



離岸人民幣業務中心的新發展及其比較優勢分析

經濟研究員 柳洪

最近，倫敦與中國政府簽署人民幣清算和結算諒解備忘錄。發展離岸人民幣業務中心在歐洲已形成趨勢。頗具知名度的倫敦Z/Yen集團編制的全球金融中心指數(GFCI)最新報告顯示，倫敦、香港和新加坡在全球金融中心排名中分別列為第二、第三及第四名。作為世界名列前茅的國際金融中心，香港、倫敦、新加坡在發展離岸人民幣業務上自然有一些類似的優勢，如時區優勢、健全的法制環境、資金的自由進出、較低的稅率以及英語語言文化背景等。除此之外，這三個金融中心在發展離岸人民幣業務中心上具有各自的比較優勢。

一、香港的比較優勢

香港是全球最大的離岸人民幣業務中心，發揮著業務批發功能，表現出以下比較優勢。

(一) 擁有背靠人民幣本幣市場的地理位置優勢。香港背靠內地，比鄰廣東，在與中國內地市場開展各類經貿往來中，有近水樓台先得月之便。一是香港與內地雙邊經貿關係緊密。據中國海關統計，2013年香港與內地的雙邊貿易總額高達4010億美元。二是香港和內地互為最大的直接投資來源地。據商務部統計，截至2014年1月底，內地累計實際使用港資6731.6億美元，佔內地累計吸收境外投資總額的47.8%。香港是內地資金“走出去”的主要平台和橋梁。截至2012年底，內地對香港的直接投資累計3064億美元，佔內地對外直接投資總額5319億美元的57.6%。三是在“自由行”的帶動下，2013年內地訪港旅客數量高達4073萬人次，佔整體訪港旅客總數的75%。如此巨大的貿易、投資和人員往來，為香港發展人民幣業務提供了市場基礎。通過進口付匯、香港居民個人兌換、人民幣對外直接投資等方式，人民幣在香港大量沉澱。2013年底香港的人民幣資金池（人民幣存款加存款證餘額）達10530億元，約佔離岸資金池總量的7成。

(二) 擁有發展離岸人民幣業務的先行優勢。香港有發展離岸人民幣業務十年的經驗和基礎，在規模、深度和廣度上均佔優勢。一是香港作為人民幣融資中心的潛力不斷提升。2012年和2013年香港點心債發行分別達1122億元

和1160億元。截至2013年底，香港未償還點心債餘額3092億元。二是香港的人民幣支付交易量佔全球離岸市場的7成。三是人民幣合格境外機構投資者(RQFII)計劃總投資額度達2700億元。迄今內地累計批出的57家RQFII，獲批總額度1678億元人民幣，也基本上是香港的RQFII。四是香港市場對人民幣的接受已達較高水平。截至2013年11月，香港居民個人人民幣賬戶總數為405萬個，個人存款2454億元。若以每人最多持有4個戶口計算，香港已有超過100萬人使用人民幣賬戶。發展較滯後的人民幣貸款餘額的增長也在加快，2013年底達1097億元。人民幣投資產品較其他離岸市場更為豐富，如果年內放寬港人每日兩萬元人民幣的兌換上限，則可進一步激活香港對人民幣產品的需求。

(三) 擁有“一國兩制”體制的優勢。從離岸人民幣業務發展十年的歷程來看，一個明顯的特點是中國內地往往率先利用香港試驗新政策，然後逐漸擴大到其他離岸中心。香港成為人民幣離岸清算中心的發展過程，可以印證這一特點。2003年11月國務院批准香港試辦個人人民幣業務。隨後簽署“清算協議”，指定中銀香港為香港人民幣清算行，在香港建立人民幣離岸清算功能。2010年7月人行對“清算協議”作相應修改。2011年人行推出托管戶口，解決交易對手風險問題。至2013年底，香港的參加行達210家，日均人民幣清算額4408億元人民幣，全年人民幣清算量高達80萬億元人民幣。而新加坡和台灣的人民幣清算量只有幾萬億元人民幣。可見，香港佔據人民幣清算的絕對優勢。究其原因，主要是香港擁有“一國兩制”體制的優勢，是中國內地推進人民幣國際化的改革試驗田。相比較而言，倫敦、新加坡與中國市場的關係則沒有這種體制優勢。

(四) 擁有強大的中資金融機構優勢。相較倫敦、新加坡，香港的中資金融機構體量更大、作用更強，是發展離岸人民幣業務中心的重要力量。其一，銀行業是香港金融體系的強項。截至2013年底，香港持牌銀行達156家。世界最大100家銀行有70家在香港設有營運機構。近年來，香港中資銀行同業積極擴展本港業務規模，目前其持牌銀行總數已達20家，總資產佔香港銀行業總資產的26.9%。中資銀行憑藉其在內地人民幣本幣市場的優勢，積極在香港拓展人民幣業務，推動了香港離岸人民幣市場的發展。其二，香港的股市具有廣度和深度。從IPO集資額來看，香港名列全球三甲。從上市公司的佔比來看，H股和紅籌股的總市值在香港上市公司總市值中的佔比超過50%。反映香港股市已成為內地企業境外融資的重要渠道。其三，香港擁有全球第七大的基金管理市場，資產管理規模達16240億美元。目前內地存款已超過百萬億元人民幣，官方外匯儲備達3.82萬億美元，資金到境外尋求投資增值的需求大，香港與內地的基金互認安排落實後，香港與內地市場有關的資產管理將大有可為。其四，香港有一批既熟悉香港又通曉內地，也瞭解國際市場訊息和通行規則的金融人才。

(五) 擁有人民幣業務金融基建領先優勢。香港建立了完善的支付清算體系，由港幣、美元、歐元和人民幣四個實時全額支付清算系統 (RTGS)、股票中央結算系統 (CCASS) 以及債券托管結算機構中央貨幣市場單位 (CMU) 組成的清算體系，可做到全球主要金融市場交易同時支付、同時結算。在離岸人民幣匯率和利率定價機制上，香港財資市場公會推出的美元兌人民幣即期匯率定價盤，以及人民幣香港銀行同業拆息定價 (CNH Hibor fixing)，為市場參與者提供了人民幣匯率和利率基準。未來人民幣離岸市場之爭，很大程度上是定價權之爭。香港在離岸市場人民幣定價機制的建立上先走一步，有利於其離岸人民幣中心地位的鞏固。

二、倫敦的比較優勢

倫敦金融城近期發布的報告顯示，2013年上半年倫敦人民幣外匯交易和人民幣存款的市場規模，較2012年底分別增長了32%和23%。業界認為，倫敦將是香港發展離岸人民幣業務中心的最大競爭對手。除倫敦的人民幣業務發展更大程度上是市場選擇的原因外，主要在於倫敦有如下比較優勢。

(一) 擁有與香港不同時區及國際主要清算中心的優勢。倫敦地處零時區，香港與北京同屬東八區。倫敦的時區優勢是上接亞洲，下接北美洲，正好在西半球與香港進行互補，形成24小時不間斷的人民幣業務鏈。另外，倫敦是世界清算中心，所有國際貨幣大部分跨境貿易在倫敦清算。中英兩國已簽署在倫敦開展人民幣清算和結算業務的備忘錄，不久將指定一家清算銀行。一旦落實，倫敦憑時區優勢、清算功能，另加豐富的清算經驗和豐厚的人才儲備，發展速度無疑會進一步加快。

(二) 擁有全球最大外匯交易中心的優勢。國際清算銀行 (BIS) 2013年9月公布的每三年一度的外匯交易調查報告顯示，截至2013年4月，倫敦保持全球最大的外匯交易中心地位，日均成交額佔全球外匯日均交易額5.3萬億美元的41%，其衍生品交易佔全球近49%的份額。另據英格蘭銀行2013年12月的季報顯示，現有215家非金融機構在倫敦交易。倫敦在強大的外匯交易功能推動下，人民幣外匯交易大幅增長。據倫敦金融城的統計，2013年上半年，倫敦可交割和不可交割的人民幣外匯日均交易量分別達156億和223億美元，明顯領先其他金融市場。可見，倫敦利用外匯交易中心的優勢，從外匯交易和投資等方面積極發展離岸人民幣業務。

(三) 擁有對外幣離岸市場監管稍鬆的優勢。按照歐洲美元的慣例，倫敦對離岸貨幣採取較為寬鬆的監管，以市場自律為主。寬鬆的監管降低了融資

和交易成本，市場的自律則有利於提高資本配置的效率，引導市場定價。對於發展離岸人民幣業務，倫敦擬沿用對外幣較寬鬆的監管模式。其表現在英國財政大臣2013年10月訪問中國時，與中國達成一系列金融合作協議，包括英國監管機構同意考慮僅從事批發業務的中資銀行在英國開設分行的申請。目前中資銀行中僅中國銀行由於歷史原因獲得分行牌照，其他銀行只能以子行方式營運。如果英國同意中資銀行在英國開設分行能夠儘快落實，那麼中資銀行以子行營運受到的制約將大為改觀。倫敦可望吸引更多中資金融機構前往設立分行。中資金融機構將發揮熟悉人民幣業務的優勢，促進倫敦離岸人民幣中心向縱深發展。

（四）離岸人民幣業務渠道不斷拓寬。一是中英簽署2000億元人民幣與英鎊的互換協議，對提振市場信心及提供必要的流動性支持意義重大。二是人民幣與英鎊直接交易，有助於鼓勵兩國企業直接使用雙邊貨幣進行投資和貿易結算。三是中國對英國核定800億元RQFII初始投資額度，可為企業和投資者提供新的投資機會。四是倫敦積極謀求與其他人民幣離岸中心開展互補合作。倫敦與香港因歷史原因有緊密聯繫，不少在倫敦影響較大的金融機構，早已在香港市場發揮積極作用，並在倫敦建立了與香港互補的業務鏈。倫敦加強與新加坡的合作，也可推動兩國在人民幣離岸市場的發展。

（五）擁有人民幣跨境支付快速發展的優勢。根據SWIFT公布的數據，2011年年初，倫敦、新加坡和台灣的人民幣跨境支付業務均處於起步階段。但是，SWIFT最新公布的數據顯示，今年2月份人民幣在全球支付貨幣市場的佔有率達1.42%。香港佔全球離岸市場人民幣支付交易量的7成。在剩下的3成份額中，倫敦佔比27%，新加坡佔比17%，台灣佔比9.7%。可見，倫敦的人民幣跨境支付業務發展速度，要快於香港以外的人民幣離岸中心。

三、新加坡的比較優勢

新加坡金管局最近公布的數據顯示：截至2013年底，新加坡的人民幣存款達到2000億元；人民幣貸款累計總額（口徑應與香港不同）超過3000億元人民幣；一年來新加坡成功發行6筆“獅城債”。新加坡的離岸人民幣業務能快速發展，主要在於新加坡有如下比較優勢。

（一）擁有作為東南亞商貿中心的地緣優勢。新加坡位於馬六甲海峽東端，既是航運要道，又是東盟的中心點。新加坡雖是城市小國，但其經濟腹地卻是擁有6.18億人口、2013年GDP總量達2.55萬億美元的東盟十國。東盟經濟整合加速推進，核心國家已消除近99%的關稅，新加坡在東盟的龍頭地位進一步凸顯。儘管中國與新加坡的雙邊貿易額不大，2013年為759億美元，且新加坡對中國逆差，但是中國與東盟的貿易額，2013年高達4436億美

元，且東盟對中國順差。這就有利於人民幣流入東盟，並在新加坡沉澱。另據商務部統計，2012年、2013年中國企業在東盟國家的非金融對外投資分別同比增長52%和35.3%。而中國企業投資東盟多選擇新加坡為資金營運地。目前中國已有3700餘家企業落戶新加坡。新加坡還擁有文化背景優勢。與歐美國家相比，新加坡是華人社會，東盟國家也有眾多華人居住，對中國和人民幣更加瞭解，接受人民幣的程度更高一些。

（二）擁有全球大宗商品、外匯交易市場的優勢。新加坡是全球大宗商品交易中心。約230家全球商品交易商在新加坡擁有業務，其交易額佔全球大宗商品場外交易額的8%。交易的商品豐富，包括天然橡膠、棕櫚油、黃豆、棉花、銅和原油。未來新加坡在推動大宗商品交易以人民幣計價和結算方面有較大發展空間。據國際清算銀行的報告顯示，2013年新加坡已上升為世界第三大外匯交易中心，在全球外匯市場的份額達5.7%，雖不及倫敦，但高於香港全球第六的排名。目前亞洲人民幣無本金交割遠期外匯合約（NDF）市場雖有萎縮，但日均成交量仍接近30億美元，是海外人民幣交易的重要市場，新加坡在該市場的佔比達80%。另外，新加坡還是亞洲重要的財務中心和資產管理中心，很自然會產生人民幣結算、融資和投資的實際需求。

（三）擁有發展外幣離岸市場相關經驗和條件的優勢。新加坡從20世紀60年代末期開始，透過財政獎勵、取消外匯管制、取消對存款保持20%的流動準備等措施，吸引銀行加入亞洲貨幣經營單位（ACU）的經營，以及必須另立賬戶分開管理，以內外分離型模式強化風險防範等方式，建立了亞洲美元市場。目前新加坡是美元、歐元、日元、英鎊、瑞士法郎等貨幣在亞洲的重要離岸市場。新加坡還集中了眾多國際機構投資者和對沖基金。目前90%的國際金融機構以新加坡作為亞洲債券的交易中心。另外，新加坡的住房政策設計和實施優於香港，租金成本低於香港，對機構進駐有吸引力。相關經驗和條件，有利於人民幣離岸市場的發展。

（四）擁有人民幣離岸市場基礎和條件顯著改善的優勢。一是2013年2月，人民銀行授權工商銀行新加坡分行擔任新加坡人民幣業務清算行。二是中新續簽了3000億元人民幣/600億新加坡元的貨幣互換協議，可便利雙邊貿易和投資。三是中新實施人民幣與新加坡元直接掛牌交易，有助於降低人民幣與新元的交易成本。四是人民幣合格境外機構投資者（RQFII）試點範圍拓展到新加坡，投資額度為500億元人民幣。此可為企業和投資者提供新的投資機會，為人民幣雙向流動增添新的動力。

綜上所述，儘管香港、倫敦、新加坡發展離岸人民幣業務中心有一些類似的優勢，但是更為重要的是三者各具比較優勢。只要凸顯優勢，加強合作，三個離岸人民幣業務中心均有良好的發展前景，並可在促進人民幣成為國際貨幣進程中發揮積極作用。

主要經濟指標(Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2012	2013	2013/Q3	2013/Q4
總量(億元) GDP (\$100 Million)	19,644	20,372	5,124	5,416
升幅(%) Change (%)	1.5	2.9	2.8	3.0
二. 對外貿易 External Trade	2012	2013	2014/2	2014/1-2
外貿總值(億元) Total trade (\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	588	544	33	76
轉口 Re-exports	33,755	35,053	2,096	5,087
總出口 Total exports	34,343	35,597	2,129	5,163
進口 Total Imports	39,122	40,607	2,666	5,898
貿易差額 Trade balance	-4,778	-5,010	-537	-735
年增長率(%) YOY Growth (%)				
港產品出口 Domestic exports	-10.4	-7.6	-0.3	-2.6
轉口 Re-exports	3.2	3.8	-1.3	-0.8
總出口 Total exports	2.9	3.6	-1.3	-0.8
進口 Imports	3.9	3.8	6.8	1.4
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅(%) Change in Composite CPI (%)	4.1	4.3	3.9	4.3
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units			2014/3	2014/1-3
合約宗數(宗) No. of agreements	115,533	70,503	4,184	13,988
年升幅(%) Change (%)	6.2	-29.9	-38.8	-43.6
五. 勞動就業 Employment	2012	2013	2013/11-2014/1	2013/12-2014/2
失業人數(萬人) Unemployed (ten thousands)	12.45	11.84	11.3	11.3
失業率(%) Unemployment rate (%)	3.2	3.2	3.1	3.1
就業不足率(%) Underemployment rate (%)	1.5	1.4	1.3	1.2
六. 零售市場 Retail Market	2012	2013	2014/2	2014/1-2
零售額升幅(%) Change in value of total sales (%)	9.8	11.0	-2.3	6.6
零售量升幅(%) Change in volume of total sales (%)	7.2	10.6	-2.3	7.9
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數(萬人次) arrivals (ten thousands)	4,862	5,430	442	987
年升幅(%) Change (%)	16	11.7	9.8	14.1
八. 金融市場 Financial Market	2012	2013	2014/1	2014/2
港幣匯價 (US\$100 = HK\$)	775.05	775.4	776.6	776.1
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)				
貨幣供應量升幅(%) change in Money Supply (%)				
M1	22.2	9.7	7.7	16.1
M2	11.1	12.3	9.6	12.8
M3	11	12.4	9.6	12.9
存款升幅(%) Change in deposits (%)				
總存款 Total deposits	9.3	10.6	7.6	10.6
港元存款 In HK\$	11.7	5.1	1.2	8.2
外幣存款 In foreign currency	7	16.2	14.2	13
放款升幅(%) Change in loans & advances (%)				
總放款 Total loans & advances	9.6	16	17.8	21.9
當地放款 use in HK	7.1	13.8	15.7	20.9
海外放款 use outside HK	16.5	21.4	23	24.1
貿易有關放款 Trade financing	10.2	43.8	49.6	48.2
最優惠貸款利率(%) Best lending rate (%)	5.0000	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	22,657	23,306	22,035	22,837