

香港集思會

促進香港成爲
人民幣離岸中心的建議

研究報告

二零一零年三月

香港集思會
人民幣課題組

目錄

	頁數
1 前言	2
2 離岸金融中心的定義	4
3 香港具備成爲人民幣離岸中心的條件	5
4 政府對香港發展人民幣業務的定位和政策	7
中央政策	7
香港特區的政策	8
5 香港人民幣業務的現況	12
人民幣在香港的存量	12
跨境貿易人民幣結算業務情況	12
6 我們的建議	15
優化跨境貿易人民幣結算試點的建議	15
擴濶人民幣投資渠道的建議	17
便利個人儲蓄及消費的建議	21
7 總結	22
附錄	23

香港集思會人民幣課題組成員

李婉如
梁家齊
黃啓民
馮紹波

(排名按筆劃序)

促進香港成爲 人民幣離岸中心的建議

研究報告

1. 前言

- 1.1 經過三十年的改革開放，中國已在國際舞臺上崛起。2009 年上半年中國超越德國成爲最大出口國，並很可能在今年內超越日本成爲世界第二大經濟體。然而中國在國際貿易和投資方面，仍然以美元爲主導。這種嚴重錯配造成國家和企業過度承受美元匯率風險。美元本位制更制約了中國的發展，限制了中國在國際事務上的話語權和規則制定權。在這個大環境下，中國自然地選擇了走人民幣國際化的路。
- 1.2 然而，在 2008 年的金融風暴中，正是人民幣的不完全可兌換性，保護了中國的經濟和金融業，免受災難性的衝擊。因此，在人民幣國際化的過程中，如何防範和控制風險是重要議題。在這個議題下，香港可藉著它的特殊地位和優勢發揮特殊作用，在國家的支持下作爲人民幣國際化的試驗場，有序地推進人民幣境外流通和使用，從而避免由於過快地開放內地市場而對國家經濟金融造成過度的衝擊。
- 1.3 在人民幣未完全開放的前提下，如何在港發展人民幣業務是一大挑戰。香港集思會繼2009年發表的《促進香港成爲人民幣結算中心 — 提升人民幣流通性的12項建議》後，再度透過參考文獻，和訪問負責財金事務的官員、金融業和銀行業人士、廠商和貿易商等各界人士的方式，進行了《促進香港成爲人民幣離岸中心》的研究。目的是進一步提出切實可行的意見讓內地和香港的政府官員和財經界人士參考和採納，爲促進內地和香港的金融業共同發展，爲人民幣國際化，並爲香港的經濟發展和就業前景發揮積極的作用。

1.4 研究報告內容分以下部分：

- i) 離岸金融中心的定義。
- ii) 香港具備成爲人民幣離岸中心的條件。
- iii) 政府對香港發展人民幣業務的定位和政策。
- iv) 香港人民幣業務的現況。
- v) 我們的建議。
- vi) 總結。

2. 離岸金融中心的定義

- 2.1 一般來說，離岸金融的特質是交易貨幣的離岸性和交易主體的非居民性。按國際貨幣基金組織（International Monetary Fund -“IMF”）的定義¹，離岸金融指某地的銀行及其它機構為非居民提供金融服務。
- 2.2 離岸金融中心的定義則眾說紛紜。廣義來說，離岸金融中心指任何發生離岸金融活動的金融中心。具體來說，按 IMF 的定義，離岸金融中心一般指：
- i) 一個設有相對大量金融機構的司法管轄區，而這些金融機構主要為非居民提供金融服務；
 - ii) 一個擁有大量對外資產和負債的金融體制，而這些資產和負債規模超過本地的金融中介服務的需求；
 - iii) 更常見的是一個擁有如下一個或多個條件的地區：低稅或零稅率；較少的金融監管條例；銀行實行保密制度。
- 2.3 離岸金融市場也可被定義為“在高度自由化和國際化的金融管理體制和優惠的稅收制度下，在異國金融體系之外，由非居民參與的資金融通。而進行資金融通的市場，就是離岸金融市場。”²

¹ Offshore Financial Centres, IMF Background Paper, Prepared by the Monetary and Exchange Affairs Department, International Monetary Fund, June 23, 2000.

² 離岸金融市場發展研究—國際趨勢與中國路徑。巴曙松、郭云釗、KVB 昆侖國際離岸金融項目組等著。2008。

3. 香港具備成爲人民幣離岸中心的條件

3.1 從以上的離岸金融中心定義來看，香港在以下幾個方面符合有關的條件：

i) **金融機構集中地**

香港擁有外匯自由兌換和資金自由流動的特點，它吸引了全球的對沖基金和資產管理公司在此落戶。香港現時是亞洲最大的對沖基金中心，同時是亞洲的基金管理中心。香港，可說是亞太區最佳的基金投資平臺。

按 2010 年倫敦金融城公佈的全球金融中心指標排名，紐約和倫敦並列首位，香港名列第三。

ii) **資產管理的非居民性**

香港證券及期貨監管委員會 2009 年 7 月公佈的一份基金管理活動調查報告顯示，在 2008 年，來自非居民的資金佔整體基金（除去房地產投資信托基金 — 即“REIT” — 的部分）投資額的 64.2%；所管理的資產中香港和中國內地佔 46.7%，其他地區佔餘下的 53.3%。此外，175 家註冊公司和機構以香港爲其地區總部，比 2007 年的 170 家有所增加。³

iii) **高度自由化的金融管理體制**

香港屬於高度自由化的金融管理體制，按美國傳統基金會網站⁴公佈的 2010 年的《經濟自由指數》，香港繼續名列榜首。

iv) **優惠的稅收制度**

與全球的國家和地區比較，香港的稅率相對較低，如企業利得稅率爲 16.5%。而且對離岸金融服務提供減免稅優惠，如交易所上市基金(即 Exchange Traded Fund - “ETF”)，只要投資組合不包含港股，無須繳納印花稅。2010-11 年的香港特區政府財政預算案更建議把寬免印花稅範圍擴大至港股佔相關指數比重不高於 40%的 ETF。現時年期屬七年

³ Fund Management Survey 2008, Securities & Futures Commission., Hong Kong, July 2009.

⁴ www.heritage.org

以下，但不少於三年的合資格債務票據，其所衍生的利息及利潤享有50%的利得稅減免。2010-11年的香港特區政府財政預算案建議將優惠擴展至年期少於三年的合資格債務票據。此外，基金經理利用香港管理海外資金，如符合有關條件，可申請豁免利得稅，2010-11年的香港特區政府財政預算案更建議更新《稅務條例》中的認可證券交易所及期貨交易所名單，擴大離岸基金期貨交易稅務豁免的適用範圍。

- 3.2 除了符合以上離岸中心的定義外，香港是提供最完善離岸人民幣業務的地方，也是人民幣境外存量最多的城市。此外，相對內地的城市而言，香港享有獨立制定政策和法律的權力。相對其亞洲競爭對手新加坡而言，香港有祖國強大的經濟發展作後盾，並且擁有完善的金融基礎設施。香港特區政府除了建立了即時支付結算系統（“RTGS”）可即時處理港元、美元、歐羅及人民幣的即時交收外，還與內地的實時交易系統接軌。凡此種種，都為香港成為人民幣離岸中心創造了條件。當然，人民幣的資本項目未完全開放，限制了人民幣離岸中心的發展。然而，正是這種限制，才需要香港這個特殊的地方發揮其特殊作用。正如國家改革開放初期，香港在招商引資、公司治理、監管制度、與世界併軌等方面發揮作用一樣。

4. 政府對香港發展人民幣業務的定位和政策

- 4.1 人民幣國際化乃長遠目標，必須經歷幾個階段，亦即一般所說的人民幣國際化三步走。從功能來說，人民幣首先成為結算貨幣，然後成為投資貨幣，最後成為儲備貨幣。從地域上來說，則是人民幣首先周邊化，然後區域化，最後國際化。

中央政策 —

- 4.2 去年，中國朝著人民幣成為跨境貿易結算貨幣的目標跨出了重要一步：七月一日，中國人民銀行、財政部、商務部、海關總署、國家稅務總局和中國銀行業監督管理委員會聯合公佈《跨境貿易人民幣結算試點管理辦法》（“下稱《管理辦法》”）。跨境貿易人民幣結算政策成為香港邁向人民幣離岸中心的重要里程碑。
- 4.3 香港作為人民幣國際化試驗場的作用進一步得到肯定，按《管理辦法》，香港是境外的試點地區之一。國家總理溫家寶去年十二月在與香港特首曾蔭權會面時表明支持以香港作為國家金融改革的試驗場，並提出以下四點：（1）探索發展人民幣貿易融資、帳目融資、項目融資和用人民幣在香港直接投資等多種人民幣流通的業務；（2）推動人民幣債券業務在香港的發展，包括擴大發債規模、增加發債機構種類；（3）繼續支持和鼓勵內地企業來港上市；（4）促進上海和香港證券市場的合作。以上（1）和（2）點都牽涉到人民幣資本賬戶的開放，是逐步推進人民幣成為投資貨幣的新嘗試。
- 4.4 溫家寶總理 2010 年的《政府工作報告》，再次強調支援香港“鞏固並提升國際金融、貿易、航運中心地位。”
- 4.5 國家央行首次明確表示支持香港逐步建立人民幣離岸市場。2010 年 3 月 8 日，中國人民銀行副行長蘇寧肯定香港金融管理局總裁陳德霖在春節前發給香港的銀行題為“香港人民幣業務的監管原則及操作安排的詮釋”的函件，放寬人民幣在香港的使用限制。他認為，這不僅有利於促進人民幣貿易結算的發展，亦有利於香港逐步建立人民幣離岸市場，有助鞏固香港國際金融中心地位。

香港特區的政策 —

發展離岸人民幣業務

- 4.6 香港特區政府財政司長在 2010 至 2011 年財政年度的財政預算案中提出發展離岸人民幣業務，包括發展香港成爲區域人民幣結算中心、推動人民幣債券業務、及發展以人民幣計價的投資產品。具體內容如下⁵：

i) 區域人民幣結算中心

香港及其他地區（例如東盟國家）的企業已經可以透過香港銀行進行人民幣貿易結算。特區政府和內地有關當局會繼續研究如何進一步優化人民幣貿易結算服務，以及擴大人民幣在境外使用。特區政府會繼續發展香港的人民幣清算平臺，從而促進香港成爲區域人民幣結算中心。

ii) 推動人民幣債券業務

特區政府希望擴大發債規模、增加發債機構種類和合資格投資者類別等。最近金管局已作出說明，除了經內地方面批准的機構可以來港發行人民幣債券外，非內地機構亦可在港發行人民幣債券，只要不涉及資金跨境流入或流出內地，有關的發債體範圍、發行規模及方式等方面，均可按照香港的法規和市場因素來決定。

iii) 發展以人民幣計價的投資產品

財政司長並無詳細闡釋具體計劃。

推展企業人民幣業務

- 4.7 香港金管局總裁陳德霖 2010 年 2 月 25 日給本港銀行發出的題爲“香港人民幣業務的監管原則及操作安排的詮釋”的函件，指人民幣流進香港以後，只要不涉及資金回流內地，參加行可按照本地法規、監管要求及市場因素發展人民幣業務。主要內容如下：

⁵ 二〇一〇至一一年財政年度香港特區政府財政預算案第 68 - 69 段數

- i) **存款**：參加行可為企業客戶開立與貿易結算有關的人民幣存款賬戶。按照《清算協議》⁶，只要不涉及進出內地的跨境資金流動，參加行和客戶可自行決定如何運用其人民幣資金。
- ii) **兌換**：參加行應按現有的相關規定辦理人民幣兌換業務。
- iii) **匯款**：進出內地的人民幣匯款應符合現有的相關規定。內地企業辦理相關業務是否符合內地有關法規和要求，由內地監管當局和銀行負責審核。
- iv) **貸款**：參加行為企業客戶提供人民幣融資或貸款時，應遵守審慎信貸原則，並須小心和妥善管理好人民幣流動性風險。
- v) **人民幣債券**：在發債體範圍、發行規模及方式、投資者主體等方面，均可按照香港的法規和市場因素來決定。參加行可為客戶提供開戶、買賣、托管和融資等服務。內地主體到香港發行人民幣債券，還須遵守內地有關法規和要求。
- vi) **支票及信用卡服務**：參加行可按照香港現行的常用規則向企業客戶提供該等服務。如果涉及進出內地的跨境支付，則需要符合現有的相關規定。

4.8 自從去年開展跨境貿易人民幣結算試點後，部分人民幣因貿易結算而滯留香港，但卻缺乏出路。上述金管局的函件讓香港的金融中介平臺發揮作用，容許沉澱在香港的人民幣以貸款和債券的方式在市場上流通。金管局的詮釋對本港銀行和企業來說有如下積極意義：

i) 打破企業開立人民幣存款賬戶的限制：

基本上所有企業---不論行業---只要有貿易結算需要均可在香港的參加行開立人民幣存款賬戶。

ii) 擴展銀行人民幣貸款業務的空間，為企業提供獲取人民幣融資的渠道：

參加行可發放人民幣貸款給企業客戶，並無限定貸款用途。即是說無論貿易融資、項目融資或其他項目的人民幣貸款均可。為銀行提供了擴展人民幣資產業務的機會。

⁶ 《清算協議》指中國銀行（香港）有限公司（“中銀香港”）在 2009 年 7 月與中國人民銀行所簽署的《關於人民幣業務的清算協議》，標誌著中銀香港正式獲得跨境貿易人民幣清算銀行的資格。

iii) 有利香港人民幣債券市場的發展：

除內地企業外，港澳台及海外企業和機構均可在港發人民幣債券，無須經內地有關部門審批。大大擴大了發債體範圍、發行規模及方式。

iv) 有利人民幣在香港靈活運用和流通：

容許銀行為企業提供支票和信用卡服務，而且不再限定企業的人民幣支票只能發給同名賬戶，對活化境外的人民幣市場有很大幫助。

個人人民幣業務變化不大

4.9 個人人民幣業務自 2004 年 2 月開展至今，仍受到人民幣業務清算協議的限制。具體情況如下：

- i) 存款：參加行為香港居民開立自由提存的人民幣存款帳戶，存款期限和利率由銀行自定。
- ii) 兌換：參加行為存戶或非存戶辦理人民幣與港幣的兌換，每人每天的上限為 20,000 元人民幣。
- iii) 匯款：參加行為存戶把人民幣由香港匯入內地同名銀行帳戶，每人每天匯款不超過 80,000 元。
- iv) 人民幣卡：參加行為香港居民發行人民幣扣賬卡和信用卡，方便他們在內地消費；現時，參加行可發行雙幣卡（即人民幣和港幣並用的信用卡），讓客戶在香港及內地消費。同時，內地居民可以持內地銀行發行的人民幣扣賬卡和信用卡在香港消費。
- v) 支票：允許香港居民按一定限額簽發人民幣支票，但僅限於在廣東省的消費支出、或在香港作同名賬戶的資金調撥、或同名賬戶購買人民幣債券之用。

香港的證券和交易系統準備就緒

4.10 港交所就推展人民幣產品做了充足的準備。據知，港交所結算系統能為人民幣產品的買賣進行結算。至此，香港的證券結算系統和銀行同業結算系統已全部完成人民幣產品結算的準備工作。三月四日，港交所行政總裁李小加公佈的《戰略規劃 2010 至 2012》表示，港交所將物色可配合人民幣逐

步國際化的新產品，特別是定息收益產品、交易所買賣基金（“ETF”）及衍生產品。在推出人民幣產品方面，將擴闊服務及產品，便利內地投資者及資訊供應商獲取香港市場行情，並與內地及香港監管機構配合，支持促進跨境合作的人民幣相關產品。

5. 香港人民幣業務的現況

人民幣在香港的存量

- 5.1 自從 2009 年 7 月公佈了《跨境貿易人民幣結算試點管理辦法》後，香港的人民幣存款由六月份的 543.81 億元人民幣持續上升至十二月的 627.18 億元人民幣。至於人民幣在香港的流通量則沒有完全的統計。

跨境貿易人民幣結算業務情況

- 5.2 2009 年 7 月開始試點至 2010 年 1 月，全國的跨境貿易人民幣結算金額只有 100 多億元人民幣。截至 2009 年 12 月底，經香港結算的金額為 18.53 億元人民幣，十二月份的結算金額比之前幾個月大幅增加，達 13.6 億元人民幣。2010 年的結算金額也呈上升趨勢。
- 5.3 《管理辦法》規定只有內地試點城市的試點企業和海外的試點地區才可參與跨境貿易人民幣結算，但廣東省和上海市放寬了對進口人民幣結算的規定，非試點企業也可選擇以人民幣作進口支付。深圳則把跨境貿易人民幣結算擴展至服務貿易領域。此外，也出現了非試點地區與中國企業進行人民幣貿易結算的先例。中國銀行曾經替巴西、俄羅斯等地辦理跨境貿易人民幣業務；並成功辦理了南非地區首筆進口和出口跨境貿易人民幣結算以及當地首筆人民幣貿易融資結算。日資企業在 2010 年 3 月在跨境貿易中首次進行人民幣結算，由在華子公司使用人民幣向日本總部支付貨款。⁷
- 5.4 據媒體報道，14 個省市已提出要求加入試點，人民銀行副行長蘇寧透露，試點數目將穩步擴大，而央行也希望把試點的境外地區加大。
- 5.5 整體來說，跨境貿易人民幣結算金額偏低，選擇以人民幣結算的企業仍屬少數。按本會與銀行及貿易公司和廠商的調查結果顯示，以下因素限制了跨境貿易人民幣結算和人民幣融資的規模：

⁷人民幣取代美元 中日貿易首採用，文匯網訊，2010 年 3 月 25 日。

i) 試點範圍狹窄

按《管理規定》，試點範圍在境內只包含五個城市（廣東、深圳、東莞、珠海和上海）、365 家企業，境外則局限於港澳和東盟地區。

ii) 開展跨境貿易人民幣結算試點初期配套機制不完備

試點初期，尚未建立跨境貿易人民幣結算的出口退稅機制，因此企業開始時都不願意以人民幣結算。

iii) 企業缺乏誘因改變現行結算的模式

由於境外的企業已建立了以外幣結算的模式，這種運作模式目前仍是最具效益。因此企業並無誘因作出改變。對於跨國企業來說，轉變計價結算貨幣必須經海外總部審批，手續繁複，因此除非有強烈的誘因，一般跨國企業不輕易轉變結算貨幣。

iv) 人民幣缺乏出路

最關鍵的原因，是人民幣不能自由流通，企業收取的人民幣缺乏出路。人民幣缺乏流通性做成運作上的不便；人民幣缺乏投資渠道，難以發揮貨幣的價值儲存功能，令人民幣相對其它自由流通的貨幣 - 如美元 - 缺乏吸引力。

v) 香港的企業不願承擔匯率風險

香港的出口商在銷售商品給海外買家一般收取美元，因此不願意以人民幣支付給大陸的供應商，以免承受匯率風險。人民幣的升值預期也令企業缺乏以人民幣支付的意欲。

vi) 人民幣借貸成本較高

香港的銀行人民幣融資業務規模不大，由於人民幣借貸利率較高，有融資需要的企業寧選擇以美元或港元借貸。

5.6 據報導，國家將擴大人民幣跨境貿易試點範圍，出口退稅等問題亦已經解決。而 2010 年 2 月 25 日香港金融管理局給本港銀行發出的函件有望消除部分障礙，如允許企業在香港開立人民幣支票，有助增加人民幣在香港的流通性。但這些政策仍未能提供足夠的誘因讓企業選擇以人民幣作貿易結

算。尚待解決的重要問題乃人民幣缺乏投資渠道、缺乏足夠的匯率風險管理工具、人民幣借貸成本較高等。本會就這些關鍵問題做出了研究，並提了一些建議供決策部門和業界考慮。

6. 我們的建議

- 6.1 在人民幣尚未自由兌換的背景下，推動人民幣國際化談何容易，確實需要決策者和業界的智慧和勇氣。香港適宜和內地合作發展人民幣投資產品和投資渠道，同時監控風險，在略見成效後再擴大規模，逐步推進人民幣業務，建立人民幣區域化，進而國際化的基礎。
- 6.2 推動香港成爲人民幣離岸中心，必須首先增加人民幣的流通性。除了優化跨境貿易人民幣結算外，吸引個人和企業收取、支付、儲存和使用人民幣，推出提供合理回報的人民幣計價投資產品，才可讓人民幣發揮國際貨幣的結算和價值儲存功能。此外，引導海外的人民幣流到香港，和地下人民幣流進銀行體系，有助香港發揮人民幣離岸中心的功能。
- 6.3 按照調研結果，我們就以下範疇提出了具體建議：
- i) 優化跨境貿易人民幣結算試點；
 - ii) 擴濶人民幣投資渠道；
 - iii) 便利個人儲蓄及消費。

優化跨境貿易人民幣結算試點的建議

- 6.4 我們建議採納以下的政策優化跨境貿易人民幣結算試點：
- i) **逐步把試點範圍擴大至全國**
逐步擴大試點範圍，目標是允許所有具有外貿經營資格的企業開展跨境貿易人民幣結算。
 - ii) **逐步取消境外試點的限制**
目前不少與中國有貿易往來的國家均不屬境外試點範圍，我們認爲只要是具真實性的貿易，任何國家或地區都可選擇以人民幣結算。
 - iii) **把試點範圍擴展至服務貿易**
明確說明試點範圍由貨物貿易擴展至包含服務貿易，並按情況逐步在全國實行。

iv) **香港銀行和金管局共同打造香港成爲區域性人民幣結算中心**

中國與東盟自由貿易區《投資協議》在 2010 年實施後,區內的貿易量將有所增加。香港金融管理局去年第四季曾到東盟各國舉行多次路演。我們認同金管局的方向,並建議香港的銀行與金管局共同向亞洲各國推廣香港的人民幣結算平臺。倘亞洲各國利用香港與內地建立的人民幣清算管道進行人民幣貿易結算,香港自然會逐步發展成爲離岸人民幣結算中心。

v) **在香港發展人民幣遠期匯率市場**

香港企業不願意採取跨境貿易人民幣結算的其中一個原因是避免承受匯率風險。倘若香港能夠提供足夠的人民幣匯率對沖工具,可減低企業對使用人民幣結算的憂慮。

目前香港有非交割遠期合約(“NDF” - Non-deliverable Forward)發揮人民幣匯率對沖功能,並且可在 Bloomberg 看到 N D F 的行情。我們認爲應該提升人民幣 N D F 的功能,建議港交所提供人民幣 N D F 在交易所買賣,以便提高市場資訊透明度,提升企業對對沖人民幣匯率風險的能力和信心,從而吸引海外和本地企業選擇人民幣貿易結算,有助打造香港成爲人民幣離岸市場。

從風險的角度來看,由於 N D F 交易不牽涉人民幣現金交收,因此不會導致熱錢進出國境。此外,由於 N D F 的合同由港交所發出,公開在市場買賣,可減低交易對手(counter-party risk)的風險。

此外,建立離岸人民幣遠期匯率市場,有助實現溫家寶總理提到的完善匯率形成機制,但同時可避免對在岸市場造成衝擊。

vi) **利用中國與中央銀行間的貨幣互換協定,促進人民幣同時成爲貿易及投資貨幣⁸**

中國先後與香港、韓國、馬來西亞、印度尼西亞、白俄羅斯、阿根廷簽訂了合共6,500億元人民幣的貨幣互換協定,其中香港佔2,000億元。由於互換的貨幣可以用於貿易、投資方面的日常支付,中國可以利用與中央銀行間的互換協定,把貿易和投資相結合,促進人民幣成爲投資貨幣。

⁸ 人民幣國際化: 新的改革開放推進器, 黃海洲, 2009 年 5 月 7 日

舉例來說，中國的進口商在向印度尼西亞購買天然氣時支付人民幣，印度尼西亞的出口商可把收取的人民幣與其央行兌換成印尼盾，印度尼西亞的央行可使用這筆人民幣到香港購買人民幣金融資產。通過這個方式同時實現人民幣作為交易貨幣和投資貨幣。在香港適當地發展了人民幣投資產品後，香港金融管理局可遊說這些央行採取以上的方式支援企業的人民幣貿易結算，和購買香港的人民幣金融產品。

擴闊人民幣投資渠道的建議

6.5 我們建議採納以下的政策擴闊人民幣投資渠道：

i) 允許企業和機構設立人民幣賬戶，自由運用賬戶內的資金

要為人民幣提供出路，除了個人外，必須讓所有企業和機構在港開立人民幣賬戶，並按香港的慣例自由使用賬戶內的資金作投資或其它用途。既然人民幣已經滯留境外，應在境外享有與外幣同等地位，同等的操作便利。不再為離岸人民幣流通設限，才能為人民幣國際化創造條件。況且從風險管理的角度來看，境外資金的流動不會對本土經濟造成衝擊。

ii) 加速深化香港人民幣債券市場

本會非常認同溫家寶總理提出的推動人民幣債券業務在香港的發展。我們認為加速深化人民幣債券市場可為市民提供對沖美元風險的投資工具，並可吸引境外的人民幣資金匯聚香港，讓香港成為境外人民幣的蓄水池，提供有用的境外人民幣存量和流通量資訊。

就加速深化香港人民幣債券市場，本會提出以下建議：

a) 主動推廣香港的人民幣發債服務

建議香港特區政府的財金及投資推廣部門設立機制，主動在海外推廣香港的人民幣發債服務。鼓勵內地、香港、臺灣及海外企業和機構在香港發人民幣債券。說明發債體在香港所籌集的資金可以自由投資，甚至借出作為貸款。

推廣香港的人民幣發債服務，目的是擴大發債規模、增加發債機構種類。因此，除了銀行外，香港特區政府、香港機場管理局、

港鐵、地產發展商、超國家機構(supranational organisations)如世界銀行、亞洲發展銀行、聯合國、IMF 等都可在港發人民幣債券。經內地有關部門審批後，發債體可發人債支持內地的投資項目：如香港特區政府可建港珠澳大橋、港鐵可在內地發展鐵路項目、地產發展商可開發內地的建築項目、世界銀行可支援農村建設項目等。如在內地沒有項目的話，發債所得資金可在境外自由運用。

b) 由財政部牽頭，建立包含不同年期的人民幣債券市場

建議國家財政部繼去年在港發行六十億元人民幣國債後，在港繼續發行由一個月到三十年的長短期國債，以滿足市場對人民幣價值儲存的需求。不同年期的國債可幫助建立完整的孳息曲綫，有助完善人民幣匯率形成機制。此外，建議讓國債在港交所進行買賣，以便建立債券二手市場。

c) 在港推出人民幣定息收益產品基金

有了多樣化的人民幣債券產品，下一步可發展人民幣定息收益產品基金，而這些債券或基金都可以在銀行進行銷售（“over-the-counter trade”），或在香港交易所上市，從而建立一個人民幣定息收益產品市場。人民幣債券在香港一直都供不應求，息率比同類的港元或美元債券高，相信人民幣定息產品基金在香港有一定的市場。放眼世界，倫敦交易所正在考慮建立一個電子債券交易平臺，可見定息收益產品市場可以是香港金融發展的新增長點。

d) 為機構和企業投資人民幣定息收益產品提供政策便利

目前投資人民幣債券主要以個人為主。要建立人民幣債券市場，必須容許機構投資者參與。我們相信除企業外，不少有定息收益需要的機構都有興趣投資人民幣定息收益產品。這些機構包括退休基金、法定團體、慈善團體、大學等。因此必須允許機構和企業開立人民幣賬戶，並允許機構和企業兌換人民幣作投資債券只用。至於兌換限額可由銀行按資金流通情況自行訂定。

e) 允許金融中介機構開立人民幣賬戶

成功的債券市場必須有充足的流通性。而金融中介機構正是製造流通性的關鍵組件。我們建議允許金融中介機構開立人民幣賬戶，讓投資者通過金融中介機構進行人民幣債券或定息收益產品

的交易。由於這些交易只牽涉境外市場，因此無需憂慮衝擊內地金融市場。

f) 風險控制

如發債籌集資金的目的並非投資內地項目的話，集資所得的人民幣不可流進境內，避免衝擊內地的金融市場。如需要在境內投資或使用的話，必須由內地監管部門審批。

iii) 儘快推出以人民幣計價的交易所上市基金（“ETF”）

本會上一份“促進香港成為人民幣結算中心-提升人民幣流通性的 12 項建議”報告中提議推出以人民幣計價的 ETF。我們建議香港交易所與滬深交易所合作，儘快推出以人民幣計價追蹤深証或滬証指數、或追蹤特定板塊的 ETF,也可以推出追蹤商品——如黃金和貴金屬——價格的 ETF。

iv) 允許 FDI 及 QFII 以人民幣進行

允許香港企業以正當途徑取得的人民幣資金到內地進行直接投資（“FDI”- Foreign Direct Investment）。按國家規定 F D I 必須以外幣進行。國家要求外商以外匯投資的要求有其歷史背景。源於八十年代初國家開始引進外資時嚴重缺乏外匯，必須增加外匯儲備以備進口等用途。但在國家外匯儲備達 24,000 億美元的今天，已無必要要求外商以外幣進行直接投資。減少外匯儲備反而有助減低國家儲存過多美元資產所帶來的資產安全問題。

況且，在進行人民幣國際化的過程中，不少人民幣已經“走出去”。企業持有的人民幣資金可能是企業出口貨品時收取的貨款、或者在香港銷售產品或提供服務時賺取的收入、或者是在香港投資金融產品時賺取的利潤。因此建議中央政府修改法例，允許外商和港商以人民幣進行 FDI，以推動人民幣有序進出。

按目前的規定，合格境外機構投資者（“QFII”- Qualified Foreign Institutional Investors）必須以外幣進行投資。如上所述，在進行人民幣國際化的進程中，不少人民幣已經流出國境，因此我們建議允許 QFII 在額度內以外幣或人民幣進行投資。

v) 推動各國央行以人民幣作為外匯儲備的一部分

國家可制定政策，鼓勵以人民幣作外匯儲備的外國中央銀行以 Q F I I 的資格投資中國的資產，包括中國的國債，和在香港發行的各種人民幣投資產品。除了美國外，不少與中國有密切貿易關係——尤其對中國貿易順差——的國家由於以美元作貿易結算貨幣，承擔了美元貶值的風險。面對中國持續的高增長和人民幣幣值相對穩定的預期，相信部分的國家央行有興趣持有人民幣資產以分散風險。這項建議可幫助人民幣成為國際儲備貨幣。當然，成功與否有賴於是否有足夠的人民幣投資渠道供外國央行選擇。據了解，馬來西亞央行獲准通過 Q F I I 的渠道投資中國的資產。我們建議香港金融管理局帶頭購買並持有人民幣債券作為香港外匯儲備的一部分，以發揮示範作用。

vi) 積極探討兩地金融市場相互配合的發展方向

內地與香港的經濟日漸融合是不爭的事實，而金融市場乃支持經濟發展的重要基石。金融市場發展一日千里，人民幣國際化亦逐步推進。兩地宜共同探討長遠（十至二十年）和短期的發展路向，各展所長，互補不足，以建立強大的大中華金融體系為目標。在人民幣業務方面，我們建議兩地的財金官員、證券交易所和業界共同探討以下方案：

- a) 香港與廣東省（含深圳）先行先試，發展可互換的金融產品，在兩地交易所同時上市買賣，並以雙幣（人民幣、港幣）掛牌交易。
- b) 設立機制讓在香港上市的股票、交易所上市基金、貴金屬等以兩種幣值（人民幣和港幣）計價結算。
- c) 兩地共同探討如何發展以人民幣為中心的國際化金融架構及基建，建立與人民幣國際地位相適應的交易、結算系統和風險管理制度。在架構及制度完成後，可按部就班地分三個階段開放給投資者參與：第一階段只試點開放給兩地的機構投資者；試點成功後，第二階段開放給兩地的零售投資者；第三階段可考慮開放給國際投資者。

便利個人儲蓄及消費的建議

6.6 我們建議採納以下的政策擴闊人民幣投資渠道：

i) 放寬個人兌換人民幣作購買人民幣債券之用

為方便香港市民投資人民幣債券，我們建議容許個人兌換 100,000 元人民幣作認購單項人民幣債券之用。

ii) 放寬在港個人人民幣匯款及支付方面的限制，推動人民幣流通

個人儲存在香港銀行的人民幣資金只可匯到同名的帳戶，而個人只可開支票給同名的帳戶，作儲蓄或購買人民幣債券之用，或者發支票在內地作消費用途。這些規定大大限制了人民幣境外的流通和使用，不利人民幣國際化的推展。

我們建議放寬個人的人民幣資金調撥的限制，容許個人境外的人民幣存款以匯款或支票等形式轉到境外不同名的帳戶。這項措施可大大推動人民幣的境外使用及流通，可突破目前人民幣以現金交易的困境，促進境外大額交易，如以人民幣購房，支付房屋按揭和租賃等。有助人民幣發揮其國際貨幣的交易和價值儲存的功能。

至於風險防範方面，由於只涉及人民幣境外資金流動，不應對內地的貨幣政策和金融體系造成衝擊。

iii) 推出以人民幣計價的人壽保險

隨著美元日漸貶值，人民幣幣值相對穩定，人民幣壽險產品無疑發揮了保值功能。因此，相信不少市民有興趣購買以人民幣計價的人壽保單。我們建議允許保險公司提供人民幣壽險服務。然而，香港必須落實推動人民幣債券市場，才能提供足夠的投資渠道支持人民幣壽險市場的發展。

7. 總結

7.1 人民幣國際化猶如雙刃劍，一方面可提升中國的國際經濟地位，減低匯率風險；另一方面，可能導致熱錢進出，削弱國家貨幣政策調控經濟的有效性。在分析人民幣國際化的利弊時，我們可參考中國入世的經驗。十年前也有論者認為中國加入世界貿易組織會引入激烈競爭，嚴重衝擊內地的經濟。但入世後，卻造就了一批有競爭力的現代企業，中國更成為世界上第三大經濟體。2008年的金融風暴可說是一個契機，帶動了新一輪的國際金融改革浪潮，有利於內地的金融改革和金融企業的壯大，同時亦啟動了人民幣國際化進程。我們相信香港在這次浪潮中，可發揮人民幣離岸市場的作用，與上海的在岸市場相互配合，與珠三角共融共通，為中國的經濟再上一個臺階發揮積極作用。

附錄

參考文獻及資料來源：

- 1 · 黃海洲：人民幣國際化：新的改革開放推進器。2009 年 5 月 7 日。
- 2 · 巴曙松、郭雲釗、KVB 昆侖國際離岸金融項目組等：離岸金融市場發展研究—國際趨勢與中國路徑。2008。
- 3 · 孫兆東：世界的人民幣。2010。
- 4 · 方明、劉東：中國東盟自貿區-理想與現實。刊載於財經，2009 年 12 月。
- 5 · 方明：國際貨幣體系改革：中國成爲關鍵貨幣國。刊載於財經，2009 年 12 月。
- 6 · 二〇一〇至一一年財政年度香港特區政府財政預算案。
- 7 · 香港交易所行政總裁李小加：第四次浪潮。2010 年 1 月 10 日。
- 8 · 香港金融管理局陳德霖致所有認可機構行政總裁的函件：“香港人民幣業務的監管原則及操作安排的詮釋”。2010 年 2 月 11 日。
- 9 · Monetary and Exchange Affairs Department, International Monetary Fund: Offshore Financial Centres, IMF Background Paper。23th June, 2000.
- 10 · Securities & Futures Commission, Hong Kong: Fund Management Survey 2008, July 2009.
- 11 · 香港中國企業協會與中銀香港 2010 年 1 月 28 日合辦的“跨境貿易人民幣業務”研討會。
- 12 · 搏源基金會、中國高校聯金融協會及 Asia-Pacific Securitisation Association 在 2010 年 1 月 22 日合辦的《香港在人民幣國際化進程中的作用》研討會。
- 13 · 香港會計師協會 2009 年 12 月 9 日舉辦的《跨境貿易人民幣結算的機遇與挑戰》研討會。
- 14 · 香港貿易發展局 2009 年 12 月 3 日舉辦的“跨境貿易人民幣結算措施：對香港的影響”研討會。
- 15 · “Pilot RMB Trade Settlement Scheme – Breakthrough Development and Potential Impact on Doing Business in China” organized by PricewaterhouseCoopers, 8th September 2009.