/cms/upload/publication_app/pub_full_0_2_272_WP%20No.08_2011%20%28Final%29.pdf) [Stand: 28.06.2011].
- Cheng, David K. et al.**, Shanghai on its way to become onshore RMB market, in: China Alert, 27.10.2010.  
URL: [http://www.nixonpeabody.com/linked\\_media/publications/China\\_Alert\\_10\\_27\\_2010.pdf](http://www.nixonpeabody.com/linked_media/publications/China_Alert_10_27_2010.pdf) [Stand: 15.02.2012].
- Chinn, Menzie D./Frankel, Jeffrey A.**, The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency, NBER Working Paper No. 13909, April 2008.  
URL: [http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/chinn\\_frankel\\_euro\\_again.pdf](http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/chinn_frankel_euro_again.pdf) [Stand: 27.10.2011].
- Chinn, Menzie D./Frankel, Jeffrey A.**, Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Currency? in: Richard H. Clarida (Hrsg.), G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, Chicago 2007, S.283-335.
- Chinn, Menzie D./Maloney, William F.**, Financial and Capital Account Liberalization in the Pacific Basin: Korea and Taiwan During the 1980's, in: International Economic Journal, Volume 12, No. 1, 1998, Spring 1998.  
URL: [http://econ.snu.ac.kr/~kiea/IEJ/vol12\\_1/s4.pdf](http://econ.snu.ac.kr/~kiea/IEJ/vol12_1/s4.pdf) [Stand: 25.07.2011].
- Cookson, Robert**, Hong Kong's first renminbi IPO raises \$1.6bn, in: Financial Times, 20.04.2011.  
URL: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/39d32174-6af2-11e0-9744-00144feab49a.html>  
[Stand: 02.02.2012].
- Council on Foreign Exchange and Other Transactions**, Internationalization of the Yen (Interim Report), Tokio, 12.11.1998.  
URL: [http://www.mof.go.jp/english/about\\_mof/councils/customs\\_foreign\\_exchange/ko001.htm](http://www.mof.go.jp/english/about_mof/councils/customs_foreign_exchange/ko001.htm) [Stand: 26.10.2011].

- Council on Foreign Exchange and Other Transactions**, Internationalization of the Yen for the 21st Century. Japan's Response to Changes in Global Economic and Financial Environments, Tokio, 20.04.1999.  
URL: [http://www.mof.go.jp/english/about\\_mof/councils/customs\\_foreign\\_exchange/e1b064a.htm](http://www.mof.go.jp/english/about_mof/councils/customs_foreign_exchange/e1b064a.htm) [Stand: 31.08.2011].
- CSRC**, 合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法, Beijing, 18.06.2007.  
URL: [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/xxfw/fgwj/bmgz/200803/t20080303\\_78240.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/xxfw/fgwj/bmgz/200803/t20080303_78240.htm) [Stand: 28.02.2012].
- CSRC/PBoC**, 合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法, Beijing, 05.11.2002.  
URL: [http://news.xinhuanet.com/fortune/2002-11/08/content\\_622420.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2002-11/08/content_622420.htm) [Stand: 24.02.2012].
- CSRC/PBoC/SAFE**, 合格境外机构投资者境内证券投资管理办法, Beijing, 24.08.2006.  
URL: [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/200804/t20080418\\_14506.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/200804/t20080418_14506.htm) [Stand: 24.02.2012].
- CSRC/PBoC/SAFE**, 基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法, Beijing, 16.12.2011.  
URL: [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201112/t20111216\\_203868.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201112/t20111216_203868.htm) [Stand: 19.01.2012].
- CSRC/PBoC/SAFE**, Measures on Administration of Domestic Securities Investments by Qualified Foreign Institutional Investors, Beijing, 01.09.2006.  
URL: [http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc\\_en/laws/overRule/Decrees/201001/t20100126\\_175938.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/laws/overRule/Decrees/201001/t20100126_175938.htm) [Stand: 24.02.2012].
- Cui Peng**, 中央政府挺港政策发挥效应, in: People's Daily, 18.01.2012.  
URL: [http://paper.people.com.cn/rmrb/html/2012-01/18/nw.D110000renmrb\\_20120118\\_3-02.htm?div=-1](http://paper.people.com.cn/rmrb/html/2012-01/18/nw.D110000renmrb_20120118_3-02.htm?div=-1) [Stand: 10.02.2012].
- Dudek, Mitchell/Hsu, Edward/Wang**, Alex, Shanghai Implements QFLP Measures for Foreign RMB Funds and Fund Managers, in: martindale.com, 27.09.2011.  
URL: [http://www.martindale.com/finance-law/article\\_SNR-Denton\\_1349364.htm](http://www.martindale.com/finance-law/article_SNR-Denton_1349364.htm) [Stand: 07.12.2011].

- Eichengreen, Barry/Flandreau, Marc**, The Federal Reserve, the Bank of England and the rise of the dollar as an international currency, 1914-39, BIS Working Papers No. 328, Basel, November 2010.  
URL: <http://www.bis.org/publ/work328.pdf> [Stand: 03.01.2012].
- Eichengreen, Barry/Frankel, Jeffrey A.**, On the SDR: Reserve Currencies and the Future of the International Monetary System, Working Paper prepared for the IMF Seminar on the Future of the SDR, 22.05.1996.  
URL: <http://www.hks.harvard.edu/fs/jfrankel/SDRCIDwp.3JF.PDF> [Stand: 10.11.2011].
- Evans, Rachel/Angerer, Tanya/Yuan, Helen**, Baosteel Cuts Costs With Biggest Dim Sum, in: Bloomberg News, 27.11.2011.  
URL: <http://www.bloomberg.com/news/2011-11-27/baosteel-cuts-borrowing-costs-with-biggest-corporate-dim-sum-china-credit.html> [Stand: 17.01.2012].
- Export-Import Bank of China**, Business Activities: Export Buyer's Credit, ohne Ort, ohne Datum.  
URL: [http://english.eximbank.gov.cn/businessarticle/activities/buyer/200905/9394\\_1.html](http://english.eximbank.gov.cn/businessarticle/activities/buyer/200905/9394_1.html) [Stand: 02.03.2012].
- Fang Huiling**, 跨境贸易人民币结算试点从广西等地开始, in: Guangxi Ribao, 13.08.2009.  
URL: <http://www.nanning.gov.cn/n725531/n733423/n743380/n744356/6049225.html> [Stand: 13.02.2012].
- Fukao, Mitsuhiro**, Capital account liberalisation: the Japanese experience and implications for China, BIS Papers No. 15, April 2003.  
URL: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap15h.pdf> [Stand: 20.09.2011].
- Goldstein, Morris/Lardy, Nicholas R.**, Evolution of China's Exchange Rate Regime in the Reform Era, in: The Future of China's Exchange Rate Policy, Washington 2009.
- Gribot-Carroz, Dominique/Chung, Ivan**, The Current Menu for Renminbi Bonds in Hong Kong: Dim Sum or Synthetic?, in: Moody's Investors Service Special Comment, 19.01.2011.  
URL: [http://www.institutionalinvestorchina.com/arfy/uploads/soft/110209/1\\_0843072771.pdf](http://www.institutionalinvestorchina.com/arfy/uploads/soft/110209/1_0843072771.pdf) [Stand: 15.02.2012].

- Ha, Hannah/Zhou, Lawrence**, Channels ready for cross-border Rmb flows? in: China Law & Practice, October 2011.  
URL: <http://www.chinalawandpractice.com/Article/2915239//Channels-ready-for-cross-border-Rmb-flows.html> [Stand: 30.01.2012].
- Hagele, Jochen**, Mit Sicherheit mehr Zinsen, München 2003.
- Hai, Wen/Yao, Hongxin**, Pros and Cons of International Use of the RMB for China, in: Wensheng Peng/Chang Shu, Currency Internationalization: Global Experiences and Implications for the Renminbi, Hampshire 2010, S.139-166.
- Hamao, Yasushi/Jegadeesh, Narisimhan**, An Analysis of Bidding in the Japanese Government Bond Auctions, in: The Journal of Finance, Vol. LIII, No.2, April 1998.  
URL: <http://www-bcf.usc.edu/~hamao/articles/jgbbidding.pdf> [Stand: 29.09.2011].
- Hamao, Yasushi/Jegadeesh, Narisimhan**, Japanese Government Bond Auctions: The U.S. Experience, Columbia University, Center on Japanese Economy and Business, Working Paper No. 99, Dezember 1995.  
URL: <http://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac:99399> [Stand: 11.10.2011].
- He Dong/Wang Honglin**, Dual-track Interest Rates and the Conduct of Monetary Policy in China, in: Bank of Finland Discussion Papers 21/2011, 17.08.2011.  
URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1914298](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1914298) [Stand: 15.03.2012].
- Heilmann, Sebastian**, Das politische System der Volksrepublik China, 2., aktualisierte Aufl., Wiebaden 2004.
- Hellmann, Norbert**, Warten auf den globalen Yuan, in: Börsen-Zeitung, 05.07.2011. [Zugriff über Lexis Nexis].
- Her Majesty's Treasury**, Fourth UK-China economic and financial dialogue: agreed joint policy outcomes paper, London, 08.09.2011.  
URL: [http://www.hm-treasury.gov.uk/int\\_ukchina\\_pop.htm](http://www.hm-treasury.gov.uk/int_ukchina_pop.htm) [Stand: 05.03.2012].
- HKEx**, Circular: Launch of Renminbi (RMB) Equity Trading Support Facility (TSF) on 24 October 2011, Hongkong, 12.10.2011a.  
URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/market/partcir/sehk/2011/Documents/CTMO03911E.pdf> [Stand: 03.02.2012].
- HKEx**, Implementation of HKEx's Strategic Plan 2010-2012, Hongkong, 11.01.2011b.  
URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/hkexnews/2011/1101112news.htm> [Stand: 06.02.2012].

- HKEx**, Leaflet: RMB Equity Trading Support Facility (TSF), Hongkong, Oktober 2011c.  
URL: [http://www.hkex.com.hk/eng/market/sec\\_tradinfra/TSF/Documents/TSF\\_Leaflet.pdf](http://www.hkex.com.hk/eng/market/sec_tradinfra/TSF/Documents/TSF_Leaflet.pdf) [Stand: 03.02.2012].
- HKEx**, List of TSF Stocks, Hongkong, 10.12.2011d.  
URL: [http://www.hkex.com.hk/eng/market/sec\\_tradinfra/tsf/TSF\\_Stocks.htm](http://www.hkex.com.hk/eng/market/sec_tradinfra/tsf/TSF_Stocks.htm) [Stand: 03.02.2012].
- HKEx**, Media Briefing on Models for RMB IPOs, Hongkong, 22.06.2011e.  
URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/hkexnews/2011/Documents/1106222news.pdf> [Stand: 03.02.2012].
- HKEx**, Media Workshop: RMB Equity Trading Support Facility (TSF), Hongkong, 04.05.2011f.  
URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/hkexnews/2011/documents/110504news.pdf> [Stand: 03.02.2012].
- HKEx**, News Briefs. July 2011, Hongkong, 12.07.2011g.  
URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/newsltr/2011/Documents/2011-07-12-e.pdf> [Stand: 05.01.2012].
- HKEx**, Overview: RMB Equity Trading Support Facility (TSF), Hongkong, ohne Datum.  
URL: [http://www.hkex.com.hk/eng/market/sec\\_tradinfra/TSF/Documents/TSF\\_Overview.pdf](http://www.hkex.com.hk/eng/market/sec_tradinfra/TSF/Documents/TSF_Overview.pdf) [Stand: 03.02.2012].
- HKEx**, RMB Internationalisation and HKEx RMB Strategies, Hongkong, 28.07.2011h.  
URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/speech/2011/Documents/sp110728.pdf> [Stand: 06.02.2012].
- HKEx**, Status Report on New Product and Market Development Initiatives, Hongkong, 31.01.2012.  
URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/hkexnews/2012/120131news.htm> [Stand: 07.02.2012].
- HKEx**, The HKEx Strategic Plan 2010-2012, Hongkong, 03.04.2010.  
URL: [http://www.hkex.com.hk/eng/exchange/corpinfo/mission/Documents/HKEX\\_Strategic\\_Plan.pdf](http://www.hkex.com.hk/eng/exchange/corpinfo/mission/Documents/HKEX_Strategic_Plan.pdf) [Stand: 06.02.2012].
- HKEx**, TSF: Frequently Asked Questions, Hongkong, 14.10.2011i.  
URL: [http://www.hkex.com.hk/eng/market/sec\\_tradinfra/TSF/FAQTSF.htm](http://www.hkex.com.hk/eng/market/sec_tradinfra/TSF/FAQTSF.htm) [Stand: 03.02.2012].



- HKEx**, Update on HKEx RMB Product Developments, Hongkong, 05.09.2011j.  
URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/hkexnews/2011/Documents/110905news.pdf> [Stand: 06.02.2012].
- HKEx**, Update on HKEx's Preparations for RMB Products, Hongkong, 02.03.2011k.  
URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/hkexnews/2011/1103026news.pdf> [Stand: 02.02.2012].
- HKMA**, Circular Issued by the Securities and Futures Commission (SFC) Regarding Potential Listing of Products Denominated in Renminbi (RMB), Hongkong, 03.09.2010a.  
URL: <http://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-information/guidelines-and-circular/2010/20100903e1.pdf> [Stand: 18.01.2012].
- HKMA**, Guidelines & Circulars: Elucidation of Supervisory Principles and Operational Arrangements Regarding Renminbi Business in Hong Kong (Our Ref.: B1/15C), Hongkong, 11.02.2010b.  
URL: <http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/guidelines-and-circulars/circulars/2010/20100211-1.shtml> [Stand: 08.02.2012].
- HKMA**, Guidelines & Circulars: Renminbi Business in Hong Kong (Our Ref.: B1/15C), Hongkong, 20.06.2007.  
URL: <http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/guidelines-and-circulars/circulars/2007/20070621-1.shtml> [Stand: 12.01.2012].
- HKMA**, Guidelines & Circulars: Renminbi Business in Hong Kong (Our Ref.: B1/15C), Hongkong, 19.07.2010c.  
URL: <http://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-information/guidelines-and-circular/2010/20100719e1.pdf> [Stand: 16.01.2012].
- HKMA**, Hong Kong's Renminbi business two years on, in: HKMA Quarterly Bulletin, März 2006.  
URL: <http://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/quarterly-bulletin/qb200603/fa5.pdf> [Stand: 11.01.2012].
- HKMA**, Monthly Statistical Bulletin (March 2012 - Issue No. 211), Hongkong, 12.04.2012.  
URL: <http://www.hkma.gov.hk/eng/market-data-and-statistics/monthly-statistical-bulletin/table.shtml> [Stand: 17.04.2012].

**HKMA**, Renminbi banking business in Hong Kong, in: HKMA Quarterly Bulletin, März 2005.

URL: <http://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/quarterly-bulletin/qb200503/fa3.pdf> [Stand: 10.01.2012].

**HKMA**, Renminbi trade settlement pilot scheme, in: in: HKMA Quarterly Bulletin, September 2009.

URL: [http://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/quarterly-bulletin/qb200909/fa2\\_print.pdf](http://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/quarterly-bulletin/qb200909/fa2_print.pdf) [Stand: 13.01.2012].

**HKMA**, The Hong Kong debt market in 2010, in: HKMA Quarterly Bulletin, März 2011.

URL: <http://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/quarterly-bulletin/qb201103/fa1.pdf> [Stand: 16.01.2012].

**HKMA**, The Three-tier Banking System, Hongkong, 16.01.2012.

URL: <http://www.hkma.gov.hk/eng/key-functions/banking-stability/banking-policy-and-supervision/three-tier-banking-system.shtml> [Stand: 18.01.2012].

**Hong Kong Government Information Centre**, Government holds seminar on Renminbi measures, Hongkong, 14.12.2011a.

URL: <http://www.info.gov.hk/gia/general/201112/14/P201112140410.htm> [Stand: 01.02.2012].

**Hong Kong Government Information Centre**, Hong Kong-London Forum to Promote Co-operation on Development of Offshore Renminbi Business, Hongkong, 16.01.2012.

URL: <http://www.info.gov.hk/gia/general/201201/16/P201201160157.htm> [Stand: 05.03.2012].

**Hong Kong Government Information Centre**, Pilot scheme for settlement of overseas direct investments in Renminbi, Hongkong, 13.01.2011b.

URL: <http://www.info.gov.hk/gia/general/201101/13/P201101130276.htm> [Stand: 15.02.2012].

**Hong Kong Government Information Centre**, Signing of Memorandum of Co-operation on Renminbi Business, Hongkong, 19.07.2010.

URL: <http://www.info.gov.hk/gia/general/201007/19/P201007190220.htm> [Stand: 16.01.2012].

**Horesh, Niv**, The People's or the World's: RMB Internationalisation in Longer Historic Perspective, in: Economics Research International, Vol. 2011, Article ID 161074.

URL: <http://www.hindawi.com/journals/econ/2011/161074/> [Stand: 05.01.2012].

- IMF Monetary and Exchange Affairs Department**, Offshore Financial Centers. IMF Background Paper, Washington, 23.06.2000.  
URL: <http://www.imf.org/external/np/mae/oshore/2000/eng/back.htm> [Stand: 23.08.2011].
- IMF**, Annual Report 1996, Washington D.C., 30.04.1996.  
URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/96/96imf.htm> [Stand: 29.08.2011].
- IMF**, Annual Report 1999, Washington D.C., 30.04.1999.  
URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/1999/index.htm> [Stand: 29.08.2011].
- IMF**, Annual Report 2010, Washington D.C., 30.04.2010.  
URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2010/eng/index.htm> [Stand: 29.08.2011].
- IMF**, Annual Report on Exchange arrangements and Exchange restrictions 2007/2008/2009/2010, Washington, verschiedene Jahre.
- IMF**, Articles of Agreement of the International Monetary Fund, Bretton Woods, 22.07.1944.  
URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm> [Stand: 09.09.2011].
- IMF**, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, Washington, 30.12.2011.  
URL: <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm> [Stand: 07.03.2012].
- IMF**, De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework, Washington, 31.07.2006.  
URL: <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2006/eng/0706.htm> [Stand: 19.12.2011].
- IMF**, World Economic Outlook Database, Washington, September 2011.  
URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/index.aspx> [Stand: 22.09.2011].
- IMF**, Wechselkursregime in einer zunehmend integrierten Weltwirtschaft, Washington, Juni 2000.  
URL: <http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/deu/062600g.htm> [Stand: 31.10.2011].
- Ito et al.**, Ways to promote foreign trade settlements denominated in local currencies in East Asia, Institute for International Monetary Affairs, February 2010.  
URL: <http://www.aseansec.org/documents/ASEAN+3RG/0910/FR/16a.pdf> [Stand: 08.09.2011].

- Jia Yunke**, 专家认为人民币回流贷款造成诸多不利, in: Caixun.com, 03.08.2011.  
URL: <http://economy.caixun.com/content/20110803/NE02qtaf.html> [Stand: 22.02.2012].
- Jingu, Takeshi**, The Yuan's Internationalization and the Establishment of Money and Bond Markets in China, in: Nomura Journal of Capital Markets, Vol. 2, No. 1, 2010.  
URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1632136](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1632136) [Stand: 14.03.2012].
- Kamps, Annette**, The Euro as Invoicing Currency in International Trade, European Central Bank, Working Paper Series, No. 665, August 2006.  
URL: <http://ssrn.com/abstract=926402> [Stand: 13.10.2011].
- Kang Yinlei**, 人民币国际化路还有多远, in: 珠江经济, 07/2001, S.43. [Zugriff über China Academic Journals Electronic Publishing House, 02.01.2012].
- Kenen, Peter B.**, Currency internationalisation: an overview, Working Paper presented for the BoK-BIS Seminar on currency internationalisation: Lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific, Hongkong, 19.03.2009.  
URL: <http://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.01.pdf> [Stand: 01.11.2011].
- Kenen, Peter B.**, The Role of the Dollar as an International Currency, Group of Thirty, Occasional Papers 13, New York, 1983.  
URL: [http://www.group30.org/pub\\_13.shtml](http://www.group30.org/pub_13.shtml) [Stand: 28.10.2011].
- Kim, Kyungsoo/Suh, Young Kyung**, Dealing with the benefits and costs of internationalization of Korea won, Working paper prepared for presentation at the BIS-BOK Seminar on "Currency internationalization: Lessons from the International Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific," 19-20 March 2009, Seoul.  
URL: <http://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.07.pdf> [Stand: 15.08.2011].
- Kindleberger, Charles P.**, International Money, London, 1981.
- Kong, Mimi**, Hong Kong Banks. Challenges and opportunities, in: BOCI Research, 12.12.2011.  
URL: <http://www.bocigroup.com/pub/sc/vision/yjbg/201201/P020120103401074159517.pdf> [Stand: 19.01.2012].
- Kroeber, Arthur**, The Renminbi: The Political Economy of a Currency, in: Foreign Policy, 07.09.2011.  
URL: [http://www.foreignpolicy.com/articles/2011/09/07/the\\_renminbi\\_the\\_political\\_economy\\_of\\_a\\_currency](http://www.foreignpolicy.com/articles/2011/09/07/the_renminbi_the_political_economy_of_a_currency) [Stand: 10.10.2011].

- Krueger, Russel/Ha, Jiming**, Measurement and cocirculation of currencies, in: Paul Miz-  
en/Eric J. Pentecost (Hrsg.), *The Macroeconomics of International Currencies*, Chel-  
tenham 1996, S.77-95.
- Krugman, Paul**, The International Role of the Dollar: Theory and Prospect, in: John F. O.  
Bilson/Richard C. Marston (Hrsg.), *Exchange Rate Theory and Practice*, Chicago 1984,  
S.261-278.  
URL: <http://www.nber.org/chapters/c6838.pdf> [Stand: 09.11.2011].
- Krugman, Paul R./Obstfeld, Maurice**, *Internationale Wirtschaft. Theorie und Politik der Au-  
ßenwirtschaft*, 7. Aufl., München 2006.
- Lardy, Nicholas/Douglass, Patrick**, Capital Account Liberalization and the Role of the  
Renminbi, Peterson Institute for International Economics, Working Paper Series, WP  
11-6, Februar 2011.  
URL: <http://www.piie.com/publications/wp/wp11-6.pdf> [Stand: 22.06.2011].
- Lauschke, Jens**, China/HK: The allure of Dim Sum bonds, in: DBS Group Research,  
31.03.2011.  
[https://www.dbsvresearch.com/research/dbs/research.nsf/%28vwAllDocs%29/093ED  
1EC502F40554825786400243E8E/\\$FILE/110331%20CNH%20Rates%20View.pdf](https://www.dbsvresearch.com/research/dbs/research.nsf/%28vwAllDocs%29/093ED1EC502F40554825786400243E8E/$FILE/110331%20CNH%20Rates%20View.pdf)  
[Stand: 24.01.2012].
- Law, Fiona**, ‘Dim Sum‘ Bond Issuance Slows, in: Wall Street Journal, 31.12.2011.  
URL: [http://online.wsj.com/article/SB100014240529702047202045771299207679662  
82.html](http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204720204577129920767966282.html) [Stand: 19.01.2012].
- Li Bo**, 稳步扩大人民币在跨境贸易和投资中的作用, Beijing, 02.04.2011.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3123/2011/201104021515355  
65996938/20110402151535565996938\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3123/2011/20110402151535565996938/20110402151535565996938_.html) [Stand: 27.01.2012].
- Li, Charles**, “Raising Children” & “Building a Nursery” – Additional Thoughts on the Inter-  
nationalisation of the RMB, Hongkong, 03.01.2012.  
URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/blog/120103blog.htm> [Stand:  
07.02.2012].
- Li, Charles**, Six Questions Regarding the Internationalisation of the Renminbi, Hongkong,  
21.09.2010.  
URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/speech/2010/sp100920.htm> [Stand:  
07.02.2012].

- Li, Cheng**, China's Midterm Jockeying: Gearing Up for 2012 (Part 2: Cabinet Ministers), in: China Leadership Monitor, No.32/2010.  
URL: <http://www.hoover.org/publications/china-leadership-monitor/article/5273>  
[Stand: 27.01.2012].
- Li, David Daokui/Liu, Linlin**, RMB Internationalization: Empirical and Policy Analysis, in: Wensheng Peng/Chang Shu, Currency Internationalization: Global Experiences and Implications for the Renminbi, Hampshire 2010, S.167-185.
- Li Shuhui**, 胡曉煉, 人民幣國際化推手, in: Economic Daily News, 29.11.2009.  
URL: <http://www.haixiainfo.com.tw/81054.html> [Stand: 20.02.2012].
- Li, Susan/Leung, Sophie/Li, Fion**, Hong Kong's Chan Sees More Regular Yuan IPOs, China Bond Sales, in: Bloomberg, 20.04.2011.  
URL: <http://www.bloomberg.com/news/2011-04-20/hong-kong-s-chan-sees-more-regular-yuan-ipos-china-bond-sales.html> [Stand: 02.02.2012].
- Li Tao**, 央行确定成立货币政策二司, in: Caijing, 30.10.2009.  
URL: <http://www.caijing.com.cn/2009-10-30/110299012.html> [Stand: 21.02.2012].
- Lim, Angelyn/Zhu, Kylee**, The Next Step for Offshore RMB: The RMB Qualified Foreign Institutional Investor Scheme, in: Dechert On Point (Dechert's Financial Services Group), January 2012/Issue 2.  
URL: [http://www.dechert.com/files/Publication/f8c646a6-b19b-4886-b2c2-82613702fa58/Presentation/PublicationAttachment/5bab1519-2dc2-491d-866b-00c8f1e26386/FS-2-01-12-The\\_Next\\_Step\\_for\\_Offshore\\_RMB.pdf](http://www.dechert.com/files/Publication/f8c646a6-b19b-4886-b2c2-82613702fa58/Presentation/PublicationAttachment/5bab1519-2dc2-491d-866b-00c8f1e26386/FS-2-01-12-The_Next_Step_for_Offshore_RMB.pdf) [Stand: 19.01.2012].
- Liu, Gigi/Hui Ou-Yang/Zhang, Jessica**, China Bond Market Overview, in: Nomura Quantitative Portfolio Strategies, 02.07.2010.  
URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1633879](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1633879) [Stand: 14.03.2012].
- Liu Jiayan/Li Yangyang**, 国台办: 积极支持推动建立两岸货币清算机制, in: People's Daily, 15.02.2012.  
URL: <http://tw.people.com.cn/GB/14810/17119637.html> [Stand: 05.03.2012].
- Liu Shiping/He Zhanjun**, 上半年中行边贸结算量超过 20 亿美元, in: Xinhuanet, 15.09.2010. URL: [http://news.xinhuanet.com/fortune/2010-09/15/c\\_12554255.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2010-09/15/c_12554255.htm)  
[Stand: 13.02.2012].

- Lopez, Jose A./Spiegel, Mark M.**, Foreign Entry into Underwriting Services: Evidence from Japan's "Big Bang" Deregulation, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series 2009-14, 23.02.2009.  
URL: <http://ideas.repec.org/p/fip/fedfwp/2009-14.html> [Stand: 05.09.2011].
- Ma Zhancheng**, 李克强: 在国家“十二五”规划与两地经贸金融合作发展论坛上的演讲, in: Xinhuanet, 17.08.2011.  
URL: [http://news.xinhuanet.com/politics/2011-08/17/c\\_121874510.htm](http://news.xinhuanet.com/politics/2011-08/17/c_121874510.htm) [Stand: 10.02.2012].
- Marquart, Maria/Schultz, Stefan**, Neue Währungsstrategie: China startet Yuan-Tuning, in: Der Spiegel, 03.03.2011.  
URL: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/0,1518,748796,00.html> [Stand: 19.04.2012].
- Masunaga, Rei**, The Deregulation Process of Foreign Exchange Control in Capital Transactions in Post-war Japan, Japan Center for International Finance, Tokio, Januar 1997.  
URL: <http://www.jcif.or.jp/pdf/9701E.pdf> [Stand: 28.03.2012].
- Mayer, Robert**, China nutzt Hongkong als Versuchslabor, in: Tages-Anzeiger, 08.02.2011.  
URL: <http://www.tagesanzeiger.ch/wirtschaft/konjunktur/China-nutzt-Hongkong-als-Versuchslabor-/story/16753476> [Stand: 19.04.2012].
- McCauley, Robert N.**, Internationalizing the Renminbi and China's Financial Development Model, Council on Foreign Relations Working Paper, November 2011a.  
URL: <http://www.cfr.org/china/renminbi-internationalization-chinas-financial-development-model/p26290> [Stand: 03.01.2012].
- McCauley, Robert N.**, The internationalisation of the renminbi, Konferenzpapier zur 2nd Annual International Conference on the Chinese Economy „Macroeconomic management in China: Monetary and financial stability issues“, Hong Kong Institute for Monetary Research, Hongkong, 14.11.2011b.  
URL: [http://www.hkimr.org/cms/upload/news\\_app/news\\_0\\_56\\_McCauley\\_speech\\_HKIMR\\_14Jan2011.pdf](http://www.hkimr.org/cms/upload/news_app/news_0_56_McCauley_speech_HKIMR_14Jan2011.pdf) [Stand: 24.06.2011].
- McGregor, Richard/Mitchell, Tom**, Chinese plan to allow purchase of Hong Kong shares put on ice, in: Financial Times, 05.11.2007.  
URL: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5a407c58-8b40-11dc-95f7-0000779fd2ac.html> [Stand: 01.03.2012].

- McGuire, Patrick/von Peter, Goetz**, The US dollar shortage in global banking, in: BIS Quarterly Review, March 2009.  
URL: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0903f.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0903f.pdf) [Stand: 23.06.2011].
- Meissner, Christopher M./Oomes, Nienke**, Why do countries peg the way they peg? The determinants of anchor currency choice, in: Journal of International Money and Finance, Volume 28, Issue 3, April 2009, S. 522-547.  
URL: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S026156060800123X> [Stand: 01.11.2011].
- Ministry of Finance Japan**, Changes in Japan's Financial and Capital Market Systems, Tokio, ohne Datum a.  
URL: [http://www.mof.go.jp/english/international\\_policy/others/ks030707/ks030707d-2.pdf](http://www.mof.go.jp/english/international_policy/others/ks030707/ks030707d-2.pdf) [Stand: 28.03.2012].
- Ministry of Finance Japan**, Chronology of the Internationalization of the Yen, Tokio, ohne Datum b.  
URL: [http://www.mof.go.jp/english/about\\_mof/councils/customs\\_foreign\\_exchange/e1b064c1.htm](http://www.mof.go.jp/english/about_mof/councils/customs_foreign_exchange/e1b064c1.htm) [Stand: 19.08.2011].
- Ministry of Finance Japan**, Debt Management Report 2010. Section 3: Financing Bills, Borrowings, and Government-Guaranteed Debts, Tokio, 2011.  
URL: [http://www.mof.go.jp/english/jgbs/publication/debt\\_management\\_report/2010/saimu02-3a.pdf](http://www.mof.go.jp/english/jgbs/publication/debt_management_report/2010/saimu02-3a.pdf) [Stand: 29.09.2011].
- Ministry of Finance Japan**, Japanese Government Bonds. Quarterly Newsletter of the Ministry of Finance of Japan, Tokio, April 2006.  
URL: [http://www.mof.go.jp/english/jgbs/publication/newsletter/jgb2006\\_04e.pdf](http://www.mof.go.jp/english/jgbs/publication/newsletter/jgb2006_04e.pdf) [Stand: 10.10.2011].
- Ministry of Finance Japan**, Japanese Government Bonds. Quarterly Newsletter of the Ministry of Finance of Japan, Tokio, Januar 2005.  
URL: [http://www.mof.go.jp/english/jgbs/publication/newsletter/jgb2005\\_01e.pdf](http://www.mof.go.jp/english/jgbs/publication/newsletter/jgb2005_01e.pdf) [Stand: 10.10.2011].
- MOFCOM**, 2011年1-12月全国吸收外商直接投资情况, Beijing, 19.01.2012a.  
URL: <http://www.mofcom.gov.cn/aarticle/tongjiziliao/v/201201/20120107940573.html> [Stand: 21.03.2012].



- MOFCOM**, 2011 年我国非金融类对外直接投资简明统计, Beijing, 19.01.2012b.  
URL: <http://hzs.mofcom.gov.cn/aarticle/date/201201/20120107934191.html> [Stand: 14.03.2012].
- MOFCOM**, 关于跨境人民币直接投资有关问题的通知, Beijing, 14.10.2011a.  
URL: <http://wzs.mofcom.gov.cn/aarticle/n/201110/20111007779546.html> [Stand: 19.01.2012].
- MOFCOM**, 关于外商投资管理有关问题的通知, Beijing, 25.02.2011b.  
URL: <http://wzs.mofcom.gov.cn/aarticle/n/201103/20110307428283.html> [Stand: 31.01.2012].
- MOFCOM**, 进出口统计快报, Beijing, ohne Datum.  
URL: <http://zhs.mofcom.gov.cn/tongji.shtml> [Stand: 17.04.2012].
- Mundell, Robert A.**, Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, in: The Canadian Journal of Economics and Political Science, Vol. 29, No. 4, November 1963, S. 475-485.  
URL: <http://www.jstor.org/stable/139336> [Stand: 02.11.2011].
- Murase, Tetsuji**, The Internationalization of the Yen: Essential Issues Overlooked, in: Pacific Economic Papers, No.307, September 2000.  
URL: <http://www.crawford.anu.edu.au/pdf/pep/pep-307.pdf> [Stand: 19.08.2011].
- Nakamichi, Takashi/Wei Lingling**, Japan, China Deepen Financial Ties, in: Wall Street Journal, 25.12.2011.  
URL: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203479104577119961336456568.html> [Stand: 06.01.2012].
- National Bureau of Statistics**, 2010 年国民经济和社会发展统计公报, Beijing, 28.02.2011.  
URL: [http://www.stats.gov.cn/tjgb/ndtjgb/qgndtjgb/t20110228\\_402705692.htm](http://www.stats.gov.cn/tjgb/ndtjgb/qgndtjgb/t20110228_402705692.htm) [Stand: 26.01.2012].
- National Bureau of Statistics**, 2011 年国民经济继续保持平稳较快发展, Beijing, 17.01.2012. URL: [http://www.stats.gov.cn/tjfx/jdfx/t20120117\\_402779443.htm](http://www.stats.gov.cn/tjfx/jdfx/t20120117_402779443.htm) [Stand: 26.01.2012].
- Naughton, Barry**, The Chinese Economy. Transitions and Growth, Cambridge 2007.
- NDRC**, 国家发展改革委、上海市政府有关负责人就《“十二五”时期上海国际金融中心建设规划》答记者问, Beijing, 30.01.2012a.  
URL: [http://www.ndrc.gov.cn/xwfb/t20120130\\_458847.htm](http://www.ndrc.gov.cn/xwfb/t20120130_458847.htm) [Stand: 20.02.2012].

**NDRC**, 国家开发银行等 10 家境内银行赴香港发行人民币债券已获批复, Beijing, 11.01.2012b.

URL: [http://www.ndrc.gov.cn/xmsphz/t20120111\\_456085.htm](http://www.ndrc.gov.cn/xmsphz/t20120111_456085.htm) [Stand: 18.01.2012].

**NDRC**, The Outline of the Plan for the Reform and Development of the Pearl River Delta (2008-2020), Beijing, 2008.

URL: <http://en.ndrc.gov.cn/policyrelease/P020090120342179907030.doc> [Stand: 05.12.2011].

**NDRC**, 外商投资产业指导目录, Beijing, 24.12.2011.

URL: <http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbl/2011ling/W020111229379511927834.pdf> [Stand: 01.02.2012].

**NDRC/Shanghai Municipal Government**, “十二五”时期上海国际金融中心建设规划, Beijing, 30.01.2012.

URL: <http://www.shanghai.gov.cn/shanghai/download/gongkai/myupload2291.pdf> [Stand: 16.02.2012].

**Nishi, Fumiaki/Vergus, Alexander**, Asian bond issues in Tokyo: history, structure and prospects, BIS Papers No.30, November 2006.

URL: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap30m.pdf> [Stand: 05.09.2011].

**NPC**, 中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要, Beijing, 16.03.2011.

URL: [http://www.gov.cn/2011lh/content\\_1825838.htm](http://www.gov.cn/2011lh/content_1825838.htm) [Stand: 08.03.2012].

**NPC**, 中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要, Beijing, 16.03.2006.

URL: <http://politics.people.com.cn/GB/1026/4208451.html> [Stand: 02.01.2012].

**Ohne Autor**, A currency revolution: The rise of the RMB, in: Week in China, 04.11.2011a.

URL: [http://www.businesswithoutborders.com/files/2011/12/Focus\\_RMB.pdf](http://www.businesswithoutborders.com/files/2011/12/Focus_RMB.pdf) [Stand: 15.02.2012].

**Ohne Autor**, Dim Sum Bonds Pose a Paradox for Investors, Fitch Ratings Press Release, 12.03.2012a.

URL: [http://www.fitchratings.com.cn/en/news\\_detail.php?id=2203](http://www.fitchratings.com.cn/en/news_detail.php?id=2203) [Stand: 19.03.2012].

**Ohne Autor**, 财政部：二家国际多边金融机构获准发行熊猫债券, in: Xinhuanet, 28.09.2005.

URL: [http://news.xinhuanet.com/fortune/2005-09/28/content\\_3555561.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2005-09/28/content_3555561.htm) [Stand: 02.03.2012].

- Ohne Autor**, China's regulatory body considers expanding RQFII program: report, in: Xinhuanet, 15.01.2012b.  
URL: [http://news.xinhuanet.com/english/china/2012-01/15/c\\_131361239.htm](http://news.xinhuanet.com/english/china/2012-01/15/c_131361239.htm) [Stand: 13.02.2012].
- Ohne Autor**, First dim sum bond for German company, in: in: China Law & Practice, July/August 2011b. [www.chinalawandpractice.com/Article/2860893/Search/First-dim-sum-bond-for-German-company.html](http://www.chinalawandpractice.com/Article/2860893/Search/First-dim-sum-bond-for-German-company.html) [Stand: 30.01.2012].
- Ohne Autor**, Foreign stocks to be traded on TSE's 1st, 2nd sections from Feb., in: Japan Weekly Monitor, 26.10.2004.  
URL: <http://www.thefreelibrary.com/Foreign+stocks+to+be+traded+on+TSE%27s+1st,+2nd+sections+from+Feb.-a0123861299> [Stand: 30.09.2011].
- Ohne Autor**, 副总理国务委员分工确定, in: Guangzhou Daily, 01.04.2008.  
URL: [http://gzdaily.dayoo.com/page/1/2008-04/01/A5/20080401A5\\_pdf.pdf](http://gzdaily.dayoo.com/page/1/2008-04/01/A5/20080401A5_pdf.pdf) [Stand: 27.01.2012].
- Ohne Autor**, HK welcomes permission to RMB-denominated FDI, in: China Daily, 15.10.2011c.  
URL: [http://www.chinadaily.com.cn/china/2011-10/15/content\\_13906720.htm](http://www.chinadaily.com.cn/china/2011-10/15/content_13906720.htm) [Stand: 24.01.2012].
- Ohne Autor**, 跨境贸易人民币结算广西试点启动, in: Xinhuanet, 24.06.2010.  
URL: [http://www.gov.cn/jrzq/2010-06/24/content\\_1635572.htm](http://www.gov.cn/jrzq/2010-06/24/content_1635572.htm) [Stand: 10.02.2012].
- Ohne Autor**, 李克强宣布三十六条新措施促进两地全面合作(全文), in: International Business Times (国际财经日报), 19.08.2011d.  
URL: <http://cn.ibtimes.com/artnews/6531/20110819/li-keqiang.htm> [Stand: 09.02.2012].
- Ohne Autor**, NDRC promotes 'dim sum' bonds, in: China Confidential, 11.01.2012c.  
URL: <http://www.ftchinaconfidential.com/funds/Finance/FundFlows/NewsAnalysis/WebOnly/article/20120111/c5dc95fa-3c58-11e1-90f5-00144f2af8e8/NDRC-PROMOTES-DIM-SUM-BONDS> [Stand: 16.04.2012].
- Ohne Autor**, New rules may be in the works for corporate dim sum bond issuers, in: China Law & Practice, 15.12.2011e.  
URL: <http://www.chinalawandpractice.com/Article/2949476/New-rules-may-be-in-the-works-for-corporate-dim-sum-bond.html> [Stand: 25.01.2012].

- Ohne Autor**, 人民币国际化 研究小组推动, in: Economic Daily News, 31.08.2009a.  
URL: <http://dailynews.sina.com/gb/news/int/chosun/20090831/2008626760.html>  
[Stand: 22.02.2012].
- Ohne Autor**, RMB trade settlement pilot scheme new milestone for HK: HKMA chief, in: Xinhuanet, 03.07.2009b.  
URL: [http://news.xinhuanet.com/english/2009-07/03/content\\_11642948.htm](http://news.xinhuanet.com/english/2009-07/03/content_11642948.htm) [Stand: 29.06.2011].
- Ohne Autor**, 上海已上报个人境外直接投资方案, in: Eastmoney.com, 23.05.2011f.  
URL: <http://forex.eastmoney.com/news/1129,20110523137672384.html> [Stand: 24.02.2012].
- Ohne Autor**, The Market for Dim Sum Bonds, in: Norton Rose Publications, 30.01.2012d.  
URL: <http://www.nortonrose.com/knowledge/publications/61977/the-market-for-dim-sum-bonds> [Stand: 08.02.2012].
- Ohne Autor**, The rise of the redback, in: The Economist, 20.01.2011g.  
URL: <http://www.economist.com/node/17959580> [Stand: 04.04.2012].
- Ohne Autor**, UPDATE: China Forex Regulator Grants 2nd Batch Of RQFII Investment Quotas - Sources, in: Wall Street Journal, 06.01.2012e.  
URL: <http://online.wsj.com/article/BT-CO-20120106-701128.html> [Stand: 01.02.2012].
- Ohne Autor**, What are A shares, B shares, H Shares?, in: China Daily, 17.03.2006.  
URL: [http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2006-03/17/content\\_543430.htm](http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2006-03/17/content_543430.htm) [Stand: 09.03.2012].
- Ohne Autor**, 央行拟将设立货币政策二司, in: Shanghai Securities Journal (上海证券报), 18.03.2009c.  
URL: <http://finance.hsw.cn/system/2009/03/18/050106163.shtml> [Stand: 21.02.2012].
- Ohne Autor**, Yuan small step. The dollar's role as the world's main reserve currency is being challenged, in: The Economist, 09.07.2009d.  
URL: <http://www.economist.com/node/13988512> [Stand: 01.07.2011].

- Otero-Iglesias, Miguel**, The Internationalisation of the Renminbi (RMB): A Strategy of Crossing the River by Feeling the Stones, Working Paper for the International Electronic Symposium on Chinese Politics, Madrid, 07.03.2010.  
URL: [http://www.igadi.org/china/2011/pdf/moi\\_the\\_internationalisation\\_of\\_the\\_renminbi.pdf](http://www.igadi.org/china/2011/pdf/moi_the_internationalisation_of_the_renminbi.pdf) [Stand: 05.12.2011].
- Packer, Frank/Reynolds, Elizabeth**, The Samurai Bond Market, in: Current Issues in Economics and Finance (Federal Reserve Bank of New York), Volume 3, Numer 8, June 1997. URL: [http://www.ny.frb.org/research/current\\_issues/ci3-8.pdf](http://www.ny.frb.org/research/current_issues/ci3-8.pdf) [Stand: 07.09.2011].
- Pang, Peter**, Remarks at the Press Conference on Pilot Platform for Cross-border Investment and Settlement of Debt Securities, Hongkong, 13.03.2012.  
URL: <http://www.hkma.gov.hk/eng/key-information/speech-speakers/pstpang/20120313-1.shtml> [Stand: 19.03.2012].
- Papaioannou, Elias/Portes, Richard**, Costs and benefits of running an international currency, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic Papers 348, November 2008.  
URL: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication13486\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13486_en.pdf) [Stand: 08.11.2011].
- PBoC**, 2011 年金融统计数据报告, Beijing, 08.01.2012a.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/bangongting/82/2012/20120108170351045302718/20120108170351045302718\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/bangongting/82/2012/20120108170351045302718/20120108170351045302718_.html) [Stand: 25.01.2012].
- PBoC**, 2012 年一季度金融统计数据报告, Beijing, 12.04.2012b.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2012/20120412155505675380940/20120412155505675380940\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2012/20120412155505675380940/20120412155505675380940_.html) [Stand: 17.04.2012].
- PBoC**, A PBC Official Answers Questions about Further Promoting the Development of Corporate Bonds, Beijing, 22.10.2007a.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2025/20253/20253\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2025/20253/20253_.html) [Stand: 12.01.2007].
- PBoC**, Administrative Rules on Pilot Program of Renminbi Settlement of Cross-border Trade Transactions, Beijing, 02.07.2009.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/964/2009/20091229135722061684633/20091229135722061684633\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/964/2009/20091229135722061684633/20091229135722061684633_.html) [Stand: 13.01.2012].

- PBoC**, Announcement of the People's Bank of China (2006) No. 5, Beijing, 13.04.2006a.  
URL: [http://www.fdi.gov.cn/pub/FDI\\_EN/Laws/ForeignExchangeAdministration/P020060620353450780957.pdf](http://www.fdi.gov.cn/pub/FDI_EN/Laws/ForeignExchangeAdministration/P020060620353450780957.pdf) [Stand: 27.02.2012].
- PBoC**, China: the evolution of foreign exchange controls and the consequences of capital flows, in: Financial globalisation and emerging market capital flows, BIS Papers No 44, December 2008a.  
URL: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap44h.pdf> [Stand: 15.12.2011].
- PBoC**, China and Russia Signed New Bilateral Local Currency Settlement Agreement, 23.06.2011a.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2011/20110630151646500985220/20110630151646500985220\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2011/20110630151646500985220/20110630151646500985220_.html) [Stand: 01.07.2011].
- PBoC**, China Extends Geographical Coverage of Cross-border Trade Settlement in RMB to Entire Nation, Beijing, 23.08.2011b.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2011/20110830143601145186005/20110830143601145186005\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2011/20110830143601145186005/20110830143601145186005_.html) [Stand: 09.01.2012].
- PBoC**, China Monetary Policy Report Quarter One 2011, Beijing, 03.05.2011c.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/image\\_public/UserFiles/english/upload/File/2011Q1MPR.pdf](http://www.pbc.gov.cn/image_public/UserFiles/english/upload/File/2011Q1MPR.pdf) [Stand: 13.01.2012].
- PBoC**, Enhanced Cooperation for Financial Markets Development between China and Japan, Beijing, 25.12.2011d.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2011/20111225173248498166576/20111225173248498166576\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2011/20111225173248498166576/20111225173248498166576_.html) [Stand: 06.01.2012].
- PBoC**, Governor Zhou Xiaochuan Met with Hong Kong SAR Chief Executive Donald Tsang, Beijing, 30.12.2010a.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2010/20101230164143838960036/20101230164143838960036\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2010/20101230164143838960036/20101230164143838960036_.html) [Stand: 09.01.2012].
- PBoC**, 关于境内银行业金融机构境外项目人民币贷款的指导意见, Beijing, 26.10.2012c.  
URL: [http://jinan.pbc.gov.cn/publish/jinan/1509/2012/20120119103035494990624/20120119103035494990624\\_.html](http://jinan.pbc.gov.cn/publish/jinan/1509/2012/20120119103035494990624/20120119103035494990624_.html) [Stand: 01.03.2012].
- PBoC**, 关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知, Beijing, 16.08.2010b.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/jinrongshichangsi/284/2010/20100910120504005429889/20100910120504005429889\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/jinrongshichangsi/284/2010/20100910120504005429889/20100910120504005429889_.html) [Stand: 06.01.2012].

**PBoC**, 关于明确跨境人民币业务相关问题的通知, Beijing, 03.06.2011e.

URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3131/2011/20110712171700151582049/20110712171700151582049\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3131/2011/20110712171700151582049/20110712171700151582049_.html) [Stand: 31.01.2012].

**PBoC**, 关于实施《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》有关事项的通知, Beijing, 04.01.2012d.

URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/tiaofasi/584/2012/20120104170250384518320/20120104170250384518320\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/tiaofasi/584/2012/20120104170250384518320/20120104170250384518320_.html) [Stand: 01.02.2012].

**PBoC**, Highlights of China's Monetary Policy in 2007, Beijing, 27.02.2008b.

URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2030/20307/20307\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2030/20307/20307_.html) [Stand: 12.01.2012].

**PBoC**, Highlights of China's Monetary Policy in 2009, Beijing, 26.02.2010c.

URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2010/20100521104245630314035/20100521104245630314035\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2010/20100521104245630314035/20100521104245630314035_.html) [Stand: 09.01.2012].

**PBoC**, Highlights of China's Monetary Policy in the First Quarter of 2011, Beijing, 17.06.2011f.

URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2011/20110617142954070276239/20110617142954070276239\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2011/20110617142954070276239/20110617142954070276239_.html) [Stand: 09.01.2012].

**PBoC**, 货币政策二司简介, Beijing, ohne Datum a.

URL: <http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3121/index.html> [Stand: 05.01.2012].

**PBoC**, 境外直接投资人民币结算试点管理办法, Beijing, 06.01.2011g.

URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2011/20110113160218798684105/20110113160218798684105\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2011/20110113160218798684105/20110113160218798684105_.html) [Stand: 09.01.2012].

**PBoC**, 跨境贸易人民币结算地区扩大至全国, Beijing, 23.08.2011h.

URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3131/2011/20110823155022402491565/20110823155022402491565\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3131/2011/20110823155022402491565/20110823155022402491565_.html) [Stand: 23.02.2012].

**PBoC**, 跨境贸易人民币结算试点管理办法, Beijing, 15.09.2010d.

URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3131/2010/20100915161805939380862/20100915161805939380862\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3131/2010/20100915161805939380862/20100915161805939380862_.html) [Stand: 26.01.2011].

**PBoC**, 跨境贸易人民币结算试点管理办法实施细则, Beijing, 15.09.2010e.

URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3131/2010/20100915161947736109396/20100915161947736109396\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3131/2010/20100915161947736109396/20100915161947736109396_.html) [Stand: 26.01.2012].

- PBoC**, Organizational Structure of the People's Bank of China, Beijing, ohne Datum b.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/image\\_public/UserFiles/english/upload/File/5.pdf](http://www.pbc.gov.cn/image_public/UserFiles/english/upload/File/5.pdf) [Stand: 04.04.2012].
- PBoC**, PBC Official on Further Developing RMB Business in Hong Kong, Beijing, 01.11.2005.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2005/20053/20053\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2005/20053/20053_.html) [Stand: 11.01.2012].
- PBoC**, PBC Signed Cooperation Memorandum with HKMA, Beijing, 19.11.2003a.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/1985/19852/19852\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/1985/19852/19852_.html) [Stand: 10.01.2012].
- PBoC**, PBC Spokesman Answers Questions on Providing Clearing Arrangements for Hong Kong Banks Engaged in Personal Renminbi Business, Beijing, 19.11.2003b.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/1985/19855/19855\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/1985/19855/19855_.html) [Stand: 10.01.2012].
- PBoC**, People's Bank of China and OeNB Signed an Agreement for the Latter to Invest in China's Inter-bank Bond Market via PBC, Beijing, 10.11.2011i.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2011/20111114171929736504196/20111114171929736504196\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2011/20111114171929736504196/20111114171929736504196_.html) [Stand: 06.01.2012].
- PBoC**, 求真务实 开拓进取 推动跨境人民币业务暨有关监测分析工作再上新台阶, Beijing, 02.03.2011j.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3123/2011/20110302182752116769650/20110302182752116769650\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3123/2011/20110302182752116769650/20110302182752116769650_.html) [Stand: 30.01.2012].
- PBoC**, Senior Official of the PBC Interviewed for PBC-BOK Currency Swap Agreement, Beijing, 12.12.2008c.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2043/20439/20439\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2043/20439/20439_.html) [Stand: 10.01.2012].
- PBoC**, Settlement Business for RMB-Denominated Foreign Direct Investment Started to Expand Cross-Border Use of RMB, Beijing, 14.10.2011k.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2011/20111021142059747541753/20111021142059747541753\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2011/20111021142059747541753/20111021142059747541753_.html) [Stand: 23.01.2012].



- PBoC**, Supporting Pilot Program for RMB Settlement of Cross-border Trade Transactions to facilitate Trade and Investment, Beijing, 16.12.2010f.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2010/20101216101630952838958/20101216101630952838958\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2010/20101216101630952838958/20101216101630952838958_.html) [Stand: 09.01.2012].
- PBoC**, The People's Bank of China and National Development and Reform Commission Public Announcement (2007) No. 12: Provisional Administrative Rules on Renminbi-Denominated Bond Issuance by Mainland Financial Institutions in Hong Kong SAR, Beijing, 06.08.2007b.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2023/20231/20231\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2023/20231/20231_.html) [Stand: 12.01.2012].
- PBoC**, 外商直接投资人民币结算业务管理办法, Beijing, 14.10.2011l.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/tiaofasi/584/2011/20111014085818532376755/20111014085818532376755\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/tiaofasi/584/2011/20111014085818532376755/20111014085818532376755_.html) [Stand: 19.01.2012].
- PBoC**, 中白两国央行签订双边本币结算协议, Beijing, 25.03.2010g.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/bangongting/82/2010/20100325144528517593656/20100325144528517593656\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/bangongting/82/2010/20100325144528517593656/20100325144528517593656_.html) [Stand: 30.01.2012].
- PBoC**, 中国货币政策执行报告(二〇一〇年第三季度), Beijing, 02.11.2010h.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/image\\_public/UserFiles/goutongjiaoliu/upload/File/2010%E5%B9%B4%E7%AC%AC%E4%B8%89%E5%AD%A3%E5%BA%A6%E4%B8%AD%E5%9B%BD%E8%B4%A7%E5%B8%81%E6%94%BF%E7%AD%96%E6%89%A7%E8%A1%8C%E6%8A%A5%E5%91%8A.pdf](http://www.pbc.gov.cn/image_public/UserFiles/goutongjiaoliu/upload/File/2010%E5%B9%B4%E7%AC%AC%E4%B8%89%E5%AD%A3%E5%BA%A6%E4%B8%AD%E5%9B%BD%E8%B4%A7%E5%B8%81%E6%94%BF%E7%AD%96%E6%89%A7%E8%A1%8C%E6%8A%A5%E5%91%8A.pdf) [Stand: 26.01.2012].
- PBoC**, 中国货币政策执行报告(二〇一一年第一季度), Beijing, 03.05.2011m.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/image\\_public/UserFiles/goutongjiaoliu/upload/File/2011%E5%B9%B4%E4%B8%80%E5%AD%A3%E5%BA%A6%E4%B8%AD%E5%9B%BD%E8%B4%A7%E5%B8%81%E6%94%BF%E7%AD%96%E6%89%A7%E8%A1%8C%E6%8A%A5%E5%91%8A%282%29.pdf](http://www.pbc.gov.cn/image_public/UserFiles/goutongjiaoliu/upload/File/2011%E5%B9%B4%E4%B8%80%E5%AD%A3%E5%BA%A6%E4%B8%AD%E5%9B%BD%E8%B4%A7%E5%B8%81%E6%94%BF%E7%AD%96%E6%89%A7%E8%A1%8C%E6%8A%A5%E5%91%8A%282%29.pdf) [Stand: 12.01.2012].
- PBoC**, 中国货币政策执行报告(二〇一一年第四季度), Beijing, 15.02.2011n.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/image\\_public/UserFiles/goutongjiaoliu/upload/File/2011%E5%B9%B4%E7%AC%AC%E5%9B%9B%E5%AD%A3%E5%BA%A6%E4%B8%AD%E5%9B%BD%E8%B4%A7%E5%B8%81%E6%94%BF%E7%AD%96%E6%89%A7%E8%A1%8C%E6%8A%A5%E5%91%8A%281%29.pdf](http://www.pbc.gov.cn/image_public/UserFiles/goutongjiaoliu/upload/File/2011%E5%B9%B4%E7%AC%AC%E5%9B%9B%E5%AD%A3%E5%BA%A6%E4%B8%AD%E5%9B%BD%E8%B4%A7%E5%B8%81%E6%94%BF%E7%AD%96%E6%89%A7%E8%A1%8C%E6%8A%A5%E5%91%8A%281%29.pdf) [Stand: 01.03.2012].
- PBoC**, 中国货币政策执行报告(China Monetary Policy Report), Beijing, verschiedene Jahre.

- PBoC**, 中国人民银行公告 (2003) 第 16 号, Beijing, 11.12.2003c.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/bangongting/93/1920/19208/19208\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/bangongting/93/1920/19208/19208_.html) [Stand: 23.02.2012].
- PBoC**, 中国人民银行公告 (2006) 第 5 号, Beijing, 13.04.2006b.  
URL: [http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/news/new\\_detail.jsp?ID=9000000000000000000000,489&id=3&type=2](http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/new_detail.jsp?ID=90000000000000000000,489&id=3&type=2) [Stand: 27.04.2012].
- PBoC**, 中国人民银行公告 2007 年第 3 号, Beijing, 14.01.2007c.  
URL: <http://www.fdi.gov.cn/pub/FDI/zcfg/yh/P020070117584778903218.pdf> [Stand: 23.02.2012].
- PBoC**, 中国人民银行货币政策委员会简介, Beijing, 15.09.2010i.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3137/2010/20100915155846851814368/20100915155846851814368\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3137/2010/20100915155846851814368/20100915155846851814368_.html) [Stand: 05.01.2012].
- PBoC**, 中国人民银行货币政策委员会委员, Beijing, 24.11.2011o.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3417/2011/20111124114452775146315/20111124114452775146315\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3417/2011/20111124114452775146315/20111124114452775146315_.html) [Stand: 05.01.2012].
- PBoC**, 中国人民银行货币政策委员会条例, Beijing, 23.06.2004.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobisi/586/1157/11574/11574\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobisi/586/1157/11574/11574_.html) [Stand: 02.04.2012].
- PBoC**, 中国人民银行有关负责人就《跨境贸易人民币结算试点管理办法》有关问题答记者问, Beijing, 15.09.2010j.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3131/2010/20100915163129546360558/20100915163129546360558\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3131/2010/20100915163129546360558/20100915163129546360558_.html) [Stand: 13.02.2012].
- PBoC**, 中国人民银行与香港金融管理局签定合作备忘录, Beijing, 19.11.2003d.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/hanglingdao/34/1662/16620/16620\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/hanglingdao/34/1662/16620/16620_.html) [Stand: 23.02.2012].
- PBoC**, 中国人民银行与香港金融管理局签署跨境贸易人民币结算补充合作备忘录, Beijing, 20.07.2010k.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3123/2010/20100902110319833660113/20100902110319833660113\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3123/2010/20100902110319833660113/20100902110319833660113_.html) [Stand: 23.02.2012].
- PBoC/CBRC/SAFE**, 商业银行开办代客境外理财业务管理暂行办法, Beijing, 17.04.2006a.  
URL: [http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/laws/law\\_detail.jsp?id=4&ID=8040100000000000,27](http://www.safe.gov.cn/model_safe/laws/law_detail.jsp?id=4&ID=8040100000000000,27) [Stand: 28.02.2012].

- PBoC/CBRC/SAFE**, Provisional Administrative Rules on the Overseas Wealth Management Business of Commercial Banks on Behalf of Their Clients, Beijing, 17.04.2006b.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/964/1957/19577/19577\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/964/1957/19577/19577_.html) [Stand: 28.02.2012].
- PBoC/MoF/NDRC/CSRC**, 国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法, 16.09.2010.  
URL: [http://www.gov.cn/zwggk/2010-09/30/content\\_1713915.htm](http://www.gov.cn/zwggk/2010-09/30/content_1713915.htm) [Stand: 29.06.2011].
- PBoC/MoF/MOFCOM/General Administration of Customs/State Administration of Taxation/CBRC**, 关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知, Beijing, 15.09.2010.  
URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3131/2010/20100915162829888267153/20100915162829888267153\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3131/2010/20100915162829888267153/20100915162829888267153_.html) [Stand: 13.02.2010].
- PBoC/MoF/NDRC/CSRC**, 国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法, Beijing, 18.02.2005.  
URL: <http://www.sndrc.gov.cn/view.jsp?ID=699> [Stand: 02.03.2012].
- PBoC/MoF/NDRC/CSRC**, 国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法(2010 修订), Beijing, 16.09.2010.  
URL: [http://www.gov.cn/zwggk/2010-09/30/content\\_1713915.htm](http://www.gov.cn/zwggk/2010-09/30/content_1713915.htm) [Stand: 02.03.2012].
- PBoC/NDRC**, 境内金融机构赴香港发行人民币债券管理暂行办法, Beijing, 08.06.2007.  
URL: [http://www.gov.cn/gzdt/2007-06/08/content\\_641827.htm](http://www.gov.cn/gzdt/2007-06/08/content_641827.htm) [Stand: 24.02.2012].
- PBoC (Wulumuqi Central Sub-branch)**, 新疆跨境直接投资人民币结算试点暂行办法, Wulumuqi, 16.03.2011.  
URL: [http://wulumuqi.pbc.gov.cn/publish/wulumuqi/3260/2011/20110316131415483554740/20110316131415483554740\\_.html](http://wulumuqi.pbc.gov.cn/publish/wulumuqi/3260/2011/20110316131415483554740/20110316131415483554740_.html) [Stand: 27.01.2012].
- Peng Wensheng/Shu Chang (Hrsg.)**, Currency Internationalization: Global Experiences and Implications for the Renminbi, Hampshire 2010.
- Qiang Xiaoji**, China suspends RMB loans from foreign banks, in: China Daily, 02.08.2011.  
URL: [http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2011-08/02/content\\_13036335.htm](http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2011-08/02/content_13036335.htm) [Stand: 07.02.2012].
- Reuters**, China to Make Shanghai the World's Yuan Center by 2015, in: CNBC.com, 29.01.2012.  
URL: <http://www.cnbc.com/id/46185475> [Stand: 16.02.2012].

**Ring, Suzi**, Finance partners cheer bid to make London a renminbi trading hub, in: legal-week.com, 20.01.2012.

URL: <http://www.legalweek.com/legal-week/news/2139880/finance-partners-cheer-bid-london-renminbi-trading-hub> [Stand: 15.02.2012].

**Robinson, Keith T./Newman, Derek B.**, China's Qualified Domestic Institutional Investor Program: Opening the Door to Chinese Overseas Investment, in: Investment Lawyer, Vol. 15, No. 6, Juni 2008.

URL: <http://www.dechert.com/library/Newman.pdf> [Stand: 28.02.2012].

**Rossi, Vanessa/Jackson, William**, Hong Kong's Role in Building the Offshore Renminbi Market, Chatham House, International Economics Programme Paper: IE PP 2011/01, August 2011.

URL: [http://www.chathamhouse.org/sites/default/files/0811pp\\_rossijackson.pdf](http://www.chathamhouse.org/sites/default/files/0811pp_rossijackson.pdf) [Stand: 07.02.2012].

**SAFE**, 边境贸易外汇管理暂行办法, Beijing, 23.01.1997.

URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/chubanwu/546/1025/10254/10254\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/chubanwu/546/1025/10254/10254_.html) [Stand: 14.02.2012].

**SAFE**, 关于基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点有关问题的通知, Beijing, 23.12.2011a.

URL: [http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/laws/law\\_detail.jsp?id=4&ID=8040500000000000,19](http://www.safe.gov.cn/model_safe/laws/law_detail.jsp?id=4&ID=8040500000000000,19) [Stand: 19.01.2012].

**SAFE**, 国家外汇管理局积极落实人民币合格境外机构投资者额度审批工作, Beijing, 30.12.2011b.

URL: [http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/news/new\\_detail.jsp?ID=900000000000000000,947&id=2](http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/new_detail.jsp?ID=900000000000000000,947&id=2) [Stand: 01.02.2012].

**SAFE**, 合格境内机构投资者（QDII）投资额度审批情况表, Beijing, 20.01.2012a.

URL: [http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/glxx/glxx\\_detail.jsp?ID=121200000000000000](http://www.safe.gov.cn/model_safe/glxx/glxx_detail.jsp?ID=121200000000000000) [Stand: 27.02.2012].

**SAFE**, 合格境外机构投资者（QFII）投资额度审批情况表, Beijing, 20.01.2012b.

URL: [http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/glxx/glxx\\_detail.jsp?ID=120700000000000000](http://www.safe.gov.cn/model_safe/glxx/glxx_detail.jsp?ID=120700000000000000) [Stand: 27.02.2012].

**SAFE**, 开展境内个人直接投资境外证券市场试点, Beijing, 20.08.2007.

URL: [http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/laws/pic/20070820142048816.pdf](http://www.safe.gov.cn/model_safe/laws/pic/20070820142048816.pdf) [Stand: 28.02.2012].

**Saich, Tony**, Governance and Politics of China, 2. aktualisierte u. überarbeitete Aufl., New York 2004.

**Sanderson, Henry/Chen, Judy/Luo, Jun**, Panda Bond Sellers Authorized to Send Money Home by China Government, in: Bloomberg, 30.09.2010.

URL: <http://www.bloomberg.com/news/2010-09-30/-panda-bond-sellers-authorized-to-send-money-home-by-china-government.html> [Stand: 03.03.2012].

**Schmidt, Dirk/Heilmann, Sebastian**, Außenpolitik und Außenwirtschaft der Volksrepublik China, Wiesbaden 2012.

**Sekine, Eiichi**, Yuan-Denominated Trade Settlement and the Internationalization of China's Currency, in: Nomura Journal of Capital Markets, Spring 2010, Vol. 2, No. 1.

URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1632196](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1632196) [Stand: 03.07.2011].

**SFC**, RQFII Funds FAQs, Hongkong, 10.01.2012.

URL: [http://www.invested.hk/invested/en/html/section/products/RMB/rqfii\\_funds.html](http://www.invested.hk/invested/en/html/section/products/RMB/rqfii_funds.html) [Stand: 19.01.2012].

**SFC**, SFC authorizes first renminbi-denominated fund, Hongkong, 06.08.2010.

URL: <http://www.sfc.hk/sfcPressRelease/EN/sfcOpenDocServlet?docno=10PR92> [Stand: 16.01.2012].

**SHFSO/SCOF/COM/SHAIC**, 关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法, Beijing, 24.12.2010.

URL: [http://shanghai.pbc.gov.cn/publish/fzh\\_shanghai/2904/2011/20110112143857867759114/20110112143857867759114\\_.html](http://shanghai.pbc.gov.cn/publish/fzh_shanghai/2904/2011/20110112143857867759114/20110112143857867759114_.html) [Stand: 09.12.2011].

**Shanghai Stock Exchange**, Trading Monthly Summary (February 2012), Shanghai, 29.02.2012.

URL: [http://www.sse.com.cn/sseportal/en/c05/c02/c05/c01/p1042/c1505020501\\_p1042.shtml](http://www.sse.com.cn/sseportal/en/c05/c02/c05/c01/p1042/c1505020501_p1042.shtml) [Stand: 09.03.2012].

- Shirai, Sayuri**, Promoting Tokyo as an International Financial Center, Working Paper Sciences Po, Paris, November 2007.  
URL: [http://gem.sciences-po.fr/content/publications/pdf/Shirai\\_tokyo\\_financial\\_center112007.pdf](http://gem.sciences-po.fr/content/publications/pdf/Shirai_tokyo_financial_center112007.pdf) [Stand: 16.09.2011].
- Stahr, Gunter u.a.**, Außenwirtschaftsalphabet, 8., überarbeitete Auflage, Köln 2006.
- Stobbe, Antje**, Japan: Risiken für den Bondmarkt, in: Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen, 30.03.2000.  
URL: [http://www.dbresearch.de/PROD/DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD/PROD000000000029952/Japan%3A+Risiken+f%C3%BCr+den+Bondmarkt.pdf](http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000029952/Japan%3A+Risiken+f%C3%BCr+den+Bondmarkt.pdf) [Stand: 11.10.2011].
- Study Group for the Promotion of the Internationalization of the Yen**, Report, Tokio, 27.06.2001.  
URL: [http://www.mof.go.jp/english/about\\_mof/councils/study\\_yen/if043/index.htm](http://www.mof.go.jp/english/about_mof/councils/study_yen/if043/index.htm) [Stand: 26.10.2011].
- Subacchi, Paola**, 'One Currency, Two systems': China's Renminbi Strategy, Chatham House briefing paper, October 2010.  
URL: [http://www.chathamhouse.org.uk/files/17670\\_bp1010renminbi.pdf](http://www.chathamhouse.org.uk/files/17670_bp1010renminbi.pdf) [Stand: 23.06.2011].
- SWIFT**, A stellar performance in 2011 positions London as next RMB offshore centre, in: SWIFT RMB Tracker, 18.01.2012.  
URL: [http://www.swift.com/resources/documents/SWIFT\\_RMB\\_Tracker\\_January\\_2012.PDF](http://www.swift.com/resources/documents/SWIFT_RMB_Tracker_January_2012.PDF) [Stand: 05.03.2012].
- SWIFT**, RMB internationalisation: Implications for the global financial industry, SWIFT White Paper, La Hulpe, ohne Datum.  
URL: [http://www.swift.com/resources/documents/RMB\\_White\\_paper\\_internationalisation.pdf](http://www.swift.com/resources/documents/RMB_White_paper_internationalisation.pdf) [Stand: 04.01.2012].
- Takada, Kazunori/Chen Yixin/Soh, Kelvin**, China halts offshore yuan borrowing to tighten policy, in: Reuters, 02.08.2011.  
URL: <http://www.reuters.com/article/2011/08/02/us-china-yuan-offshore-idUSTRE7710F620110802> [Stand: 07.02.2012].

- Takagi, Shinji**, Internationalizing the Yen. Unfinished Agenda or Mission Impossible?, Working paper prepared for presentation at the BIS-BOK Seminar on “Currency internationalization: Lessons from the International Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific,” Seoul, 19-20 March 2009.  
URL: <http://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.04.pdf> [Stand: 16.07.2011].
- Takeda, Masahiko/Turner, Philip**, The Liberalisation of Japan’s Financial Markets: Some Major Themes, BIS Economic Papers, No.34, November 1992.  
URL: <http://www.bis.org/publ/econ34.pdf> [Stand: 27.09.2011].
- Tan Jialong**, RMB trade settlement puts upward pressure on forex reserves, in: People’s Daily Online, 27.07.2011.  
URL: <http://english.peopledaily.com.cn/90778/7454898.html> [Stand: 08.02.2012].
- Tatewaki, Kazuo**, Banking and Finance in Japan: An Introduction to the Tokyo Market, London 1991.
- Tavlas, George S.**, On the International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark, Princeton University, Essays in International Finance, No. 181, März 1991.  
URL: [http://www.princeton.edu/~ies/IES\\_Essays/E181.pdf](http://www.princeton.edu/~ies/IES_Essays/E181.pdf) [Stand: 13.10.2011].
- Tavlas, George S./ Ozeki, Yuzuru**, The Internationalization of Currencies: An Appraisal of the Japanese Yen, International Monetary Fund, Occasional Paper 90, Washington, Januar 1992.
- Tokyo Financial Exchange**, History, Tokio, ohne Datum.  
URL: [http://www.tfx.co.jp/en/about\\_tfx/history.shtml](http://www.tfx.co.jp/en/about_tfx/history.shtml) [Stand: 06.09.2011].
- TSE**, History of the Tokyo Stock Exchange, Tokio, 05.11.2001.  
URL: <http://www.tse.or.jp/english/about/history.html> [Stand: 30.09.2010].
- TSE**, Listed/delisted foreign companies, Tokio, 05.07.2011.  
URL: <http://www.tse.or.jp/english/listing/foreign/b7gje60000003wsy-att/Listed-delisted-foreign-companies.pdf> [Stand: 30.09.2011].
- Tse, Hubert**, The Rmb is ready to dominate, in: China Law & Practice, December 2010/January 2011.  
URL: <http://www.chinalawandpractice.com/Article/2736336/The-Rmb-is-ready-to-dominate.html> [Stand: 25.01.2012].

- Voss, Hinrich/Buckley, Peter J./Cross, Adam R.**, Thirty years of Chinese outward foreign direct investment, CEA (UK) 2008 Conference Papers, London, 2008.  
URL: <http://www.ceauk.org.uk/2008-conference-papers/Voss-Buckley-Cross-30-years-outward-FDI.doc> [Stand: 20.12.2011].
- Wan Quan**, 入世十年：人民币走出去的十年之路, in: 金融时报, 07.12.2011.  
URL: [http://news.xinhuanet.com/fortune/2011-12/07/c\\_122388817.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2011-12/07/c_122388817.htm) [Stand: 21.02.2012].
- Wang Mingyi**, 陳元：期待在台發人民幣債券, in: China Times, 08.12.2010.  
URL: <http://tw.news.yahoo.com/%E9%99%B3%E5%85%83-%E6%9C%9F%E5%BE%85%E5%9C%A8%E5%8F%B0%E7%99%BC%E4%BA%BA%E6%B0%91%E5%B9%A3%E5%82%B5%E5%88%B8.html> [Stand: 14.02.2012].
- Wang Shuo/Ye Weiqiang/Zhang Ji**, 胡晓炼谈 QDII, in: Caijing, 01.05.2006.  
URL: <http://magazine.caijing.com.cn/2006-05-01/110065129.html> [Stand: 03.03.2012].
- Wang Yongzhong**, Liberalization of Foreign Exchange Controls: Japan's Experiences and its Implications for China, Chinese Academy of Social Sciences/Institute of World Economics and Politics, Nikkei Asia Scholarship Report, August 2009.  
URL: <http://www.jcer.or.jp/eng/pdf/Wang.pdf> [Stand: 27.07.2011].
- Wang, Jason/Yuan, Lin**, Open gate for cross-border Rmb FDI flows, in: China Law & Practice, December 2011/January 2012.  
URL: <http://www.chinalawandpractice.com/Article/2945504/Open-gate-for-cross-border-Rmb-FDI-flows.html> [Stand: 25.01.2012].
- Wang Jingyu**, 个人境外直投碰壁外汇政策 温州上海试点方案搁浅, in: China Finance Online, 11.11.2012.  
URL: <http://stock.jrj.com.cn/2011/11/11075811537021.shtml> [Stand: 24.02.2012].
- Wei Lingling**, Beijing Allows Bank of China to Bring Yuan Back to Mainland, in: Wall Street Journal, 08.06.2011a.  
URL: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304259304576373183274168242.html> [Stand: 08.02.2012].
- Wei Lingling**, Beijing Considers New Hub for Yuan, in: Wall Street Journal, 09.04.2011b.  
URL: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704415104576251020400778258.html> [Stand: 05.03.2012].



- Wei Lingling**, New Move to Make Yuan a Global Currency, in: Wall Street Journal, 12.01.2011c.  
URL: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703791904576076082178393532.html> [Stand: 29.06.2011].
- Wei Lingling/Davis, Bo/Nakamichi, Takashi**, Tokyo and Beijing Agree on Currency Pact, in: Wall Street Journal, 27.12.2011.  
URL: [http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203391104577121983605242196.html?mod=rss\\_about\\_china](http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203391104577121983605242196.html?mod=rss_about_china) [Stand: 06.01.2012].
- Wei Tian**, 中国鼓励企业对外投资用人民币结算, in: China Daily, 11.09.2011.  
URL: [http://www.chinadaily.com.cn/dfpd/jingji/2011-09/11/content\\_13667065.htm](http://www.chinadaily.com.cn/dfpd/jingji/2011-09/11/content_13667065.htm) [Stand: 22.02.2012].
- Wenzhou Bureau of Commerce**, 温州市个人境外直接投资试点方案, Wenzhou, 07.01.2011. URL: [http://ftcc.wenzhou.gov.cn/art/2011/1/7/art\\_3528\\_53500.html](http://ftcc.wenzhou.gov.cn/art/2011/1/7/art_3528_53500.html) [Stand: 19.01.2012].
- Wong, Vey/Li, Yonnex**, China RFDI up at 16.5 bln yuan since launch, in: Hong Kong Economic Journal (EJ Insight), 14.12.2011.  
URL: [http://www.ejinsight.com/template/eng/news/jsp/detail.jsp?dnews\\_id=381&title\\_id=26654](http://www.ejinsight.com/template/eng/news/jsp/detail.jsp?dnews_id=381&title_id=26654) [Stand: 25.01.2012].
- World Bank**, World Development Indicators. Financial Sector. Market capitalization of listed companies (current US\$), Washington, 2011.  
URL: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> [Stand: 22.09.2011].
- World Federation of Exchanges**, Domestic Market Capitalization. Time Series, Paris, 2011.  
URL: <http://www.world-exchanges.org/statistics/time-series/market-capitalization> [Stand: 16.09.2011].
- Wu Min**, 境外人民币投资境内证券开闸 对 A 股影响有限, in: Xinhuanet, 17.12.2011.  
URL: [http://news.xinhuanet.com/fortune/2011-12/17/c\\_122438380.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2011-12/17/c_122438380.htm) [Stand: 19.01.2012].
- Wu Yiyao**, Shanghai aims to be global financial center, in: China Daily, 31.01.2012.  
URL: [http://www.chinadaily.com.cn/china/2012-01/31/content\\_14513519.htm](http://www.chinadaily.com.cn/china/2012-01/31/content_14513519.htm) [Stand: 16.02.2012].
- Xinhua**, 王岐山, Beijing, 17.03.2008.  
URL: [http://www.gov.cn/gjjg/2008-03/17/content\\_922654.htm](http://www.gov.cn/gjjg/2008-03/17/content_922654.htm) [Stand: 27.01.2012].

- Xu Lingui**, 亚行第二期“熊猫债券”完成定价 票面利率为 4.2%, in: Xinhuanet, 04.12.2009.  
URL: [http://www.gov.cn/jrzg/2009-12/04/content\\_1480748.htm](http://www.gov.cn/jrzg/2009-12/04/content_1480748.htm) [Stand: 03.03.2012].
- Yiu, Enoch/Ren, Daniel**, Shanghai challenge to HK's yuan hub, in: South China Morning Post, 31.01.2012.  
URL: <http://topics.scmp.com/news/hk-news-watch/article/Shanghai--challenge--to-HKs--yuan-hub> [Stand: 16.02.2012].
- Yoshino, Naoyuki**, Bond Market Development in Japan, Working Paper, Keio University, Tokio, 2008.  
URL: [http://www.unescap.org/pdd/projects/bondmkt/3\\_bond\\_Japan.pdf](http://www.unescap.org/pdd/projects/bondmkt/3_bond_Japan.pdf) [Stand: 11.10.2011].
- You Zhixin/Yao Yujie**, 人民币国际化迈出新步伐, in: Renmin Ribao, 17.01.2011.  
URL: <http://finance.people.com.cn/GB/13743141.html> [Stand: 06.12.2011].
- Yung, Jean**, China Grants CNY10.7 Bln RQFII Quotas To 10 Companies, in: Wall Street Journal, 30.12.2011.  
URL: <http://online.wsj.com/article/BT-CO-20111230-702095.html> [Stand: 01.02.2012].
- Zhang Jie**, Internationalization of the Renminbi. History, Theories and Policies, Singapur 2011.
- Zhang Jun**, 台湾首度表态“要努力”成为人民币离岸中心, in: Dongfang Daily, 16.08.2011.  
URL: <http://www.dfdaily.com/html/113/2011/8/16/648007.shtml> [Stand: 03.03.2012].
- Zhang Mo/Liu Xue**, 我国资本账户开放步伐加快 天津率先试水, in: Economic Information Daily (经济参考报), 21.08.2007.  
URL: [http://jjckb.xinhuanet.com/gnyw/2007-08/21/content\\_62779.htm](http://jjckb.xinhuanet.com/gnyw/2007-08/21/content_62779.htm) [Stand: 01.03.2012].
- Zhang, Peter G./Chan, Thomas**, The Chinese Yuan. Internationalization and Financial Products in China, Singapur 2011.
- Zhang Yao/Zhang Lian**, 率先试点个人境外直接投资, in: People's Daily, 12.01.2011.  
URL: <http://finance.people.com.cn/GB/13708127.html> [Stand: 24.02.2012].

**Zhao Xiaohui/Wang Yu**, 境外人民币投资境内证券开闸, in: People's Daily, 17.12.2011.

URL: [http://paper.people.com.cn/rmrhwb/html/2011-12/17/content\\_979109.htm](http://paper.people.com.cn/rmrhwb/html/2011-12/17/content_979109.htm)

[Stand: 19.01.2012].

**Zhong Zheng**, 易纲兼任外汇局局长 胡晓炼成央行专职副行长, in: China Securities Journal (中国证券报), 17.07.2009.

URL: <http://finance.people.com.cn/GB/9671285.html> [Stand: 20.02.2012].

**Zhou Xiaochuan**, Keynote Speech on 'Steadily Promoting Market-based Interest Rate Reform' at the Caijing Annual Meeting, Beijing, 30.12.2010.

URL: [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2010/20101230164255458924785/20101230164255458924785\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2010/20101230164255458924785/20101230164255458924785_.html) [Stand: 09.12.2012].

**Ziamba, Rachel**, Brazil and China: Moves Towards a New Economic order?, in: EconoMonitor, 18.05.2009.

URL: <http://www.economonitor.com/analysts/2009/05/18/brazil-and-china-moves-towards-a-new-economic-order/> [Stand: 01.07.2011].

