

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

**Standard Chartered Bank 央行外匯管理研討會
心得報告書**

服務機關：中央銀行

出國人姓名：官佳璿、馬千惠

出國地點：新加坡

出國期間：104/06/30 至 104/07/03

報告日期：104 年 9 月 30 日

目錄

壹、前言.....	3
貳、亞洲新興國家成長模式變化.....	4
參、中國大陸資本支出近況探討.....	11
肆、人民幣成為 SDR 組成貨幣及其影響.....	16
伍、結語.....	37
陸、附錄.....	39

壹、前言

本次研討會由渣打銀行 (Standard Chartered Bank) 負責央行及主權財富基金業務之團隊主辦，為期3天，研討會內容包含全球經濟展望、亞洲新興國家金融市場、外匯存底管理架構、人民幣國際化等議題。

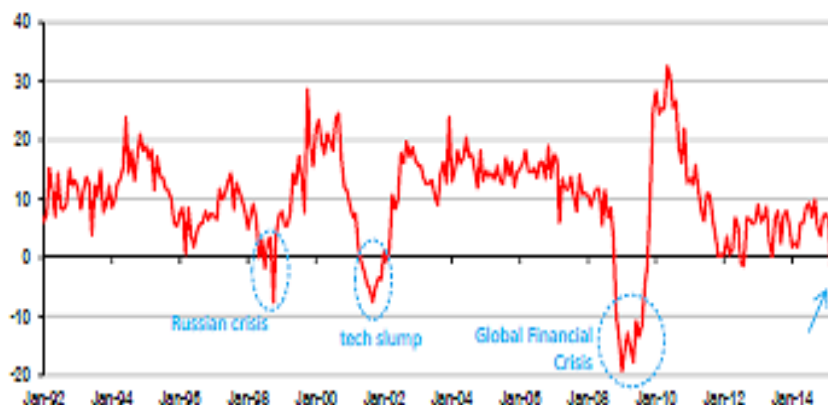
渣打銀行對全球經濟展望持保守看法，認為美國在本次景氣循環中，經濟復甦動能較先前緩慢。而歐元區各國政經情勢分歧，ECB 之量化寬鬆政策推升通膨率未有明顯效果。亞洲之中國大陸及印度需推動結構改革，漫長的調整過程持續，經濟成長放緩。儘管中國大陸目前面臨穩定與開放之多重挑戰，其在全球貿易網絡的重要性與日俱增，人民幣終將加入 SDR 的組成貨幣，成為國際交易主要清算貨幣，人民幣資產在全球投資組合之配置亦將增加。

以下分節探討亞洲新興國家成長模式變化、中國大陸資本支出近況及人民幣成為 SDR 組成貨幣及其影響。

貳、亞洲新興國家成長模式變化

近期亞洲新興國家經濟成長不佳，儘管油價下跌及國內貨幣政策寬鬆略為舒緩經濟下行風險，但成長模式所依賴的出口卻未受惠於美國及歐元區經濟溫和復甦。如圖 2.1 所示，亞洲新興國家出口負成長為過去 20 年少見之現象，僅在 1998 年俄國債信危機、2002 年美科技股泡沫破滅及 2008 年全球金融海嘯期間發生。

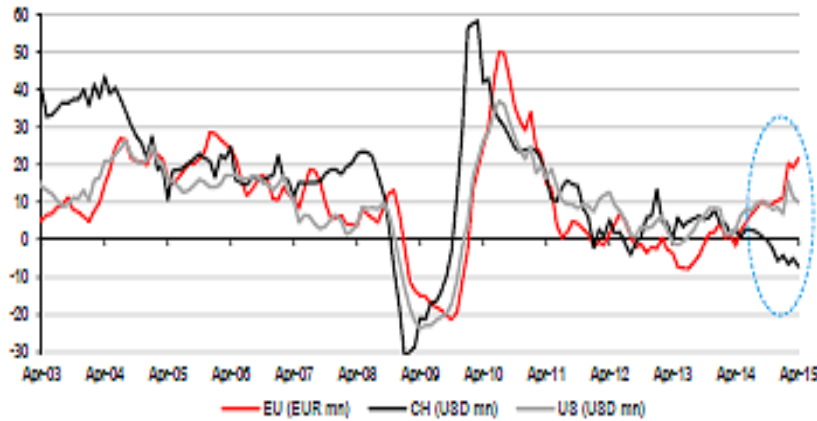
圖 2.1 亞洲新興國家出口年增率變化



資料來源:HSBC

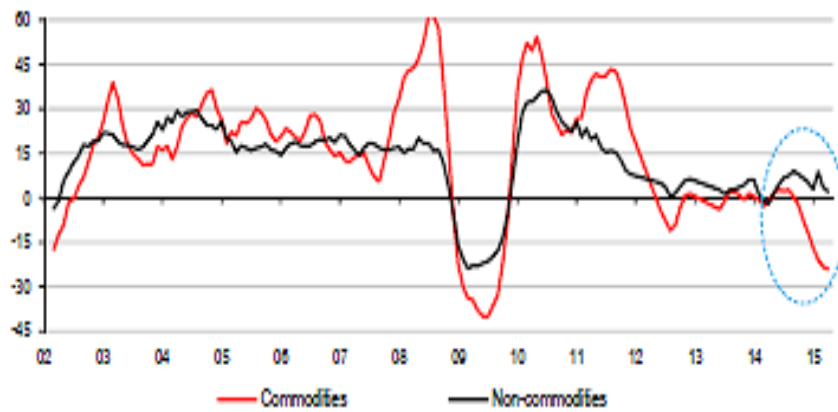
前述三次出口衰退均為亞洲區域外之金融危機所引起，但本次衰退卻非完全由外部因素所引起。由圖 2.2 可看出 2014 年第一季以來，亞洲新興國家對美國及歐元區出口均為正成長，但對中國大陸出口則為負成長。若將出口物品分類為原物料及非原物料如圖 2.3，則可發現原物料出口大幅減少，顯示本次亞洲新興國家出口衰退與原物料需求降低相關。

圖 2.2 亞洲對美國、歐元區及中國大陸之出口成長率 (3mma, %yoy)



資料來源:HSBC

圖 2.3 亞洲之原物料及非原物料出口成長率 (% yoy)



資料來源:HSBC

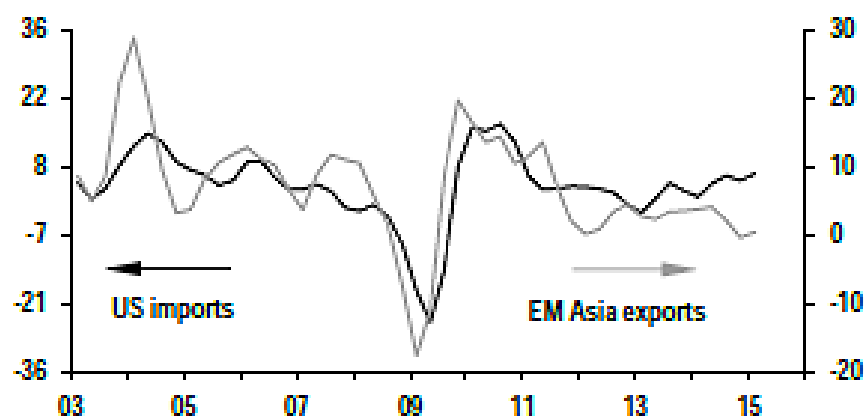
為探討亞洲新興國家經濟成長模式之變化，以下兩小節分別探討已開發國家及中國大陸之經濟影響力消長。

一、已開發國家對亞洲經濟推動力減弱

亞洲新興國家出口至美歐地區之比重約占整體出口量之 30%，依賴對美歐地區出口帶動區域內經濟成長，然而由圖 2.4 可看出不含中國大陸之亞洲新興國家出口與美國進口之相依走勢自 2011 年出現背離，

已開發國家對亞洲經濟成長影響力減弱。

圖 2.4 US imports and EM Asia ex CN exports



資料來源:JPM

Jahangir (2015)¹ 檢驗已開發國家對亞洲國家的影響力變化，以 2000 年至 2015 年之亞洲 10 個經濟體實質 GDP 成長率季資料為應變數，進行 panel regression 分析。其模型一(基本模型)之自變項包含已開發國家 GDP 成長率(作為外部需求之代理變數)，亞洲新興國家實質利率(作為國內需求之代理變數) 以及其前期實質 GDP 成長率，其分析之迴歸係數及 P-value 如表 2.1 第 2 欄。

由模型一估計結果可看出在全體樣本期間(2000 年至 2015 年)，已開發國家之 GDP 成長率為影響亞洲新興國家經濟表現的顯著變數，迴歸係數為 0.37，即已開發國家之 GDP 成長率增加 1% 可帶動亞洲新興國家 GDP 成長率增加 0.37%。國內實質利率亦為顯著變數，迴歸係數為-0.14，若實質利率提高 1%，GDP 成長率降低 0.14%。

¹ Emerging Asia Mid-year Review, JP Morgan Economic Research, 24 June 2015.

表 2.1

	模型一	模型二	模型三
Quarterly DM GDP growth	0.37 (0.00)	0.38 (0.00)	0.39(0.00)
with time dummy			-0.43(0.01)
Real policy rate	-0.14 (0.01)	-0.17(0.00)	-0.17(0.00)
with time dummy			0.05(0.65)
Time dummy		-0.64(0.01)	
EM Asia GDP growth(t-1)	0.77 (0.00)	0.74(0.00)	0.74(0.00)
EM Asia GDP growth(t-2)	-0.30(0.00)	0.00(-0.3)	0.00(0.00)
Constant	2.49(0.00)	2.81 (0.00)	2.79(0.00)
R-square	0.71	0.72	0.72
Durbin-Watson	2.0	2.0	1.99

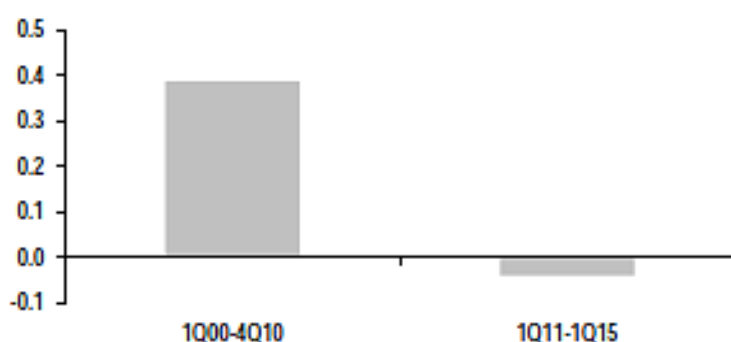
資料來源:JPM

然而若在模型二中加入時間虛擬變數，將全體樣本分為 2000 年至 2010 年及 2011 年至 2015 年兩個期間，則發現時間虛擬變數為顯著，2011 年至 2015 年亞洲新興國家 GDP 成長率降低 0.64%，出現結構性變化。

為檢驗此結構性變化來自於外部或國內需求，模型三分別加入對已開發國家 GDP 成長率及實質利率兩項自變數的時間虛擬變數。結果顯示，已開發國家 GDP 成長率自變數之時間虛擬變數為顯著，係數為-0.43，加上該自變數之迴歸係數 0.39，在 2011 年至 2015 年期間，

已開發國家 GDP 成長率對亞洲新興國家 GDP 成長率呈微幅負面影響 (如圖 2.5)。而實質利率自變數之時間虛擬變數則不顯著，顯示亞洲新興國家以出口帶動成長模式出現結構性變化源自於已開發國家之經濟影響力降低。

圖 2.5 已開發國家對亞洲新興國家成長率之衝擊 (% pts)



資料來源:JPM

Jahangir (2015)² 並分別以亞洲主要經濟體中國大陸、印度、韓國及印尼之資料估計模型三如表 2.2，與前述 panel regression 所得之結論相似。

表 2.2

	中國大陸	印度	韓國	印尼
Quarterly DM GDP growth	0.7 (0.00)	0.8 (0.0)	1.0(0.00)	0.2(0.1)
with time dummy	-1.4(0.1)	-1.9(0.0)	-1.5(0.01)	-0.3(0.6)
Lagged real policy rate	-0.4 (0.1)	-0.4(0.0)	-0.6(0.1)	-0.2(0.1)
with time dummy	-0.4(0.4)	0.6(0.3)	1.0(0.3)	0.3(0.5)
EM Asia GDP growth(t-1)	0.0 (0.9)	-0.1(0.3)	-0.2(0.2)	-0.1(0.6)

² Emerging Asia Mid-year Review, JP Morgan Economic Research, 24 June 2015.

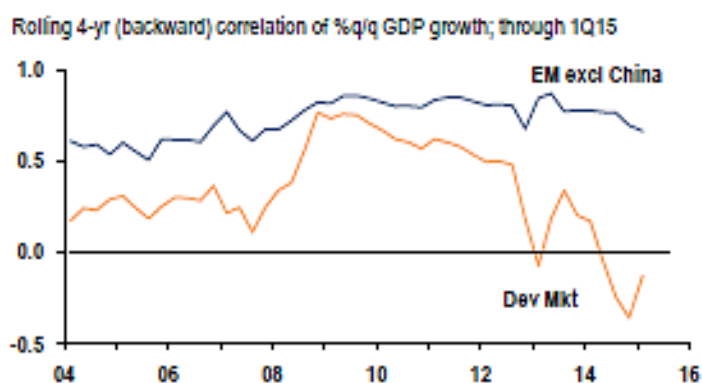
EM Asia GDP growth(t-2)	0.0 (0.9)	-0.2(0.1)	0.0(0.7)	-0.1(0.5)
Constant	10.9(1.0)	9.5(0.0)	4.2(0.0)	6.2(0.0)
R-square	0.4	0.3	0.4	0.1
Durbin-Watson	1.9	1.9	1.7	2.0

資料來源:JPM

二、中國大陸對全球經濟之影響

1990 年以來，中國大陸經濟成長對全球 GDP 貢獻度逐年提高，對全球經濟之重要性與日俱增。比較中國大陸與新興國家及已開發國家的成長率相關性(如圖 2.6)，可發現近年中國大陸與已開發國家的連結降低，但與新興國家的正相關性維持穩定。

圖 2.6 中國大陸 GDP 成長率與其他經濟體成長率相關性

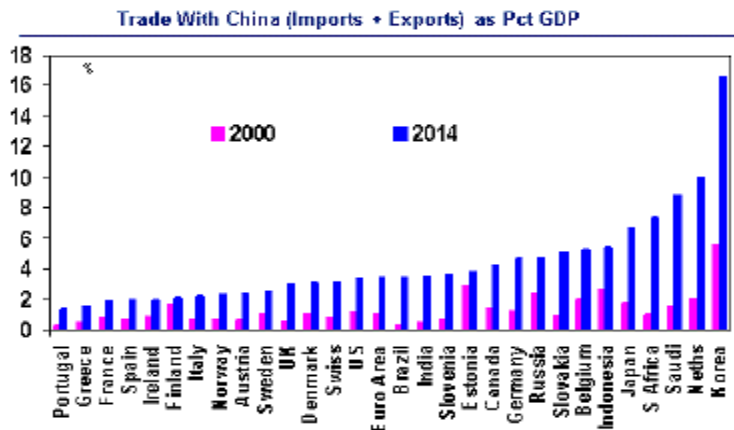


資料來源:JPM

中國大陸對全球其他經濟體的影響主要透過貿易、消費需求及投資等管道，隨著亞洲供應鏈整合度的弱化，愈多的零組件製造移往中國大陸，亞洲新興國家對中國出口量大幅成長(如圖 2.7)。2008 年金融海嘯後，主要央行均實施寬鬆貨幣政策，資金湧入新興國家，信用

循環由已開發國家轉入新興國家，企業及家庭均擴張信用，增加投資及消費，中國大陸對原物料及最終商品之需求，使其成為全球貿易及企業獲利成長之重要來源。

圖 2.7 主要國家對中國大陸之出口增長



資料來源:CITI

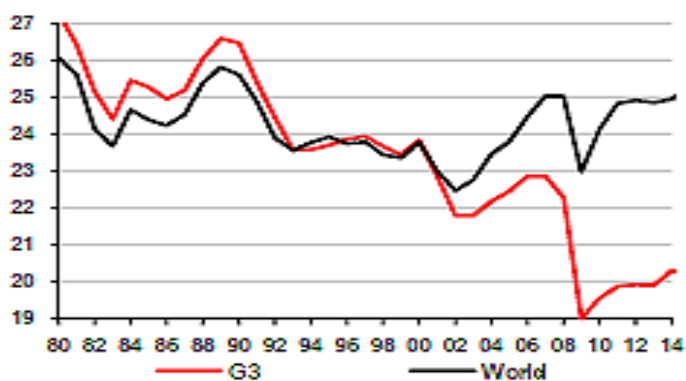
Kasman (2015)³對 2000 年至 2015 年之 GDP 成長率季資料進行 VAR 模型分析中國大陸經濟成長衝擊對其他經濟體的影響，其結果發現中國大陸經濟成長率衰退 1%，在 4 個季度後，對新興國家的衝擊約為 1.1%，其中對亞洲新興國家的衝擊為 0.9%。已開發國家中對歐洲的衝擊較大，約為 0.4%。而在金融資產投資方面，過去 20 年以來，長期投資人如企業及共同基金均提高新興國家之資產配置，目前全球投資人持有中國大陸金融資產部位約占全球 GDP 之 7%。近期中國大陸經濟成長放緩及股匯市震盪牽動全球經濟及金融市場變化，顯示其重要性已不亞於美歐國家。

³ Global data Watch, JP Morgan Economic Research, September 14, 2015

參、中國大陸資本支出近況探討

如前節所述，已開發國家對亞洲國家經濟成長之推動力減弱，而中國大陸之投資及消費需求使其對全球經濟之影響力逐年增強。圖 3.1 顯示金融海嘯期間，G3 國家投資衰退，即使進入復甦階段，資本支出占 GDP 比率僅微幅增加；但全球資本支出受益於中國大陸房地產熱絡及製造業之正面貢獻，該比率已回到金融海嘯前水準。中國大陸資本支出占其 GDP 比率約 45%。

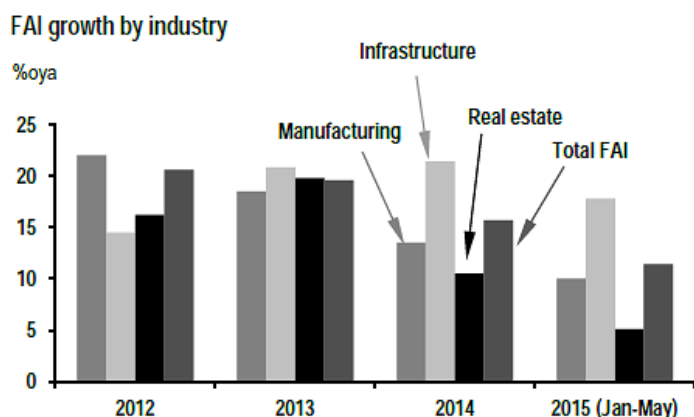
圖 3.1 全球投資占 GDP 比率



資料來源:HSBC

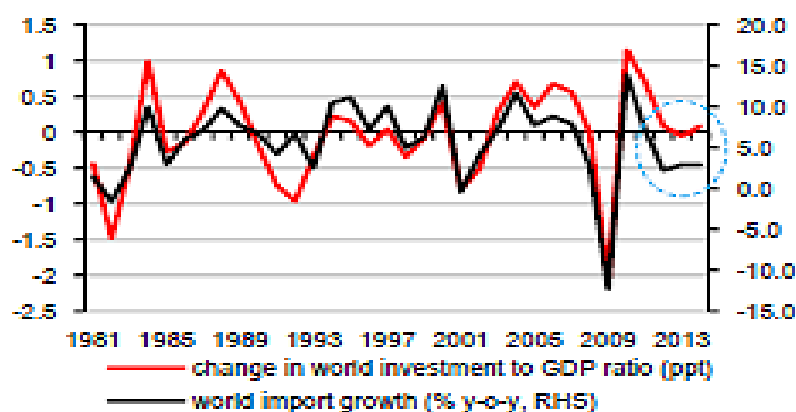
然而近期中國大陸經濟表現不如預期，固定資產投資年增率由 2013 年之 19.6% 下降至 2014 年之 16%，2015 年 1 月至 7 月增幅僅 11.2%，特別是房地產及製造業投資放緩幅度較大(如圖 3.2)。由於大部分貨品運輸為工業生產所需之原料，全球貿易量與資本支出密切相關(如圖 3.3)，中國大陸資本支出放緩，各類產品及原物料需求減少，造成全球貿易成長停滯，是亞洲新興國家出口衰退的原因之一。

圖 3.2 中國固定資產投資變化



資料來源:JPM

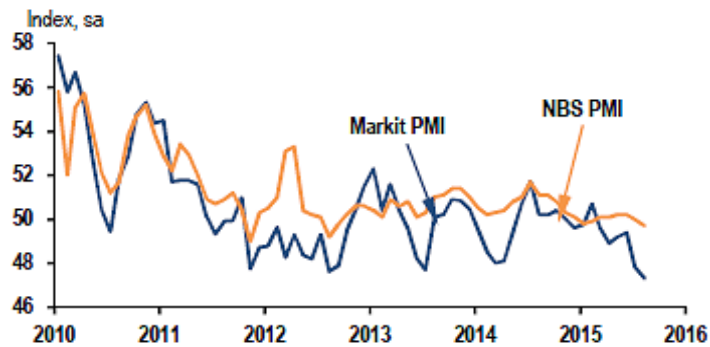
圖 3.3 貿易與投資循環週期



資料來源:HSBC

前述資本支出放緩情形反映了中國大陸產業結構調整的負面衝擊，產能閒置、能源密集的舊產業衰退幅度大於以科技及消費為主的新產業發展，去化閒置產能的過程擴大了負面衝擊，短期間轉為以消費帶動成長仍有困難。圖 3.4 顯示製造業指數下跌趨勢持續，8 月份製造業指數為 49.3，跌破榮枯分界值 50，為 2012 年 9 月以來最低。房地產銷售雖在房貸政策放寬下略有起色，但房地產投資增速仍持續下滑。

圖 3.4 中國製造業 PMI 指數



資料來源:JPM

為降低產業結構調整的負面衝擊，中國大陸所採取的穩定政策可分為兩類，第一類為以公共基礎建設投資支持內需，填補房地產及製造業投資之減少；第二類為透過行政及稅務改革鼓勵科技業及服務業之創新，前者公共基礎建設所發揮的成效較大且即時。2010年至2014年之棚戶區改造計畫，為財政政策支持的安居工程，總支出達3,200億人民幣，然而受限於地方政府財政緊絀，參與意願降低，後續動力不足。

自2015年起，公共建設重心轉為推動城市地下綜合管廊建設，鋪設可用於電力、通信、排水及燃氣等管線的公共隧道，統籌城市管線的建設及管理。由於中國大陸正處於快速城鎮化的階段，此項政策的目標為透過提高城鎮化品質的基礎建設，增加公共建設的效率性，發揮支撐投資成長的作用。

但地方政府的財政問題仍將是此項公共建設籌資需面臨的一大

挑戰，2014 年年底，中國大陸地方政府債務(直接及間接債務)已達 24 兆人民幣，較 2013 年增加 35%，如表 3.1 所示，債務占收益比率亦攀升至 86%(人大會議所訂之比率上限為 100%)，地方政府在收入無法同幅度增加的情況下(如圖 3.5)，面臨沉重的利息負擔及資金需求壓力。

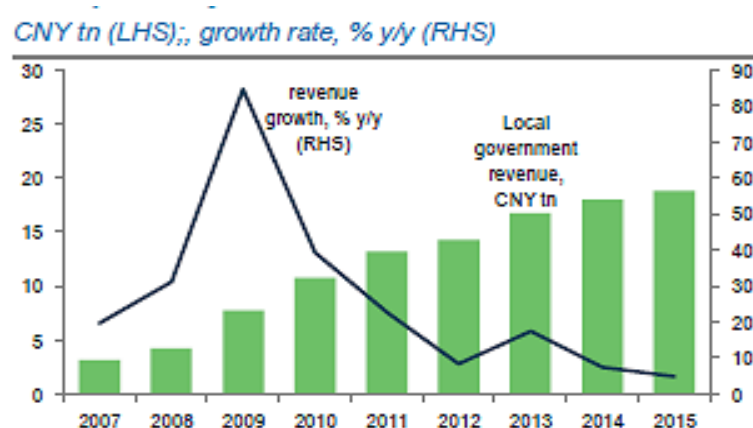
表 3.1 中國大陸地方政府債務組成

CNY tn	2012	June 2013	End-2014	2015 (forecast)
Direct liabilities	9.628	10.886	15.4	16.0 (official)
Contingent liabilities*	6.258	7.005	8.6	8.6 (assuming unchanged)
Total liabilities	15.886	17.891	24.0	24.6
Local government debt ratio	68%	65%	86%	86% (official)

*Contingent liabilities include liabilities guaranteed by local governments and debts that may receive government relief
 Source: National audit office, Chinese government, Standard Chartered Research

資料來源:Standard Chartered

圖 3.5 中國大陸地方政府收入



資料來源:Standard Chartered

為紓解地方政府的財政窘境，2015 年 8 月中國大陸財政部宣布第三輪地方債置換，金額為 1.2 兆人民幣，整體地方債置換金額達 3.2

兆人民幣，高利率之短天期債券可轉換為較低利率的長天期債券。而前述之城市地下綜合管廊建設亦將列入專項金融債支持範圍，並通過特許經營、投資補貼及貸款貼息等方式，鼓勵社會資本參與。人民銀行並在 8 月底宣布調降存貸款基準利率 0.25%，調降金融機構存款準備金利率 0.5%，降低融資成本，增加市場流動性，並希望能在陸股連續大跌後穩定投資人信心。

然而中國大陸的債務負擔升高，將鈍化寬鬆貨幣政策的效果，槓桿比率偏高的企業及家庭不易擴張信用，增加投資及消費。過去中國大陸公共投資的無效率性造成資源錯置，削弱財政政策力道，新一輪的基礎建設需改善其效率性，並著重與內需消費結合，才能發揮預期效用。

肆、人民幣成為 SDR 組成貨幣及其影響

一、SDR 組成貨幣及權數的標準

(一) 特別提款權(SDR)組成貨幣的標準

1、該國商品及服務出口占全球出口的比率為全球前幾大。

2、符合 IMF 條款規定：該國貨幣係可自由使用的貨幣(freely usable currency)，即作為國際支付及交易的貨幣。

(二) 權數

組成 SDR 權數，是依據該國商品與服務出口的比重及世界各國外匯存底持有該貨幣資產的金額而計算。IMF 最近一次的評估為 2010 年 11 月，從 2011 年起，SDR 組成貨幣權數調整，美元、歐元、英鎊及日圓分別為 41.9%、37.4%、11.3% 及 9.4%。組成貨幣權數每 5 年評估一次，下次評估時間為 2015 年 11 月，從 2016 年 1 月起調整。

(三) 組合貨幣與權數調整現況

IMF 於 2015 年 7 月時表示，評估 SDR 組成貨幣的日期仍維持於 2015 年 11 月不變，惟變更組成貨幣的日期將由 2016 年 1 月初延至 2016 年 9 月 30 日。因此市場預期人民幣成為 SDR 組成貨幣的時機指日可待。

二、人民幣國際化的現況

(一) 境外人民幣市場

1、人民幣清算中心

境外人民幣市場(offshore Chinese yuan, CNH)或人民幣清算中心是2010年從香港開始運作。要成為人民幣清算中心，須先向中國人民銀行申請指派境外人民幣清算銀行開始，條件有二：(1)該國央行與中國人行簽署雙邊換匯協議，(2)該國與中國雙邊貿易金額高。

境外人民幣的清算銀行則是中國境內銀行，如中國銀行、中國工商銀行、中國建設銀行及交通銀行等的海外分支機構。截至2015年8月底，人民銀行公布境外清算銀行國家(地點)共有15個，包括：

- ◆ 2012年前：香港、澳門
- ◆ 2013年：台灣、新加坡
- ◆ 2014年：南韓(首爾)、德國(法蘭克福)、英國(倫敦)、法國(巴黎)、盧森堡、卡達(多哈)、加拿大(多倫多)、澳洲(雪梨)
- ◆ 2015年：馬來西亞(吉隆坡)、泰國(曼谷)、智利

依據中國標準，下次新增的清算中心，可能為巴西、俄羅斯、印尼、阿拉伯聯合大公國、南非等新興國家。

境外人民幣清算中心以香港規模最大，其次為台灣，各主要人民幣清算中心的規模及利基之比較詳表4.1。

2、人民幣的融資措施

境外人民幣市場的發展，除須有銀行間市場供銀行拆借外，還須當

地央行提供的流動性措施，以使人民幣跨境交易清算順利進行。目前提供人民幣流動性的國家為香港金管局及新加坡金管局。

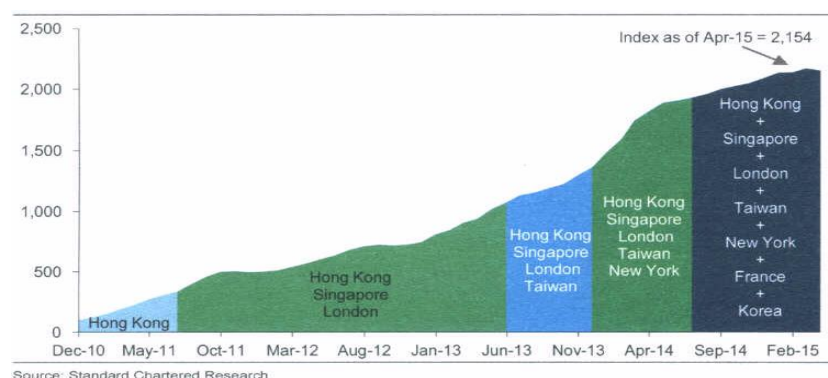
3、人民幣基準利率

完備及活絡境外人民幣市場，需要建立銀行間拆款市場的指標利率，是以香港積極推動。2012年1月香港3家發鈔銀行開始人民幣拆款利率的報價，其後利率報價的家數逐漸增加，2013年6月正式啟動境外人民幣拆款利率(CNH HIBOR)。

4、人民幣國際化指數

依據渣打銀行以人民幣之存款、跨境支付，外匯交易量及點心債的規模計算之人民幣國際化指數(Renminbi Globalization Index, RGI)，推估人民幣境外市場規模，以2010年指數為100，該指數從2010年12月的100上揚至2015年4月的2,154，成長21倍。(圖4.1)

圖 4.1 RGI 指數(Dec. 2010=100)



資料來源:Standard Chartered

表 4.1 主要境外人民幣清算中心比較表

	香港	新加坡	台灣	倫敦	巴黎	首爾
人民幣存款	9,929 億元(2015.06)	3,220 億元(2015.06)	3,382 億元(2015.06)	200 億元(2014.12)	254 億元(2014.12)	143 億元(2015.07)
清算銀行	中國銀行香港子行	工商銀行新加坡分行	中國銀行台北分行	建設銀行倫敦分行	中國銀行巴黎分行	交通銀行首爾分行
個人帳戶的安排	居民或非居民無兌換 人民幣限制 兌換匯率為 CNH	居民或非居民無兌換人 民幣限制 兌換匯率為 CNH	居民兌換限為每日 人民幣 2 萬元 兌換匯率為 CNY	居民或非居民無兌 換人民幣限制 兌換匯率為 CNH	居民或非居民無兌 換人民幣限制 兌換匯率為 CNH	居民或非居民無兌 換人民幣限制 兌換匯率為 CNH
與人行的換匯協 議金額	人民幣 4,000 億元	人民幣 3,000 億元	無	人民幣 2,000 億元	人民幣 3,500 億元(與 ECB)	人民幣 3,600 億元
人民幣流動性措 施	<ul style="list-style-type: none"> • 隔夜, T+0 交割 • 翌日, T+1 交割 • 1 星期, T+1 交割 • 日中附買回 	<ul style="list-style-type: none"> • 隔夜, T+0 交割 • 貿易融資, 3 個月, 可展 期, T+1 交割 • 其他, 1 星期或 1 個月, T+1 交割 	NA	NA	NA	NA
RQFII 額度	人民幣 2,700 億元	人民幣 500 億元		人民幣 800 億元	人民幣 800 億元	人民幣 800 億元
發行境外人民幣 債券	<ul style="list-style-type: none"> • 無須經主管機關核准 • 透過 CMU 連結到 Euroclear/Clearstream 	<ul style="list-style-type: none"> • 無須經主管機關核准 • 透過 CDP 連結到 Euroclear/Clearstream 	<ul style="list-style-type: none"> • 須經主管機關核准 中國金融機構發行 債券額度為 450 億元 • 0-15% 的稅負 	債券發行及投資無 限制	債券發行及投資無 限制	債券發行及投資無 限制
比較利益	<ul style="list-style-type: none"> • 最初及最大的境外中心 • 最高存款金額及點心債 發行金額 	<ul style="list-style-type: none"> • 亞洲最大外匯交易中心 • ASEAN 貿易投資的樞紐 • 私人銀行業務及財富管理 	<ul style="list-style-type: none"> • 僅次於香港的第二 大境外人民幣市場 • 政府強力支持寶島 	<ul style="list-style-type: none"> • 主要國際金融中 心, 全球最大外匯市 場 	<ul style="list-style-type: none"> • 法語區主要的金融 中心 • 與法蘭克福、盧森 	<ul style="list-style-type: none"> • 與中國經濟往來密 切 • 中國境內銀行間市

	<ul style="list-style-type: none"> •與中國貿易投資往來密切 •中國自由化措施的試點 	<p>很強</p> <ul style="list-style-type: none"> •亞洲商品的主要交易中心 •區域財務中心的熱門地點 	<p>債市場的發展及金融服務部門</p> <ul style="list-style-type: none"> •大型台灣企業設立在大陸沿海城市，如崑山、福建等 	<ul style="list-style-type: none"> •亞洲之外最大人民幣中心，政策主導及人民幣專才 •位處歐洲時區有利地位 	<p>堡共同從事中國與歐洲貿易與投資的金融服務</p> <ul style="list-style-type: none"> •是積極參與跨境人民幣業之多國籍企業的所在地 	<p>場，韓元與人民幣直接交易</p> <ul style="list-style-type: none"> •政府鼓勵韓國企業使用人民幣交易 •SWIFT 人民幣支付超越德國與盧森堡
--	---	--	---	--	--	--

註：CMU (Central Moneymarkets Unit) 系香港的債券清算系統；CDP (Central Depository Pte. Ktd.) 是新加坡的債券清算系統

(二)境內人民幣市場(onsshore Chinese yuan, CNY)之國際化

1、外國金融機構參與中國債券市場

2010年8月人行宣布經核准之外國央行、人民幣清算行及跨境貿易人民幣結算境外參加銀行可參與中國境內銀行間債券市場，再由外匯管理局給予每個機構投資額度。惟中國並未公布其核准金融機構名單及金額。

2、人民幣清算中心之 RQFII

合格境外機構投資人(Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor, **RQFII**)，是讓外國機構投資人直接以人民幣投資中國境內人民幣債券及債券基金的，是境外人民幣回流的管道之一。RQFII自2012年2月，中國給香港機構投資人人民幣200億元額度以直接投資中國境內證券市場開始，投資額度數度調高，截至2015年8月底，中國已給予香港、新加坡、韓國、德國、英國、法國、盧森堡、卡達、加拿大、澳洲、智利及匈牙利等13個國家或地區共人民幣9,700億元額度；並已核准138家RQFII的金額共4,049億元，其中香港人民幣2,700億元的額度已全部使用(表4.2)。

表 4.2 RQFII 限額及核准金額

單位：人民幣億元

城市/國家	RQFII 限額	RQFII 執照數目	已核准金額
香港	2,700	79	2,700
新加坡	500	19	287
英國	800	11	212

法國	800	3	150
韓國	800	23	490
德國	800	1	60
卡達	300	0	0
加拿大	500	0	0
澳洲	500	1	100
瑞士	500	1	50
盧森堡	500	0	0
智利	500	0	0
匈牙利	500	0	0
合計	9,700	138	4,049

註：中央銀行與人民銀行的 RQFII 1,000 億元，仍在協商中。

3、香港投資人直接投資 A 股之滬港通

目前外國機構投資人投資中國 A 股大多數透過合格境外機構投資人 QFII 制度，其有投資限額及須匯入美元兌換為人民幣投資股市。而 2014 年 11 月 17 日啟動的滬港通(滬港股票市場交易互聯互通機制試點，Shanghai-Hong Kong Stock Connect)，是中國上海證券交易所、香港交易所、中國證券登記結算有限責任公司及香港中央結算有限公司聯合開展的滬港股票市場交易互聯互通機制試點，香港投資人可以直接以人民幣購買中國的股票，中國投資人亦可直接購買香港的股票。其限制為：(1)年度總(淨)額度：滬股通為人民幣 3,000 億元；港股通為人民幣 2,500 億元；(2)每日跨境交易淨買入額度：滬股通 130 億元人民幣，港股通 105 億元人民幣；(3) 滬股通股票以人民幣報價和交易，港股通交易以港幣報價，投資

者以人民幣交收。

依香港交易所統計，2014年11月至2015年8月，股票買賣總成交金額及日平均仍是以滬股通交投熱絡，其成交金額約是港股通成交金額的兩倍以上。(表 4.3)

表 4.3 滬港通交易金額

	滬股通(人民幣億元)		港股通(港幣億元)	
	月交易量	日平均	月交易量	日平均
2014.11	466	46.6	76	7.6
2014.12	1,209	60.5	184	10.6
2015.01	999	49.9	307	15.4
2015.02	675	45.0	102	7.9
2015.03	1,375	62.5	356	16.2
2015.04	1,551	86.2	2,351	123.7
2015.05	1,506	83.6	1,034	54.4
2015.06	2,272	113.6	828	43.6
2015.07	1,963	89.2	930	42.3
2015.08	1,207	57.5	510	24.3

滬港直通車的試點進展順利，而深港直通車及滬台直通車則正在研議中，惟因2015年8月中全球股災，尤其是中國股價指數已從6月高點下跌40%以上及人民幣重貶，深港直通車可能無法如預期於2015年底時實施。

4、中國對外直接投資及外國投資人直接投資以人民幣支付

2011年1月起，中國境內機構經核准後，可以使用人民幣資金進行境

外直接投資。同時，中國各銀行的香港分行或代理銀行，可以從中國境內取得人民幣資金，貸款予進行海外投資的企業。

中國為擴大人民幣在跨境貿易及投資中使用，宣布於 2011 年 10 月起，開放外國投資人經許可以以境外合法取得之人民幣直接在中國投資事業。惟投資人境外發行之人民幣債券所得資金不得從事在中國之直接投資，且人民幣帳戶為專款專用。

(三)人民幣國際化的影響

1、人民幣匯率與人民幣國際化

境內人民幣(CNY)升值與人民幣的國際化息息相關：CNY對美元升值，則 RGI 指數上揚與 CNH 對 CNY 的溢價(premium)上揚趨勢一致。主要係因 CNH 是市場導向，因此其溢價走勢是市場預期升值的指標。CNH 溢價上揚，境內進口商會在境外將人民幣兌換為美元以作為貿易清算之用，境外人民幣存款增加，RGI 指數上揚。

2、中國政府持續推動人民幣國際化

中國人民幣國際化的試點區都是從香港開始試點再擴及其他人民幣清算中心，其採行人民幣國際化措施包括：

- (1) 自 2009 年 7 月 1 日開始中國 5 個城市與香港人民幣貿易結算試點後，貿易結算擴至全中國與全球貿易及放寬清算項目包括服務貿易與直接投資等規定。

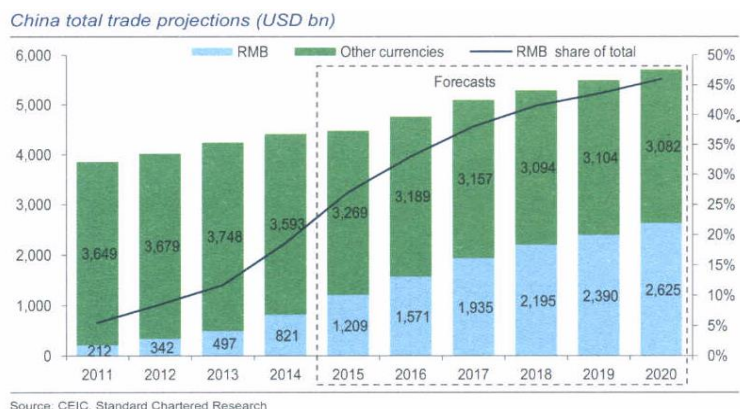
- (2) 中國財政部於 2009 年 9 月起陸續在香港發行國債及持續放寬銀行及企業至香港發債資格，以擴大點心債市場。
- (3) 2013 年 7 月起允許境內企業(包括外資企業) 可以人民幣直接貸款予其境外關係企業。
- (4) 2014 年 2 月上海自由貿易區試點，跨境雙向人民幣的匯款，不限匯款項目，企業多餘的人民幣資金可以匯給境外的集團企業等，靈活運用人民幣資金。
- (5) 2014 年 11 月啟動滬港直通車，香港投資人可以以人民幣購買中國 A 股，大陸人亦可以購買港股，以人民幣交割。

3、人民幣作為國際交易與支付的工具

(1) 人民幣貿易結算金額持續成長

人民幣貿易結算始於 2009 年 7 月，依據人行統計 2009 年結算金額僅人民幣 35.8 億元大幅上升至 2014 年的 6.55 兆元。另依渣打銀行資料，中國貿易結算金額，由 2011 年的 2,120 億美元，上揚到 2014 年的 8,210 億美元，預估到 2020 年將可達到 2.625 兆美元 (圖 4.2)。

圖 4.2 人民幣跨境貿易清算金額



資料來源:Standard Chartered

而依據 SWIFT 2015 年 3 月的統計，主要係因貿易增長、跨境投資及自貿區的雙向匯款，人民幣為全球第 5 大支付貨幣，預估到 2020 年將成為第 3 大支付貨幣，次於美元與歐元。

中國為世界最大的貿易國，中國對外貿易金額約占全球貿易總額的 11.3%，且中國是亞洲鄰國第一大貿易對手國。因全球貿易量持續成長，因此中國對外貿易總額以人民幣結算的比率持續上揚，從 2012 年的 8.5% 上揚至 2015 年 4 月的 24.6%，預估 2020 年該比率將超過 46%。

(2)人民幣作為國際支付貨幣地位上升，惟比例仍低

中國是全球第一大商品出口國，第五大服務出口國，兩者加總為全球第三大商品與服務出口國，僅次於歐盟與美國。2014 年中國貿易，以人民幣清算的比例為 22%。

依據 SWIFT 2015 年 3 月的統計，人民幣是全球用於國際支付貨幣由 2012 年 1 月的 20 位上升至第 5 位，僅次於美元、歐元、英鎊及日圓。同

期間，如以跨境支付(企業付款權數)加權平均來比較，人民幣支付的地位則由 21 位上升至第 8 位。惟人民幣國際支付的比例僅由 2012 年第 1 季的 0.2% 上升至 2015 年 3 月的 1.5%，遠低於以美元支付的 49%、英鎊的 4.4% 及日圓的 4.2%。預期 2020 年時，以人民幣支付的比例能上揚至 5%。

此外，境外人民幣市場中，香港由於是第一個啟動人民幣業務的，因此人民幣業務量最大。以 SWIFT 2015 年 3 月統計，香港人民幣存款占比 55%，人民幣支付占比 52%；其他 6 個境外人民幣市場的支持占比為 36%。

(3) 人民幣換匯協議金額擴增

中國人民銀行簽署**雙邊換匯協議**(bilateral swap agreement)始於 2008 年 12 月與南韓簽署，其後簽署的國家陸續擴及歐洲、中東、美洲，截至 2015 年 5 月的國家有 32 國，合計金額人民幣 3.16 兆元 (表 4.4)。換匯協議主要是作為與中國的貿易與投資時使用之貨幣及促進人民幣在國際上的使用。

表 4.4 人行與其他國家簽署雙邊換匯協議之統計

#	國家	簽署日期	換匯金額 (人民幣億元)	貿易量(人 民幣億元)	人民幣清 算中心	RQFII
1	智利	2015.5	220	N.A.	√	√
2	白俄羅斯	2015.5	70	89.4		
3	烏克蘭	2015.5	150	684.3		
4	馬來西亞	2015.4	1800	6,526.6	√	

5	南非	2015.4	300	4,012.5		
6	澳洲	2015.4	2000	8,398.4	√	√
7	亞美尼亞	2015.3	10	11.9		
8	蘇利南	2015.3	10	12.4		
9	巴基斯坦	2014.12	100	874.6		
10	泰國	2014.12	700	4,382.9	√	
11	哈薩克	2014.12	70	1,759.3		
12	香港	2014.11	4,000	24,652.5	√	√
13	加拿大	2014.11	2,000	3,350.1	√	√
14	卡達	2014.11	350	626.0	√	√
15	俄羅斯	2014.10	1,500	5,491.5		
16	南韓	2014.10	3,600	16,871.9	√	√
17	斯里蘭卡	2014.9	100	222.7		
18	蒙古	2014.8	150	366.6		
19	瑞士	2014.7	1,500	3,674.2	√	√
20	阿根廷	2014.7	700	912.8		
21	紐西蘭	2014.4	250	76.20		
22	歐洲央行(ECB)	2013.10	3,500	N.A.	√	√
23	印尼	2013.10	1,000	4,205.4		
24	冰島	2013.9	35	13.7		
25	阿爾巴尼亞	2013.9	20	34.4		
26	匈牙利	2013.9	100	517.2		√
27	英國	2013.6	2000	4,307.9	√	√
28	巴西	2013.6	1,900	5,549.0		

29	新加坡	2013.3	3,000	4,669.4	√	√
30	土耳其	2012.2	100	1,367.9		
31	阿拉伯聯合大公國	2012.1	350	2,844.5		
32	烏茲別克	2011.4	7	280.0		
Total 合計			31,372	107,472	-	-

來源：“Swap Agreements & China’s RMB Currency Network”, Zhu Yihong, May, 2015

註：換匯協議，期限為3年，在協議失效前，多會重新簽署，其中土耳其、阿拉伯聯合大公國及烏茲別克等三國的換匯協議分別在2015年1-2月間及2014年4月已失效，惟該等國家央行並未重新與人行簽署。

惟大多數國家的換匯協議多未使用，其中使用者僅香港、中國及阿根廷三國。香港係因當時中港貿易清算兌換人民幣的限額已不敷使用，因此於2010年10月利用換匯協議人民幣200億元作為貿易清算之用。2014年5月中國利用與韓國換匯協議取得4億韓元，貸放予中國的商業銀行，以作為企業支付韓國進口款項。2014年10月阿根廷在發生無法支付國際債務後，無法順利在國際上取得美元用以支付進口商品所需，因此利用與中國換匯協議約等值8.14億美元之人民幣。

(4) 人民幣資產在外匯存底之分配

2015年6月，IMF發布之 Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserve(COFER)季統計資料，2015年第一季，全球外匯存底已分配於美元資產為3.887兆美元(64.22%)、歐元資產1.256兆美元(20.75%)、日圓資產0.252兆美元(4.16%)、英鎊資產0.237兆(3.92%)(表4.5)。

表 4.5 World Foreign Exchange Reserves by currency

Unit: US dollars, billions

	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1
Total Foreign Exchange Holdings	11,849	11,984	11,760	11,589	11,433
Allocated Reserves	6,247	6,320	6,191	6,087	6,053
Claims in the USD	3,799	3,841	3,869	3,838	3,887
Claims in the GBP	241	245	238	230	237
Claims in the JPY	245	254	243	239	252
Claims in the CHF	17	17	16	17	18
Claims in the CAD	117	126	120	117	113
Claims in the AUD	118	121	116	109	114
Claims in the Euros	1,520	1,521	1,394	1,344	1,256
Claims in other currencies	190	195	196	192	187
Unallocated Reserves	5,602	5,664	5,569	5,502	5,370

註：由於人民幣並非 IMF 定義可自由兌換之貨幣，因此歸類在”“Claim in other currencies”

Source: IMF

渣打銀行依 COFER 統計資料及馬來西亞、奈及利亞、韓國及澳洲等央行公布該些國家均持有人民幣資產推估，人民幣為世界第 7 大的外匯存底貨幣，次於 SDR 貨幣籃 4 個組成貨幣、加拿大幣及澳元。在 2014 年底時，持有人民幣資產的央行及主權國家基金的家數已超過 60 家，而公部門(央行、主權國家基金、跨國金融組織)已獲得人行參與中國境內銀行間債券市場額度者超過 90 家。央行及主權國家基金持有人民幣資產的金額約在 700-1200 億美元，約占全球外匯存底總額 11.6 兆美元的 0.6-1.0%。

由於 CNY 仍非可自由兌換、非自由浮動的貨幣，並非 IMF 定義的外匯存

底貨幣，然境外人民幣 CNH 則是可自由支付、使用，因此如將 CNY/CNH 計入，推估人民幣資產占全球外匯存底的比例將上揚至 1.15-1.97%。

4、亞投行及新開發銀行將有人民幣融資

中國主導之亞洲基礎設施投資銀行(亞投行，Asia Infrastructure Investment Bank, AIIB)與新開發銀行 (New Development Bank, NDB) 之設立，有助於區域整合，以及人民幣在國際支付使用。

2014 年 10 月中國開始籌建亞投行，2015 年 6 月 29 日，共有 57 國簽署成為創始會員國，總部設在北京，資本額為 1,000 億美元，會員國中 37 國為亞太區域內的，20 國為區域外國家。美國、日本均未加入，香港、台灣的申請尚未被同意，而已簽署的 57 國中，尚有 7 國尚未經其國會通過，而亞投行預計在 2015 年底完成設立。

亞投行由中國主導，其股權將為 29.78%，與資本額 1,600 億美元的亞洲開發銀行(ADB)及資本 2,230 億美元的世界銀行(WB)分庭抗禮。目前，ADB 及 WB 兩家銀行每年能夠提供給亞洲國家與地區的資金只有約 200 億美元，不足以提供亞洲國家所需基礎建設之資金，亞投行將成為最大貸款者。

2015 年 7 月，巴西、俄羅斯、印度、中國、南非組成的金磚國家領導人高峰會上，宣布成立「新開發銀行」(New Development Bank, NDB)，預計 2015 年底開始運作。總部設在上海浦東陸家嘴的新開發銀行，初期

資本額 500 億美元，由五國共同分擔。另外，規模 1,000 億美元的「應急儲備基金」，是五國共用的外匯存底，將由中國出資 410 億美元。印度、俄羅斯各 180 億美元，南非 50 億美元。

三、人民幣成為 SDR 組成貨幣之影響

由於 IMF 刻正與中國非正式討論人民幣成為 SDR 組成貨幣事宜，市場均預期人民幣即將成為 SDR 的組成貨幣，只是時間點不確定，可能為 2015 年或 2020 年。惟作為 SDR 組成貨幣，有些隱含之意。

(一)直接效果：SDR 組成貨幣與權數變動、人民幣匯率波動幅度加大，

對於人民幣的避險需求增加。

(二)間接效果：中國加速金融改革開放(含人民幣開放的措施)

1、人民幣匯率為管理浮動

先擴大人民幣匯率波動的幅度，預期於 2015 年底前由中價上下 2% 擴大為 3%，2017 年底前再擴大至 5%，2018 年則完全取消波動幅度限制。

2、資本帳的開放

為達到人民幣成為 IMF 定義可自由使用的貨幣，將取消外國投資境內人民幣債券市場額度限制，開放境內個人對外投資等以達到 2018 年底前成為管理的浮動匯率制度，中國人民銀行未來 5 年開放資本帳項目的措施將包括：

(1) 允許居民個人對外投資

開放境內個人赴海外投資，所謂境內合格個人投資者(Qualified Domestic Individual Investors, QDII2)。條件為淨資產在人民幣 100 萬元以上的居民可以至海外投資債券、企業、不動產等，可能先在上海、天津、重慶、武漢、深圳及溫州等 6 個城市試點。

(2)提高 RQFII 的投資額度、放寬投資工具及取消部分額度限制

截至 2015 年 8 月底，人行給予各國 RQFII 總額度為人民幣 9,700 億元，其中未使用額度為 5,651 億元。惟香港 RQFII 的額度人民幣 2,700 億元已用罄；韓國使用額度已達 6 成，是以人行將會陸續提高 RQFII 投資額度。RQFII 外國投資人投資工具除投資債券(須為 80% 以上)、股票外，可能擴大至投資銀行間債券市場，如銀行定存單、附買回債券、換利的衍生性商品等。

此外，中國人民銀行可能取消部分外資投資中國證券市場的額度，改採登記制度，惟在 2020 年前將會維持部分額度限制，2018 年底前將可達到管理的資本帳開放(managed capital account convertibility)階段。

(3)改採事後監管及總體審慎管理方式

目前在自由貿易區廠商已可跨境雙向自由匯款，將來可能放寬外匯管制，跨境投資與匯款採事後管理制度；QFII 及 RQFII 從事前核准改採登記制度，並取消個別機構投資人額度限制及機構投資人的資格限制。

(4)將已成功的上海自貿區試點方案擴展至全國

每個自貿區各有特色，如廣東自貿區主要與香港與澳門的人民幣融資。此外，點對點融資計畫，如前海與香港、昆山與台灣、蘇州/天津與新加坡等是與境外人民幣市場的連線。

(5)加強人民幣國際支付系統

目前全球人民幣交易的清算管道有二：(i)透過境外的人民幣清算銀行；(ii)透過在中國境內的聯行。中國刻正規劃中國國際支付系統 (**China International Payments System, CIPS**)作為 SWIFT 輔助系統，以直接清算全球人民幣跨境交易，有利人民幣境外市場的發展。**CIPS** 總部設在上海，預估在 2015 年底前可以開始運作。

3、利率自由化

中國已於 2014 年 11 月起，取消放款利率下限，並於 2015 年 5 月開始實施存款保險制度，是存款利率自由化的準備。加以中國人民銀行 2014 年 11 月和 2015 年 3 月與 5 月共三次放寬存款利率的浮動上限限制，將上限幅度由基準利率 1.1 倍提高到 1.5 倍(表 4.6)，行長周小川並表示今年(2015 年)將會取消存款利率的上限。

表 4.6 人民銀行利率調整 (2012 年 7 月~2015 年 8 月)

	2012.7	2014.11	2015.3	2015.5	2015.6	2015.8
1.基準利率						
一年期放款	6.00%	5.60%	5.35%	5.10%	4.85%	4.80%
一年期客戶存款	3.00%	2.75%	2.5%	2.25%	2.00%	1.75%

2.利率市場化						
放款下限 (基準利率倍數)	0.7 倍	取消下限				
存款利率浮動上限 (基準利率倍數)	1.1 倍	1.2 倍	1.3 倍	1.5 倍	1.5 倍	1.5 倍 (1 年期以下)
一年期客戶存款利率上限	3.3%	3.3%	3.25%	3.38%	3.00%	2.63%

(三)結果

1、依據渣打銀行的預測，如果人民幣於 2015 年成為 SDR 的組成貨幣，則 2020 年人民幣債券市場淨流入將達人民幣 5.5 ~6.2 兆元；如果 2020 年進入 SDR，則淨流入為人民幣 3.9~4.5 兆元。

2、人民幣資產在外匯存底的分配將增加，在 2015 年第 4 季，全球央行及主權財富基金持有人民幣資產將達 700-1,200 億美元，約占全球外匯存底的 0.6%-1%。

3、人民幣匯率 2015 年及 2016 年呈現溫和升值，2016 年底前達 1 美元兌人民幣 6.15 元。

4、境外人民幣市場的交易規模，如人民幣存款、人民幣債券、貿易與投資的清算等業務將大幅增加，人民幣成為國際交易主要清算貨幣。

四、小結

由於人民幣作為國際支付清算工具、外匯存底資產的比例逐漸上揚，雖中國資本管制仍在，人民幣並非可自由兌換之貨幣，然人民幣終將成為 SDR 貨幣籃的組成貨幣，可能在 2015 年或 2020 年，其權數可能僅在美

元及歐元之後。而為加速人民幣的國際化，中國(1)積極擴展境外人民幣市場，如增設亞歐非美洲的人民幣清算中心，預期近年清算中心將由 15 個擴展到 20 個以上，以及中國金融機構、財政部、國際機構持續在海外發行人民幣債券(點心債)；(2)與多國央行簽署換匯協議，併同亞投行、新開發銀行的設立，中國以其龐大的外匯存底作為融資大國，促進人民幣融資；(3)繼續推動人民幣回流，擴大 RQFII 額度、啟動深港通、完成全球人民幣即時清算系統 CIPS 等。

此外，為使人民幣成為 SDR 組成貨幣，中國亦將積極進行自由化措施，包括人民幣匯率波動幅度將擴大，甚至取消波動幅度限制；資本帳的開放，如允許居民個人對外投資、提高 RQFII 的投資額度、放寬投資工具及取消部分額度限制；以及存款利率自由化措施等。

伍、結語

本文分別探討亞洲新興國家成長模式變化、中國大陸資本支出放緩現況及人民幣成為 SDR 組成貨幣及其影響等三項主題，總結如下。

- (一) 亞洲新興國家依賴出口至已發展國家帶動成長的模式，受供應鏈結構弱化及中國投資需求等因素而改變。2011 年以來，已開發國家對亞洲新興國家經濟成長之影響力減弱，而中國大陸對全球貿易及金融市場之影響力提高。
- (二) 近期中國大陸資本支出減緩反映了產業結構調整的負面衝擊。由於資本支出減緩，對各類產品及原物料需求減少，造成新興國家出口衰退。在其經濟結構調整過程中，新一輪的公共基礎建設需改善其效率性，並著重與內需消費結合，才能發揮穩定成長效用。
- (三) 中國大陸為全球第三大商品與服務出口國，僅次於歐盟與美國。另根據 SWIFT 統計，人民幣為全球第 2 大貿易融資貨幣及第 5 大支付貨幣。為使人民幣成為 IMF 定義可自由使用的貨幣，中國大陸仍將推動金融改革開放，人民幣成為 SDR 組成貨幣的時機可能在 2015 年或 2020 年。
- (四) 依據渣打銀行的預測，如果人民幣於 2015 年成為 SDR 的組成貨幣，則 2020 年人民幣債券市場淨流入將達人民幣 5.5~6.2 兆元；如果 2020 年進入 SDR，則淨流入為人民幣 3.9~4.5 兆元。境外人民幣市

場的交易規模，如人民幣存款、人民幣債券、貿易與投資的清算等業務將大幅增加，人民幣成為國際交易主要清算貨幣。

- (五) 中國大陸將持續進行金融改革措施，人民幣匯率波動幅度將擴大，甚至取消波動幅度限制；資本帳的開放，如允許居民個人對外投資、提高 RQFII 的投資額度、放寬投資工具及取消部分額度限制；以及存款利率自由化措施等。

近期中國大陸經濟成長放緩，股匯市震盪劇烈。由於其經濟結構調整仍需相當時間，投資需求減少所引發的通縮壓力以及制度改革造成的金融市場波動，對新興國家及已開發國家均造成影響。由於已開發國家之貨幣政策已極度寬鬆，因應外部負面衝擊的工具有限，全球經濟下行風險升高。中國大陸後續推出之穩定成長政策能否發揮預期效果及已開發國家央行貨幣政策之進程將為影響全球經濟之重要變數。

陸、附錄

人民幣國際化的時程表

時間	措施
2003.12	香港金管局宣布香港的銀行可以辦理個人人民幣業務，包括人民幣兌換與人民幣存款等。
2007.6	人民銀行與國發會共同宣布，經人行核准的中國金融機構可至香港發行人民幣債券，即所謂的點心債(Dim Sum Bond)，開啟境外人民幣市場。
2008.12	人民銀行與南韓央行簽署第一個雙邊換匯協議。稍後則與香港金管局簽署 2,000 億元的換匯協議，以提供香港人民幣市場的流動性。
2009.6	中國人民銀行開放銀行辦理上海與廣東的 4 個城市與香港的貿易往來，可以以人民幣清算業務。
2009.7	中國 5 個城市與香港人民幣貿易結算試點開始。
2009.9	中國財政部首度在香港(海外)發行人民幣國債，二次合計人民幣 60 億元。
2010.2	香港金管局宣布，只要人民幣資金不流入中國，香港的銀行可依需求在香港從事各項人民幣業務，運用手上的人民幣資金。
2010.6	人行宣布擴大人民幣貿易清算的試點至全國 20 個城市，海外貿易對手國別不限制。
2010.7	人行與香港金管局簽署人民幣業務清算協議合作補充備忘錄，人民幣業務參加行擴至非香港地區，發展香港成為境外人民幣交易平台；香港人民幣的清算行(中國銀行香港)將成為台灣人民幣現鈔的清算行；香港企業兌換人民幣金額不限；人民幣帳戶資金可以互轉。
2010.8	人行宣布經核准之外國央行、人民幣清算行及跨境貿易人民幣結算境外參加銀行可參與中國境內銀行間證券市場； 跨國企業麥當勞在香港發行第一只人民幣 2 億元點心債券； 中國允許馬幣與人民幣直接交易。
2010.12	中國給香港的跨境貿易清算之人民幣兌換額度已於 2010 年 10 月用罄，人行於 12 月重新給予額度； 中國宣布擴大人民幣貿易結算的試點企業； 中國允許俄羅斯盧布與人民幣直接交易。
2011.1	人行宣布企業可以直接使用人民幣從事海外直接投資，且大陸銀行的香港分行及聯行可以據以取得人民幣融資貸放給企業。
2011.3	香港推出人民幣託管帳戶服務，參加行通過清算行作為託管人將資金存

	放於人民銀行，以解決授信限額的問題； 人行將其支付予清算行之存款利率由 0.99% 調降至 0.72%。
2011.4	第一只人民幣 IPO 在香港公開募資。
2011.8	中國副總理李克強於訪問香港時答應協助 CNH 的發展，包括人民幣直接投資的清算，啟動 RQFII 制度等； 中國商務部發布人民幣直接投資的諮詢意見版本； 中國跨境貿易人民幣清算的範圍擴及全國； 中國財政部發行國債人民幣 200 億元； 香港金管局要求銀行透過人民幣信用狀的所有外幣借款，不可計入其未平倉的部位(net open position)。
2011.10	外國投資者可以合法獲得的境外人民幣至中國從事直接投資。
2011.12	中國證監會首發 RQFII 執照給香港投資機構，其可據以向外管局申請投資額度； 中國與日本同意合作推動使用兩國貨幣進行貿易及金融交易。
2012.1	三家香港發鈔銀行開始公布人民幣銀行間拆款利率。
2012.4	香港 RQFII 總額度由人民幣 200 億元提高為 700 億元； 香港新增 5 家銀行公布銀行間拆款利率； 香港金管局不再查核跨境貿易的文件； 中國宣布計畫引進中國國際支付系統(China International Payment System, CIPS)做為人民幣跨境貿易與直接投資的清算系統； 第一只國際點心債在倫敦發行。
2012.5	香港金管局投資中國債券市場額度由 150 億元調高至 300 億元。
2012.6	香港金管局開始提供香港銀行人民幣 1 星期的融資(流動性)措施； 中國允許人民幣與日圓直接交易； 深圳的前海成為第二個資本帳自由化的試驗區。
2012.7	第一只以人民幣計價的 A 股 ETF 在香港上市。
2012.8	中國與台灣簽署兩岸人民幣清算的備忘錄； 香港允許非居民開立人民幣帳戶，每日兌換人民幣金額無限制。
2012.9	第一只美元與人民幣匯率、以人民幣交割之期貨在香港證交所掛牌。
2012.10	(人民幣與港幣)雙幣 ETF 在香港交易所開始交易； 人民幣計價的股票開始在香港上市，造就第一只雙幣公司股票。
2012.11	渣打銀行開始公布代表人民幣國際化的指標 Renminbi Globalisation Index (RBI)，並安排境外人民幣的借貸案件。
2012.12	人民幣的附買回交易開始；

	<p>中銀台北被指定為台灣人民幣清算行；</p> <p>人民幣計價的認購權證(warrant)開始交易；</p> <p>中國外匯局取消具 QFII 資格之主權財富基金及央行投資中國證券市場 10 億美元之限額規定；</p> <p>深圳前海區設立的大陸廠商，可以直接由香港銀行取得人民幣借款。</p>
2013.2	<p>台灣的銀行開始從事人民幣業務；</p> <p>人行指定工商銀行新加坡分行為人民幣清算行；</p> <p>第一只人民幣折價債券(discount note)在海外發行。</p>
2013.3	<p>中國宣布從 4 月 1 日起，香港、澳門及台灣的居民可以開立 A 股帳戶投資中國股市；</p> <p>人行宣布所有香港的金融機構均可申請 RQFII 額度，而已取得 QFII 資格的投資人可以參與銀行間債券市場；</p> <p>第一只人民幣債券(寶島債)在台發行；</p> <p>香港清算行將定存期限調高至 3 個月，台灣則是到 1 年期定存；</p> <p>中國允許 13 家跨國企業跨境自由移動資金上限為投資金額的 30%。</p>
2013.5	香港 RQFII 限額由人民幣 700 億元提高至 2,700 億元。
2013.6	<p>境外人民幣拆款利率 CNH HIBOR 正式啟動；</p> <p>中國財政部在香港發行一只期限為 30 年的中央政府公債。</p>
2013.7	人行採取放寬措施：簡化跨境貿易人民幣清算及關係企業間的人民幣借貸。
2013.9	中國啟動上海自由貿易區。
2013.10	<p>中國給予新加坡及英國 RQFII 額度分別為人民幣 500 億元及 800 億元；</p> <p>歐洲央行與人行簽署換匯協議人民幣 3,500 億元。</p>
2013.11	台灣金管會同意中國的金融機構及公司可以在台發行人民幣債券。
2014.1	新加坡金管局宣布，欲取得 RQFII 資格的金融機構可以提出申請。
2014.3	<p>中國宣布人民幣匯率波動範圍由中價的上下 1%，上揚至上下 2%；</p> <p>人行與英格蘭銀行及德國央行簽署人民幣清算備忘錄，倫敦及法蘭克福將會有人民幣清算銀行；</p> <p>港交所將人民幣匯率期貨納入盤後交易項目；</p> <p>人行給予巴黎 RQFII 額度人民幣 800 億元；</p> <p>中國允許紐西蘭幣與人民幣直接交易。</p>
2014.4	<p>港交所開始以人民幣清算之小宗商品期貨之交易；</p> <p>中國允許澳幣與人民幣直接交易；</p> <p>中國證監會與香港期交所宣布滬港直通車將開始。</p>

2014.6	英國、德國啟動人民幣清算業務； 法國及盧森堡與中國簽署人民幣清算備忘錄； 中國允許英鎊與人民幣直接交易； 新加坡金管局開始提供人民幣隔夜拆款融資措施。
2014.7	中國允許韓元與人民幣直接交易； 澳洲開始人民幣的即時清算業務； 瑞士央行與人行簽署換匯協議，並獲得人行給予銀行間債券市場的投資額度。
2014.11	香港金管局宣布提供人民幣 100 億元的日中融資，並授權 7 家主要融資銀行； 中國財政部在香港發行國債人民幣 120 億元； 滬港直通車啟動； 香港金管局取消香港居民每日兌換人民幣 2 萬元之限制； 人行與馬來西亞、加拿大、卡達、澳洲等國央行簽署人民幣清算備忘錄，將於吉隆坡、多倫多、多哈及雪梨開始人民幣清算業務。
2014.12	人行與泰國央行簽署人民幣清算備忘錄； 中國副總理宣布自貿區將由上海擴大至廣東、福建及天津。
2015.1	瑞士央行與人行簽署人民幣清算協議，並取得 RQFII 人民幣 500 億元額度。
2015.2	香港金管局提供更便利的人民幣融資措施； 雪梨開始人民幣的清算業務； 上海自貿區企業可以自海外匯入資金之資本帳自由化措施。
2015.3	滬港直通車可以從事股票放空交易。
2015.4	增設廣東(前海)、福建(福州、平潭和廈門)及天津三個自貿區。
2015.5	中國證監會與香港證券及期貨事務監督委員會簽署中國香港基金互認安排(Mutual Recognition of Funds, MFR)的監管合作備忘錄，讓合格的中國與香港基金通過簡易審核在對方市場銷售。7月1日實施。
2015.6	人行宣布合格參與中國銀行間債券市場的銀行可以將附買回交易所取得之人民幣資金匯至海外。