



中銀香港 研究產品系列

- 中銀經濟月刊
- 離岸人民幣快報
- Economic Vision
- 中銀財經述評
- 中銀內部研究
- 中銀策略研究

作者：應堅
電郵：yingjian@bochk.com
電話：+852 282 66200

聯系人：陳女士
電 郵：ccchan@bochk.com
電 話：+852 282 66208



歡迎關注「中銀香港研究訂閱號」
經濟金融深度分析盡在掌握

加大力度推進離岸人民幣市場 建設的一些思考

資深策略規劃師 應堅

一、貨幣國際化與離岸金融市場作用

離岸美元市場是美元國際化的關鍵元素。布雷頓森林體系破產，並未動搖美元作為國際貨幣體系支柱地位，反而解除了將美元與黃金捆綁在一起的枷鎖，令美元可更自由發揮國際貨幣功能。與此同時，離岸美元市場加快發展，市場認可美元與其他貨幣可兌換性，不再關注美元的“含金量”，越來越多金融資產及交易以美元錨定。因此，美元與黃金脫鈎後，美元在全球使用範圍反而不斷擴大，真正確立起美元國際貨幣地位。

在岸市場與離岸市場在美元國際化進程中的角色是不同的。美國境內是美元流動性的源頭、美元計價資產的大本營，在美國經濟、政治及軍事實力強大支持下，美元不斷走向境外，成為被全球公認的“硬通貨”，但在相當長時間內美國債券市場只對少數境外機構開放，國際融資功能並不強，其他國際使用也不多。歐洲美元市場出現，大量吸納境外美元，便利各國在倫敦等地發行美元債券，也便利倫敦金融機構進行美元貸款。美元交易主平台從在岸轉到離岸，通過與不同貨幣的兌換，實現美元國際支付、交易、融資、流動性管理及風險管理功能，離岸市場美元使用場景豐富起來，形成較大規模。去年美國以外銀行體系美元資產規模14萬億美元，相當於美國銀行業總資產六成；歐洲美元債（包括亞太區等地）發行餘額11萬億美元，相當於美國境內美元債的五分之一。

美元定價也在離岸美元市場建立後進一步強化。在美國實施利息平衡稅、Q條例及自願限制對外貸款等政策時，離岸美元利率、匯率定價與在岸市場存在一定差異，但上世紀70年代美國放棄資本管制，跨境美元流動不再受到限制，兩個市場利率及匯率定價實現一體化。在美國境內，美聯儲調整貨幣政策，引導市場利率，形成從短端資金市場到長端資本市場完整的利率曲線，成為全球美元資產定價基準，而美元外匯交易從境內延伸到境

外，保持 24 小時不間斷，離岸市場外匯交易佔比更大（去年在美國發生的美元兌換只相當於全球兩成），佔據美元連續報價的重要時間區間。

離岸美元市場進一步向各國伸展，形成眾多本幣兌美元市場，助力美元發揮國際支付功能。迄今，除美元外的其他國際貨幣覆蓋面有限，各地銀行擁有較多的美元頭寸（被制裁對象及資本管制嚴厲地區除外），為貿易商提供本幣兌換美元服務，完成跨境支付。

人民幣未能與大部分貿易夥伴本幣直接掛牌交易，也是由於當地缺乏人民幣流動性，貿易商若想兌換人民幣，銀行會將交易分拆成本幣 - 美元、美元 - 人民幣兩段，後一段在中國境內或離岸市場平盤。

二、人民幣跨境、離岸使用並重發展

與美元混合型開放不同，人民幣國際化循序漸進展開，遵循“先經常後資本，先實體後投資，先跨境後境外”的路徑，這種安排主要是基於金融服務實體經濟基本原則，也是由人民幣在“走出去”前實際使用狀況所決定的。

人民幣國際化第一步是從跨境貿易領域邁出的。2009 年人行等部委率先在上海、廣東及港澳、東南亞之間試點跨境貿易人民幣結算，主要為支持在金融海嘯中經營陷於困難的進出口企業。因歷史原因，境外沒有太多人民幣資金，為令境外企業可向境內貿易夥伴支付人民幣或收到人民幣可方便兌換成外幣，人行引入清算行及代理行兩種清算模式，打通了跨境人民幣兌換及流動渠道。相比之下，美元等其他貨幣國際化起點不一樣，原本在境外有存量，又有商業清算渠道支持，很容易實現貿易計價及結算，這些國家更多研究資本項目國際化。

在跨境貿易人民幣結算獲得成效後，人行又將人民幣結算模式複製到跨境直接投資及跨境債券、股票投資，在資本項目形成突破。尤其是 2016 年 10 月人民幣被納入 SDR 貨幣籃子，激活境外央行及機構投資者增持人民幣資產。監管部門適時降低銀行間債券市場准入門檻，便利本外幣兌換，增強套期保值手段等，加上 RQFII、滬港通、深港通、債券通等跨境渠道不斷拓寬，人民幣跨境使用進入一個新高峰。2022 年全國跨境人民幣收付 42 萬億元，5 年增長近 3 倍，接近美元跨境收付規模，部分沿海地區人民幣已成為第一大跨境收付貨幣。

境外人民幣使用漸次展開，雖然發展慢於跨境業務，但在機制及政策上已着手做了準備。以香港清算行為基礎，2005 年開始建設境外第一個即時人民幣結算系統 (RTGS)，為香港本地及與其他境外地區之間人民幣自由流動建立金融基礎設施保障。跨境貿易人民幣結算試點後，重簽的人民幣清算協議允許本地同業及商戶之間轉賬人民幣。2010 年 2 月，金管局釐清本地金融機構開展人民幣業務的要求及標準。之後香港離岸人民幣外匯交易市場、資金市場、點心債市場率先啟動，並出現離岸人民幣匯率 (CNH)、離岸人民幣同業拆息定盤價 (CNY HIBOR) 等定價機制，香港離岸人民幣中心升級成為全球離岸人民幣業務樞紐。

相比跨境人民幣業務，離岸人民幣使用更加體現市場驅動，但受到境外市場因素干擾也大。離岸市場使用主體也發生很大變化，除了人民幣結算及投融資真實需求外，還夾雜投機力量及隨機因素，故離岸人民幣業務發展的穩定性不如跨境使用。例如，2014 年點心債發行量達到 4,300 多億元，但 2015 年因匯率波動而曾跌破 1,000 億元，去年再增至 6,200 多億元歷史新紀錄。

然而，離岸人民幣使用十分重要，既有必要性，又有迫切性。一是按美元國際化經驗，離岸人民幣市場是人民幣國際化關鍵組成部分，離岸市場發展程度代表國際化水平；二是人民幣國際化的目的是要讓人民幣在離岸市場用起來，並且在全球範圍形成人民幣使用生態圈；三是在各國呼籲國際貨幣體系改革下，中國作為負責任大國，應提升人民幣國際貨幣功能並推動人民幣流向各國，提供新的結算工具選項，增強金融交易韌性；四是跨境人民幣使用已部分遇到瓶頸，只有不斷優化離岸人民幣市場，才能促進跨境人民幣業務高質量發展。

三、離岸人民幣市場發展重在機制建設

離岸金融市場交易較為複雜。以美元為例，從境內市場延伸到離岸市場，以資本市場及資金市場為基礎性平台，以股票、債券及流動性管理為核心產品，發展外匯交易、利率交易、掉期交易、拆借、回購交易、商品期貨期權、金融期貨期權、信用風險掉期，分佈在交易所及場外兩個市場，每類產品都對應某些實際使用需求或金融交易需求，形成匯率、利率、商品及風險定價機制，為各種交易行為提供基準報價。根據國際清算銀行(BIS)資料，2019年各類美元交易名義合約超過460萬億美元，為股票及債券等基礎美元產品的5.5倍，美元回購、掉期及拆借等流動性管理工具每日交易5萬多億美元，產品及市場之間相互關聯，確保日常美元交易，並支持美元全面發揮國際貨幣功能。

人民幣市場又與美元市場存在區別。鑒於國家整體利益及安全考慮，境內資本項目尚未實現完全可自由兌換，在岸與離岸市場之間設有一道防火牆，跨境人民幣流動受到一定限制，跨境人民幣交易也只能在一定條件下實現。近些年的實踐證明，兩個市場各自發展，儘管境內是主體市場，並對境外匯率利率定價具一定引導性，但兩地定價很難保持完全一致性及連續性。境內自主形成的交易規則及市場慣例也不同于境外金融市場。這樣的市場結構對於人民幣國際化推進方式產生深遠影響，離岸人民幣市場不可能直接嫁接在境內人民幣市場之上，更依賴於自我發展模式。

離岸人民幣市場在經過十多年發展已建立了一定基礎，形成以香港為全球業務樞紐，以倫敦、新加坡為重要支撐，以其他設有人民幣清算行的地區為關鍵節點的網狀分佈格局，並產生交叉輻射效應。香港是離岸人民幣市場建設的重中之重，無論是目前資金池規模、市場深度及產品廣度、使用人民幣市場主體的積聚效應，還是多年來香港一直較好地完成人民幣國際使用試點任務的表現，香港具備帶動新一輪離岸人民幣市場建設的能力。

從2018年起，香港離岸人民幣業務已連續5年保持復蘇，人民幣清算量、跨境結算量、即遠期兌換量、點心債發行量及資產管理等重要業務指標大幅增長，市場基礎不斷夯實，業務創新動力增強。但對照美元國際使用情況差距仍很大，與倫敦離岸美元市場相比，香港離岸人民幣市場只屬於初級發展階段，產品豐富度及使用場景不處於同一層次，更關鍵的是市場機制不夠成熟，市場結構單一佈局，市場關聯性缺失。由於缺乏多層次、多元化優質人民幣底層資產作為支撐，主要人民幣交易仍依賴以美元資產作為中介，例如，香港銀行主要通過與美元掉期獲得流動性，因此，離岸人民幣市場建設較為被動，至今未能形成如同美元一樣的流動性管理及風險管理配套市場，離岸人民幣利率曲線斷續不全，離岸人民幣資金在境外也難以得到有效配置。

因此，積極推進離岸人民幣市場建設，要以市場機制建設為發力點，以建立完善的離岸人民幣市場體系為目標，帶動全球人民幣使用有序展開：

一是加大力度引入優質人民幣計價資產，推動形成離岸人民幣使用生態圈。在現有國債及央票常態化發行基礎上進一步擴大市場規模，有序引導境內政策性銀行、商業銀行及國有企業到離岸市場發債，吸引國際組織、外國政府、跨國企業及國際銀行參與點心債融資；加快推進香港人民幣計價股票建設，開發人民幣基金、保險及理財產品，為各類市場主體配置人民幣提供更多選擇。

二是積極發展離岸人民幣利率市場，形成完整的離岸人民幣利率曲線。以優質人民幣資產為基礎，激活人民幣抵押品功能，推動離岸人民幣利率交易、衍生產品交易；鼓勵香港主要金融機構做市報價，做大做強人民幣債券回購業務，構建與投融資業務相關的風險對沖體系，培育人民幣避險功能；充分利用香港機構持有的境內人民幣債券，探索跨境抵押債券回購業務創新。

三是多渠道促進跨境人民幣流動，不斷收窄兩地人民幣資金價格差距。進一步優化跨境人民幣結算便利性，推動香港人民幣資金池擴容，協助穩定周邊國家人民幣流動性，令人民幣“流得進”、“轉得動”、“留得下”，保持境內外人民幣利率基本一致，便利人民幣投融資；允許更多內地金融機構以人民幣參與境外人民幣資產投資與交易，探索境外機構直接參與人行公開市場操作。

四、保障人民幣國際化使用的安全性

開放與風險、發展與安全是人民幣國際使用繞不開的話題。人民幣國際化在金融海嘯及歐洲主權債務危機中啟動，經歷了中美貿易爭執、新冠疫情蔓延、地緣政治衝突及歐美貨幣政策調整，全球金融風險不斷爆破，迅速反應在香港離岸人民幣市場上，再通過跨境風險傳導機制，影響到境內金融市場及宏觀經濟穩定增長。另一方面，離岸人民幣匯率、利率受境外因素影響較大，對全球各種風險事件更加敏感，與境內人民幣價格不時發生偏離，有時也會傳導到境內市場。有序推進人民幣國際化，加快構建離岸人民幣市場，必須正視人民幣國際化進入“深藍海”出現的風險因素及可能後果，提升開放條件下風險防範意識及防控手段。

一是依託境內人民幣市場。中國堅持改革開放政策並保持經濟健康穩定增長是人民幣國際化的根本，發展離岸人民幣市場體系必須與境內人民幣市場形成協同效應，同步發展，而離岸市場“小舟”也只有綁定在岸市場“大船”，才能增強抵禦全球“大風大浪”的能力。

二是做強離岸人民幣市場。中國加快對外開放及中國經濟深度融入全球經濟發展，要求不斷提升人民幣國際貨幣功能。當前離岸人民幣市場規模過小、機制不健全，不僅不能滿足境內外實體經濟需求、不能完全發揮在國際貨幣體系的穩定器作用，而且自身波動大、風險隱患點多，下一步應做好頂層設計，明確引導市場機制建設，縮小與其他主要國際貨幣功能及機制上差距。

三是完善跨境風險“防火牆”。中國擁有完整的產業體系及獨立的金融市場，在歷次全球金融危機及經濟衰退中擔當中流砥柱，保持一定程度資本項目管制是必要的。這要求更好利用正趨於成熟的香港人民幣市場拓展人民幣國際使用，同時強化香港作為境外風險傳導緩衝帶功能，優化跨境監控，健全跨境資金宏觀審慎管理，盡可能將重大金融風險擋在境外，或減少對境內的衝擊。

免責聲明及重要注意事項

本文件由中國銀行(香港)有限公司「中銀香港」刊發只供參考。

本檔的內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發亦無意供該等人士或實體使用。

本文件僅供參考並不構成亦無意作為也不應被詮釋為投資建議、專業意見或對任何人作出買賣、認購或交易在此所載的任何投資產品或服務的要約、招攬、建議、意見或任何保證。客戶不應依靠本檔之內容作出任何投資決定。

本檔所載資料乃根據中銀香港認為可靠的資料來源而編制惟該等資料來源未經獨立核證故中銀香港不會就本檔及其所提供意見的準確性或完整性作出任何保證、陳述或擔保。在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論並非獨立研究報告及不構成投資意見或保證回報。所有意見、預測及估計乃中銀香港於本檔刊發日期前之判斷任何修改將不作另行通知。中銀香港及有關資料提供者亦不會就使用及／或依賴本檔所載任何資料、預測及／或意見而負責或承擔任何法律責任。投資者須自行評估本檔所載資料、預測及／或意見的相關性、準確性及充足性並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。

本檔所述的證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資可能並不適合所有投資者且並未考慮本檔各讀者的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此本檔並無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦亦不會就此承擔任何責任。投資者須瞭解有關投資產品的性質及風險並基於本身的財務狀況、投資目標及經驗、承受風險的意願及能力和特定需要而作出投資決定。如有疑問或在有需要情況下應於作出任何投資前徵詢獨立專業顧問的意見。本檔無意提供任何專業意見故投資者在任何情況下都不應依賴本檔作為專業意見之用。

中銀香港為中國銀行股份有限公司的附屬公司。中國銀行股份有限公司及其子公司及／或其高級職員、董事及僱員可能會持有本檔所述全部或任何證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資的倉盤亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資項目。中國銀行股份有限公司及其子公司可能會就該等證券、商品、外匯、相關衍生工具和其他投資提供投資服務無論為有關投資銀行服務或非投資銀行服務、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。中國銀行股份有限公司及其子公司可能會就因應該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資專案而提供的服務賺得佣金或其他費用。

除非獲中銀香港書面允許否則不可把本檔作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式或途徑包括電子、機械、複印、攝錄或其他形式轉發或傳送本檔任何部份予公眾或其他未經核准的人士或將本檔任何部份儲存於可予檢索的系統。

「中國銀行香港金融研究院」簡介：

「中國銀行香港金融研究院」是中銀香港集團的主要研究及策劃單位。以構建“中銀大腦”為目標，立足香港，面向大灣區和東南亞，放眼亞太和全球，主要研究當地的宏觀經濟與政策、金融市場、人民幣國際化與數字貨幣、金融業改革與創新、綠色金融與可持續發展等領域，發揮創研結合，宏觀、中觀、微觀一體，研究實務打通的優勢，持續提升“中銀研究”的品牌形象和社會影響力。研究院以服務國家和香港社會為己任，積極向政府和監管機構建言獻策，同時與香港及內地的一些著名大學、智庫，以及行業領軍企業建立了廣泛的合作關係並開展聯合研究。目前，研究院擁有一支約 50 人的研究團隊，每年完成內外部各類研究報告近千篇。

作者簡介：

應堅：中國銀行香港金融研究院資深策略規劃師，專職研究人民幣國際化、香港及東南亞離岸人民幣業務、粵港澳大灣區及內地自貿試驗區(港)跨境金融合作等。

如需投稿或提出建議，請發送至本單位
郵箱：espadmin@bochk.com
或直接聯絡本文作者



歡迎關注「中銀香港研究訂閱號」
經濟金融深度分析盡在掌握

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

	2021	2022	2022/Q3	2022/Q4
一. 本地生產總值 GDP				
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	28,677	28,270	7,244	7,389
升幅 (%) Change(%)	6.4	-3.5	-4.6	-4.2
二. 對外貿易 External Trade			2023/02	2023/01-02
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
總出口 Total exports	49,607	45,317	2,862	5,768
進口 Total imports	53,078	49,275	3,316	6,478
貿易差額 Trade balance	-3,471	-3,958	-454	-710
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
總出口 Total exports	26.3	-8.6	-8.1	-25.4
進口 Imports	24.3	-7.2	-4.1	-18.9
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	1.6	1.9	1.7	2.1
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units				
合約宗數 (宗) No. of agreements	96,133	59,619	5,980	10,407
年升幅 (%) Change(%)	31.1	-38.0	49.6	5.0
五. 勞動就業 Employment			2022/11-2023/01	2022/12-2023/02
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	250.9	195.9	11.8	11.6
失業率 (%) Unemployment rate(%)	5.5	4.3	3.4	3.3
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	2.7	2.4	1.4	1.3
六. 零售市場 Retail Market			2023/02	2023/01-02
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	8.1	-0.9	31.3	17.3
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	6.5	-3.4	29.6	15.5
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	9.1	60.5	146.2	196.1
年升幅 (%) Change(%)	-97.4	561.5	55,572.8	20,133.8
八. 金融市場 Financial Market			2023/01	2023/02
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	779.8	780.8	783.9	784.9
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	8.0	-20.7	-20.2	-25.1
M2	4.3	1.6	0.5	0.0
M3	4.3	1.6	0.5	0.0
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	4.6	1.7	0.4	-0.1
港元存款 In HK\$	1.4	0.7	1.9	0.3
外幣存款 In foreign currency	7.9	2.6	-1.0	-0.5
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	3.8	-3.0	-2.6	-3.3
當地放款 use in HK	4.7	-0.2	0.7	-0.2
海外放款 use outside HK	1.7	-10.0	-10.4	-10.8
貿易有關放款 Trade financing	14.2	-13.5	-14.4	-21.0
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.6250	5.6250	5.6250
恒生指數 Hang Seng index	23,398	19,781	21,842	19,786