

# 「香港離岸人民幣市場」研究

目錄	頁次
壹：前言	2
貳：人民幣國際化的起點	3
參：香港離岸人民幣市場的發展現況	4
肆：未來的發展與挑戰	10
伍：結論	18

## 壹、前言

數年前在「科學人」這本雜誌中讀到一篇頗為有趣的文章，主要是描寫寄生蟲與蝸牛間的生態演化。文意如下：  
*Leucochloridium varidaecx* 是寄生蟲的一種，通常寄生於蝸牛的體內，而這種寄生蟲會使蝸牛的觸角腫脹，蠕動，並具有鮮豔的色彩，最令人訝異的是，寄生蟲甚至會改變蝸牛逆陽的天性，驅使蝸牛往植物的向陽面爬去。這樣的改變，使得蝸牛在鳥類的眼中猶如毛毛蟲一般，進而吸引鳥類的啄食，此時的寄生蟲便能成功地轉移至第二宿主（鳥）體內，並在其消化道進行繁殖，最後藉由鳥糞的排出，而擴散了牠的分佈區域。對寄生蟲而言，上述的演化，無非是在大自然的競爭中適者生存的結果，然對照香港離岸人民幣市場的發展，又何嘗不是大陸在國際化與金融自由化困局中所找到的一條出路。

離岸人民幣市場的發展，不僅匯助香港充沛的資金動能，更改變了香港原有的金融市場生態，增添了香港投資的魅力，而香港也成功地扮演著宿主的角色（蝸牛），吸引著全球投資人（鳥）的目光，人民幣在此番推波助瀾下，正迅速地自國際市場上崛起。

## 貳、香港跨境人民幣貿易結算是人民幣國際化的起點

一國貨幣的國際化，通常是以國際貿易作為起始，隨著海外所累積的通貨增加，以及該貨幣所代表的資本市場不斷深化，最終成為國際間通用與國際儲備的貨幣。依此推論，人民幣的國際化同樣可劃分為三個階段，首先是以經常項目可兌換為基礎，也就是跨境貿易結算的擴張，使人民幣成為國際貿易的結算貨幣；其次為擴大人民幣可投資範圍，使人民幣成為全球重要的投資貨幣；最後階段則是實現人民幣國際化，使人民幣成為國際儲備貨幣。

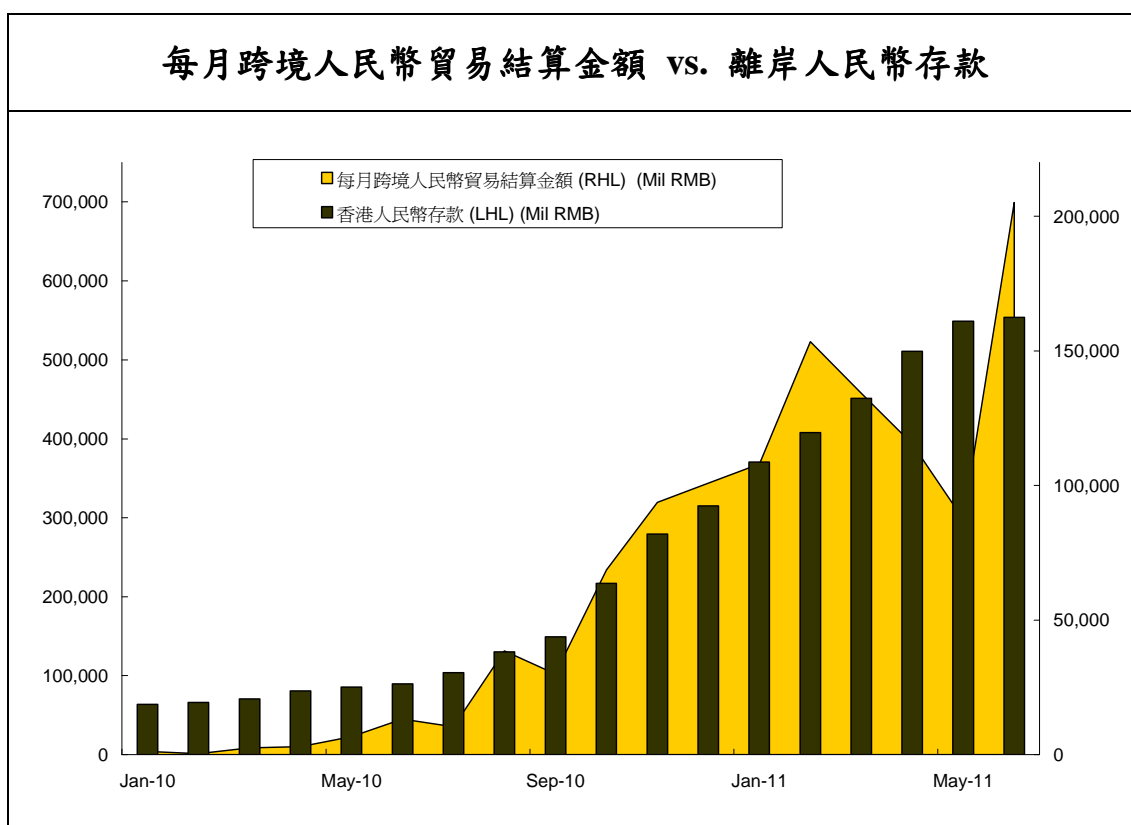
2009年7月，跨境人民幣貿易結算試點在香港啟動，在過去2年的發展期間，人民銀行逐步擴大跨境人民幣貿易結算試點範圍，由最初的上海、廣州、深圳、東莞及珠海等重點城市，漸次擴大至大陸全境；試點業務範圍包括跨境貨物貿易、服務貿易和其他經常專案人民幣結算。

2010年全年，經香港銀行處理的人民幣貿易結算交易額為3,692億元，而單今年上半年即衝高至8,036億元，全年預計破兆。參與跨境貿易人民幣結算試點的出口企業，也由最初的365家大幅攀升至67,359家，成長184倍。跨境人民幣貿易結算的快速發展，勢將縮短人民幣國際化所需時日。

## 參、香港離岸人民幣市場的發展現況

### 3-1 離岸人民幣存款市場

由於人民幣貿易結算量快速攀升，使人民幣存款亦大幅成長（見下圖）。截至今年 6 月底人民幣存款已累積至 5,536 億元，佔全港總存款 9.2%，或佔非美元外幣存款 45.6%，人民幣存款已成為香港當地第三大貨幣，緊隨港元與美元存款之後（註：至今年 6 月，港元及美元存款佔整體存款分別為 50.0% 和 29.8%）。



過去一年多，香港人民幣存款大幅增長，主要來自企業存款，個人存款的增幅相對較小。其中海外企業在香港銀行存放的人民幣存款有顯著的增長，由年初的 290 億元大增 1.4

倍至今年 6 月底的 690 億元，佔所有企業人民幣存款的比率由 15.8% 上升至 17.6%。

## **3-2 離岸人民幣債券市場**

### **3-2-1 CNH 債券的發展近況**

所謂 CNH 債券係指在大陸境外並於香港發行以人民幣計價之債券，市場又將其稱之為「點心債券(Dim sum bond)」。

2007 年 6 月，人民銀行首次允許內地金融機構在港發行人民幣債券。據香港金管局統計，2011 年上半年共有 38 家機構在港發行 427 億元人民幣債券，超過 2010 年全年 16 家機構共發行 358 億元人民幣債券的紀錄。累計至今年 6 月底止，共有 67 筆人民幣債券在港發行，總額累計 1,165 億元人民幣（註：包括已到期債券）。

### **3-2-2 CNH 債券的結構分析**

1. **CNH 債券供不應求。**截至 2011 年 6 月底為止，香港離岸人民幣(offshore RMB)存款金額高達 5,536 億人民幣，但 CNH 債券的市場流通量卻僅約 1,094 億人民幣（約佔存款的 20%），顯然目前香港離岸人民幣的投資管道相當有

限，對 CNH 債券的需求遠勝過於供給。根據 BNP 的研究預測，未來香港離岸人民幣存款將以每年 6,000 億的速度攀升，至 2013 年達到 2.5 兆人民幣的水準；相較之下，CNH 債券每年的新增速度僅維持在 1,500 至 1,600 億人民幣，兩者的差距將不斷擴大。

2. **CNH 債券的發行機構，以公司企業所佔比重最高（約佔 51%），且發行天期以 2~3 年為主。** CNH 債券的發行機構主要可分為四類，包括(1)大陸中央政府機構、(2)公司企業、(3)金融機構及(4)國際組織。而發行的天期，主要是以 2~3 年為主（佔 92%）。
3. **大陸財政部積極引導 CNH 債券市場的走向。** 2009 年 9 月，大陸財政部首次在港發行 60 億元人民幣國債。今年 8 月，大陸財政部第三度赴港發債，總金額 200 億元人民幣，為歷年來規模最大的一次，主要分為兩部分：
  - (1) 針對個人投資者：發行總金額為 50 億人民幣，期限為 2 年期，票面利率為 1.6%，總認購金額 201.76 億元，超額認購 4.04 倍。
  - (2) 針對法人機構：發行總金額為 150 億人民幣，總認購金額 694 億元，超額認購達 4.6 倍。其中，三年期國

債最受法人機構熱捧，超額認購超過 5 倍，票面利率創下新低。投標結果如下：

	年期	發行金額	得標利率
1	3 年期	60 億元	0.6%
2	5 年期	50 億元	1.4%
3	7 年期	30 億元	1.94%
4	10 年期	10 億元	2.36%

#### 4. 買賣 CNH 債券的方式

- (1) **直接在香港開立人民幣帳戶。**機構投資人可在香港金融機構直接開立人民幣帳戶，無論是金額的兌換或 CNH 債券的買賣，均無金額上的限制。
- (2) **透過聯行進行 CNH 債券的買賣。**方式為在聯行開立保管帳戶 (custodian)，由聯行代為買賣 CNH 債券。該帳戶將以外幣計價並採 safe-keep 方式，未來之交割、收息均須透過該帳戶。換言之，由聯行代為買賣 CNH 債券後，投資者將依當時市場匯價或投資者與聯行事先約定之轉換價格，於保管帳戶內收付等值外幣。孳息部分亦委由聯行代為收取，且同

樣依當時市場匯價或投資者與聯行事先約定之轉換價格，將人民幣利息轉換為等值外幣存入投資者之保管帳戶。聯行將於月底與年底寄送投資者保管帳戶明細。

- (3) **須注意聯行之信用風險**。由於是透過聯行開立保管帳戶代為買賣債券，因此，聯行之信用風險至關重要。

### **3-2-3 合成式人民幣債券(Synthetic RMB Bond)**

1. **合成式人民幣債券(Synthetic RMB Bond)**係指以人民幣計價，但以美元作交割之連結式債券。目前流通在外共 7 檔債券，總金額約 210 億人民幣；除江西賽維 LDK（太陽能科技公司）外，其他 6 檔債券之發行者均為大陸內地不動產開發公司。
2. **可直接透過 Euroclear 或 Clearstream 作交割**。由於合成式人民幣債券不涉及離岸人民幣之買賣交割，因此在審批過程上相較 CNH 債券容易，且由於是以美元計價，因此，無須透過香港 CMU，可直接透過 Euroclear 或 Clearstream 作交割。



3. **合成式人民幣債券的需求熱潮漸退。**對債券發行人而言，目前一年期合成式人民幣債券的發行利率較美元債券低約 150bp，看似發行成本較低，但由於匯率風險是由債券發行人承擔，以目前人民幣 NDF 的水準觀之，預期未來一年人民幣的升值幅度約在 2.5%；換言之，債券發行的真實成本可能較同天期美元債券貴約 100bp。

另一方面，今年 3 月 11 日發生日本大地震事件，導致亞洲金融市場巨幅波動，由於合成式人民幣債券的主要投資者為私人銀行 (private banking) 客戶，風險承受度低，地震發生後市場出現龐大賣壓，再加上合成式人民幣債券的市場流動性原本就差，很多投資人因而發生鉅額虧損，使得市場相關產品的需求出現下滑。

## 肆、未來的發展與挑戰

雖然目前人民幣仍處於「廣積糧，築高牆」的階段，且不論從那個角度觀之，都尚未有稱王的資格與條件，但最近國際間幾件與人民幣議題相關的發展，頗值得注意：(1)淡馬錫有關人民幣債券的發債計畫。(2)法國提案於 G20 會議召開期間，針對人民幣是否納入國際貨幣基金組織（IMF）特別提款權（SDR）乙案進行協商。(3)奈及利亞宣佈，計畫將其外匯存底的 5%-10%換為人民幣。

### 4-1 淡馬錫的發債計畫

根據美國財經媒體 Barron's 周刊的報導，新加坡主權財富基金淡馬錫正計畫在新加坡籌發首支境外人民幣債券。但弔詭的是，淡馬錫似乎不缺現金，此次發債的目的顯然另有所圖。根據淡馬錫今年 3 月份所公布的最新財務報表顯示，該公司目前帳上擁有高達 108 億美元的現金，此外，該公司的負債項目，將近一半以上是以美元計價，按理以人民幣債券的籌資方式似非首選，為此 Barron's 提出了兩點看法：

1. 平衡資產負債項目的貨幣組合。由於淡馬錫近年來在大陸投資佈局相當積極，整體大陸投資已佔總部位近 30%，一

旦大陸經濟發生硬著路，導致人民幣資產大幅貶值，則以美元負債支應人民幣資產投資的財務操作，終將會是個禍端。

2. 新加坡近年來不斷積極爭取成為繼香港之後另一離岸人民幣交易中心，若淡馬錫能在新加坡交易所順利發行首支境外人民幣債券，則對於未來吸引外國機構至新加坡發行人民幣債券，將是一大助力。

事實上，淡馬錫若能成功發行人民幣債券，並將所籌得的資金順利投資於大陸內地，則對於身陷歐美債務危機的全球央行與主權財富基金而言，將具有相當的啟發性與吸引力。

#### **4-2 人民幣納入 SDR 的提案。**

法國總統 Sarkozy 今年 3 月份在南京的一個研討會上，首次拋出人民幣應納入 SDR 的議題。時隔半年，法國財政部長 Francois Baroin 在北京的記者會上也表示，中法兩國將成立一個特別工作小組，針對人民幣納入特別提款權(SDR)的議題進行協商，並計劃在今年 11 月 3 日~4 日的 G20 峰會前提交此方案。一個月後，法國總統 Sarkozy 在與美國總統 Obama 舉行的會議中，再次呼應了此一主張。顯然法國希望在擔任

G20 輪值主席的這 1 年內，重塑全球金融體系，並藉由人民幣的議題，拉攏與大陸之間的關係。當然，需要拉攏大陸的不僅是法國，德國與英國政府也都在近期紛紛表態支持人民幣納入特別提款權（SDR）的提議，顯見人民幣國際化的歷程，不僅是一經濟發展的表徵，更是國際間政治力競合的結果。

但人民幣短期內成為 SDR 的可能性有多高呢？以目前 SDR 的組成貨幣美元、歐元、日元和英鎊為例，皆具有匯率可自由兌換與高度流動性的特徵。換言之，人民幣在匯率制度、資本項目可自由兌換等多方面仍有進一步改革與完善的必要，人民幣加入 SDR 的條件尚未成熟。此外，IMF 執行董事會每 5 年審核 SDR 貨幣籃的組成通貨、權值大小，最近一次的調整才剛在今年 1 月生效。因此，法國此次提出人民幣納入 SDR，象徵性意義遠勝於實質性意義，但不容否認的，人民幣納入 SDR 的趨勢已經確立。

#### **4-3 奈及利亞宣佈，計畫將人民幣納入外匯存底投資組合。**

非洲第二大經濟體奈及利亞在 9 月初宣佈，計畫將其外匯存底的 5%-10% 轉換為人民幣，成為第一個將人民幣納入外匯

存底的非洲國家。該國央行行長 Lamido Sanusi 同時也表示，大陸無論在貿易或是大宗商品交易(註：2010 年該國向中國出口了約 10 億美元的石油)都佔有極高之比重，隨著人民幣使用限制的逐步取消，未來人民幣將更容易地兌換並用於貿易結算或者投資。奈及利亞將人民幣作為該國外匯存底的一部分，不僅是投資策略的考量，也是對應歐美債務危機的一個手段。

事實上，除了奈及利亞有此「異心」外，位處南美洲的智利也同樣有此構想。智利央行行長 Jose de Gregorio 在 9 月 8 日的一場演講中表示，目前美元和歐元的不穩定性正迫使智利尋求更多元的外匯存底投資組合。該國正研究將人民幣納入其外匯存底投資組合，以及通過新加坡投資人民幣資產的可能性。

#### **4-4 與大陸簽署 SWAP 協議的國家將陸續增加**

隨著人民幣國際化的腳步加快，以及跨國貿易以人民幣結算的需求增加，預期未來與大陸簽署 SWAP 協議的國家將不斷上升。目前大陸與 12 個國家已簽署 SWAP 協議，總額度為 8,412 億人民幣，其中以香港 2,000 億人民幣的額度最高，南

韓 1,800 億人民幣居次。

大陸與其他國家或經濟體之貨幣互換協議一覽				
日期	國家	SWAP 額度 (億元 人民幣)	2010 年與大陸之貿易額 (億元 人民幣)	佔大陸貿易額 %
2009.01.20	香港	2,000	2,306	7.8%
2008.12.12	南韓	1,800	2,072	7.0%
	台灣		1,454	4.9%
2010.07.23	新加坡	1,500	571	1.9%
2009.03.23	印尼	1,000		
2009.02.08	馬來西亞	800		
2009.03.29	阿根廷	700		
2011.04.18	紐西蘭	250		
2009.03.11	白俄羅斯	200		
2011.06.13	哈薩克斯坦	70		
2011.05.06	蒙古	50		
2010.06.09	冰島	35		
2011.04.19	烏茲別克斯坦	7		
合計		8,412		

事實上，香港、南韓分別高居大陸貿易往來金額的 3、4 名，因此，SWAP 額度的高低，某種程度也反映了兩國間的貿易往來情形，其中較為特殊的是新加坡，大陸給予新加坡高達 1,500 億人民幣的 SWAP 額度，但大陸海關資料顯示，2010 年新加坡與大陸貿易金額僅 571 億人民幣，遠低於 SWAP 額度的金額，這是否為新加坡成為另一海外「離岸人民幣中心」鋪路，值得注意。

#### 4-5 跨境貿易人民幣結算收付失衡的問題

伴隨跨境貿易人民幣結算的發展，收付差額的問題也日漸突出，並對大陸外匯存底增長產生了相當程度的影響。當前的問題在於，選擇以人民幣支付進口貿易者多，而出口貿易商卻仍以美元收入為主，導致人民幣在貿易結算的實收實付上出現偏斜，反倒使大陸外匯存底的累積速度增快。

今年第一季，跨境貿易人民幣結算實際收付總額 2,584.7 億元，其中實收 392.5 億元，實付 2,192.2 億元，收付比 1:5.5。第二季，實際收付總額 4,090.3 億元，其中實收 1,037.8 億元，實付 3,052.5 億元，收付比 1:2.9。整體上半年經常帳項目跨境貿易人民幣結算實收 1,430.3 億元，實付 5,244.7 億元，實付高於實收的差額為 3,814.4 億元。按照 6 月底人民幣匯率 1 美元兌 6.4716 元人民幣計算，折合近 589 億美元，佔同期大陸外匯存底增量的 43.1%（註：今年上半年大陸外匯存底增加 1,369 億美元），跨境貿易人民幣結算的偏斜問題顯然十分嚴重，真是未受其利先受其害。

跨境貿易人民幣結算收付差額之所以出現，主要原因是大陸出口市場和進口來源地對人民幣結算的接受程度不同，其中的癥結有三：

1. **對於國外進口商來說，用人民幣付款不僅面臨人民幣來源的問題，還要承擔從契約簽訂到實際付款期間人民幣升值的風險。**縱使許多銀行在推出人民幣業務時，都配套提供了人民幣遠期、換匯以及一些結構性產品，以幫助客戶鎖定匯率風險，但是客戶認識和接受這些產品尚須一段時日。
2. **人民幣升值的強烈預期**，使得貿易結算的過程中，國外出口商樂於收入人民幣，但對於進口商而言，卻寧可保留帳上之人民幣以待升值，而以其他相對弱勢之貨幣給付（如美元、歐元）。
3. **跨境套利操作進一步增強了人民幣結算收付差額問題。**因為外國出口商發現，與中國內地相比，人民幣兌美元匯率在香港存在溢價。這些公司便接受中國進口商的人民幣付款，然後以更具吸引力的離岸匯率將其兌換成美元，從而在兩個市場間進行套利。

#### **4-6 海外資產與負債失衡的問題**

人民幣在邁向國際化的過程中，我認為最大的挑戰，或許不是加入 SDR 與否，也不是實收實付傾斜的問題，而是大陸海



外資產與負債調整成功與否的問題。伴隨人民幣國際化的第二項進程，人民幣終將成為國際投資貨幣的一環，屆時人民幣債券在國際間的發行量勢必攀升，換言之，人民幣外債將增加。但另一方面，大陸海外資產的最大一部份，卻是以美元計價，因此，在面對人民幣走升而美元走貶的長期趨勢過程中，大陸是否能順利調整結構，減少美元計價的資產，或將人民幣外債控制在一定範圍內，將是大陸未來海外資產與負債能否平衡的關鍵。

## 伍、結論

從 2008 年大陸國務院決定開展跨境貿易人民幣結算試點，到人民銀行與亞洲、東歐等多國央行簽署一系列貨幣互換協議，此階段人民幣國際化的任務，是以跨境貿易積累海外人民幣存量為主。然隨著海外人民幣存量的升高，人民幣運管道狹窄、結算收付失衡等問題漸次顯現，人民幣國際化的發展已到了需要進一步提升的階段。

因此，今年 8 月份大陸官方所發表的《商務部關於跨境人民幣直接投資有關問題的通知（徵求意見稿）》，似乎正反映著世人的期待與意味著人民幣國際化即將邁入下一時程，亦即國際投資貨幣的階段。尤其值得注意的是，今年 8 月 17 日大陸中央政治局常委兼國務院副總理李克強出席香港經濟論壇時，宣布了一系列大陸政府支持香港發展以及深化大陸與香港經貿金融合作的新政策，顯然是為了下一階段人民幣的國際化作出定調，談話的重點包括：

1. **擴大並健全離岸人民幣債券的發展。**大陸將增加在香港發行人民幣債券的境內金融機構主體，允許境內企業在香港發行人民幣債券，擴大境內機構在香港發行人民幣債券的規模。大陸中央政府將在香港發行一系列人民幣國債，並

逐步擴大發行的規模，以促進香港人民幣債券市場的發展和完善。

2. **RQFII 的推動與資本市場的交流：**啟動境外人民幣直接投資（人民幣 FDI）及推動境外人民幣投資內地證券市場（RQFII），並支持內地企業赴港上市，推動香港人民幣貸款和債券市場的發展。此外，也將在大陸內地推出港股 ETF，使得內地資金能參與港股的發展。
3. **支持香港金融業在內地的發展，並成為國際資產管理中心：**包括(1)支持港資銀行加快在廣東省內以異地分行形式合理布點、均衡佈局，(2)香港保險公司設立營業機構或通過參股方式進入內地市場，(3)香港發展成為國際資產管理中心。

狄更斯在《A Tale of Two Cities》中曾寫到：「這是最美好的時代，也是最糟糕的時代；這是充滿智慧的年代，也是愚昧充斥的年代...。」人民幣國際化的發展，象徵的是大陸經濟力崛起的美好時代來臨，但歐美債務危機的紛擾，卻也使得人民幣的未來充滿變數，尤其國際金融市場的競合，除了經濟實力的展現也隱藏著政治力的賽局，人民幣的攻城掠地，

勢必激起歐美國家的警覺性，尤其是美國。所謂履霜堅冰至，美國對大陸在美上市企業的會計稽核、穆迪對大陸地方政府債務的批判、反對人民幣納入 SDR，一連串的事件在短期間之內接踵而至，是巧合嗎？似乎未必！

美國軍事史學家 Robert Cowley 在其著作《What if?》中列舉了 20 起重要歷史事件的另一種可能情境，例如：希臘人無法在西元前 480 年擊敗波斯人，抵禦波斯人入侵歐洲，歐洲文明將會出現什麼戲劇性的轉變？假如，華盛頓在獨立戰爭中被英國人斬首，美國能獨立成功嗎？二十世紀還會有強大的美利堅合眾國嗎？影響歷史的關鍵性轉折很多，歷史人物選擇了其中一種，便造成今日的歷史事實。同樣地，大陸政府對於人民幣國際化發展方向的取決，將在未來 2、30 年內重塑國際金融市場的面貌，至於是否能在美元、歐元、英鎊與日圓外另樹一格，就端視大陸政府是智慧或愚昧了。