

把握機遇 創造條件
鞏固香港的人民幣離岸中心地位

人民幣課題組

黃啟民

李婉如

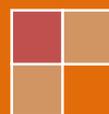
梁家齊

馮紹波

陸偉棋

香港集思會

2011年1月



摘要

五年內人民幣存款可達 2 萬億元

1. 近期香港的人民幣存款額急劇上升，2010 年 11 月底接近 2,800 億元人民幣。香港集思會人民幣課題組估計，以目前增長勢頭來看，本地人民幣存款額可在五年內達至 2 萬億元，即與現時在港的美元存款額相約。屆時市場亦會出現多樣化的人民幣投資產品，供海內外投資者購買及持有，人民幣的市場作用和影響力將大大提升，進一步強化香港作為人民幣離岸中心的角色。在人民幣國際化的進程中，香港應繼續發揮其獨特優勢，在現有政策的基礎上，消除若干結構性障礙，以配合現時的发展形勢。有見及此，本會提出下列五項建議，希望透過推動人民幣跨境貿易、人民幣區域化等措施，積極提升人民幣在貿易結算和投資方面的功能，為促進人民幣成為區域性貨幣，創造更有利的條件，以鞏固香港作為人民幣離岸中心的地位。

建議一：發展場內人民幣 NDF 市場

2. 內地一直是香港的最大貿易夥伴，佔香港全球貿易總額的一半。由於在港的中小企業有不少參與中國貿易，但市場上對沖人民幣匯率風險的工具主要針對大型企業而設計，中小企缺乏對沖人民幣的合適途徑。作為過渡安排，本會建議由交易所提供不交割遠期人民幣合約（non-deliverable forward, NDF）的場內交易，在現有的場外交易以外建設另一個透明和開放的交易平台，提供標準化、小額合約的買賣途徑，減少買賣差價，減低匯率風險，並透過即時報價系統，便利中小型貿易商使用人民幣計價和結算。當市場條件成熟時，不交割的遠期人民幣合約市場應轉為實物交割的遠期合約（deliverable forward, DF）市場。

3. 從風險管理的角度來看，交易所的高透明度及規範性人民幣 NDF 交易平台，能提供集中的數據資料，為有關機構增加風險管理的力度。

建議二：擴展香港的人民幣 RTGS 系統

4. 本會建議香港的人民幣即時支付及結算（real time gross settlement, RTGS）系統與區內的支付系統建立跨境聯網，提供外匯交易同步交收（payment versus payment, PvP）及貨銀兩訖交收（delivery versus payment, DvP）服務，以便亞洲時區內的不同貨幣 — 包括新台幣、馬幣、韓圓等 — 在香港與人民幣進行最終及不可撤回的交收。此跨境聯網可為國家、香港及企業帶來以下好處：

- 一、 對國家而言，能促進中國外貿多採用人民幣定價，使人民幣發展成區內主要的交易貨幣。同時，跨境聯網能提供統一的交易資料，讓國家能更有效地掌握境外人民幣的流通狀況；
- 二、 對香港而言，有助完善本港多幣種支付及結算平台的發展；有助建立離岸人民幣市場機制，包括人民幣與亞洲地區貨幣交叉匯率（cross rate）、離岸銀行同業人民幣拆借市場（inter-bank market）等，推動香港成為人民幣離岸中心；及
- 三、 對企業而言，有助減低使用人民幣的交易成本，促進跨境貿易使用人民幣定價和結算。

建議三：設立粵港人民幣 FDI 項目表

5. 本會建議粵港雙方按照國家「十二五」規劃中的七大新興產業，包括節能環保、新一代資訊技術、生物、高端裝備製造業、新能源、新材料，以及新能源汽車，加上基礎建設、高端服務業及其它提升現代化生產體系的投資項目，設立粵港人民幣外商直接投資（foreign direct investment, FDI）項目表，為有關項目設立「綠色通道」，加快立項和審批，允許境外投資者於外匯管理局備案後直接匯入人民幣資金。設立人民幣 FDI 項目表具有以下多重戰略意義：

- 一、 對國家而言，人民幣 FDI 有助減低外匯儲備增長速度、規範人民幣回流的用途，及協助國家達到「十二五」規劃的策略目標，促進國家新興產業的健康發展；
- 二、 對粵港兩地而言：配合國家推動珠三角地區經濟轉型的政策，加強粵港兩地的經濟融合，達至雙贏局面；及

- 三、 對投資者而言：讓投資者善用境外的人民幣資金，獲取參與廣東省現代化建設和經濟升級轉型帶來的經濟回報。

建議四：推動債券市場為人民幣 FDI 項目融資

6. 本會建議特區政府向國家財政部爭取，定期在港發行不同年期的人民幣國債，在交易所掛牌買賣，並容許在場內和場外進行交易，以便建立人民幣債券收益曲線（yield curve），作為其它債券和金融資產釐定價格的標準。

7. 香港交易所及證監會亦需檢討現行上市規條，簡化及豁免部份申請程序，便利企業在港發行人民幣債券，並在交易所掛牌買賣。同時，政府可透過針對性措施，包括分階段達至完全豁免向企業徵收持有人民幣債券所得利息的利得稅，以鼓勵海內外企業參與香港的人民幣債券市場。若不同年期的國債及企業債在交易所掛牌買賣，將可吸引機構投資者參與本港的債券二級市場，進一步吸引更多發債體利用本港市場發債和上市，促進香港發展成為境外人民幣債券交易中心。

建議五：建設人民幣 ODI 平台

8. 本會建議粵港合作以試點形式，為廣東省企業提供便利，簡化以人民幣對外投資的手續，吸引企業透過香港在海外進行直接投資（overseas direct investment, ODI）。此舉可為國家、香港及境內企業帶來以下好處：

- 一、 對國家而言，讓更多境內企業透過香港以人民幣進行境外直接投資，不但可促進人民幣流出境外、減少對外匯的倚賴，還可推動境內企業「走出去」，開拓國際市場；
- 二、 對香港而言，人民幣 ODI 可把香港建設成重要的人民幣資金進出平台，有助香港加快累積人民幣資金，深化香港離岸中心的作用；及
- 三、 對境內企業而言，人民幣 ODI 可節省匯兌成本、加快交易流程及效率。同時，本港具備成熟的金融體系和穩健的金融基建，能為境內企業提供更大的發展空間，促進企業成長。

兩地合作進行風險管理

9. 本會非常支持香港金融管理局近日就優化人民幣跨境結算機制提出的四項措施，包括提供 200 億元人民幣常設資金池及加強風險管理等。本會認為，這些措施一方面有助更清晰地規範本港人民幣市場的運作，有利市場健康發展；另一方面能積極推動人民幣跨境貿易，建設香港成為人民幣離岸中心。

10. 值得注意的是，目前人民幣尚未自由兌換、離岸人民幣拆借市場未盡完善，因此中國人民銀行、中資金融機構，以及香港的監管機構需保持密切聯繫、協力合作，積極管理在港人民幣的規模及相關風險。在可控及漸進的原則下，應避免在現階段推出高槓桿比例產品、提防人民幣流動性風險，以及提高市場資訊的透明度。

總結

11. 香港是境外人民幣存量最多的城市，擁有完善的金融基礎設施，並有國家強大的經濟發展作為後盾，是發展人民幣離岸中心最理想的選擇。政府及金融業決策者宜積極考慮落實本會提出的政策建議，為人民幣國際化、推動人民幣成為國際貿易結算及投資貨幣，創造有利的條件和提供寶貴的經驗。

目錄

	頁數
一、引言	1
二、推動人民幣成爲區域性貿易結算貨幣的建議	3
建議一：發展場內人民幣 NDF 市場	3
建議二：擴展香港的人民幣 RTGS 系統	7
三、提升人民幣作爲海外投資貨幣功能的建議	10
建議三：設立粵港人民幣 FDI 項目表	10
建議四：推動債券市場爲人民幣 FDI 項目融資	12
建議五：建設人民幣 ODI 平台	13
四、人民幣離岸中心的風險管理	15
五、總結	17
六、英漢辭彙	18
七、附錄	19

把握機遇 創造條件 鞏固香港的人民幣離岸中心地位

一、引言

1.1 香港集思會人民幣課題組於 2009 年 7 月發表了《促進香港成爲人民幣結算中心》的研究報告，探討如何提升人民幣在港的流通性；2010 年 3 月則以《促進香港成爲人民幣離岸中心》爲題，就如何在港發展多元化的人民幣業務提出建議（見表一及表二）。自 2010 年 6 月以來，國家不斷有新的金融政策出台，包括擴大跨境貿易人民幣結算試點、簽署新修訂的人民幣業務清算協議等，消除了制約人民幣金融產品的障礙，爲香港人民幣業務的發展提供強大的推動力（見表三）。12 月 23 日，香港金融管理局（金管局）與中國人民銀行（人民銀行）商討後，推出四項措施優化人民幣跨境貿易結算機制，其中包括設立 200 億元人民幣常設資金池，支持人民幣跨境貿易結算和支付。

1.2 本會非常支持金管局優化人民幣跨境貿易結算機制的措施。這些措施有助推動人民幣跨境貿易，建設香港成爲人民幣離岸中心。近期香港的人民幣存款額急劇上升，截至 2010 年 11 月底，人民幣存款總額接近 2,800 億元人民幣（見圖一），較 10 月底和 2009 年底分別增加 625 億元和 2,169 億元。按照此速度增長，本會估計在五年內，本港的人民幣存款額將達到 2 萬億元，與現時在港的美元存款相約。而 2 萬億元只是現時內地 71 萬億元總存款量¹的 2.8%。當本港的人民幣存量達至這規模時，市場亦會相應出現多樣化的人民幣投資產品。屆時，人民幣將充分發揮其作爲區域性貨幣的功能。

1.3 爲達至 2 萬億元人民幣存款額的目標，促進人民幣成爲區域性貨幣及推動香港人民幣離岸中心的建設，本會與金融界人士及有關專家進行深入探討，就如何透過建立本港的人民幣市場機制

¹ 資料來源：中國人民銀行

（包括遠期匯率、交叉匯率、同業拆借市場、收益曲線等）和基礎設施（包括支付及結算系統），促進以人民幣計價及結算的跨境貿易活動，提出策略性建議，以供政策制定者及業界參考（第二節）。本研究亦探討如何透過與廣東省合作建立人民幣流通機制，利用香港作為人民幣投融资平台，提升人民幣作為海外投資貨幣的功能（第三節）。最後，本會從風險管理的角度，分析可控有序地發展香港人民幣離岸中心的策略（第四節）。

二、推動人民幣成爲區域性貿易結算貨幣的建議

2.1 2009年中國對外貿易額高達2.2萬億美元，當中只有1%使用人民幣結算，可見人民幣跨境貿易結算存有相當大的發展空間。然而，推動此市場面對兩個主要問題：第一，目前人民幣未能自由兌換，境外人民幣的投資產品不多，限制了人民幣的用途，令境外人民幣產品市場缺乏廣度、深度和流通性。第二，在人民幣升值預期下，境外進口商以遠期人民幣付款時，將要面對更大的匯率風險。內地一直是香港的最大貿易夥伴，約佔香港全球貿易總額的一半²；目前在港的28萬家中小型企業中（佔全港企業總數的98%），不少在內地進行生產及採購活動，是兩地跨境貿易的主要參與者。由於市場上對沖人民幣匯率風險的工具主要針對大型企業而設計，中小企缺乏對沖人民幣的合適途徑，加上遠期匯率報價欠缺透明度，計價及估算成本非常困難，大大減低了境外進口企業以人民幣進行貿易計價及結算的意欲。

2.2 面對上述人民幣貿易結算的障礙，香港可以扮演積極推動者的角色。2010年上半年全國跨境貿易人民幣結算量達706億元，其中香港佔75%，可見香港在跨境貿易人民幣業務中佔重要地位。本會認爲，香港應把握這個機遇，在人民幣國際化的進程中提供一個有效的貿易計價、結算及融資平台，一方面發揮協助國家「走出去」的戰略功能，另一方面促進本港作爲人民幣離岸中心的健康發展。現時美元佔全球貿易結算額六成以上，進一步推動人民幣成爲區域性貿易結算貨幣，有助提高人民幣在境外的認受性和使用量、減少國家對美元及其它外匯的依賴，亦有利人民幣從貿易結算貨幣有序地發展成爲投資及儲備貨幣。

建議一：發展場內人民幣NDF市場

2.3 對從事跨境貿易的企業而言，遠期匯率能發揮兩個主要功能：第一、遠期匯率的價格發現（price discovery）功能，有助貿易商作出計價及定價的決定；第二、提供市場價格，以便貿易商管理匯率風險。長遠而言，標準化的遠期人民幣合約（deliverable forward, DF）及標準化的不交割遠期人民幣合約（non-deliverable forward, NDF），同樣是市場上合適的金融工具，但作爲過渡安排，本會建議先建立具透明度和開放的境外人民幣NDF交易平台，設

² 政府統計處資料顯示，內地自1985年起一直是香港的最大貿易夥伴。內地自改革開放以來，在香港全球貿易總額中所佔的比例由1978年的9.3%躍升至2009年的49%（2.5萬億港元）。

立標準化小額合約的買賣途徑，減少買賣差價，並透過即時報價系統，促進中小企使用人民幣計價和結算。當市場條件成熟時，不交割的遠期人民幣合約市場應轉為實物交割的遠期合約市場。

中小企對沖人民幣匯率的需求

2.4 自從 2010 年 6 月人民銀行擴大跨境貿易結算範圍後，海內外貿易企業使用人民幣結算的意欲雖然有所增強，但人民幣貿易結算的流出與流入額並不平衡。據人民銀行的數據顯示，2010 年 8 月份人民幣跨境貿易結算達 500 億元，但人民幣流出與流入的比例約為八比二，即八成屬境外企業向境內企業收取人民幣（人民幣流出境外），餘下兩成則屬境外企業支付人民幣予境內企業（人民幣從境外流入）。相比同月超過一半資金從中國整體對外貿易出口流入，人民幣的流入比例偏低³。換句話說，貿易商樂意收取人民幣，卻不願支付人民幣。造成人民幣跨境貿易流出與流入不平衡的主要原因，是大部份境外買家為了減低人民幣遠期升值的風險，在採購內地商品時避免使用人民幣來計價結算。

2.5 自 2005 年至今，人民幣兌美元平均每年升值 3.7%；學者及業界預料人民幣將持續升值，在未來 10 年內每年升值 3%至 5%。在人民幣升值預期下，使用人民幣結算減輕了境內出口企業的匯率風險，同時這匯率風險會轉嫁予境外買家。舉例說，香港中小企到內地採購，並與內地供應商簽訂交收期為六個月的人民幣定價合約，如期間人民幣升值，港商實際支付的金額將隨著人民幣升值而增加。換句話說，若人民幣在這六個月期間升值 2%，企業就會損失等值於貨價 2%的利潤。以一般貿易商的純利為 2%至 3%計算，人民幣匯率的升跌對港商的利潤有著決定性的影響，而結算期越長，企業面對的匯率風險亦越高。由此可見，境外中小企買家對人民幣對沖工具存在龐大的需求。

場內交易人民幣 NDF 的優點

2.6 面對人民幣升值的預期，現時港商可透過由銀行提供的人民幣 NDF，於合約到期時以美元進行匯率淨額結算，達到對沖人民幣匯率升值的風險。雖然這種場外交易（over-the-counter, OTC）的人民幣 NDF 靈活性較高，買賣雙方可各得其所，但無論在產品透明度、設計及架構、買賣方式上，未必能針對一般中小企買家的需要⁴，因此市場參與者以大型企業及機構投資者為主（見表四

³ 根據商務部資料顯示，2010 年 8 月中國對外貿易進口總額為 1,193 億美元，出口為 1,393 億美元，貿易順差為 200 億美元，進出口比例為 46:54。

⁴ 對中小企而言，場外人民幣 NDF 的買賣方式複雜、差價大，且手續費高，他們一般不願參與。

及表五)。

2.7 針對境外中小企買家對標準化、高透明度和低交易金額合約的需求，本會建議發展場內人民幣 NDF 市場，為現有的場外交易提供另一個具透明度和開放的交易平台，為中小企提供低成本的對沖工具。場內交易（例如：在交易所買賣）人民幣 NDF 有四大優點：

- 一、 提高價格透明度：場內電子交易報價系統可即時顯示人民幣 NDF 合約價格的變動，有助提高市場透明度。
- 二、 提高市場效率：交易所的高透明度交易平台，讓市場參與者了解人民幣匯率的走勢，而場內買賣人民幣 NDF 能實現市場機制下更有效率的價格發現，既有助提高市場效率，亦有利中小企使用人民幣作貿易定價。
- 三、 消除交易對手信用風險（counterparty risk）：交易所的結算公司能保證買賣合約可兌現，但場外交易的市場參與者則需承擔合約未能兌現的風險。
- 四、 增加市場參與者的類別和數量：交易所能吸引不同類別的買家和賣家；隨著合約條件標準化、合約的買賣差價和金額下降，參與者將不再局限於大型商業銀行及其大企業客戶，即使是中小型銀行、企業和投資基金，甚至是海外貿易商亦可參與其中。

2.8 目前在港的中小企業，有不少參與中國貿易。若要推動跨境貿易以人民幣定價，必須為這些中小企開發合適的遠期人民幣對沖工具。透過發展高效率、低成本的場內人民幣 NDF 市場，可鼓勵更多境外中小企在採購內地商品時以人民幣計價和結算，改善現時人民幣在貿易結算總額中流出與流入額的「一面倒」不平衡狀況，逐步建立並強化人民幣在境內外市場的各種機制。

2.9 此外，香港的場內人民幣 NDF 市場運作經驗（包括市場組織、監管法則、交收結算、交易仲裁等），可作為未來遠期人民幣合約市場在區內發展的重要參考。當香港有充足的人民幣流通，及其它市場條件成熟時，作為過渡性安排的不交割遠期人民幣市

同時，由於客戶只能透過所屬銀行從交易商（dealers）中獲取相關的買賣價額資料，銀行向客戶提供報價及其它合約條件之前，除考慮市場上各種內在及外在因素之外，銀行與客戶之間的關係亦是其重要考慮因素之一，因此對中小企來說，買賣場外 NDF 存在透明度低和買賣差價大的困難。

場可轉為實物交割的遠期合約市場。

對在岸人民幣市場的價值

2.10 離岸人民幣 NDF 反映市場對在岸人民幣匯率的預期（見圖二），在美國第二輪「量化寬鬆」政策的影響下，有論者憂慮進一步發展香港的人民幣 NDF 市場，可能導致人民幣投機活動增加，為人民幣帶來升值壓力，亦為在岸人民幣匯率市場帶來不必要的震盪，影響國家金融改革的步伐。本會認為，內地與香港的人民幣交易規模相距甚遠（見表六），而交易所的高透明度交易平台，非但不會阻礙內地的金融改革，反而有助國家掌握境外人民幣的需求和流通規模，為在岸的遠期及即期市場提供重要的參考指標的同時，避免對在岸市場造成衝擊。

積極管理 NDF 市場的風險

2.11 必須注意的是，在人民幣國際化的趨勢下，世界各地的金融中心正努力發展人民幣遠期合約市場（尤以芝加哥和新加坡為甚），務求優先佔據市場流通量，從而鞏固市場地位⁵。面對各潛在競爭對手的威脅，香港應掌握先機，發揮其獨特的作用，爭取成為流通量最大的境外人民幣遠期合約市場。對國家來說，相對於芝加哥、新加坡、紐約或倫敦等金融中心，在香港發展人民幣遠期合約市場的風險可控性較高。香港交易所及監管機構已有使用不同風險限制手段的經驗，以增加投機者成本的方式來減低遠期合約市場的風險。本會認為交易所可根據市場運作情況，採取以下三項風險限制措施：

- 一、 限額持倉（**position limit**）：為防止人民幣 NDF 市場風險過度集中於少數交易者和防範市場操控行為，交易所可限制交易者的持倉數量（限制人民幣 NDF 合約的單邊持倉量不得超過總量的某個百分比）。
- 二、 調高保證金水平（**margin level**）：隨著人民幣 NDF 價格波動增加而調高保證金水平，藉此減低人民幣 NDF 市場槓桿買賣的活躍程度。
- 三、 大戶申報制度（**large position reporting system**）：透過指令大戶向交易所申報交易情況、資金來源、交易動機等，以便交易所了解大戶的交易風險情況，防止未平倉合約高度集中於少數大戶手中（**concentration**）。

⁵ 由於佔有市場流通量的成本很高，需要人才和技術的匯聚，以往的經驗說明，若一地之金融中心能優先奪得流通量，就能順利霸佔有關市場。

risk)，並審查大戶是否過度投機和操控市場。

2.12 上述的風險限制手段可有效地打擊違規交易和制止異常交易行爲，確保市場平穩運作。同時，由於人民幣匯率是由境內的市場機制決定，任何人士或機構在境外進行超越常規的活動只會自食其果。

2.13 在維持國家金融安全的大前提下，發展一個成熟而具規模的離岸人民幣遠期合約市場，有助境外大、中、小企業在國際貿易中使用人民幣，有效提高人民幣在國際貿易中的使用份額，亦能爲內地銀行和金融機構的境外業務提供更廣闊的發展空間。

建議二：擴展香港的人民幣 RTGS 系統

2.14 作爲國際金融中心，香港擁有安全、穩健和高效率的支付及結算系統，大大減低結算成本及風險，爲跨境貿易提供理想的平台。香港是全球少數提供多幣種支付及交收平台的經濟體系之一，目前設有港元、美元、歐元及人民幣即時支付及結算（real time gross settlement, RTGS）系統，讓外匯及債券交易可即時逐筆交收，而不是淨額結算（net settlement）。這安排不但能提高交收效率，亦能減低因交收時間差距及不同時區所引起的交收風險（稱爲赫斯特風險 – Herstatt Risk）。同時，根據《結算及交收系統條例》，透過以上結算系統進行的交收均爲「最終及不可撤回」（finality）的，免受破產法及其它法例影響，因此消除了交易可能無效的風險，促進跨境企業利用香港作爲再開票/轉票中心（re-invoicing centre）。

2.15 本會建議把現時的人民幣 RTGS 系統⁶與區內的支付系統連接，建立跨境聯網，提供外匯交易同步交收（payment versus payment, PvP）及貨銀兩訖交收（delivery versus payment, DvP）服務，以便區內的不同貨幣 — 包括美元、歐元、韓圓、新台幣和其它區內貨幣等，在亞洲時區內於香港與人民幣進行最終及不可撤回的交收。這個多幣種支付的安排既可便利人民幣跨境貿易，亦有助香港發展成爲亞太區的人民幣支付及結算樞紐，推動香港成爲人民幣離岸中心。

2.16 事實上，香港的美元 RTGS 系統與馬來西亞的馬幣 RTGS 系

⁶ 根據香港金融管理局的資料顯示，本港的人民幣 RTGS 系統於 2009 年平均每日處理約 500 宗交易，總值約 4 億元人民幣。

統及印尼的印尼盾 RTGS 系統，已分別於 2006 年 11 月及 2010 年 1 月建立外匯交易同步交收聯網（見圖三）。自跨境聯網投入運作後，馬來西亞超過六成的外匯結算利用香港的聯網進行，而印尼盾與美元的外匯交易亦不斷增加，反映香港的支付及結算系統在亞洲時區擔當著重要角色。本會認為，本港在美元 RTGS 系統跨境聯網所掌握的技術和經驗，可以充份應用在人民幣 RTGS 系統上，與其它地區建立聯網，藉此推廣人民幣支付及結算。

第一步：與新台幣支付系統建立聯網

2.17 隨著人民幣跨境貿易日漸增加，香港作為境外進行人民幣計價金融交易最合適的地方，其服務範圍亦需要從內地與本港，擴展至其它境外市場。短期來說，香港要擴展人民幣 RTGS 系統，可以選擇以台灣為起步點，建立兩地外匯交易同步交收及貨銀兩訖交收的跨境聯網。近年內地與台灣的總貿易額超過 1,000 億美元，當中八成從台灣出口到內地（見表七）；而 17 家台資銀行已於 2010 年初獲准成為清算銀行中銀香港的參與行，在港提供人民幣現鈔結算服務。兩岸於 2010 年 9 月簽訂的《海峽兩岸經濟合作架構協議》（ECFA），會為兩岸帶來額外的貿易活動，預計會為台灣的國民生產總值帶來 1.7% 的增長，增加 26 萬就業人口，並節省 300 億新台幣的關稅（見表八）。

2.18 有見內地與台灣之間的貿易量將持續上升，本會認為香港應發揮現時本港人民幣支付及結算平台的優勢，與台灣央行的「中央銀行同業資金調撥清算作業系統」建立聯網（見圖四），為台灣企業提供人民幣即時交收服務，藉此為內地、台灣及香港帶來以下三大好處：

- 一、 有助減低系統性風險和結算風險，增強台灣企業使用人民幣的信心；
- 二、 免卻兩次兌換的成本（即新台幣兌換成美元，美元兌換成人民幣），便利兩岸發展以人民幣定價及結算的貿易；
- 三、 有利香港發展成為中國內地與台灣之間的人民幣交易中介點，建設兩岸跨境貿易人民幣結算中心，促進兩岸的金融合作。

第二步：與東南亞國家貨幣支付系統建立聯網

2.19 長遠而言，香港的人民幣 RTGS 系統可進一步與其它亞洲國

家的支付系統建立聯網，形成便捷的支付及結算平台，以處理日益增加的人民幣跨境貿易活動，方便亞洲時區內的經濟體系（例如韓國、菲律賓、印尼及馬來西亞等）在香港進行最終及不可撤回的交收（見圖五）。若日後本港的人民幣 RTGS 跨境聯網發展成熟，便可逐漸由亞洲推廣至世界各地。由於內地已與部份國家（包括韓國、馬來西亞、印尼、白俄羅斯及阿根廷）簽訂貨幣互換協議，如能吸引這些國家使用香港的人民幣業務清算系統，集中在本港進行與中國的貿易支付及結算，可大幅增加在港人民幣的流通量，擴大人民幣業務的範圍與規模。

2.20 與此同時，因跨境聯網促成的大量交易可產生規模效益，有助降低交易成本、提高交易效率，並促進跨境貿易使用人民幣定價和結算。這策略可推動香港建設為亞太區人民幣結算中心，便利中國及其它國家或地區的貿易夥伴採用境外人民幣定價，甚至兩個第三國的貿易對手採用人民幣計價結算，從而提高人民幣在國際貿易和結算的地位。

國際聯網為國家及香港帶來的好處

2.21 通過香港的人民幣 RTGS 系統所建立的國際聯網，可發揮其它重要作用：第一，它能促進人民幣與亞洲地區貨幣交叉匯率（cross rate）的形成，減低使用人民幣交易的成本，使人民幣發展成區內主要的交易貨幣。第二，本地金融機構可從增加的跨境貿易活動中取得更多人民幣資金，建構在境外循環的人民幣資金池，為銀行同業提供短期借貸，以解決臨時性的資金需要。同時，因跨境貿易結算而產生的銀行同業間貸款需求，有助改善現時人民幣貸款佔總存款額（至 2010 年 11 月底達 2,800 億元人民幣）少於 1% 的不平衡局面，有助形成離岸銀行同業人民幣拆借市場（inter-bank market），建立具參考作用的銀行同業人民幣拆息。

2.22 面對人民幣將發展成周邊地區以至全球的重要貨幣，從國家金融安全的角度來看，必需建立完善的支付及結算系統，提供統一的交易資料，這既可確保國家能集中掌握境外人民幣的流通狀況，亦有助促進中國外貿多採用人民幣定價。

2.23 最後，作為亞洲時區內最終及不可撤回的多種貨幣對人民幣支付及結算中心，對提升香港國際金融中心地位有重大意義。

三、提升人民幣作為海外投資貨幣功能的建議

3.1 改革開放以來，國家積極推動貿易及投資便利化。國家於1996年12月實現了人民幣經常項目可兌換，促進了對外經濟和國民經濟的持續較快發展。然而，由於人民幣資本項目下並非完全可兌換，為防止國際資本借助經常項目進出國境，外匯管理部門不得不加強對跨境資金流動的甄別，使貿易及投資的便利程度大打折扣。本會認為，在有效風險管理下，有關部門可適時有序地放寬對使用人民幣在境內外投資的限制，逐步提升人民幣作為投資貨幣的功能，促進國家與其它地區之間的投資活動。

3.2 本會建議香港與廣東省合作建立人民幣流出境外、在港流通和有序回流境內的資金流動及循環系統，積極推動境內企業通過香港以人民幣進行境外直接投資（overseas direct investment, ODI）；同時，針對國家在「十二五」規劃中提出發展戰略性新興產業⁷，以及基礎建設、高端服務業和提升現代化生產體系項目的投資，透過《粵港合作框架協議》的「先行先試、制度創新」的原則，本會建議粵港兩地共同設立外商直接投資（foreign direct investment, FDI）項目表，容許企業和機構按此項目表在香港以人民幣發債，籌集資金後回流內地直接投資有關項目，促進粵港經濟提升及轉型。

3.3 無論以人民幣進行ODI或FDI，基於項目本身需要經過內地相關部門審批，屬於實際的「專款專用」投資項目，因此其規模和風險都具有較高的可控性；相對於通過貿易渠道產生的流動資金而言，ODI或FDI較為容易掌握，符合維持國家金融安全的原則。

建議三：設立粵港人民幣FDI項目表

3.4 建立有效及具規範性的人民幣回流渠道，是對人民幣資金進出管理的重要策略，有助國家掌握境外人民幣的流通情況，並確保資金進出有序。內地是人民幣使用量最高的地方，容許人民幣有限度回流能使滯留境外的人民幣發揮儲存價值，是境外持有人民幣的重要誘因，並能促進人民幣成為國際投資和儲備貨幣。香港要建設人民幣離岸中心，必須首先打通境外人民幣回流的管

⁷ 2010年10月18日，國家發表《國務院關於加快培育和發展戰略性新興產業的決定》，提出到了2020年，七項戰略性產業的增加值將佔國內生產總值的15%；其中節能環保、新一代資訊技術、生物、高端裝備製造業會成為國民經濟的支柱產業，而新能源、新材料、新能源汽車產業則會成為國民經濟的先導產業。

道，按照有限和可控的原則，有序引導人民幣資金回流內地。作為長遠目標，香港應爭取成為內地資本項目下的首選回流渠道。

3.5 本港一直是外商在內地直接投資的最大來源地，2009 年的投資額高達 461 億美元，佔內地 FDI 總數的一半。本會認為，企業在香港發行人民幣債券，籌集人民幣資金後在內地作直接投資，是建立回流機制的第一步，近期例子包括合和公路基建在港發行 13.8 億元人民幣債券集資在內地興建公路，以及麥當勞發行 2 億元人民幣債券以籌集內地營運資金。通過 FDI 的方式，為市場提供有效使用人民幣資金的渠道⁸，不單可推動香港債券市場的發展，更能為內地的實體經濟發展帶來貢獻。

3.6 然而，現時使用人民幣資金在內地投資，必需經內地監管部門按個別企業的情況審批。這種逐筆審批的制度需時較長，令擬發債企業無法確定其籌集的人民幣資金是否能及時在內地使用。本會建議，粵港雙方可按照國家「十二五」規劃中的七大新興產業，包括節能環保、新一代資訊技術、生物、高端裝備製造業、新能源、新材料，以及新能源汽車，加上基礎建設、高端服務業和提升現代化生產體系的投資，選定為粵港經濟合作或促進廣東經濟轉型的項目，設立粵港人民幣 FDI 項目表。當外商投資於項目表所列的項目，可獲得快速立項，並在滿足一定條件的情況下，在外匯管理局（外管局）以備案的方式直接匯入人民幣資金（見下圖）。若粵港 FDI 項目表的回流機制效果理想，此模式可擴展至內地其它省市。

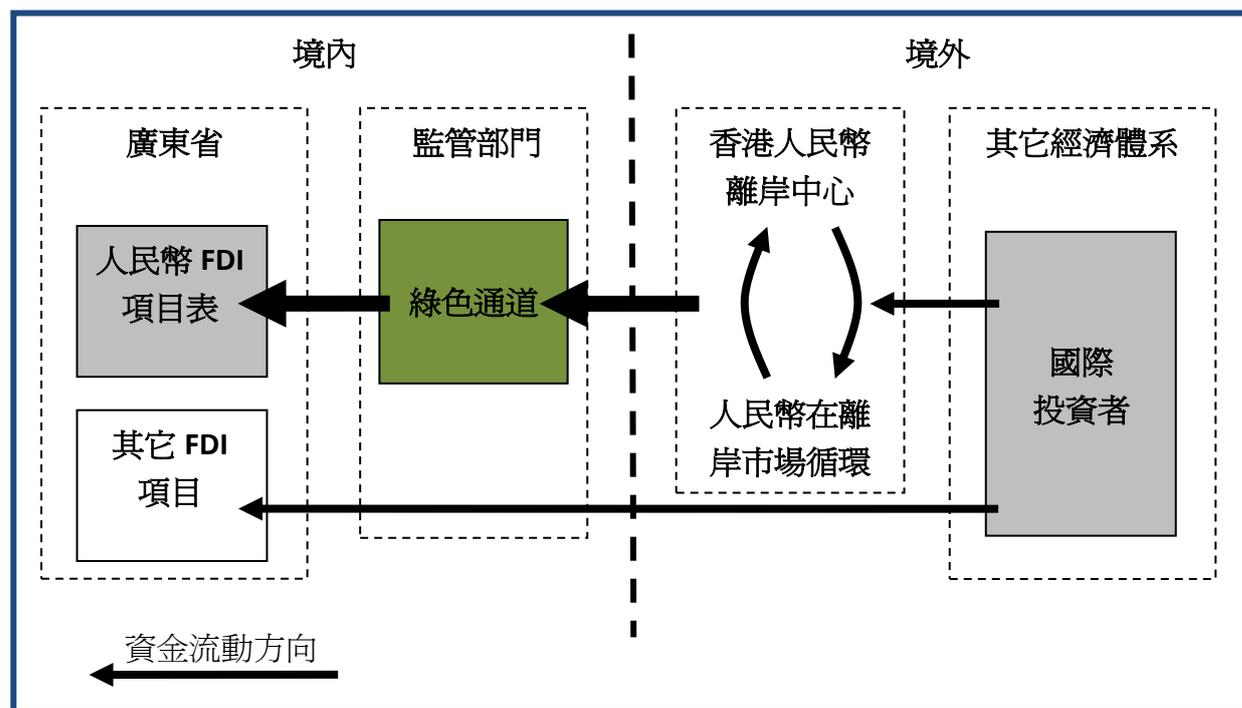
3.7 本會認為，以廣東作為試點是最佳選擇，數據顯示 2008 年香港對內地的 FDI 金額達 410 億美元，當中約三成流向廣東（見表九及表十），可見粵港經貿合作十分緊密。與廣東省共同建立人民幣 FDI 項目表，具有以下多重戰略意義：

- 一、 對國家經濟而言：有助國家達到「十二五」規劃的戰略目標，促進國家新興產業的健康發展；
- 二、 對地方而言：可配合國家推動珠三角地區經濟轉型的政策、加強粵港兩地的經濟融合，達至雙贏的局面；
- 三、 對投資者而言：讓投資者獲取參與廣東基建帶來的經濟回報；及

⁸ 以合和公路在港發債為例，籌集所得的人民幣以直接投資的形式回流內地，用於發展珠三角西岸幹道等項目。

- 四、 對國家儲備而言：以人民幣取代美元作為 FDI 在內地投資，有助減少外匯儲備增長過快而產生的各種問題⁹，同時規範人民幣回流的用途，可逐漸形成內地與香港之間恆常有序的人民幣回流機制。

透過粵港合作建立人民幣 FDI 項目表



建議四：推動債券市場為人民幣 FDI 項目融資

3.8 在港發行人民幣債券，是促進企業在內地進行直接投資的重要策略。企業可利用在港發債所得的人民幣資金，於內地進行直接投資，參與促進國家經濟發展的重點項目。雖然國家財政部及國家開發銀行已先後來港發行人民幣債券（見表十一），而國家開發銀行亦計劃於未來三年分別在港發行 100 億元、200 億元及 50 億元的債券，可惜至今人民幣債券的發債規模、年期及數量均未能制度化，債券息率對建立完整的債券收益曲線（yield curve）的作用仍然有限。雖然境內外的貸款息差¹⁰（達 2% 以上）能提供誘

⁹ 數據顯示 2010 年第三季度中國新增的外匯儲備接近 2,000 億美元，創單季紀錄新高（見圖六）。自 2010 年 8 月起，新增外匯大於當月外貿順差及外商直接投資的總和，顯示跨境資本正源源不絕地流入境內。

¹⁰ 國內一年至三年期人民幣貸款基準利率為 5.6%，香港的人民幣最優惠利率為 3.25%（以恒生銀行為例），兩地息差為 2.35%。

因，吸引企業在香港發人民幣債券，但由於本港市場上缺乏債券收益曲線作為參考指標，以至企業債券、基礎設施建設債券，及其它人民幣定息收益產品沒有合理的定價基礎，在難以釐定價格的情況下，企業和機構在香港發債集資的意欲低落。

3.9 有見及此，本會建議香港特區政府向國家財政部爭取，定期在港發行由 1 個月到 30 年期的長短期人民幣國債，在交易所掛牌買賣，並容許在場內和場外進行交易。國債在市場上自由交易時，其不同期限及相對應的收益率，能形成債券市場的「基準利率曲線」（即債券收益曲線），因此形成合理定價的基礎，其它債券和各種金融資產亦可在這個曲線基礎上，考慮風險溢價後釐定合適的價格。

3.10 此外，新加坡及盧森堡等地的債券市場以高效率、低成本的方式，成功吸引不少海外企業債券到當地交易所掛牌買賣。本會建議香港交易所及證監會檢討有關上市規條，簡化及豁免部份申請程序，便利企業（特別是已在港上市的企業）在港發行人民幣債券，並在交易所掛牌買賣。同時，政府亦可透過針對性的措施，包括分階段達至完全豁免向企業徵收持有人民幣債券所得利息的利得稅¹¹，以鼓勵海內外企業參與香港的人民幣債券市場，從而促進人民幣離岸債券市場的發展。

3.11 現時在港的人民幣債券規模小、年期短（見表十一），亦未能形成具流動性的二級市場。目前很多機構投資者受規章所限，只能買賣在交易所掛牌的產品，若不同年期的國債及企業債在港交所掛牌買賣，將可吸引機構投資者參與本港的債券二級市場。更多發債體將因此利用本港市場發債和上市，有助深化本港的人民幣債券市場，促進香港發展成為境外人民幣債券交易中心。當香港人民幣離岸債券市場日趨成熟，可供參考的境外人民幣收益曲線逐漸形成，市場上的人民幣投資產品日漸多元化，香港作為國家的國際金融中心的地位將更為鞏固。

建議五：建設人民幣 ODI 平台

3.12 隨著內地的經濟規模不斷擴大，不少企業的貿易及投資活動已擴展至全球。對國家而言，讓境內企業以人民幣進行境外直接投資，不但可促進人民幣流出境外、減少對外匯的倚賴，還可推

¹¹ 現時只有人民幣國債及部份債務票據符合《稅務條例》利得稅寬減或豁免。

動境內企業「走出去」，開拓國際市場¹²。雖然 ODI 不一定要經香港進行，但 2009 年的資料顯示，內地約有 70%（或 356 億美元）的 ODI 在香港投資或經香港到世界各地投資，反映香港正在發揮協助境內企業「走出去」的重要功能。

3.13 爲了加強香港作爲境內企業對外投資的跳板功能，本會建議粵港合作以試點形式爲廣東省企業提供便利，簡化對外投資的手續，吸引企業透過香港以人民幣在海外進行直接投資。本會認爲，對於境內企業而言，在其資金流及資金結構許可下，使用人民幣進行海外投資可爲境內企業減低匯兌成本、加快交易流程及效率。另一方面，本港具備成熟的金融體系和穩健多元的金融基建，能爲境內企業提供更大的發展空間，促進企業成長。

3.14 對香港而言，由於本港銀行可提供包括匯率期貨、外匯掉期等完善的人民幣配套服務，更多境內企業可透過香港「走出去」，不但能爲香港金融業提供更廣闊的業務發展空間，若能吸引境內企業在港募集資金（例如透過企業貸款或發行人債）進行海外投資，更能強化香港作爲資金集散地的角色。總括而言，人民幣 ODI 可把香港建設爲重要的資金進出平台，有助香港加快積累人民幣資金，深化香港離岸中心的作用。

¹² 繼中國人民銀行於 2010 年 10 月公布《新疆跨境直接投資人民幣結算試點暫行辦法》後，東亞銀行（中國）於 11 月爲新疆企業完成首宗以人民幣結算的境外直接投資。

四、人民幣離岸中心的風險管理

4.1 金融安全不可忽視，因此人民幣離岸中心的發展必須緊守可控、漸進的原則。本會非常支持金管局近日就優化人民幣跨境結算機制提出的四項措施，包括提供人民幣常設資金池及加強風險管理等。本會認為，這些措施一方面有助規範本港的人民幣市場運作，有利市場健康發展；另一方面積極推動人民幣跨境貿易，建設香港成爲人民幣離岸中心。

4.2 對國家而言，香港在人民幣國際化的進程中扮演著重要的角色，利用香港離岸中心推動人民幣國際化，將有可能發生的問題集中於一個區域，便於識別風險及專門處理。由於目前人民幣尚未自由兌換、離岸人民幣拆借市場未盡完善，人民銀行和中資金融機構，以及香港的監管機構須通力合作，積極管理在港人民幣的規模及相關風險。

現階段避免高槓桿比例產品

4.3 本港人民幣業務的重心是跨境貿易人民幣結算，因此必須鼓勵企業使用人民幣計價和結算，藉此擴大人民幣在港的流動規模。近期業界推出不同規格的人民幣產品，將可增加香港人民幣市場的廣度，亦反映了市場對不同種類人民幣投資產品的需求越來越大。然而，目前本港的人民幣流通量仍然偏低，當市場出現逆轉時，槓桿比例較高的產品往往會因流通量不足而導致價格大幅波動，增加市場風險。因此，本會認為較可取的方法是待人民幣市場發展成熟、各項基建運作暢順後，才逐步推出高槓桿比例的人民幣投資產品，爲金融工具的充份發展提供穩固基礎。

提防流動性風險

4.4 就流通性而言，由於人民幣尚未自由兌換，市場上的人民幣供應有限，銀行不能大量提供與貿易結算無關的人民幣資金；若風險管理制度不完善，或會造成貨幣錯配，影響香港金融市場的穩定性，不利香港發展成爲人民幣離岸中心。本會認為，金管局近日就人民幣風險管理提出的兩項措施，包括爲跨境貿易結算和支付提供 200 億元人民幣常設資金池，以及要求參加行的人民幣長倉或短倉，不可超過其人民幣資產或負債的 10%，對管理在港的人民幣流動性風險起著重大作用。

4.5 爲了保障投資者，本港監管機構必須繼續完善監管程序，提出針對性的指引，確保金融機構在推銷該類產品前，讓投資者充

份了解人民幣產品的風險，以及各種可能出現的市場狀況，包括提醒投資者人民幣仍未自由兌換、存在流通性風險等。

提高資訊透明度

4.6 作為一個完全自由的市場，香港在傳遞市場資訊方面具有一定優勢，本會建議特區儲政府與內地相關部門、業界及傳媒加強溝通、充份合作，對可能出現的市場風險進行切實可行的監測、防範和管理。政府可透過定期的官方發布，解釋金融政策及闡述立場；業界亦要因應市場需要，提供與人民幣相關的財經資訊（包括即期及遠期匯率、利率、交叉匯率等）。另外，金融機構適宜與傳媒保持聯絡、建立緊密關係，加強危機處理意識，主動及適時宣布正確資訊及澄清謠言，避免媒體發布錯誤訊息，為金融市場帶來不必要的波動。

培養掌握國情的金融專才

4.7 儘管香港擁有不少金融專才，但必須與內地加強合作，並透過培養本地人才、吸納海外及內地精英，結集具專業知識、國際視野及了解國家金融經濟發展的專才，讓這批充份掌握業界需要及國情的專業人士能發揮所長，配合人民幣離岸中心的發展需要。

提高金融市場基建的實力

4.8 最後，雖然香港擁有安全及高效率的金融市場基建，但仍須在交易平台、清算系統，以及各層面的溝通與協調（例如銀行與監管機構、銀行與客戶、經紀行與交易所、經紀行與客戶、經紀行與監管機構等）方面繼續努力，不斷提高基建實力，藉此鞏固香港在區內的領導地位。

五、總結

5.1 綜觀全局、展望未來，香港是境外人民幣存量最多的城市，擁有完善的金融基礎設施，並有國家強大的經濟發展作為後盾，是發展人民幣離岸中心最理想的選擇。然而，要將香港建設為人民幣離岸中心，政府及金融業決策者宜積極考慮落實上文所述有關資本市場機制、金融基建及風險管理的建議，為人民幣國際化、推動人民幣成為國際貿易結算及投資貨幣，創造有利的條件和提供寶貴的經驗。

六、英漢辭彙

Concentration risk	集中風險
Counterparty risk	對手風險
Cross rate	交叉匯率
Dealers	交易商
Deliverable forward (DF)	交割遠期外匯合約
Delivery versus payment (DvP)	貨銀兩訖
Cross-Straits Economic Cooperation Framework Agreement (ECFA)	海峽兩岸經濟合作架構協議
Finality	終局性/最終及不可撤回
Foreign direct investment (FDI)	外商直接投資
Herstatt Risk	赫斯特風險
Inter-bank market	銀行同業拆借市場
Large position reporting system	大戶申報制度
Margin level	保證金水平
Net settlement	淨額結算
Non-deliverable forward (NDF)	不交割遠期外匯合約
Overseas direct investment (ODI)	境外直接投資/對外直接投資
Over-the-counter (OTC)	場外交易
Payment versus payment (PvP)	外匯交易同步交收
Position limit	限額持倉
Price discovery	價格發現
Re-invoicing centre	再開票/轉票中心
Real time gross settlement (RTGS)	即時支付及結算系統
Yield curve	債券收益曲線

七、附錄

表一： 香港集思會第一階段研究《促進香港成爲人民幣結算中心》的建議及落實情況

研究建議	現況
貿易結算和融資	
1. 允許銀行提供人民幣貿易融資	已落實
2. 鼓勵內地企業以人民幣作進口支付；方便出口企業把人民幣收入存放境內	已落實
3. 逐步增加國內試點企業及試點城市	已擴展至 20 個省市
4. 吸引東南亞及周邊國家 / 地區的人民幣貿易結算在香港進行	據知香港金管局和中銀香港已積極進行海外推廣
5. 支持香港逐步發展人民幣遠期匯率市場	港交所正就推出人匯期貨進行諮詢
投資	
6. 在港增發人民幣債券、發債體多元化、年期多樣化	在港發行了兩批國債，外資銀行（匯豐及東亞）和企業（合和及麥當勞）亦已在港發行人民幣債券
7. 推出以人民幣定價的交易所上市基金	落實中
8. 允許利用境外的人民幣在內地投資	已落實（合和在港發行人民幣債券所得資金獲准在國內直接投資）
9. 特區政府以人民幣作爲外匯儲備的一部份	暫無實質進展
個人儲蓄和消費	
10. 逐步放寬個人每天兌換人民幣的額度	暫未放寬
11. 在港推出人民幣壽險服務	已落實
風險管理	
12. 國家和特區監管部門合作監察人民幣資金跨境流動及境外滯留情況；香港繼續完善金融基礎設施及相關的風險管理；在實施計劃初期對人民幣融資市場的規模進行適當的額度規範和檢測	

表二：香港集思會第二階段研究《促進香港成為人民幣離岸中心》的建議及落實情況

研究建議	現況
貿易結算和融資	
1. 逐步把試點範圍擴大至全國	已擴展至 20 個省市
2. 逐步取消境外試點的限制	已落實
3. 把試點範圍擴展至服務貿易	已落實
4. 香港銀行和金管局共同打造香港成為區域性人民幣結算中心	香港銀行和金管局均積極在區內推廣香港的人民幣業務
5. 在港發展人民幣遠期匯率市場	港交所正就推出人匯期貨進行諮詢
6. 利用國家與各國央行間的貨幣互換協定，促進人民幣同時成為貿易及投資貨幣	尚未落實
投資	
7. 允許企業和機構設立人民幣賬戶，自由運用賬戶內的資金	已落實（2010 年 7 月修訂的清算協議允許所有企業和機構開立人民幣賬戶，自由調撥資金）
8. 加速深化本港的人民幣債券市場	落實中
9. 儘快推出以人民幣定價的交易所上市基金	即將落實
10. 允許 FDI 及 QFII 以人民幣進行	落實中（例子：合和及麥當勞已在港發行人民幣債券）
11. 推動各國央行以人民幣作為外匯儲備的一部份	馬來西亞央行已買入人民幣債券作為其外匯儲備
12. 積極探討兩地金融市場相互配合的發展方向，以建立強大的大中華金融平台為目標	
個人儲蓄和消費	
13. 放寬個人兌換人民幣以購買人民幣債券	暫未放寬
14. 放寬在港個人人民幣匯款及支付方面的限制，推動人民幣的流通	已落實
15. 推出以人民幣定價的人壽保險	已落實

表三： 自 2010 年 6 月與人民幣國際化有關的發展

日期	相關機構	事件
6 月 17 日	人民銀行、內地有關部門	擴大跨境貿易人民幣結算試點，擴展至內地 20 個省市及海外所有國家和地區
7 月 7 日	合和公路基建	發行 13.8 億元人民幣企業債券，成為首家在港發行人民幣債券的香港企業
7 月 19 日	人民銀行、金管局	雙方簽訂了人民幣結算補充合作備忘錄： - 取消銀行間人民幣資金轉賬的限制 - 取消企業兌換人民幣的上限
7 月 19 日	人民銀行、中銀香港	雙方簽署了新修訂的人民幣業務清算協議，消除香港金融機構推出人民幣產品的技術障礙
7 月末	本港金融機構	在零售層面推出人民幣定價保單
8 月 6 日	香港證監會	批准首隻人民幣互惠基金
8 月 11 日	海通資產管理	獲准在港發行首隻以人民幣定價的基金
8 月 17 日	人民銀行	允許相關境外機構投資內地銀行間債券市場
8 月 19 日	麥當勞	發行 2 億元人民幣債券，成為首家在港發行人民幣債券的外資企業
10 月 22 日	滙豐銀行	完成首宗以人民幣交收的利率掉期（IRS）
10 月 22 日	亞洲開發銀行	發行 12 億元人民幣債券，為首隻在港上市的人民幣計價產品
10 月 28 日	金管局	發出通告指內地就貿易結算指定的 80 億元人民幣兌換年度配額已用完，為此金管局已啟動與中國人民銀行之間總值 2,000 億元人民幣的貨幣互換安排
11 月 6 日	人民銀行、內地有關部門	大幅擴大跨境貿易人民幣結算的內地試點企業名單，由原來的 365 家大幅增至 67,359 家
11 月 18 日	東亞銀行（中國）	為內地企業在新疆完成首宗以人民幣結算的境外直接投資（overseas direct investment, ODI）交易
12 月 7 日	中國財政部	發行第二批共 80 億元人民幣國債
12 月 16 日	瑞安房地產	發行首宗以人民幣計價，但以美元結算，及到期後本息以美元支付的 30 億元人民幣債券
12 月 23 日	人民銀行、金管局	提出四項措施優化人民幣跨境貿易結算機制，包括提供 200 億元人民幣常設資金池，為跨境貿易結算和支付提供人民幣資金

表四： 香港的人民幣 NDF 市場特色

交易類別	場外交易（over-the-counter）
交易量	無官方統計
入場費	不統一
標準化買賣差價	沒有
合約期限	不統一
定價計算機構	路透社，於上午 11 時 30 分公布
定價計算方法	由指定的 20 間參考銀行於上午 11 時所提供的沽盤價作為釐定基礎，從中剔除 3 個最高及 3 個最低報價，計算時最少需要 10 個報價，以平均數為定價
主要參與銀行	中銀香港、渣打銀行、匯豐銀行及恒生銀行等

表五： 香港人民幣 NDF 市場的主要交易對手

交易對手	目的	原因
內地大企業	對沖匯率風險、 套息	內地大企業先以較低息借入美元，然後兌換成息率較高的人民幣，再在香港沽出人民幣兌美元的 NDF，避免套期保值合約虧損
內地進口貿易商	對沖匯率風險	很多歐洲貿易商要求內地進口商改用美元結算貿易貨款，若美元勢頭看漲，進口商需要更多人民幣兌換美元來支付貨款，因此在香港 NDF 市場買入以人民幣預購美元的遠期合約
對沖基金	對沖匯率風險、 套息	以利差交易為主的外匯投資型對沖基金，借入低息美元，投資高息人民幣。在人民幣匯率波動的情況下，他們需要透過 NDF 遠期合約進行套戩

表六： 內地與香港的金融市場比較

	內地	香港
人民幣存款		
	710,274 億元 (2010 年 11 月底)	2,796 億元 (2010 年 11 月底)
債券市場		
日均交易量	1,000 億美元	100 萬美元
債市餘額	29,000 億美元	40 億美元
DF/NDF 市場		
日均交易量	60 億美元 (DF)	4 億美元 (DF) 10 至 20 億美元 (NDF)
外匯交易日均成交量		
港元兌人民幣	-	1 億美元 (2010 年 4 月)
美元兌人民幣	-	107 億美元 (2010 年 4 月)
場外利率衍生工具日均成交量		
人民幣	-	8 億美元 (2010 年 4 月)

資料來源：中國人民銀行、香港金融管理局、國際結算銀行

表七： 內地與台灣的貿易額

年份	總貿易額	從台灣出口 到內地 (%)	從內地出口 到台灣 (%)
2008	1,292 億美元	80%	20%
2009	1,062 億美元	81%	19%
2010 (至 7 月)	819 億美元	80%	20%

資料來源：國家商務部投資促進事務局

表八： 預期《海峽兩岸經濟合作架構協議》為台灣帶來的整體經濟效益

	增加值	增長 (%)
國內生產總值	71.5 – 74.6 億美元	1.65% – 1.72%
產值	283.5 – 292.0 億美元	2.75% – 2.83%
	增加就業	增長 (%)
就業	25.7 – 26.3 萬人	2.5% – 2.6%

資料來源：《海峽兩岸經濟合作架構協議》台灣網站

表九： 香港對內地的直接投資

	獲批投資項目		實際使用港資金額（億美元）	
	全國	廣東佔	全國	廣東佔
2005	14,831	35%	179	32%
2006	15,496	34%	213	32%
2007	16,208	41%	277	30%
2008	12,857	-	410	-

資料來源：國家商務部投資促進事務局、廣東省統計局《2008年廣東統計年鑒》

表十： 香港對內地的主要服務輸出

	2008		2007	
	全國（億美元）	廣東佔	全國（億美元）	廣東佔
運輸服務	42.6	59%	42.2	50%
旅遊服務	93.6	7%	80.0	9%
保險服務	1.5	80%	1.3	98%
金融服務	3.9	8%	3.5	3%
總服務輸出	225.0	23%	207.0	21%

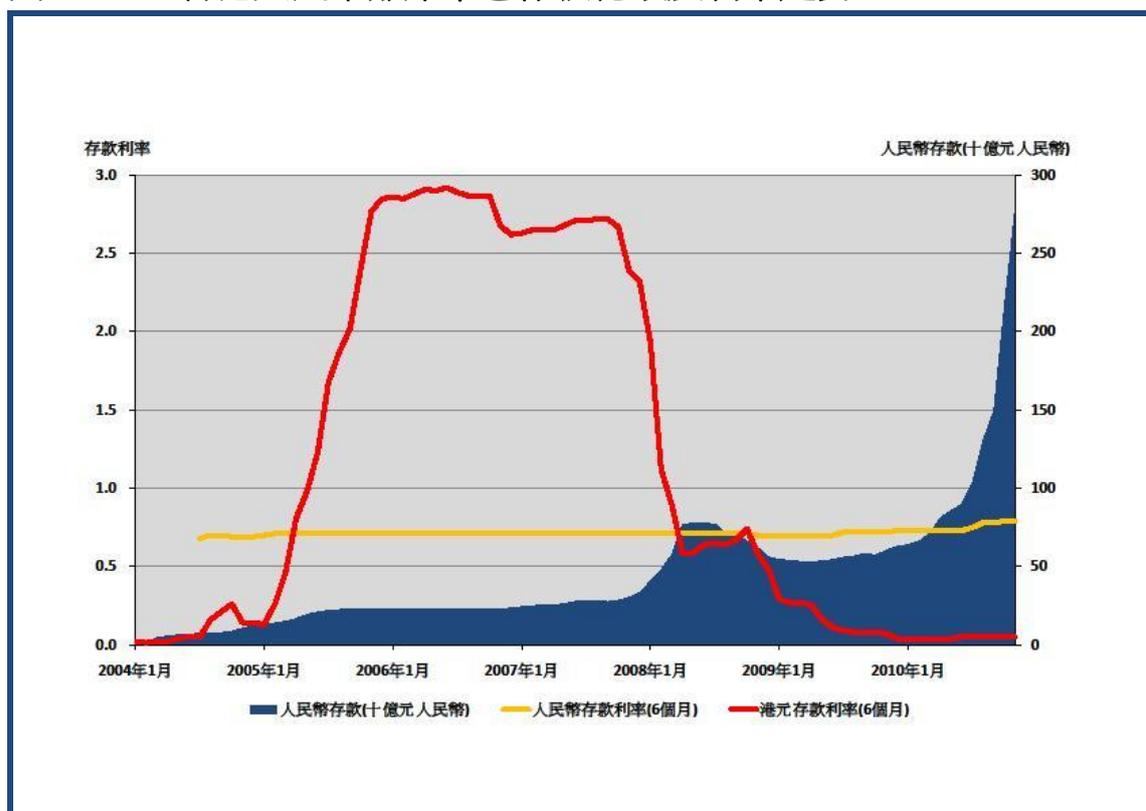
資料來源：國家外匯管理局廣東省分局

表十一：近年部份在香港發行人民幣債券的機構

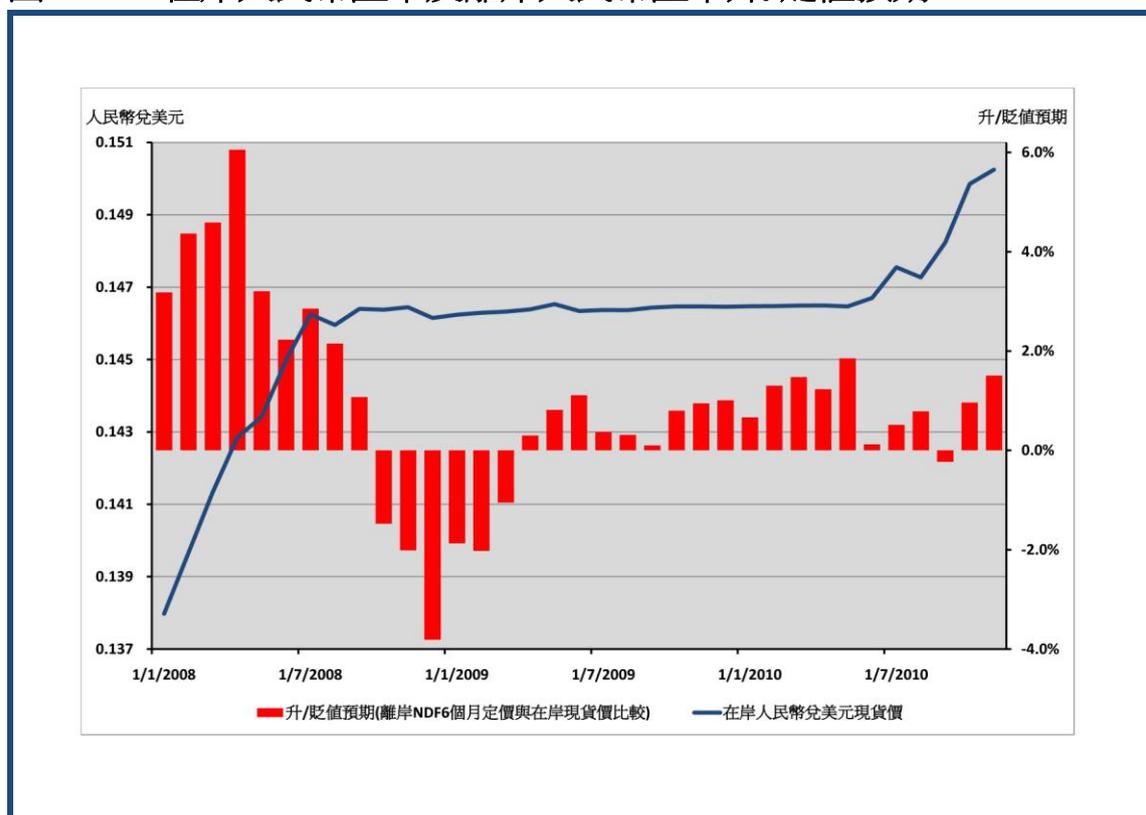
發售日期	機構/部門	金額(億元人民幣)	年期				票面利率
			2	3	5	10	
2007年7月	國家開發銀行	50	X				3.00%
2007年8月	中國進出口銀行	10	X				3.05%
		10		X			3.20%
2007年9月	中國銀行	20	X				3.15%
		10		X			3.35%
2008年7月	交通銀行	30	X				3.25%
2008年9月	中國進出口銀行	30		X			3.40%
	中國建設銀行	30	X				3.25%
	中國銀行	30	X				3.25%
				X			3.40%
2009年6月	匯豐銀行(中國)	10	X				S+38bps
2009年7月	東亞銀行(中國)	40	X				2.80%
2009年8月	國家開發銀行	20	X				2.45%
		10	X				S+30bps
	匯豐銀行(中國)	20	X				2.60%
2009年10月	國家財政部	30	X				2.25%
		25		X			2.70%
		5			X		3.30%
2010年7月	合和公路基建	13.8	X				2.98%
2010年8月	麥當勞	2		X			3.00%
2010年9月	中國銀行	50	X				2.65%
				X			2.90%
2010年10月	亞洲開發銀行	12				X	2.85%#
	中國重汽	27	X				2.95%
	國家開發銀行	20		X			S+10bps
2010年11月	國家開發銀行	30		X			2.70%
	Caterpillar	10	X				2.00%
2010年12月	中國進出口銀行	40	X				2.65%
		10		X			2.65%
	國家財政部	30	X				1.60%
		20		X			1.00%
		20			X		1.80%
		10				X	2.48%
	銀河娛樂(澳門)	13.8		X			4.625%
俄羅斯外貿報銀行	10		X			2.95%	

註：S = 上海銀行同業拆息；# = 在港交所掛牌買賣

圖一： 香港人民幣離岸中心存款總額及利率走勢

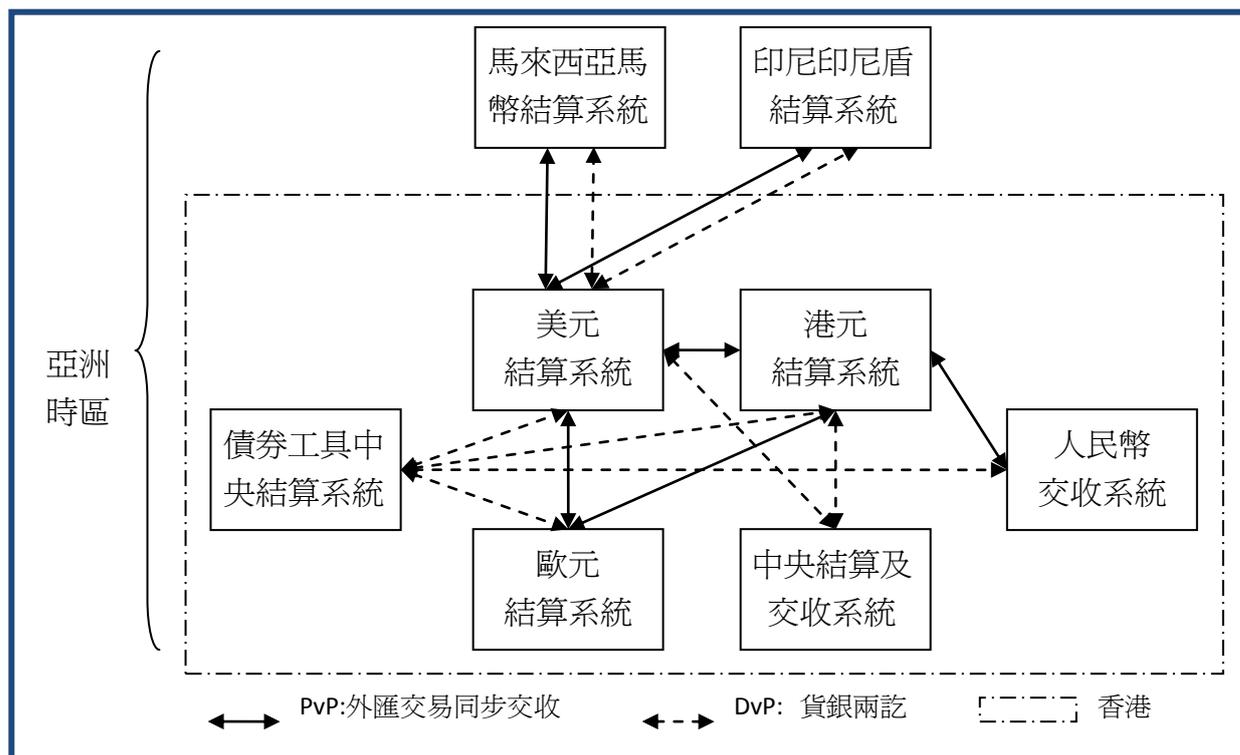


圖二： 在岸人民幣匯率及離岸人民幣匯率升/貶值預期

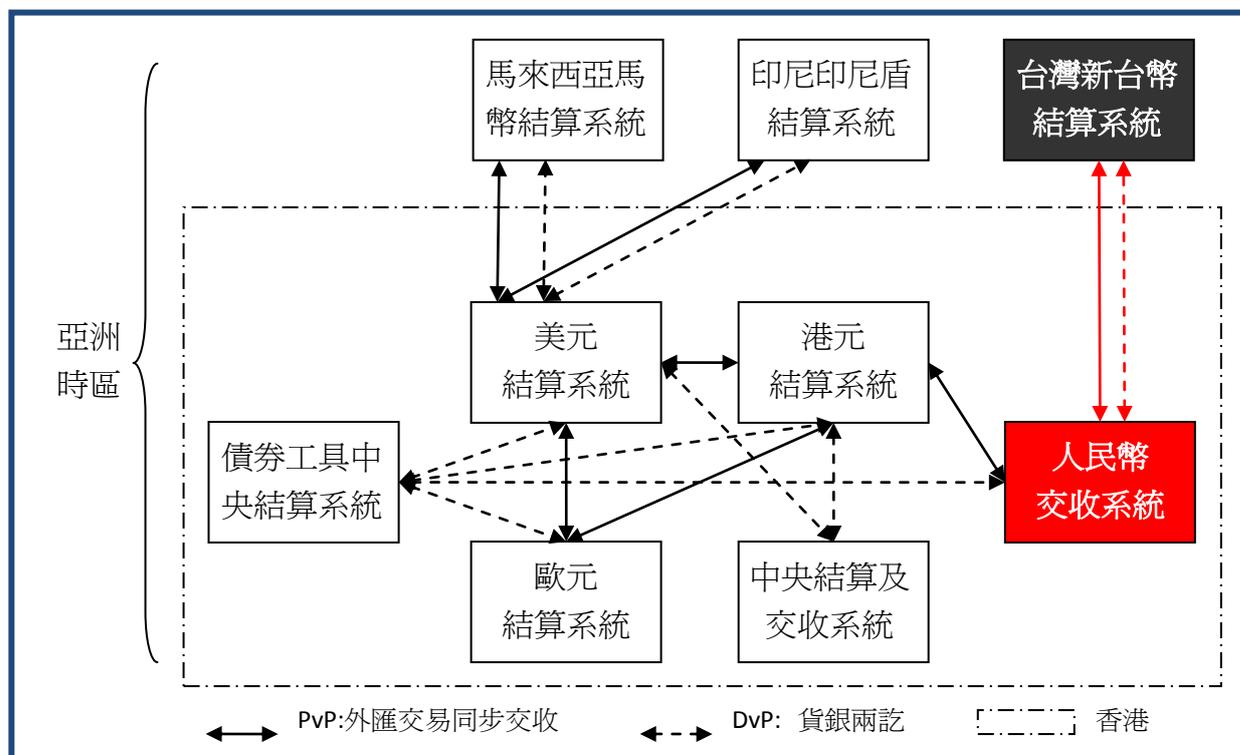


資料來源：中國人民銀行、財資市場公會

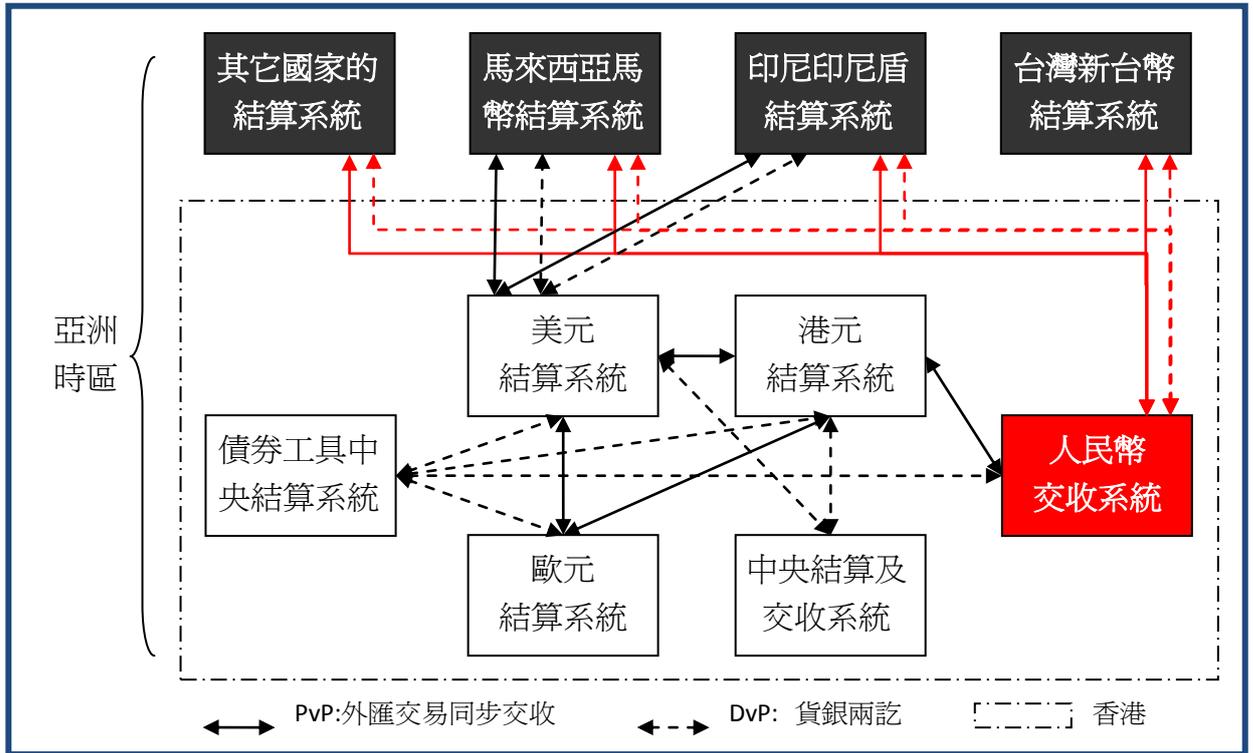
圖三： 香港的支付及結算系統聯網



圖四： 與新台幣支付系統建立聯網



圖五： 與東南亞國家貨幣支付系統建立聯網



圖六： 中國外匯儲備（2001年1月至2010年9月）

