



香港離岸人民幣市場的發展特徵及前景分析

經濟分析及研究主管 鄂志寰

一、香港離岸人民幣市場具有政策驅動與市場牽引的雙重特徵

從過去十年的發展過程看，香港離岸人民幣市場具有明顯的政策驅動與市場牽引的雙重特徵。自2003年中國人民銀行推動境外人民幣業務以來，該市場發展的每一個里程碑均與內地相關限制性規定放開息息相關：2007年1月，中國人民銀行容許合資格的內地金融機構在香港發行人民幣債券，2009年以來，中央政府在香港發行人民幣國債，由此推動了點心債市場的發展；2009年7月到2011年8月，跨境貿易人民幣結算由試點擴展到中國內地所有省市，香港人民幣業務由個人向企業和機構業務拓展，市場規模飛速發展；2011年到2013年3月，中央政府實施「人民幣合格境外機構投資者」（RQFII）計劃，並將RQFII擴展至所有在香港註冊和主要經營地在香港的金融機構，香港離岸人民幣市場在設計理念和發展模式方面從早期單向的現鈔回流內地轉變為雙向的人民幣資金流動，成為全球開發人民幣產品和推動人民幣廣泛使用的開創者和中心樞紐。

離岸人民幣業務發展的關鍵在於是否存在市場需求。最近幾年，對人民幣的產品和交易的需求不斷上升，並由周邊區域向全球擴展。而香港離岸人民幣市場的先發優勢集中體現為具深度及廣度的市場和日益活躍的交易活動和豐富的產品選擇，形成了從需求到供給再到需求的良性循環，在較好地滿足了人民幣市場需求的同時，實現了自身的持續擴張。經香港銀行處理的人民幣貿易結算金額從2010年的3,692億元人民幣增加到2013年的38,410億元人民幣，增幅超過十倍，佔中國內地人民幣貿易結算的絕大部分；在2013年年底，香港有接近450萬個人民幣存款戶口，平均存款額為191,400元人民幣，人民幣資金池總額達10,530億元人民幣（含1,930億元人民幣存款證），約占全球離岸人民幣存款的60%；香港點心債未償還人民幣債券餘額從2010年底的558億元人民幣增加到2013年底的3,100億元人民幣，增加了4.6倍，成為最大的海外人民幣債券市場。

二、近期香港離岸人民幣市場的新變化

在過去十年飛速發展的基礎上，香港離岸人民幣市場開始出現一些新的變化，主要表現為以下四個方面。

首先，香港離岸人民幣清算增長顯著，人民幣清算規模超過港幣，居香港清算市場重要地位。

2014年6月人民幣RTGS清算額達14.2萬億元，環比增長7.5%。2014年前6個月累計清算額達79.1萬億，同比增長118.2%，總量接近2013年的全年總交易額80.1萬億元。2014年1到4月，人民幣RTGS成交金額為51.6萬億人民幣，同期港元RTGS成交金額為59.9萬億港元，約合47.9萬億人民幣。顯然，自2014年4月起，香港人民幣RTGS月交易量超過港幣交易量，成為香港清算市場的主要貨幣之一。

其次，資本項目的人民幣在跨境使用中加快增長，成為香港人民幣離岸市場發展的新動力。

最近以來，人民幣跨境資本項下業務增長明顯快於貿易項下。2014年第一季度，跨境貿易人民幣結算業務累計發生額1.65萬億元人民幣，比2013年同期增長64%；18.5%的跨境商品貿易以人民幣結算。同期，跨境直接投資(ODI+FDI)達1931億元，同比增長126%，顯然，資本項目的增長速度大大超過貿易項目增長率，據估計，至2020年人民幣跨境投資結算量將超過跨境貿易結算量。從這個意義上講，下一步香港市場可能把資本項目相關業務做離岸人民幣市場發展的新動力。

第三，外匯交易活動在香港離岸人民幣市場的重要性持續上升。

2014年一季度，人民幣外匯交易成交金額為17.2萬億美元，同期人民幣支付業務金額為11.16萬億美元。顯然，離岸市場各類外匯及衍生產品交易持續上升帶動外匯交易相關業務量的增長。預計隨著內地資本項目開放步伐的加快，套期保值的市場需求將持續上升，金融衍生產品可能成為下一階段推廣海外人民幣產品的重點之一，香港外匯市場的外匯衍生品交易發揮著越來越大的作用。

第四，香港離岸人民幣市場資金在一定程度上開始進行全球性配置。

目前，香港是全球最主要的離岸人民幣存款集中地。2014年5月香港人民幣存款為9558億元，加上存款証，香港人民幣資金池規模已經超過1.17萬億。

香港離岸人民幣資金的使用主要是貸款和點心債。根據金管局數據，截至2014年3月底，香港人民幣貸款餘額為1210億元，點心債(不含CD)發行量約為586億元，截至3月末點心債未償還債券餘額近3500億元人民幣。二者累計約為4710億元人民幣，僅為香港離岸人民幣資金池規模的40%左右。顯然，目前階段，香港市場自身無法消化人民幣資金池存量，人民幣流動性也通過海外地區金融機構的拆借、掉期等形式，用於推動其他的離岸市場的發展。最近以來，其他海外地區人民幣貸款快速增長，估算貸款規模已超過香港人民幣貸款總額，由此可見，香港的人民幣資金正在實現全球性的配置。

三、香港離岸人民幣市場面臨新的發展機遇和挑戰

未來一個時期，香港離岸人民幣市場將面臨以下三個方面的機遇和挑戰。

首先，人民幣國際化加快推進及其它離岸人民幣中心快速湧現

最近以來，人民幣國際化進程加速推動了離岸人民幣存款、債券、外匯交易

等相關業務的增長。中國銀行發佈的報告顯示，2014年第一季離岸人民幣指數(ORI)從2013年末的0.91上升至1.07，創下新高。2011年末和2012年末ORI的數值分別為0.32%和0.50%，上升幅度逐年擴大，說明人民幣國際化的步伐不斷加快。

人民幣國際化快速發展意味著人民幣與其他主要國際貨幣的差距正在逐漸縮小。按照中國銀行的計算，2013年末，美元、歐元、英鎊、日元的離岸指數分別為48.17%、25.20%、5.91%、5.50%。顯然，美元、歐元等貨幣仍然在國際金融舞臺上佔據主導地位，人民幣國際化仍有較大的發展空間。

人民幣國際化加快推進伴隨著其它離岸人民幣中心快速湧現。2003年底中銀香港被委任為人民幣清算行，最近兩年，新的人民幣清算行相繼湧現：2013年，中國人民銀行委任台灣和新加坡人民幣清算行，兩地成為香港之外的新的離岸人民幣交易中心。2014年6月，人民銀行授權中國建設銀行(倫敦)有限公司擔任倫敦人民幣業務清算行，中國銀行法蘭克福分行擔任法蘭克福人民幣業務清算行，中國人民銀行還分別與法蘭西銀行和盧森堡中央銀行簽署合作備忘錄，將確定巴黎和盧森堡的人民幣業務清算行。2014年7月，人民銀行授權交通銀行首爾分行擔任首爾人民幣業務清算行，同時，由中國銀行與澳洲證券交易所共同開發的人民幣清算系統正式推出。人民幣清算行的紛紛設立，標誌著人民幣國際化在全球取得關鍵進展，將在更大的範圍內推動離岸人民幣市場發展和離岸人民幣中心建設。

人民幣國際化和其它離岸人民幣中心的相繼湧現，在為香港離岸人民幣市場提供更多的業務機會的同時，也意味著香港面臨來自其他離岸中心的競爭，市場份額可能下降。根據SWIFT的統計，在人民幣支付排名前十的國家和地區中，香港的市場占比由2012年底的85.1%，下降到2013年底的78.6%，今年一季度繼續下降到74.6%。可以說，人民幣國際化加快推進和其它離岸人民幣中心的相繼湧現，對香港既是機遇，更大程度上是一個持續不斷的挑戰。

其次，國內金融體制改革的不斷加快

十八屆三中全會以來，國內各項金融改革政策密集出臺，範圍涵蓋利率、匯率、資本賬戶管理等多個領域，區域上則從重點試點轉向全面開花。國內金融改革不斷提速，給離岸人民幣市場提供了越來越廣闊的發展空間。其中，上海自貿區、前海和義烏的系列改革及滬港通對香港離岸人民幣市場影響最顯著。

對香港離岸人民幣市場來說，上海自貿區改革意味著人民幣資金進出中國更加便利，試驗區和離岸人民幣市場將有機會連成一體，有助於擴大整個離岸市場的體量和規模。

滬港通推出以來，相關措施陸續出臺，總體進展順利，測試工作正在進行，可望如期推出。滬港通的出臺是中國金融市場對外開放的重要組成部分之一，意味著中國資本項目對外開放的步伐將加快推進。在制度設計層面，滬港通是中國內地與香港之間關於資本流出和流入的雙向安排，其重點在於通過國內資本市場與香港金融市場之間的互聯互通，允許香港及海外投資者直接進入內地資本市場，同時，在一定條件下允許國內居民投資境外市場，加快內地資本市場市場化導向的制度建設，推動金融市場的改革。滬港通繞過現行外匯管理制度，借助離岸人民幣中心完成雙向人民幣換匯，實現投資人民幣的完整環流，全程全封閉運行。

顯然，在這個制度安排下，內地投資者可以直接使用人民幣投資香港市場，將增加離岸人民幣市場的資金池並擴大人民幣離岸資金的投資管道，從而便利人民幣在兩地的有序流動，推動離岸人民幣市場發展，進而加快人民幣國際化步伐，最終推動中國資本帳戶的開放。

滬港通也意味著國內經濟政策決策層始終將香港看做是人民幣國際化發展的最佳實驗場，儘管離岸人民幣中心在全球得到快速的發展，但是香港離岸人民幣市場在人民幣國際化過程中所發揮作用仍然是不可替代的。

第三，人民幣匯率雙向預期對香港離岸人民幣市場的影響

今年3月以來，人民幣匯率改革進入快車道，繼3月初擴大人民幣即期匯率波動幅度後，7月1日，中國人民銀行發佈《中國人民銀行關於銀行間外匯市場交易匯價和銀行掛牌匯價管理有關事項的通知》，取消銀行對客戶美元掛牌買賣價差管理，銀行可基於市場需求和定價能力對客戶自主掛牌人民幣對各種貨幣匯價，意味著銀行可根據市場供求自主定價，匯率形成更加市場化。上述改革措施市場反應良好，匯率雙向波動的預期進一步成形，為央行穩步推進人民幣匯率制度市場化改革創造了一個很好的外圍環境，下一步可能在擴大市場供求在匯率形成中的作用方面進行新的探索。

從人民幣匯率的實際變化看，截至7月31日，人民幣兌美元匯率貶值2%，貶值幅度是新興市場名列前茅。人民幣匯率雙向預期對香港離岸市場最直接的影響就是離岸人民幣資金池增長速度有所放慢。同時，人民幣匯率逐步市場化，將會帶動香港離岸人民幣市場的外匯交易產品的需求。目前全球外匯市場人民幣日均交易量約1200億美元，位列全球第九，人民幣匯率市場化有利於擴大外匯交易空間，預計相關交易量會加速增長。此外，人民幣不再是“穩賺不賠”的資產，增加了相關的對沖產品需求以及市場上基於規避匯率雙向波動風險的保值組合產品需求，並可能導致從人民幣單向升值或貶值中獲利的投資產品需求會的減少。

四、香港離岸人民幣中心前景及在人民幣國際化發展中的作用

近年來，香港的離岸人民幣市場初步形成了一個良性循環：離岸業務最初從個人業務開始，逐步加入人民幣貿易和跨境投融資業務，建立了境外首個離岸人民幣資金池，當離岸人民幣資金池達到一定規模後，人民幣融資活動持續增加，推動債券、基金、股票等各類離岸人民幣投資產品的開發和使用，進而推動了人民幣資產管理業務的發展和完善，催化人民幣金融產品的多元化發展；多元化的人民幣金融產品又為貿易和投融資業務提供更多便利，從而形成離岸人民幣自我流轉的良性循環。

面對新的機遇和挑戰，香港離岸人民幣市場將以完善自我流轉的良性循環為基礎，逐步將這一循環拓展到全球其它人民幣離岸中心，積極為全球範圍的離岸人民幣結算業務提供清算樞紐和資金供給，以保持全球最大的離岸人民幣中心地位。

香港離岸人民幣中心將通過構築全球範圍自我流轉良性循環，在人民幣國際化進程中發揮不可替代的積極作用。

首先，香港作為全球最開放的經濟體可以在一定程度上補充中國經濟開放度

及金融市場機制方面存在的不足，使人民幣具備實現一定程度國際化的基本條件。根據IMF對世界主要國家貨幣國際化的研究，經濟的發展規模和開放程度是貨幣國際化的首要條件，充足的國際清償手段和總體經濟相對穩定及有效調控能力也具有重要意義。近年來，中國在貨幣國際化的前提條件方面取得了巨大的進展，在經濟規模和貿易活動方面積累了無可比擬的優勢，成全球第二大經濟體和第一大出口國及第二大進口國，經濟開放度和金融市場效率整體提升，資本帳戶開放步伐加快，人民幣匯率市場化程度不斷提高。但是，與高度發達的金融市場相比還有一定的差距，香港離岸人民幣市場可以在一定程度上彌補這個差距，推動人民幣的國際化進程。

其次，在中國尚未完全開放資本項目條件下，香港成非居民獲取人民幣資產的必經途徑。美國推動美元國際化的經驗表明，資本管制並不是貨幣實現國際化的先決條件。但是，資本帳戶開放程度仍然制約貨幣的國際化發展。最近，國內在資本帳戶開放方面有很多新的舉措，上海自貿區的各項政策在資本流動管理方面有很多新的突破；而滬港通，在內地繼續保持資本項目管制的前提下，通過在中國內地與香港之間構築資本流出和流入的雙向安排，實現國內資本市場與香港金融市場之間的互聯互通，允許香港及海外投資者通過香港離岸市場直接進入內地資本市場，同時，在一定條件下允許國內居民投資境外市場，滿足居民多元化資產配置的需求。

第三，香港可以為中國金融市場的深化提供可複製、可推廣的經驗。

貨幣國際化需要一個具有相當深度和廣度的金融市場體系，而目前中國金融市場發展還存在較大的差距。隨著香港與內地金融領域合作的不斷加深，香港金融市場可以為內地金融市場市場化導向的制度建設和匯率、利率改革提供一個有價值的實驗場地，提供可複製、可推廣的經驗，在內地金融市場建設方面發揮積極作用。

第四，香港離岸市場發展有助於增強國際市場對人民幣資產的信心。

人民幣能否成為國際儲備貨幣最終取決於國際市場對其的接受程度，國際市場的相關活動很大程度上是市場對該貨幣信心的體現。香港作美元區，香港金融市場具有其它市場無可替代的特殊性。在發展成境外人民幣中心之前，香港就已經是一個成熟的離岸金融市場，專門從事歐洲信貸的銀團貸款、基金管理和股票交易。境外人民幣業務為香港離岸金融市場提供了一個新的交易幣種和與之相應的金融工具，有利於繁榮香港經濟，增強香港金融業在全球的競爭力。

當然，無庸諱言，人民幣離岸市場的確會由於兩地價格雙軌制而出現市場套利現象，套利問題恰恰是倒逼國內加快金融資產定價市場化進程的一個重要因素，可以通過逐漸放鬆國內金融管制，深化在岸金融中心，增加人民幣匯率的靈活性來應對資本流動，降低套利行為。同時，通過引入更多政策激勵來增加人民幣資本項目下的出口和經常項目下的進口，最終實現外部再平衡。

總之，香港國際金融中心自由開放的市場設計、以普通法為主體的法律框架、與時俱進的監管運行模式等制度優勢也有助於增加國際投資者對於持有人民幣資產的信心，為把香港建設成為全球最大的離岸人民幣市場提供了現實保障。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

| 一. 本地生產總值 GDP | 2012 | 2013 | 2013/Q4 | 2014/Q1 |
|--|---------|--------|---------------|---------------|
| 總量 (億元) GDP(\$100 Million) | 19,644 | 20,372 | 5,801 | 5,300 |
| 升幅 (%) Change(%) | 1.5 | 2.9 | 2.9 | 2.5 |
| 二. 對外貿易 External Trade | 2012 | 2013 | 2014/6 | 2014/1-6 |
| 外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million) | | | | |
| 港產品出口 Domestic exports | 588 | 544 | 48 | 27,649 |
| 轉口 Re-exports | 33,755 | 35,053 | 3,044 | 16,902 |
| 總出口 Total exports | 34,343 | 35,597 | 3,092 | 17,178 |
| 進口 Total imports | 39,122 | 40,607 | 3,523 | 19,810 |
| 貿易差額 Trade balance | -4,778 | -5,010 | -431 | -2,632 |
| 年增長率 (%) YOY Growth(%) | | | | |
| 港產品出口 Domestic exports | -10.4 | -7.6 | 7.3 | 3.7 |
| 轉口 Re-exports | 3.2 | 3.8 | 11.4 | 2.8 |
| 總出口 Total exports | 2.9 | 3.6 | 11.4 | 2.8 |
| 進口 Imports | 3.9 | 3.8 | 7.6 | 3.3 |
| 三. 消費物價 Consumer Price | | | | |
| 綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%) | 4.1 | 4.3 | 3.6 | 3.9 |
| 四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units | | | | |
| 合約宗數 (宗) No. of agreements | 115,533 | 70,503 | 9,400 | 43,589 |
| 年升幅 (%) Change(%) | 6.2 | -29.9 | 71.3 | -2.2 |
| 五. 勞動就業 Employment | 2012 | 2013 | 2014/3-2014/5 | 2014/4-2014/6 |
| 失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands) | 12.45 | 11.84 | 12.1 | 12.6 |
| 失業率 (%) Unemployment rate(%) | 3.2 | 3.2 | 3.1 | 3.2 |
| 就業不足率 (%) Underemployment rate(%) | 1.5 | 1.4 | 1.5 | 1.5 |
| 六. 零售市場 Retail Market | 2012 | 2013 | 2014/6 | 2014/1-6 |
| 零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%) | 9.8 | 11.0 | -6.9 | -1.3 |
| 零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%) | 7.2 | 10.6 | -7.5 | -1.1 |
| 七. 訪港遊客 Visitors | | | | |
| 總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands) | 4,862 | 5,430 | 449 | 2,853 |
| 年升幅 (%) Change(%) | 16 | 11.7 | 6.9 | 12.5 |
| 八. 金融市場 Financial Market | 2012 | 2013 | 2014/5 | 2014/6 |
| 港幣匯價 (US\$100=HK\$) | 775.05 | 775.4 | 775.3 | 775.1 |
| H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$) | | | | |
| 貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%) | | | | |
| M1 | 22.2 | 9.7 | 7.9 | 14 |
| M2 | 11.1 | 12.3 | 12.6 | 15 |
| M3 | 11 | 12.4 | 12.7 | 15 |
| 存款升幅 (%) Change in deposits(%) | | | | |
| 總存款 Total deposits | 9.3 | 10.6 | 11 | 13.3 |
| 港元存款 In HK\$ | 11.7 | 5.1 | 9.9 | 13.1 |
| 外幣存款 In foreign currency | 7 | 16.2 | 12.1 | 13.6 |
| 放款升幅 (%) in loans & advances(%) | | | | |
| 總放款 Total loans & advances | 9.6 | 16.0 | 18.0 | 16.0 |
| 當地放款 use in HK | 7.1 | 13.8 | 16.1 | 14.9 |
| 海外放款 use outside HK | 16.5 | 21.4 | 22.8 | 18.9 |
| 貿易有關放款 Trade financing | 10.2 | 43.8 | 21.2 | 11.6 |
| 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 | 23,082 | 23,191 |