

出國報告（出國類別：研究）

香港及新加坡離岸人民幣
業務對其金融市場之影響

服務機關：中央銀行

姓名職稱：一等專員 王曉敏

派赴國家：香港、新加坡

出國期間：103年10月13日至10月22日

報告日期：104年1月15日

目錄

| | |
|---------------------------------|----|
| 壹、前言..... | 1 |
| 貳、香港金融市場與離岸人民幣業務..... | 3 |
| 一、香港金融市場..... | 3 |
| 二、香港離岸人民幣業務..... | 6 |
| 參、新加坡金融市場與離岸人民幣業務..... | 20 |
| 一、新加坡金融市場..... | 20 |
| 二、新加坡離岸人民幣業務..... | 22 |
| 肆、離岸人民幣業務對香港及新加坡金融市場之影響..... | 26 |
| 一、有助提升香港金融保險業產值、就業人口及經濟成長..... | 26 |
| 二、滬港通之效益..... | 30 |
| 三、對新加坡金融市場之影響尚有待觀察..... | 31 |
| 伍、結論與建議..... | 33 |
| 一、結論..... | 33 |
| 二、建議..... | 34 |
| 參考資料..... | 36 |
| 附錄 香港、新加坡、倫敦及台灣等離岸人民幣市場之比較..... | 37 |

壹、前言

一、目的

中國大陸積極推動人民幣國際化，而離岸中心即人民幣國際化過程中之關鍵階段。由於人民幣國際化牽涉到資金境內外之自由移動，事關重大，中國大陸不願直接踏出關鍵一步，而先以香港做為離岸人民幣中心，推動境外國際化，讓人民幣在香港與境外進行流通，以觀後效。俟成熟之後，再有序推動境內外人民幣之自由進出。

中國大陸選擇香港作為人民幣離岸中心，除文化、語言及地理的優勢外，政治考量亦為重要因素，主要是中國大陸可掌控香港，且香港為國際金融中心，不僅有成熟的法律制度與市場準則，更有長久建立起來的信用基礎與市場文化，能與國際接軌。

新加坡與香港同為國際性金融中心，二者在發展金融中心之利基相近，雖然香港在發展離岸人民幣業務上取得先機，但新加坡在人民幣離岸市場基礎與發展條件顯著改善下，急起直追，而成為全球第 2 大離岸人民幣中心。

我國因與中國大陸之貿易往來密切，且具備完善的人民幣清算系統與人民幣定價機制，以及健全的外幣結算平台，適合發展成為全球離岸人民幣中心。香港的離岸人民幣業務發展至今已逾 10 年，其發展經驗值得我國學習效仿；至於新加坡雖然起步較晚，但其努力成為東南亞地區人民幣金融商品中心，進而成為全球離岸人民幣中心的企圖及過程，亦值得我國參考。

二、過程及討論議題

本次奉 派赴香港及新加坡執行「香港及新加坡離岸人民幣業務對其金融市場之影響」出國計畫，研究期間為 103 年 10 月 13 日至 103 年

10月22日共計10天，除拜訪永豐銀行香港分行、香港渣打銀行、台銀香港分行、新加坡星展銀行香港分行、新加坡星展銀行及台銀新加坡分行等6家金融機構，與其討論當地離岸人民幣業務發展、成效及未來發展外，另拜訪香港交易所，討論滬港通相關議題。

三、報告內容

本報告內容主要參考拜訪機構提供之資料，以及蒐集香港與新加坡兩地金融管理局及相關政府網站資料。第壹章為前言，第貳、參章分別介紹香港及新加坡之金融市場與離岸人民幣業務，第肆章論述離岸人民幣業務對香港及新加坡金融市場之影響，第伍章為結論與建議。

貳、香港金融市場與離岸人民幣業務

香港為全球重要之國際金融中心，其金融機構與市場緊密連結，對當地及海外客戶與投資者提供各項金融服務。香港優良的信貸品質及穩健的財政表現，2010年獲得信貸評等機構標準普爾最高AAA評級。

國際金融中心一般區分為一體型和分離型兩大類。一體型是指國內金融市場和離岸金融市場合在一起，居民和非居民都可以在一國金融市場上進行借貸行為，香港為典型的一體型國際金融中心；新加坡則為分離型中心之代表，其國內金融市場與離岸金融市場嚴格分開，只准非居民參與離岸金融業務。

一、香港金融市場

香港特別行政區政府（香港政府）在盡量不干預金融市場運作的原則下，提供一個有利金融業發展的環境。此外，香港政府實施簡單的低稅率稅制，使金融業具有較大之主動創新空間。

香港政府在重視法治與維持市場的公平競爭原則下，開放外國公司參與香港金融市場。此外，香港無外匯管制，資金可自由進出香港，致香港金融市場資金流通量高，已連續20年(1995年-2014年)獲美國傳統基金會評為經濟自由度最高之地區。

截至2013年底，香港股票市場¹之市值居全球第6名；其中，證券化衍生性商品交易量位居全球第1，外匯交易量則位居全球第5²。

以下分別介紹香港的外匯、貨幣、證券期貨、債券、保險及資產管

¹ 2013 WFE Market Highlights.

² Triennial Central Bank Survey 2013.

理市場。

（一）外匯市場

香港外匯市場發展成熟，是全球最主要的外匯交易中心之一。由於香港沒有外匯管制，且位於有利的地理位置與時區³，有助於外匯市場的發展。香港與全球主要外匯市場緊密連結，投資者可以進行 24 小時外匯交易。根據國際清算銀行在 2013 年進行之全球調查，香港外匯市場以成交金額計算（日平均成交金額為 2,746 億美元），排名世界第 5 位⁴。

（二）貨幣市場

香港貨幣市場主要為銀行同業拆款市場，其規模龐大，交投熱絡，為大型零售銀行⁵以外銀行（多數是非香港註冊的銀行）之港元主要來源，亦是擁有大量客戶存款之銀行，貸放短期資金的渠道；銀行同業拆款利率（Hong Kong Interbank Offered Rate，HIBOR）為香港短期貸款利率之重要參考指標，2014 年 10 月，香港銀行港元同業拆款市場日平均成交額為 2,006 億港元。

（三）證券期貨市場

香港對資金進出未予設限，也沒有資本增值稅或股息稅，為全球最活躍及流動性最高的證券市場之一，以 2013 年底的股票市值計算，依據全球證券交易所聯合會⁶的排名，香港為全球第 6 大及亞洲第 2 大股票市場。2009 年至 2011 年，香港交易所⁷的首次公開募股金額居全球股票交易所之首。香港股票市場投資產品呈現多元化，包括普通股、期權、認

³ 香港位於亞太區中心與有利的時區，紐約和倫敦兩個國際重要的金融中心休市時，香港的市場仍在運作，有助促其成為國際金融中心的地位。

⁴ 英國占全球外匯交易量的 41%，依序為美國 19%、新加坡 5.7%、日本 5.6% 及香港 4.1%。

⁵ 服務對象為一般大眾及中小企業。客戶通常是透過銀行分行、自動櫃員機及網路銀行等交易。

⁶ 為證券交易界的世界組織，成員包括 64 家證券交易所，幾乎涵蓋所有國際知名的股票交易所。

⁷ 香港交易所在香港之主要附屬公司：香港聯合交易所有限公司（聯交所）、香港期貨交易所有限公司（期交所）、香港中央結算有限公司（香港結算）、香港聯合交易所期權結算有限公司、香港期貨結算有限公司及香港場外結算有限公司。

股權證、牛熊證⁸、交易所買賣基金(台灣稱指數股票型基金，ETF)、房地產投資信託基金、單位信託⁹及債務證券。截至 2014 年 12 月 15 日止，上市公司家數(主板及創業板)為 1,742 家，總市值為 24.6 兆港元。

衍生性商品市場方面，香港期貨交易所(期交所)及香港聯交所(聯交所)提供一系列期貨及期權產品，包括指數期貨、股票期貨、利率期貨、債券期貨、黃金期貨、指數期權及股票期權。商品交割及結算則透過香港中央結算有限公司、香港聯合交易所期權結算公司及香港期貨結算公司進行。

(四) 債券市場

香港債券市場之開放程度極高，國際投資者可自由買賣香港發行的債券，而境外籌資者亦可於香港債券市場自由發行各種債券。香港對債券交易不課徵資本利得稅。

香港金融管理局積極推行相關措施，包括發行外匯基金票據與債券¹⁰及政府債券¹¹，建立債券收益率曲線，以有效促進債券市場之健全發展。此外，香港金融管理局於 1990 年建置「債務工具中央結算系統」，為港元及非港元債券提供高效率之結算及交割系統，並與香港境外結算系統連線，促進跨境債券之交易。截至 2014 年底，外匯基金票據與債券及政府債券未償還餘額分別為 7,526 億港元及 965 億港元。

香港非公債債券市場交易十分熱絡，流動性高。截至 2013 年底，以未償還餘額計算，非公債之港元債券市場規模為 5,770 億港元(739 億美

⁸ 為港交所 2006 年 6 月引入的全新投資產品，一種反映相關資產表現的結構性產品。其為期權類之金融衍生性工具。

⁹ 單位信託是匯集個別投資者的資金，按照基金預定的投資目標進行投資管理。

¹⁰ 香港金融管理局依據 1990 年 3 月推出之「外匯基金票據及債券計畫」，為外匯基金發行之債券，期限由 3 個月至 15 年不等，由外匯儲備提供十足保證。自 2015 年 1 月起，香港金融管理局停止發行 3 年及以上年期的外匯基金債券，改增發外匯基金票據。

¹¹ 香港政府依據 2009 年推出之「香港政府債券計畫」發行。自 2015 年 1 月起，停發 2 年期政府債券，新發行政府債券年期將為 3 年(含)以上。

元)，占港元債券市場總額比重約 41%。2013 年，在香港發行之人民幣點心債總額達 1,170 億元人民幣，超越 2007 至 2012 年之發行總額。

（五）保險市場

香港是亞洲的主要保險中心之一，保險業是香港金融業的重要一環，產值占香港 GDP 比重 3%，對香港經濟發展的影響舉足輕重。截至 2014 年 9 月底，香港總計有 156 家獲授權保險公司，其中 93 家經營一般業務¹²，44 家經營長期業務¹³，其餘 19 家則經營綜合業務¹⁴。2013 年，保費總收入增加 13.9% 至 2,907 億港元(374 億美元)，其中約 86% 為長期保險業務，其餘 14% 為一般保險業務。

（六）資產管理市場

香港為亞洲主要資產管理中心，依據 2014 年 3 月最新"全球金融中心指數¹⁵" (Global Financial Centres Index) 調查，香港資產管理業務排名全球第 3，僅次於紐約及倫敦。截至 2013 年底，提供資產管理服務的機構家數總計為 950 家 (2014 年 3 月底，家數增加到 967 家)，較 2012 年底的 892 家，增加 6.5%；管理的資產總值為 114,170 億港元，較 2012 年底的 82,460 億港元增加 38.5%；其中，來自非香港投資者的資金為 83,580 億港元，比重超過 73%。

二、香港離岸人民幣業務

（一）香港離岸人民幣業務之主要發展階段

香港人民幣業務從發展個人到機構的相關業務，進而至推展人民幣

¹² 涵蓋除長期業務以外的所有業務，包括有關意外及疾病、火災、財產、汽車、一般責任、財產損失及法律費用的保險。

¹³ 涵蓋長期有效的保險業務，包括人壽及年金保單、連繫式長期保單、永久醫療及退休計畫管理保單。

¹⁴ 包含一般業務及長期業務。

¹⁵ 全球金融中心指數 (GFCI) 是全球最具權威的國際金融中心地位的指標指數。其評價體系涵蓋人員、商業環境、市場發展程度、基礎設施和總體競爭力等 5 大指標。

國際化，主要可分為 4 個發展階段(表 1)，說明如下：

表 1 香港離岸人民幣業務發展階段

| 第 1 階段 | | 第 2 階段 | | 第 3 階段 | | 第 4 階段 | | |
|---|---|---|---|--|---|---|---|--|
| 2003 | 2004 | 2007 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| <u>2003.12</u> 中國人民銀行（人行）委任中國銀行（香港）為香港的人民幣清算行。 | <u>2004.1</u> 香港商店與自動櫃員機開始接受中國大陸銀行發行的人民幣扣賬卡與信用卡。 | <u>2007.1</u> 人行開始容許合格的中國大陸金融機構在香港發行點心債。 <u>2007.6</u> 1. 人民幣即時支付結算系統啟用。 2. 人行與國家發展與改革委員會公布中國大陸金融機構境外發行人民幣債券細則，允許中國大陸金融機構在香港發行人民幣債券。 <u>2007.7</u> 首筆人民幣債券成功發行（中國大陸的國家開發銀行） | <u>2009.1</u> 人行與香港金管局簽署 2,000 億人民幣貨幣互換協議。 <u>2009.6</u> 人行與香港金管局簽署人民幣跨境貿易結算試點合作備忘錄。 <u>2009.7</u> 1. 人行公布人民幣貿易結算試點方案。 2. 香港金管局出版香港人民幣業務準則。 3. 貿易結算試點啟動。 | <u>2010.6</u> 人民幣貿易結算試點擴大到中國大陸 20 個省。 <u>2010.7</u> 人行與香港金管局簽署人民幣跨境貿易結算試點合作備忘錄補充條款。 <u>2010.8</u> 允許某些金融機構可投資中國大陸銀行間債券市場。 <u>2010.10</u> 放寬所有境外機構均可發行點心債。 | <u>2011.1</u> 推出人民幣對外直接投資結算試點。 <u>2011.8</u> 1. 跨境貿易人民幣結算境內地域範圍擴大至中國大陸全國。 2. 中國大陸公司獲准發行點心債。 3. 推出 200 億人民幣 RQFII 計畫。 <u>2011.10</u> 1. 港交所推出股權交易輔助措施。 2. 人行公布《外商直接投資人民幣結算業務管理辦法》。 | <u>2012.1</u> 1. 中國證券監督管理委員會、國家外匯管理局及人行公布 RQFII 試點規則。 2. 香港金管局調整人民幣風險管理限額及未平倉淨額。 <u>2012.11</u> 人行與香港金管局擴大貨幣互換協議到 4,000 億人民幣。 | <u>2013.1</u> 香港金管局將人民幣流動資金機制的動用日由 2 個營業日縮短至 1 個營業日。 <u>2013.6</u> 香港金管局推出人民幣香港銀行同業拆息定價。 | <u>2014.11</u> 1. 香港金管局人民幣流動資金機制的增設日間回購協議。 2. 香港居民兌換人民幣，金額不再受限制。 3. 滬港通實施。 4. 香港金管局推出一級流動性提供行計畫。 |

資料來源：作者整理

1. 第 1 階段：發展重點為個人之人民幣業務

自 2004 年 1 月至 2007 年 6 月，可視為香港人民幣業務發展之第 1 階段。此階段人民幣業務旨在提供中國大陸與香港往來人員之相關服務，引導香港累積的人民幣現鈔透過銀行體系回流中國大陸，服務對象僅限於個人客戶和提供個人消費服務的商家，主要業務為個人銀行業

務，包括存款、兌換、匯款、扣帳卡與信用卡及支票付款。

2. 第2階段：放寬發行者資格，以加強推動點心債之發行

自2007年7月起，中國大陸金融機構開始在香港發行點心債(表2)，使人民幣業務擴展到投資領域；2009年點心債發債主體擴大到中國大陸財政部及香港銀行在中國大陸的子公司；2010年10月，放寬所有境外機構均可發行點心債；2011年8月，進一步放寬中國大陸非金融企業發行點心債。此外，2009年7月推出跨境貿易與投資之人民幣結算¹⁶試點，2010年6月並擴大試點範圍至中國大陸20個省。另為配合人民幣業務的運作，香港人民幣即時支付結算系統於2007年6月啟用¹⁷。本階段香港人民幣業務之發展，逐步自個人拓展至機構、自存款拓展至投資、自服務拓展至貿易結算。

表2 點心債重要發展歷程

| 過程 | 內容 |
|------------|--|
| 首次發行點心債 | 2007年1月，人行首次規定中國大陸金融機構經批准可在香港發行人民幣債券；6月，人行與國家發展與改革委員會公布中國大陸金融機構境外發行人民幣債券細則，允許中國大陸金融機構在香港發行人民幣債券；7月，國家開發銀行在香港首次發行離岸人民幣債券。 |
| 放寬發債主體資格 | 2008年12月，中國大陸國務院發布的「關於當前金融促進經濟發展的若干意見」指出，允許在中國大陸有較多業務之香港企業或金融機構可在香港發行人民幣債券，致2009年點心債發債主體擴大到中國大陸財政部及香港銀行在中國大陸之子公司；2010年10月，發債主體再放寬到香港跨國企業及國際金融機構。 |
| 再度放寬發債主體資格 | 2011年8月，中國大陸國務院公布多項支持香港發展成為離岸人民幣業務中心的措施；其中，包括擴大中國大陸機構（包括金融機構與企業）在香港發行人民幣債券。 |

資料來源：作者整理

¹⁶ 依據環球銀行金融電信協會(SWIFT)報導，人民幣為全球第7大支付貨幣，2014年10月，161個與大陸及香港往來付款的國家中，已有50個國家以人民幣作結算的比率超10%；相比2013年4月，使用人民幣付款超過10%的國家增加了15個。

¹⁷ 中國銀行(香港)有限公司為清算行，直接參與機構有184家，2013年日平均交易額為3,954億人民幣，日平均交易筆數為6,788筆。

3. 第3階段：擴大跨境貿易與投資之人民幣結算服務

自2010年6月以來，中國大陸發布多項有關擴大跨境貿易與投資之人民幣結算重要規定(表3)。隨着推廣人民幣擴大使用政策，香港銀行提供全面性人民幣業務服務，包括存款、兌換、匯款、貿易融資及財富管理，使得各項離岸人民幣業務迅速發展。

表3 擴大跨境貿易與投資之人民幣結算重要規定

| 日期 | 規定 |
|----------|--|
| 2010年6月 | 關於擴大跨境貿易人民幣結算試點有關問題的通知(境內試點區域從原來的5個城市擴大至20個試點省) |
| 2010年9月 | 境外機構人民幣銀行結算帳戶管理辦法(境外機構可申請在銀行開立人民幣銀行結算帳戶，用於依法開展的各項跨境人民幣業務) |
| 2011年1月 | 境外直接投資人民幣結算試點管理辦法(跨境貿易人民幣結算試點地區之銀行和企業可開展境外直接投資人民幣結算試點) |
| 2011年8月 | 關於擴大跨境貿易人民幣結算地區的通知(將跨境貿易人民幣結算境內地域範圍擴大至中國大陸全國) |
| 2011年10月 | 外商直接投資人民幣結算業務管理辦法(明確銀行可按照相關規定為境外投資者辦理外商直接投資人民幣結算業務) |
| 2013年9月 | 關於境外投資者投資境內金融機構人民幣結算有關事項的通知(對境外投資者在境內設立、併購和參股金融機構等業務使用人民幣結算進行規範) |

資料來源：作者整理

4. 第4階段：配合中國大陸推動人民幣國際化之政策

自2012年以來，中國大陸發展離岸人民幣市場重點，已由擴大香港人民幣市場，轉向推動人民幣國際化。為因應本項政策之發展，香港離岸人民幣業務不再侷限於滿足香港本身之需求，而是加強擴展全球離岸人民幣業務。例如，提供海外銀行人民幣業務代理服務，延長香港人民幣支付系統之營運時間。此外，為推展人民幣國際化，2012年1月，香

港金融管理局與英國財政部共同成立推動離岸人民幣業務發展合作小組¹⁸，目的在推動香港與倫敦之支付結算系統、促進離岸人民幣市場流動性，以及離岸人民幣計價金融產品之開發，藉以提高兩地市場的協同效應(Synergy Effects)¹⁹。2013年8月，香港金融管理局與馬來西亞央行同意加強離岸人民幣業務合作，以推展離岸人民幣伊斯蘭債券市場的發展。香港離岸人民幣市場提供之人民幣業務如表4。

表4 香港離岸人民幣業務

| | |
|--------------|--|
| 人民幣零售與企業銀行業務 | <ul style="list-style-type: none"> ◇存款—傳統與結構性存款，存款證 ◇外幣兌換 ◇支票 ◇借記卡和信用卡 ◇匯款 ◇融資—貿易融資，其他類型貸款與墊款 ◇財富管理產品 |
| 人民幣資本市場 | <ul style="list-style-type: none"> ◇放款 ◇基金 ◇連結大宗商品之金融商品 ◇房地產投資信託基金 (REITs) ◇交易所交易基金 (ETFs) ◇股權融資 |
| 人民幣貨幣與外匯市場 | <ul style="list-style-type: none"> ◇即期外匯 ◇遠期外匯與期貨 ◇外匯期權 ◇換匯 ◇無本金交割遠期外匯 |
| 人民幣保險 | 保險方案與商品 |

資料來源：香港金融管理局

¹⁸ 2014年11月12日，倫敦與香港人民幣合作小組在倫敦召開第4次會議，由13家銀行（中國農業銀行、澳新銀行、中國銀行、交通銀行、巴克萊銀行、中國建設銀行、花旗銀行、德意志銀行、滙豐銀行、中國工商銀行、摩根大通、蘇格蘭皇家銀行及渣打銀行倫敦與香港辦事處）高層代表與會。

¹⁹ 指總體效益應大於兩個市場效益的算術和，即 $1+1>2$ ，或稱綜效。

(二) 香港人民幣重要業務持續穩定成長

1. 人民幣資金池與放款業務持續成長

2014年6月底，香港離岸人民幣存款加計存款證之資金池總額為11,249億人民幣²⁰(表5與圖1)，較2013年12月底成長6.8%。2014年6月底，未償還銀行人民幣放款餘額²¹為1,394億人民幣，較2013年12月底成長20.6%。

表5 香港銀行業辦理離岸人民幣業務概況

單位：億人民幣

| | 2013年12月底 | 2014年6月底 |
|---------------|------------------------|-----------|
| 人民幣存款及存款證 | 10,530 | 11,249 |
| 人民幣存款 | 8,605 | 9,259 |
| 非香港居民人民幣存款 | 190 | 292 |
| 人民幣存款占存款總額 | 12% | 12% |
| 人民幣存款證 | 1,925 | 1,990 |
| 未償還人民幣放款 | 1,156 | 1,394 |
| 參與人民幣結算平台銀行家數 | 216 | 222 |
| | 2013年1-12月 | 2014年1-6月 |
| 人民幣貿易結算 | 38,410 (下半年為21,456) | 29,261 |
| 其中：由中國大陸匯入至香港 | 18,489 | 14,327 |
| 由香港匯出至中國大陸 | 13,629 | 10,102 |
| 人民幣RTGS日平均金額 | 3,954 | 6,918 |

資料來源：香港金融管理局

2. 人民幣貿易結算金額持續成長

香港銀行處理人民幣貿易結算業務持續增長²²，2014年上半年達29,261億人民幣(表5與圖2)，較2013年下半年成長36.4%；2014年上

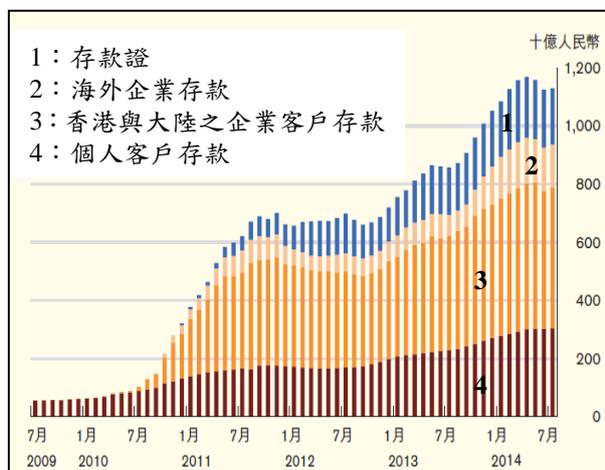
²⁰ 2014年9月底香港人民幣存款及存款證餘額分別為9,445億元及1,831億元，合計為11,276億元。

²¹ 2014年9月底，香港銀行的未償還人民幣放款餘額為1,668億人民幣。

²² 2014年9月，經香港銀行處理的貿易結算金額為6,056億人民幣，2014年前3季總額為4.5兆人民幣，較2013年同期增加73%。

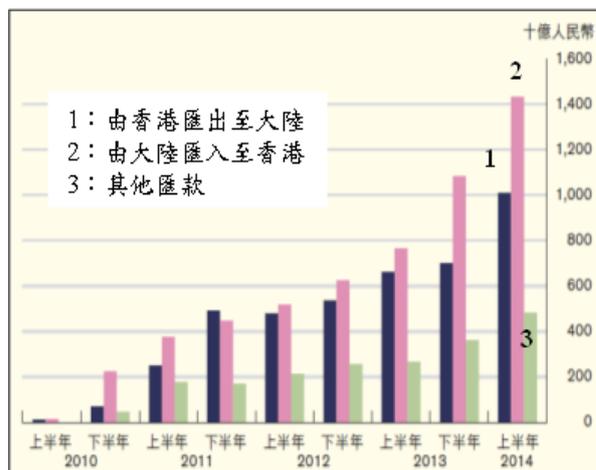
半年，即時支付結算日平均交易金額²³為 6,918 億人民幣，已遠高於 2013 年之 3,954 億人民幣。

圖 1 香港離岸人民幣存款及存款證



資料來源：香港金融管理局

圖 2 香港人民幣貿易結算匯款



資料來源：香港金融管理局

3. 點心債發行量大幅成長

香港人民幣資金池持續擴大，有效帶動點心債的發展。2014 年 1 月至 9 月，香港點心債發行金額為 1,636 億人民幣，較 2013 年全年(1,160 億人民幣)增加 41%。截至 2014 年 9 月底，未償還點心債餘額為 3,740 億人民幣，較 2014 年初增加 20%。

4. 人民幣業務持續創新發展

在離岸人民幣市場快速發展下，香港銀行業持續推出金融創新商品；此外，在中國大陸逐漸開放資本項目雙向流動機制下，離岸人民幣之資金來源與投資管道更加多元化。目前香港離岸人民幣業務重點在加強發展與中國大陸開放之資本項目交易(例如滬港通)、雙向人民幣資金快速流動之衍生業務，以及香港與其他離岸人民幣市場合作發展之金融創新商品。

²³ 2014 年 9 月，香港人民幣即時支付結算系統日平均交易金額為 7,819 億人民幣，較 2013 年第 4 季增加 69%。

(三) 滬港通

滬港通計畫²⁴係於 2014 年 4 月宣布，市場一般預期，滬港通之實施將有利於國際投資者投資上海證券交易所股票，而中國大陸投資者也可以透過滬港通投資香港股票。滬港通對每日雙向交易金額均設有上限，以避免出現可能破壞市場穩定的資本流入或流出。

滬港通對中國大陸具有兩點歷史意義，一是人民幣跨境使用，二是中國大陸資本市場對外開放。此外，香港交易所總裁認為，未來衍生性金融商品（含利率、匯率及信用等商品）可參考滬港通之經驗，進行互聯互通。

1. 基本架構

(1) 依據

2014 年 4 月 10 日香港證券及期貨事務監察委員會（香港證監會）及中國證券監督管理委員會（中國證監會）聯合公告，原則核准中國大陸與香港股票市場建立交易及結算互聯互通機制試點（滬港通）。

(2) 投資者資格

香港交易所（交易所）：所有香港及海外投資者均可參與滬港通買賣滬股通股票。

上海證券交易所（上交所）：中國大陸機構投資者，以及在其證券帳戶與資金帳戶餘額合計不低於 50 萬人民幣之合格條件的個人投資者。

(3) 交易安排及流程(圖 3)

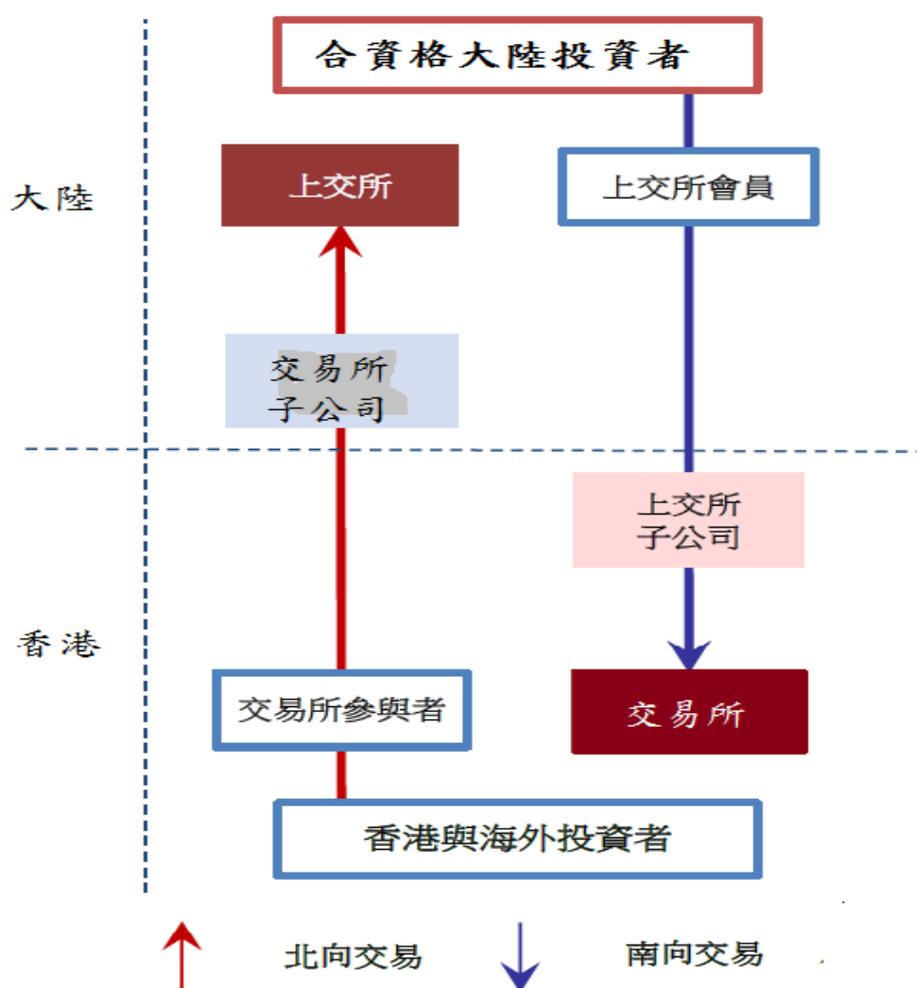
交易所與上交所均保留可暫停滬港通交易的權利，但事前需取得相

²⁴ 香港交易所人員表示，滬港通計畫係外匯管制國家交易所與無外匯管制地區交易所間之互聯互通，其成功機率應高於無外匯管制國家交易所間之互聯互通。

關監管機構的同意。

與買賣香港股票相同，參與滬港通的投資者可透過交易所參與者買賣上交所股票。因北向交易在上交所交易平台執行，故遵循上交所的市場慣例。中國大陸投資者通過滬港通買賣交易所股票的路徑，與北向交易互相對應。

圖 3 滬港通交易流程



資料來源：香港交易所

(4) 滬港通合格股票詳表 6。

表 6 滬港通之合格股票

| | 滬股通 (北向) | 港股通 (南向) |
|-------|----------------------------------|--|
| 合格股票 | 上證 180 指數、上證 380 指數 | 恆生綜合大型股指數、恆生綜合中型股指數 |
| A+H 股 | 同時在交易所上市及買賣的 A 股 | 同時在上交所上市及買賣的 H 股 |
| 不包括 | 1. 以人民幣以外貨幣報價的滬股 2. 出現風險警示的滬股 | 1. 以港幣以外貨幣報價的港股 2. 同時在上交所以外的中國大陸交易所上市及買賣的 H 股 3. 出現風險警示的 H 股 |

資料來源：香港交易所

(5) 額度²⁵(表 7)

總額度及每日額度按「淨買盤」的基礎計算。根據此原則，不計額度結餘多少，投資者均可隨時出售跨境股票。

滬股通總額度為 3,000 億人民幣。港股通總額度為 2,500 億人民幣，

表 7 滬港通額度

| | 滬股通 (北向) | 港股通 (南向) |
|------|------------|------------|
| 總額度 | 3,000 億人民幣 | 2,500 億人民幣 |
| 每日額度 | 130 億人民幣 | 105 億人民幣 |

資料來源：香港交易所

按下列方式計算：

$$\text{總額度餘額} = \text{總額度} - \text{買盤成交總額} + \text{賣盤成交總額}$$

滬股通每日額度為 130 億人民幣，港股通每日額度為 105 億人民幣，

²⁵ 依據香港交易所人員表示，滬港通記取「港股直通車」單邊資金流出教訓，而採取雙邊資金流通。滬股通總額度及每日額度均大於港股通不對等金額的原因，係考量大陸尚為外匯管制國家，淨資金流入較易被大陸政府及民眾接受。

按下列方式計算：

每日額度餘額 = 每日額度 - 買盤訂單 + 賣盤成交金額 + 微調
每日未使用的額度，不可結轉至下一日的每日額度；若總額度餘額低於每日額度，北向買盤將於下一交易日暫停，直到總額度餘額回到每日額度以上。

(6) 交易時間(表 8)

滬港通實施初期，投資者只可於兩地市場均開放交易且兩地銀行於交割日均營業時，才可進行交易。

北向交易將按照上交所的交易時間，交易所在上交所上午及下午盤開始前 5 分鐘起接受交易所參與者的北向訂單。南向交易則按交易所的交易時間進行。

表 8 滬港通交易時間

| 上交所交易時段 | 上交所交易時間 | 交易所參與者 買賣 A 股時段 |
|----------|---------------|--------------------|
| 開市集合競價 | 09:15 – 09:25 | 09:10 – 11:30 |
| 連續競價（上午） | 09:30 – 11:30 | |
| 連續競價（下午） | 13:00 – 15:00 | 12:55 – 15:00 |

資料來源：香港交易所

(7) 交易貨幣

香港與海外投資者買賣滬股通股票係以人民幣進行交易及交割。中國大陸投資者買賣港股通股票係以港幣交易，與中國結算所則以人民幣交割。

(8) 稅費(表 9)

表 9 滬港通交易稅費

| 稅項 | 對象 | 稅率 | 收費方 |
|-------|----|-----------------|--------|
| 經手費 | 雙邊 | 成交金額 x 0.00696% | 上交所 |
| 證管費 | 雙邊 | 成交金額 x 0.002% | 中國證監會 |
| 稅項 | 對象 | 稅率 | 收費方 |
| 過戶費 | 雙邊 | 成交金額 x 0.06% | 中國結算所 |
| 稅項 | 對象 | 稅率 | 收費方 |
| 交易印花稅 | 賣方 | 成交金額 x 0.1% | 國家稅務總局 |

資料來源：香港交易所

2. 滬港通與 QFII、RQFII 及 QDII 投資管道之比較

滬港通與既有的 QFII、RQFII 及 QDII 投資管道有許多不同之處(表 10)。QFII、RQFII 及 QDII 為單向投資，均需經過額度審批，且僅限機構投資者；滬港通則為雙向投資，且開放個人投資，較 QFII、RQFII 及 QDII 靈活便利。

表 10 滬港通與 QFII、RQFII 及 QDII 之比較

| | 滬港通 | QFII (合格境外機構 投資者) | RQFII (人民幣合格境 外機構投資者) | QDII (合格境內機構 投資者) |
|----------|-------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| 實施日期 | 2014/11/17 | 2002/11 | 2011/08 | 2007/06 |
| 已獲批准額度 | 5,500 億人民幣 (南、北向總額) | 669.23 億 美元 | 2,997 億 人民幣 | 833.23 億 美元 |
| 合格交易對象 | 個人/機構投資者 | 機構投資者 | | |
| 業務主體 | 兩地交易所 | 以資產管理公司為主體 | | |
| 投資方向 | 雙向投資 | 單向投資 | | |
| 交易貨幣 | 人民幣 | 美元 | 人民幣 | 美元 |
| 跨境資產管理方式 | 賣出股票資金需沿原路徑返回，不能留存當地市場。 | 買賣股票資金可以留存當地市場，但限制資金的匯進、匯出。 | | |
| 投資自主性 | 個人可自由選擇股票進行投資。 | 間接方式進行投資(透過資產管理公司)，個別投資人無法自由選擇標的。 | | |

資料來源：中國信託銀行、中國大陸國家外匯管理局

3. 滬港通初期交易偏低的原因

依據滬港兩地交易所的數據顯示，滬港通自 2014 年 11 月 17 日開通，截至 2014 年 12 月 31 日止，滬股通 3,000 億人民幣總額度僅使用 743.19 億人民幣，未使用餘額比重為 75.23%；港股通 2,500 億人民幣總額度更僅使用 105 億人民幣，未使用餘額比重則高達 95.8%。若以單日額度使用情況觀察，除開通當日滬股通成交金額 121 億人民幣較高外，其餘交易日雙向交易金額均偏低。港股通成交金額最高為 12 月 5 日之 20.3 億人民幣，滬股通交易金額約為港股通的 7 倍。無論是交易還是持有，滬股通在交易活絡度與資金流動上均超過港股通，北上資金超過南下資金。

滬港通開通初期成交量低迷之可能原因如下：

(1) 投資者憂慮滬港通保障不足，導致基金投資卻步

歐洲主要基金監管機構盧森堡證券金融監督委員會（Commission de Surveillance du Secteur Financier，CSSF）指出，滬港通未能全方位保障投資者權益，因此歐盟監管之上千家大型歐洲基金未能及時參與滬港通；其中，香港近 2,000 家中超過 6 成的基金因在盧森堡註冊，因此受到影響。

(2) 中國大陸個人投資者最低投資金額為 50 萬人民幣，一般散戶難達標準

港股通不受中國大陸投資者之青睞，因擁有 50 萬人民幣以上流動資產的中國大陸投資者，已透過其他管道投資港股。

(3) 中國大陸投資者須承擔匯率風險

香港與海外投資者買賣滬股通股票係以人民幣進行交易及交割，沒有匯差問題；惟中國大陸投資者買賣港股通股票係以港幣交易，實際支付或收取人民幣。因此，中國大陸投資者需要承擔匯兌風險。

此外，諸如中國大陸公募基金仍需審批才可參與滬港通、港股通合資格股票沒有小型股、中國大陸投資者對香港股市熟悉程度不足，以及 AH²⁶股價差在滬港通開通後縮小，令投資者難以短期套利等因素，亦影響滬港通之成交量。

²⁶ AH 股是 A 股和 H 股的簡稱。是指某家公司在上海（或深圳）交易所和香港交易所按照同股、同時、同價的原則分別發行 A 股和 H 股。

參、新加坡金融市場與離岸人民幣業務

一、新加坡金融市場

新加坡是少數獲得標準普爾“AAA”評級的亞洲國家之一，其金融市場具備健全、高效率的法律與司法規範基礎。

新加坡為東南亞的重要貿易中心與港口，地理位置優越，為其金融業的發展奠定了基礎；其次，英語在新加坡廣泛使用，為新加坡金融業的發展提供了有利條件。新加坡擁有 700 多家金融機構，提供各種金融產品與服務，並發展成為全球金融及亞洲美元市場中心。

以下分別介紹新加坡之外匯、貨幣、股票、保險、債券及財富管理市場。

（一）外匯市場

在新加坡政府提供優惠措施以提振金融市場的政策下，新加坡外匯交易市場規模持續擴張，依據國際清算銀行 2013 年調查資料，新加坡擠下日本，躍居亞洲最大及全球第 3 大（僅次於倫敦及紐約）之外匯交易中心。2014 年 4 月日平均外匯交易量為 2,910 億美元，較 2013 年 10 月平均量增加 3%。

（二）貨幣市場

新加坡貨幣市場主要由銀行間拆款，短票（商業票據、國庫券、可轉讓存單）、附條件交易及貼現等市場組成。新加坡銀行間拆款利率（Singapore Interbank Offered Rate，SIBOR）為亞洲地區重要之貨幣市場利率指標。

新加坡貼現市場係指銀行將多餘的資金以短期存款的形式存放在貼現行，貼現行則運用此資金投資於國庫券、短期公債、匯票及可轉讓存

單等金融商品，並將所得收益支付給存款者。貼現行可以國庫券和公債作為擔保，向新加坡金融管理局融資。貼現市場與銀行間拆款市場的差異，主要在於銀行不能自貼現行借入資金。

(三) 股票市場

新加坡股市主要特色為政府不徵收證交稅及沒有漲跌幅限制。新加坡的股票交易由新加坡交易所(Singapore Exchange, SGX)負責，新加坡交易所將股票交易區分為 3 個交易板塊：

1. 主板(SGX Mainboard)：交易公司股票必須符合較高標準。
2. 凱利板(Catalist)：新加坡交易所不設定量化的准入門檻。申請上市機構必須經由核准的凱利板保薦人保薦，認為其適合上市時，公司才能在凱利板上市。此板較適合快速成長階段的企業上市需要。
3. 自動撮合國際股市(GlobalQuote)：新加坡交易所與納斯達克 OMX 集團(NASDAQ OMX Group)合作推出之交易平台，亞洲投資者可在亞洲交易日買賣在納斯達克上市公司的股票。

在新加坡交易所上市的公司超過 780 家，其中約 40% 來自新加坡境外。海峽時報指數 (Strait Times Index) 為新加坡主要的證券指數，包含 30 支主要成份股。

(四) 債券市場

新加坡政府未對債券交易課徵資本利得稅。新加坡政府發行公債主要目的在建構公債收益率曲線，提供公司債定價參考依據，鼓勵國內外發行者與投資者參與新加坡債券市場，以促進次級市場成長。2013 年日平均交易量為 26.35 億新加坡幣；截至 2014 年底，未到期新加坡政府公債餘額為 981 億新加坡幣。此外，2013 年底，未到期公司債餘額為 2,724

億新加坡幣，較 2012 年底成長 18%。

(五) 保險市場

自 2000 年 3 月，新加坡開放外國保險公司加入保險市場，並解除其持有 49% 股權之限制後，新加坡逐漸發展成為亞洲區的主要保險中心，目前約有 190 家保險公司登記營業，全球 25 大再保險業者，有 16 家在新加坡設立區域總部。2013 年底，保險產業總資產為 1,797 億新加坡幣。

(六) 資產管理市場

新加坡財富管理業務在新加坡政府提供稅制與移民政策優惠條件、金融商品創新，以及穩定的匯率與利率環境下，吸引國外資金流入，排名位居全球第 4。新加坡資產管理業務的資金來源大部分來自境外。目前資產管理公司家數超過 500 家，截至 2013 年底，管理的資產總額為 18,200 億美元。

二、新加坡離岸人民幣業務

新加坡為國際金融中心，是亞洲最大、全球第 3 大外匯中心，且是全球大宗商品、東南亞貿易結算中心，目前為僅次於香港的全球第 2 大離岸人民幣交易中心。

(一) 新加坡離岸人民幣市場仍待發展

新加坡發展離岸人民幣市場始於 2013 年 2 月(表 11)，由人行授權中國工商銀行新加坡分行擔任新加坡人民幣業務清算行；3 月，新加坡與人行擴大簽署 3,000 億人民幣之雙邊貨幣互換協議²⁷；4 月，人行與中國工商銀行新加坡分行簽訂《關於人民幣業務的清算協議》。新加坡及中國大陸的金融機構除可透過代理行為客戶辦理跨境人民幣結算業務外，也可透過清算行為客戶辦理跨境人民幣結算業務。同月，人行與新加坡金

²⁷ 2010 年 7 月新加坡與人行簽署 1,500 億人民幣之雙邊貨幣互換協議，有效期限 3 年。

融管理局簽訂關於新加坡人民幣業務的合作備忘錄。5 月，中國工商銀行新加坡分行執行人民幣清算任務後，新加坡離岸人民幣業務始有所進展；10 月，新加坡取得 500 億人民幣 RQFII 額度，以及新增蘇州工業區與天津生態城²⁸(表 12)4 項跨境人民幣創新業務，並推展人民幣對新加坡幣可直接交易²⁹。目前新加坡政府建構之人民幣即時支付結算系統尚未完成。

表 11 新加坡離岸人民幣市場之發展歷程

| | |
|---------|--|
| 2013.2 | 人行授權中國工商銀行新加坡分行為新加坡人民幣清算行 |
| 2013.3 | 擴大雙邊貨幣互換協議為 3,000 億人民幣 |
| 2013.4 | 簽署人民幣業務合作諒解備忘錄 (MOU) |
| 2013.5 | 中國工商銀行新加坡分行執行人民幣清算任務；獅城債首次發行 |
| 2013.10 | 獲得 500 億人民幣 RQFII 額度；推展人民幣對新加坡幣直接交易；新增蘇州工業區與天津生態城 4 項跨境人民幣創新業務 |
| 2014.2 | 新加坡和英國宣布計畫建立一個私營部門主導之論壇，以促進跨境人民幣流動 |

資料來源：作者整理

表 12 蘇州工業區與天津生態城人民幣跨境業務創新試點區

| | 蘇州工業園區 | 天津生態城 |
|------|---|--|
| 啟動時間 | 2014 年 6 月 19 日 | 2014 年 7 月 8 日 |
| 背景 | 為中國大陸與新加坡兩國重要的國際合作項目，於 1994 年 2 月設立，同年 5 月實施啟動。 | 由中國大陸與新加坡政府合作共建。於 2008 年 9 月開始建立，計畫用 10 年左右時間，建立 35 萬人口，綠色建築比例達到 100% 的國際生態城市。 |

²⁸ 昆山試驗區及深圳前海試驗區分別為大陸對台灣及香港的跨境人民幣業務之試驗區。

²⁹ 經人行授權，中國外匯交易中心宣布自 2014 年 10 月 28 日起銀行間外匯市場展開人民幣對新加坡幣直接交易。在此之前，人民幣分別於 2010 年 8 月，2010 年 11 月，2012 年 6 月，2013 年 4 月，2014 年 3 月，2014 年 6 月，2014 年 9 月先後與馬來西亞幣、俄羅斯盧布、日元、澳元、紐西蘭幣、英鎊和歐元展開直接交易。2014 年 12 月，人民幣與韓元直接交易。

| | 蘇州工業園區 | 天津生態城 |
|------|--|--|
| 政策依據 | 人行南京分行發布《蘇州工業園區跨境人民幣創新業務試點管理暫行辦法》。 | 《天津生態城跨境人民幣創新業務試點管理暫行辦法》 《天津生態城跨境人民幣創新業務試點管理暫行辦法實施細則》。 |
| 創新業務 | 新加坡銀行對園區企業從事跨境人民幣放款、股權投資基金人民幣對外投資、園區內企業到新加坡發行人民幣債券、個人經常項下及對外直接投資項下跨境人民幣業務。 | 新加坡銀行對生態城內企業從事跨境人民幣放款、股權投資基金人民幣對外投資、生態城內企業到新加坡發行人民幣債券、個人經常項下及對外直接投資項下跨境人民幣業務。 |
| 業務特點 | <ol style="list-style-type: none"> 1. 境外人民幣資金流入境內。 2. 園區內企業從新加坡銀行借入人民幣之貸款可以不再受其年度外債額度限制。 3. 允許借入的貸款用於企業向其集團內相關公司進行委託貸款。 | <ol style="list-style-type: none"> 1. 生態城內企業可運用新加坡較低利率之人民幣資金。 2. 開放生態城內的股權投資基金業務及解除個人到新加坡投資限制。 |
| 業務進展 | 試點首日，共有 7 家新加坡銀行與 11 家園區企業參與試點，簽署 5.275 億元跨境人民幣貸款契約。園區試點業務推行 2 個月，放貸總額超過 9 億人民幣。 | 試點業務推行 2 個月，已有多家企業與銀行簽訂貸款意向協議，2014 年全年貸款額度計有 20 億人民幣。 |

資料來源：作者整理

（二）新加坡離岸人民幣存款快速增加，惟獅城債規模偏低

新加坡離岸人民幣市場之發展期間雖然較短，但人民幣存款快速增加，截至 2014 年 9 月底，離岸人民幣存款金額為 2,570 億人民幣，較 2013 年 6 月底成長 67%；2014 年 3 月，人民幣放款餘額達 3,970 億人民幣。惟目前獅城債發行總金額僅為 330 億人民幣，仍屬偏低。

（三）新加坡離岸人民幣業務之發展重點

新加坡作為東南亞樞紐和金融中心，期望借助中國大陸與東南亞國家不斷增加之貿易往來，以人民幣作為與東南亞國家交易之主要結算貨幣。新加坡之離岸人民幣業務發展重點在人民幣相關金融商品創新，使其成為東南亞地區投資人民幣金融商品之中心；惟目前成效尚屬有限。

肆、離岸人民幣業務對香港及新加坡金融市場之影響

一般而言，離岸人民幣業務的推展，有助於金融市場之發展。例如，對銀行業而言，可增加人民幣商業放款、人民幣貿易結算與匯款業務，以及人民幣計價之衍生性商品業務；對證券業而言，可增加人民幣計價債券發行與交易業務，以及人民幣計價投資商品；對保險業而言，可增加發行人民幣計價保單，以及對人民幣商品的投資，分散投資風險。

以下分別說明離岸人民幣業務對香港及新加坡金融市場之影響。

一、有助提升香港金融保險業產值、就業人口及經濟成長

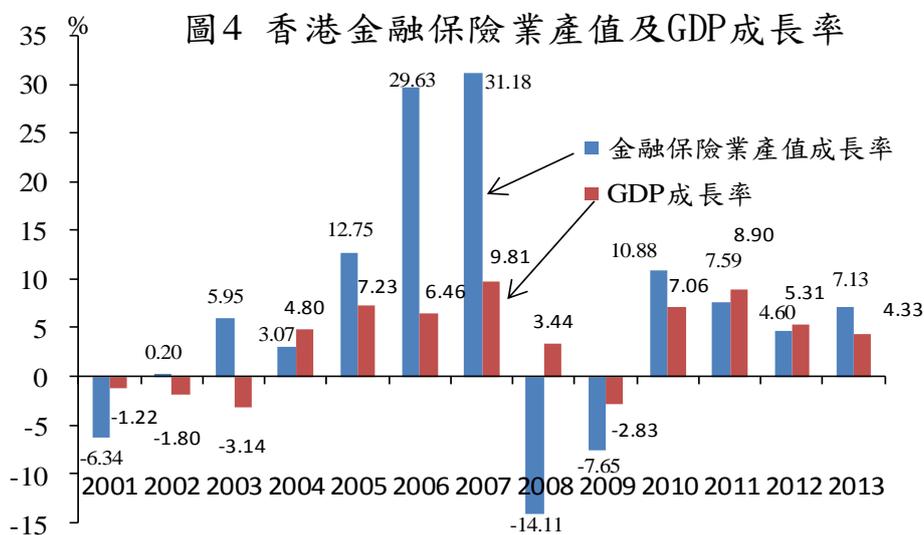
觀察香港自 2004 年開始發展離岸人民幣業務，以及加速發展後之金融保險業產值成長率、金融保險業產值占 GDP 比重、金融保險產業就業人數之成長率及其占總就業人數比重等數據，以及香港政府編製的銀行業、保險業及其他金融業業務收益指數成長率，均顯示離岸人民幣業務的推展，對香港金融市場、就業及經濟貢獻顯著。另依據美林證券 2013 年 12 月之研究報告指出，離岸人民幣業務收益占整體銀行業收益比重持續上升。

(一) 離岸人民幣業務有助提升香港金融保險業產值

1. 香港金融保險業產值平均成長率高於 GDP 平均成長率

觀察香港金融保險業產值成長率(圖 4)，由 2001 年之-6.34%，上升到 2004 年之 3.07%，之後大幅成長至 2007 年之 31.18%，遠超過 GDP 成長率之 9.81%，主要係因人民幣升值預期使國際資金大量流入香港，購買人民幣相關金融商品，以及香港自 2004 年開始發展離岸人民幣業務。2008 年受全球金融風暴影響，人民幣一度暫緩升值，國際資金外流導致金融保險業產值成長率大幅下降到-14.11，然隨著離岸人民幣業務穩定發展，該成長率至 2010 年恢復為正成長，2013

年的成長率為 7.13%，高過 GDP 成長率 4.33%。2001 年至 2013 年間，金融保險業產值平均成長率為 6.53%，高於 GDP 平均成長率之 3.72%。



資料來源：香港政府統計處

2. 香港金融保險業產值占 GDP 比重上升

香港金融保險業產值占 GDP 比重(圖 5)自 2000 年之 12.3% 緩升至 2004 年之 12.8%，在發展離岸人民幣業務帶動下，該比重大幅增加至 2007 年點心債發行之 19.5%，2008 年受全球金融風暴影響，該比重下滑至 16.2%，然隨著離岸人民幣業務穩定發展，該比重持穩在 15%—16%。



資料來源：香港政府統計處

(二) 離岸人民幣業務有助提高香港金融保險業就業人數

1. 香港金融保險業就業人口平均成長率高於總就業人數平均成長率

隨著離岸人民幣業務開展，金融保險業產值成長上升，香港金融保險業就業人數成長率(圖 6)由 2001 年之 1.4% 上升到 2004 年之 2.5%，之後隨著業務逐漸推展，大幅成長到 2007 年點心債發行之 7.1%，2008 年受全球金融風暴影響，成長率降至 0.9%，之後再攀升至 2010 年實施擴大跨境貿易與投資人民幣結算之 5.8%，至 2013 年成長率為 2.8%。2001 年至 2013 年，金融保險業就業人數平均成長率為 2.37%，高於總就業人數平均成長率之 1.36%。



資料來源：香港政府統計處

2. 香港金融保險業就業人數占總就業人數比重趨升

香港金融保險業就業人數占總就業人數比重(圖 7)自 2001 年之 7.04%，下降到 2004 年離岸人民幣業務啟動當年之 6.57%；2005 年起，隨著離岸人民幣業務逐漸發展，該比重呈現上升趨勢，2008 年並未受到全球金融風暴影響而下降。該比重最高為 2011 年之 7.88%，之後維持在 7.75% 以上之水準。



資料來源：香港政府統計處

(三) 離岸人民幣業務有助提升金融業業務收益

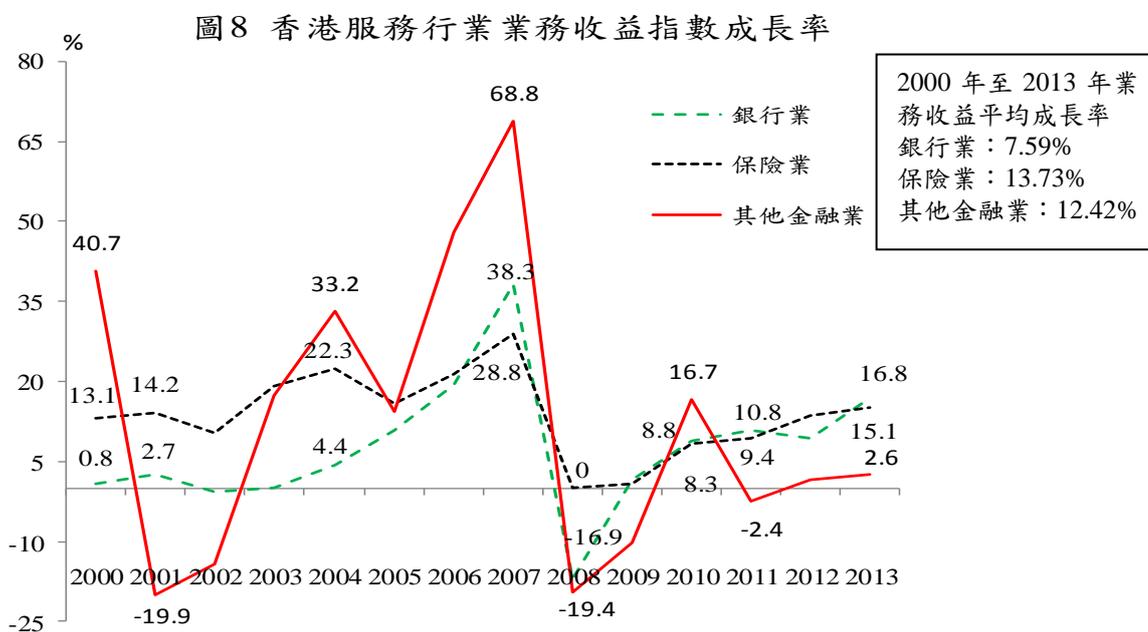
香港政府統計處自 1993 年起按季公布其編製之「服務行業業務收益指數」³⁰，以衡量各行業的短期業務表現。觀察 2000 年至 2013 年，銀行業、保險業以及其他金融業業務收益指數成長率，保險業業務收益指數成長率由 2004 年之 22.3%(圖 8)，上升到 2007 年點心債發行起始年之 28.8%；2008 年受金融風暴影響，業務收益指數零成長，2009 年指數恢復正成長後持續上升，2013 年指數成長率為 15.1%。

2004 年到 2007 年，銀行業及其他金融業的業務收益指數成長率呈現大幅上升，分別由 4.4% 上升到 38.3%，以及由 32.2% 上升到 68.8%。2008 年受全球金融風暴影響，業務收益指數均轉為負成長，2010 年受惠擴大跨境貿易人民幣貿易結算試點實施，業務收益指數成長加速，2013 年指數成長率分別為 16.8% 及 2.6%。

2000 年至 2013 年，銀行業、保險業以及其他金融業業務收益指數

³⁰ 業務收益是指機構的服務收入、銷貨價值、佣金、利息及其他收入。自 2009 年第 1 季開始，業務收益指數是按「香港標準行業分類 2.0 版」編製，以 2008 年 4 季總業務收益之季平均收益為基期，取代 2005 年依「香港標準行業分類 1.1 版」編製之指數(以 2005 年季平均為基期)。香港統計處透過其編制的「換算系數」將舊指數數據轉換為新指數數據。

平均成長率分別為 7.59%、13.73% 及 12.42%，顯示人民幣業務對銀行業、保險業及其他金融業之業務收益均產生貢獻。



資料來源：香港政府統計處

(四) 香港銀行人民幣業務收益占整體銀行業收益比重持續上升

依據美林證券 2013 年 12 月之研究報告³¹ 指出，香港銀行業離岸人民幣業務收益占整體銀行業收益比重，自 2012 年之 5%，持續上升至 2013 年之 7%、2014 年之 10%，主要係來自人民幣貿易結算手續費收入、淨利息收入，以及人民幣資產配置所衍生之獲利。

二、滬港通之效益

滬港通建立之主要目的係為推動中國大陸與香港兩地資本市場雙向開放，並促進人民幣國際化。滬港通為香港離岸人民幣資金開拓新的投資管道，吸引香港投資者兌換更多的人民幣在人民幣資產配置上。同時，滬港通吸收中國大陸投資者及香港境外投資者人民幣資金進入香港，擴大香港離岸人民幣資金池規模，有利香港離岸人民幣業務發展，鞏固香

³¹ Banks-Hong Kong Offshore RMB: HK remains a leader, BOCHK best positioned.

港主要離岸人民幣中心與國際金融中心的地位，促進香港整體經濟的繁榮發展。

滬港通的另一功能係提供離岸人民幣資金回流中國大陸的一個渠道。此外，滬港通透過香港離岸人民幣市場連結全球其他金融市場，此為人民幣實現國際化的重要進程。

依據亞洲證券業與金融市場協會（Asia Securities Industry and Financial Markets Association, ASIFMA）與湯森路透聯合發布之滬港通白皮書預期，未來滬港通機制可能擴展至中國大陸其他交易所，如深港通等，或應用於全球各地金融市場，如中國大陸與亞洲、歐洲和美洲金融市場的互聯，甚至涵蓋其他資產項目，例如期貨、債券。

就滬港通開通後觀察，滬港通有誘導資金轉投資在價值型股票，推升上海綜合指數之效應。

三、對新加坡金融市場之影響尚有待觀察

新加坡金融管理局為推展離岸人民幣業務，選定中國工商銀行新加坡分行為人民幣清算行，並啟動人民幣機制(MAS RMB Facility)及人民幣隔夜流動性貸款機制 (MAS Overnight RMB Liquidity Facility)³²，對市場提供人民幣資金。因此，自 2013 年 2 月開啟離岸人民幣業務以來，新加坡離岸人民幣市場發展快速，具體成效包括：人民幣清算效率大幅提升、人民幣資金池迅速擴張、人民幣產品創新³³及離岸人民幣市場活躍度持續提升，為新加坡金融業帶來商機，對新加坡經濟發展帶來正面影響。不過新加坡離岸人民幣市場發展歷史較短，加上人民幣 RTGS 系統尚未建構完成，相較美元等主要貨幣業務³⁴而言，離岸人民幣業務規模尚屬有

³² 規模 50 億人民幣。

³³ 2014 年 10 月 20 日，新加坡交易所推出美元/離岸人民幣期貨合約和人民幣兌美元期貨合約，合約規模分別為 10 萬美元和 50 萬人民幣。

³⁴ 新加坡是美元、歐元、日元、英鎊及瑞士法郎等貨幣在亞洲的重要離岸市場。

限，而其對金融業、金融市場以及經濟成長率之影響亦相對較低。

新加坡自 2013 年 2 月發展離岸人民幣業務以來，金融保險業對 GDP 成長率之貢獻率，自 2013 年第 1 季之 93% (表 13)，大幅降至 2014 年第 1 季之 15%，之後回升至第 3 季之 39%，離岸人民幣業務對新加坡金融市場之相關影響尚有待觀察。

表 13 新加坡各產業對 GDP 成長貢獻率

單位：%

| | 2012 | | | 2013 | | | | 2014 | | |
|--------------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | II | III | IV | I | II | III | IV | I | II | III |
| GDP(1) | 3.2 | 1.1 | 2.9 | 1.5 | 4 | 5 | 4.9 | 4.8 | 2.4 | 2.8 |
| 商品生產業 | 1.3 | 0.1 | 0.4 | -1 | 0.5 | 1.4 | 1.8 | 2.2 | 0.5 | 0.5 |
| 製造業 | 0.8 | -0.3 | 0 | -1.3 | 0.2 | 1 | 1.4 | 1.9 | 0.3 | 0.4 |
| 建築業 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 0.1 |
| 能源業 | 0 | 0 | 0.1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他商品業 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 服務業 | 1.9 | 1 | 2.1 | 2.8 | 3.7 | 3.8 | 3.6 | 2.6 | 1.7 | 2.2 |
| 批發與零售業 | 0 | 0 | 0 | 0.8 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 0.7 | 0.3 | 0.4 |
| 運輸及倉儲業 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | -0.1 | 0.2 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.2 | 0 |
| 住宿及餐飲業 | 0 | 0 | 0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0 | 0 | 0 |
| 資訊與通信業 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 金融與保險業(2) | 0.3 | -0.2 | 0.5 | 1.4 | 1.2 | 0.9 | 1.1 | 0.7 | 0.6 | 1.1 |
| 商業服務業 | 0.8 | 0.6 | 0.8 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.3 | 0.5 |
| 其他服務業 | 0.2 | 0.1 | 0.3 | -0.1 | 0.3 | 0.5 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.2 |
| 住宅服務業 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 產品稅 | 0 | 0 | 0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.5 | -0.2 | 0 | 0 |
| (2)/(1)*100 | 9 | -18 | 17 | 93 | 30 | 18 | 22 | 15 | 25 | 39 |

資料來源：Singapore Department of Statistics

伍、結論與建議

一、結論

(一) 香港離岸人民幣業務量位居全球第一

香港自 2004 年展開個人帳戶與信用卡等離岸人民幣業務，2009 年 7 月，再轉向以企業為對象的跨境貿易與投資人民幣結算相關業務，成為香港發展離岸人民幣業務的最重要里程碑。由 2009 年至今的 5 年，香港離岸人民幣業務發展迅速，不論從包括存款證在內的人民幣存款餘額，經香港銀行處理之人民幣貿易結算交易金額，人民幣債券發行量及人民幣即時支付系統日平均交易量等數據來看，香港均穩居全球第一。

(二) 香港離岸人民幣業務對香港金融市場、就業及經濟貢獻顯著

由香港金融保險業產值成長率、金融保險業產值占 GDP 比重、金融保險業就業人數成長率、金融保險業就業人數占總就業人數比重等數據，以及香港政府編製的銀行業、保險業及其他金融業業務收益指數成長率，均顯示人民幣業務的推展，衍生出之人民幣業務對香港銀行業、證券業、保險業等金融產業營收都帶來助益，並減輕 2008 年全球金融風暴對香港經濟的衝擊，對香港金融市場、就業及經濟貢獻顯著。

(三) 新加坡離岸人民幣市場尚待發展

新加坡因發展離岸人民幣市場期間較短，人民幣業務之相關成效，尚不顯著，惟其身為國際金融中心，且是東南亞貿易結算中心，新加坡可以在東南亞與中國大陸的貿易往來中促進人民幣的廣泛使用，且提供中國大陸企業與投資者運用其平台，尋求離岸人民幣融資和進行風險管理。預期在新加坡完成建構人民幣即時支付結算系統，改善營運環境，擴大人民幣商品後，較有助於人民幣業務之增長。

二、建議

(一) 放寬寶島債發行者資格限制，以擴大市場規模

參照香港推展離岸人民幣市場經驗，可於人民幣資金池達到一定規模後，加強推動人民幣債券市場之發展，並促進人民幣金融商品之創新與多元化，以有效擴大人民幣業務規模。截至 2014 年 10 月底，國內人民幣存款金額達 3,006 億人民幣，惟截至 2014 年 12 月 9 日止，寶島債發行金額僅 314 億人民幣³⁵，規模相對偏低。

為進一步發展國內離岸人民幣市場，建議放寬寶島債發行者資格限制。例如，因應 2014 年 12 月，中國大陸國務院取消中國大陸境內企業、商業銀行在境外發行人民幣債券的地域限制政策，允許陸資企業來台發行寶島債，並提高寶島債發行上限。

(二) 加強與其他離岸人民幣中心合作，擴展人民幣投資商機

香港、新加坡及倫敦作為全球金融中心，配合中國大陸推動人民幣國際化，正積極發展離岸人民幣市場，惟因政治、地理位置，發展金融業務的重點不同，在推展離岸人民幣市場上，各有優勢與劣勢(附錄)。國內發展離岸人民幣市場，除金融業者應與香港、新加坡及倫敦等地金融機構多加接觸，共同擴展離岸人民幣相關業務外，相關主管機構亦可仿效香港金融管理局與英國財政部成立之推動香港與倫敦離岸人民幣業務發展合作小組，定期交換離岸人民幣市場發展的看法，有效促進跨境人民幣之流通，以開發多元化人民幣商品與服務之作法。

(三) 參考滬港通模式，研議相關機制，提升人民幣資金運用效率

滬港通開通初期雖呈現慢熱現象，惟仍具備可有效促進人民幣境內

³⁵ 其中陸銀發行 29 檔，發行金額人民幣 230 億，初級市場投資者主要為銀行業(36.41%)、保險業(34.88%)及證券業(22.45%)。

外資金之雙向流通、提升香港離岸人民幣中心地位之潛在效益。國內似可參考滬港通模式，研議建置相關機制，以促進人民幣資金回流中國大陸，並提升國內人民幣資金之運用效率。

參考資料

1. 香港統計月刊 (2009), “服務行業業務收益指數”。
2. 經建會 (2013), “開放人民幣業務對我國金融業之影響”。
3. 新加坡金融管理局 (2014), “人民幣的區域門戶”。
4. 中國信託銀行 (2014), “貨幣清算機制建立, 有助台灣發展人民幣離岸中心”。
5. 中國信託銀行 (2014), “滬港通啟動的意義與影響”。
6. 芝商所 (2014), “中國離岸人民幣市場”。
7. ASIFMA (2014), “人民幣路線圖”。
8. 香港金融管理局 (2014), “HONG KONG-The Premier Offshore Renminbi Business Centre”。
9. 美林證券 (2014), “Banks-Hong Kong Offshore RMB: HK remains a leader, BOCHK best positioned”
10. Deutsche Bank (2013): “Hong Kong banks – RMB offshore market”。
11. Monetary Authority of Singapore (2014), “2013 Singapore Asset Management Industry Survey”。

附錄 香港、新加坡、倫敦及台灣等離岸人民幣市場之比較

單位：人民幣

| | 香港 | 新加坡 | 台灣 | 倫敦 |
|---------------|---|---|---|--|
| 人民幣存款 | 9,445 億元* | 2,570 億元* | 3,006 億元** | 145 億元*** |
| 清算銀行 | 中國銀行 香港分行 | 中國工商銀行 新加坡分行 | 中國銀行 台北分行 | 中國建設銀行 倫敦分行 |
| RQFII 額度 | 2,700 億 | 500 億 | 1,000 億**** | 800 億 |
| 人民幣業務 | 1.零售與商業銀行業務 2.外匯業務 3.初級及次級人民幣債券市場 4.人民幣貿易相關業務 | 1.零售與商業銀行業務 2.外匯業務 3.人民幣金融商品 4.人民幣貿易相關業務 | 1.有限的零售與商業銀行業務 2.外匯業務 3.有限的金融商品 | 1.有限的零售與商業銀行業務 2.基金註冊地業務 3.人民幣貿易相關業務 |
| 是否簽訂貨幣互換協議 | 是 (4,000 億元) | 是 (3,000 億元) | 協商中 | 是 (2,000 億元) |
| 兌換金額限制 | 無 | 無 | 2 萬元 (自然人每次) | 無 |
| 建置人民幣 RTGS 系統 | 是 | 否 | 是 | 否 |
| 人民幣銀行同業拆息 | CNH HIBOR fixing | 無 | CNT TAIBOR fixing | 無 |
| 主要優勢 | 1.擁有人民幣業務金融基礎設施領先優勢 2.擁有龐大人民幣資金池及人民幣清算量 3.已建置完善人民幣清算系統 4.進入中國大陸市場門戶，關係密切 | 1.東南亞金融中心，金融基礎設施完善 2.擁有完整的外匯商品 3.已建置完善的人員幣清算系統 4.資產管理能力強 | 1.與中國大陸經濟關係密切 2.已建置完善的人員幣清算系統 3.擁有第 2 大人民幣資金池，跨境匯款需求大 4.解除管制速度加快 | 1.為世界金融及外匯交易中心 2.金融基礎設施完善 3.位於歐洲時區 |
| 主要劣勢 | 1.為人民幣清算中心，而非外匯交易中心 2.過度依賴中國大陸 | 1.與中國大陸關係較淡 2.與香港同時區 | 1.相較其他離岸人民幣中心已扮演國際或區域金融中心，台灣相對處於劣勢 2.與香港同時區 | 人民幣資金池規模小，人民幣流動性與相關金融商品有限 |
| 重點市場 | 大中華市場(試點新商品，點心債市場) | 東南亞市場(大宗商品及私人銀行業務) | 台灣本地市場及海峽兩岸人民幣往來業務 | 全球財務、外匯交易及資產管理市場 |

* 2014 年 9 月底人民幣存款金額。

** 2014 年 11 月底人民幣存款金額。

*** 2013 年底。

**** 中國大陸承諾金額，目前尚未啟動。

資料來源：ASIFMA，開放人民幣業務對我國金融業之影響(2013)