

HONG KONG INSTITUTE FOR MONETARY RESEARCH  
香港金融研究中心

## 跨境人民幣業務與香港人民幣市場

李波 王佐罈 席鈺

香港金融研究中心特別報告第七期

二零一一年七月



香港金融研究中心  
(註冊成立的有限責任公司)

中心保留所有權利  
可複製作教育或非商業用途，惟必須註明資料來源

# 跨境人民幣業務與香港人民幣市場

李波 王佐罡 席鈺

香港金融研究中心  
中國人民銀行貨幣政策二司

二零一一年七月

## 目 錄

## 摘要

## 第一章：跨境人民幣業務的簡要回顧

1.1 周邊國家形成了一定規模的人民幣使用區域

1.2 港澳地區人民幣業務快速發展

1.3 雙邊貨幣合作取得新進展

1.4 開展跨境貿易和投資人民幣結算試點

## 第二章：跨境貿易和投資人民幣結算試點的現狀

2.1 當前的試點政策

2.2 試點的基本情況

## 第三章：香港人民幣市場的制度安排及發展現狀

3.1 個人人民幣業務

3.2 企業和機構人民幣業務

3.3 香港人民幣市場發展的現狀

#### 第四章：香港人民幣市場發展的積極意義

- 4.1 有利於在「一國兩制」的框架下建設和發展香港國際金融中心
- 4.2 有利於貿易和投資的便利化
- 4.3 有利於防範人民幣跨境使用可能帶來的風險
- 4.4 發展香港人民幣市場有利於境內金融市場的開放，有利於內地探索實現人民幣資本項目可兌換

#### 第五章：香港人民幣市場發展對境內宏觀管理的影響可控

- 5.1 對境內貨幣供應量的影響
- 5.2 對匯率形成機制的影響
- 5.3 對內地利率管理的影響
- 5.4 對資金跨境流動管理的影響

#### 參考文獻

#### 表

- 表 1      2003 年至 2010 年有關香港人民幣業務的制度

#### 圖

- 圖 1      跨境貿易人民幣結算量按月情況  
圖 2      香港人民幣存款情況  
圖 3      香港人民幣市場匯率情況

## 摘要

跨境人民幣業務的發展歷程與我國改革開放的步伐密切相關。在改革開放初期，人民幣通過人員往來、邊境貿易、邊境旅遊等方式向我國毗鄰國家和港澳台少量流出。加入 **WTO** 後，為推動對外貿易的發展，滿足居民出國旅遊的需求，我國開始逐步放開人民幣流出限制，人民幣現鈔開始通過個人攜帶方式流向我國周邊地區。在周邊國家形成了一定規模的人民幣使用區域，特別是港澳地區人民幣業務快速發展。

隨著我國參與全球經濟一體化程度提高，為了推動貿易和投資的便利化，我國開始跨境貿易和投資人民幣結算試點，雙邊貨幣合作也取得進展。人民銀行和相關部門相繼下發了《跨境貿易人民幣結算試點管理辦法》及其實施細則、《關於擴大跨境貿易人民幣結算試點有關問題的通知》、《境外直接投資人民幣結算試點管理辦法》、《關於明確跨境人民幣業務相關問題的通知》等一系列制度和辦法，逐步規範、完善試點政策。經過近兩年跨境貿易和投資的人民幣結算試點，開展跨境人民幣業務對貿易和投資便利化的促進作用已獲得社會各界認可。下一步，人民幣在中國對外貿易和投資中將發揮更重要的作用。

近幾年，香港人民幣業務快速發展。香港人民幣業務自個人業務起步，人民銀行於**2003**年末首先宣佈為香港個人人民幣業務提供清算安排。期間，根據實際情況的變化，香港個人人民幣業務做了一些調整，擴大了個人人民幣兌換及匯款額度進行了調整。**2009**以來，為配合跨境貿易和投資的人民幣結算試點，香港企業和機構人民幣業務穩步發展。**2009**年**7**月中國人民銀行和中銀香港修改《關於人民幣業務的清算協議》，將跨境貿易人民幣結算業務納入清算體系安排，**2010**年**7**月再次修改《關於

人民幣業務的清算協議》，進一步擴大香港企業、機構人民幣業務。目前，香港與內地間人民幣跨境流動是人民幣跨境流動的主要組成部分，香港人民幣存款量穩步增長，人民幣產品種類逐漸豐富。

香港人民幣市場發展有利於在「一國兩制」的框架下建設和發展香港國際金融中心，有利於貿易和投資的便利化，有利於防範人民幣跨境使用可能帶來的風險，有利於境內金融市場的進一步對外開放。

香港人民幣市場發展對境內宏觀管理的影響可控。從目前的情況看，香港人民幣市場的貨幣創造能力有限，而且通過貿易項下支付到香港的人民幣資金主要通過中銀香港存放人民銀行，在香港和內地都沒有貨幣創造，對境內貨幣供應量的影響可控。從經驗數據看，人民幣在岸匯率和離岸匯率相互影響，價差不大。

在現有政策框架下，人民幣資金跨境流動有以下渠道：一是貿易結算人民幣收付；二是清算行、境內代理行的人民幣購售業務；三是清算行等三類機構進入銀行間債券市場投資；四是境內機構赴香港發行人民幣債券；五是人民幣跨境投融資試點。目前，人民幣跨境流動以貿易支付為主，同時在總體上呈淨流出狀態，沒有出現大的異常情況，有利於逐步解決境外人民幣的來源和運用問題。總的來說，人民銀行可採取多種措施管理人民幣資金的跨境流動。同時，應當加快人民幣在岸市場建設，穩步推動人民幣資本項目可兌換，擴大金融市場對外開放，使人民幣資金依法有序跨境循環流動，進一步促進貿易和投資的便利化。

## 第一章、跨境人民幣業務的簡要回顧

跨境人民幣業務的發展歷程與我國對外開放的步伐密切相關。在改革開放初期，人民幣通過人員往來、邊境貿易、邊境旅遊等方式向我國毗鄰國家和港澳台少量流出。加入 WTO 後，為推動對外貿易的發展，滿足居民出國旅遊的需求，我國開始逐步放開人民幣流出限制，人民幣現鈔開始通過個人攜帶方式流向我國周邊地區。隨着對外開放程度的不斷加大，我國參與全球經濟一體化程度提高，為了推動貿易和投資的便利化，我國開始跨境貿易和投資的人民幣結算試點。

### 1.1 周邊國家形成了一定規模的人民幣使用區域

20 世紀 80 年代末，我國開放了多個邊境城市，邊境貿易在中越、中緬、中蒙、中俄等邊境地區開始萌芽。為促進邊境貿易人民幣結算發展，規範人民幣的跨境流動，從 1993 年開始，人民銀行先後與越南、蒙古、老撾、尼泊爾、俄羅斯、吉爾吉斯斯坦、朝鮮和哈薩克斯坦等 8 個邊境毗鄰國家的中央銀行簽署了邊境貿易本幣結算的協定，允許兩國本幣用於邊貿結算、允許兩國商業銀行互開本幣賬戶為邊境貿易提供銀行結算服務、允許跨境調運兩國本幣現鈔、允許在邊境地區設立兩國貨幣的兌換點。這些協定不僅促進了邊貿發展，也促進了人民幣在周邊國家的使用。

### 1.2 港澳地區人民幣業務快速發展

改革開放後，人民幣開始通過人員往來向香港和澳門地區少量流出。進入 90 年代，隨着改革開放的深入推進和經濟的快速發展、內地與港澳經貿金融聯繫程度不斷提高，往來人員數量快速增長，往來人員攜帶貨幣出入境成為普遍現象，人民幣在港澳的流通和使用逐步形成了一定規模，有了一定數量的

沉澱。為支持香港人民幣業務的發展，人民銀行於 2003 年 11 月發佈公告，宣佈為香港銀行開辦個人人民幣業務提供清算安排，並商香港金管局確定中國銀行（香港）有限公司為香港銀行個人人民幣業務清算行，為參加行辦理個人人民幣存款、兌換、匯款和銀行卡業務提供清算服務。在借鑒香港經驗的基礎上，隨後澳門也開展了人民幣業務。人民銀行商澳門金管局選擇中國銀行澳門分行為澳門個人人民幣業務清算行，辦理有關業務的跨境資金清算。從 2007 年開始，財政部和內地銀行陸續在香港發行人民幣債券。2009 年，人民銀行與中銀香港和中國銀行澳門分行先後修改了《清算協議》，進一步放寬港澳人民幣的業務範圍。2010 年 7 月，人民銀行與中銀香港再次修改《清算協議》，為香港的企業和機構人民幣業務發展奠定了基礎。

### 1.3 雙邊貨幣合作取得新進展

金融危機爆發以來，我國積極發揮維護區域金融穩定的作用，經國務院批准，人民銀行先後與韓國、中國香港、馬來西亞、白俄羅斯、印度尼西亞、阿根廷、冰島、新加坡等多個經濟體的貨幣當局簽署了人民幣的雙邊本幣互換協議。隨着區域經濟金融形勢漸趨穩定，本幣互換協議的功能逐步從維護區域金融穩定轉向促進雙邊貿易和投資的便利化。2010 年 3 月，人民銀行與白俄羅斯國家銀行簽署了《中白雙邊本幣結算協議》。該協議是第一個我國與非接壤國家簽訂的一般貿易本幣結算協議。

### 1.4 開展跨境貿易和投資人民幣結算試點

為促進貿易和投資便利化，幫助我國企業規避美元等國際結算貨幣的匯率風險，積極應對國際金融危機，2009 年以來，國家作出了一系列關於加快推進

跨境貿易人民幣結算的戰略部署。2009年7月人民銀行聯合有關部門發佈了《跨境貿易人民幣結算試點管理辦法》，上海市和廣東省4城市開始跨境貿易人民幣結算試點，人民幣跨境收付信息管理系統(RCPMIS)同時正式上線運行。為進一步發揮人民幣結算對貿易和投資便利化的促進作用，滿足企業對跨境貿易人民幣結算的實際需求，2010年6月，人民銀行與財政部、商務部、海關總署、稅務總局和銀監會聯合發佈《關於擴大跨境貿易人民幣結算試點有關問題的通知》，擴大試點範圍。2011年1月，人民銀行發佈《境外直接投資人民幣結算試點管理辦法》，規範境外直接投資人民幣結算試點。

## 第二章、跨境貿易和投資人民幣結算試點的現狀

### 2.1 當前的試點政策

根據《關於擴大跨境貿易人民幣結算試點有關問題的通知》，當前的跨境貿易人民幣結算試點政策包括：一是跨境貿易人民幣結算的境外地域由港澳、東盟地區擴展到所有國家和地區。二是境內試點地區由上海和廣東 4 個城市增加到北京、天津、上海、內蒙古、遼寧、吉林、黑龍江、江蘇、浙江、福建、山東、湖北、廣東、廣西、海南、重慶、四川、雲南、西藏、新疆等 20 個省（自治區、直轄市）。三是試點業務範圍包括跨境貨物貿易、服務貿易和其他經常項目人民幣結算。

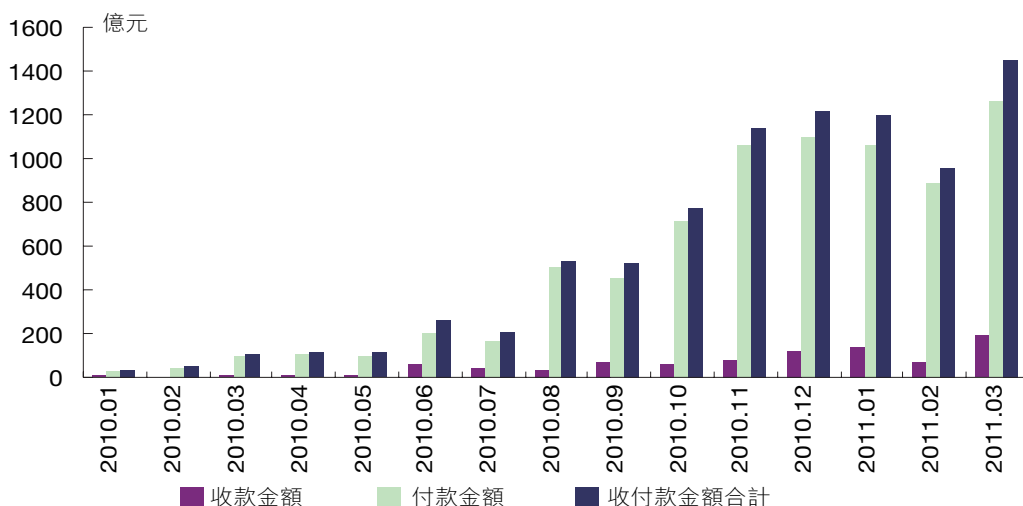
為配合跨境貿易人民幣結算試點的開展，人民銀行還先後出台了一系列配套政策：一是 2010 年 8 月，人民銀行發佈《關於境外人民幣清算行等三類機構運用人民幣投資銀行間債券市場試點有關事宜的通知》，允許境外中央銀行或貨幣當局、港澳人民幣清算行和境外參加銀行使用依法獲得的人民幣資金投資銀行間債券市場，以拓寬境外人民幣的回流渠道，為境外人民幣提供保值渠道。二是 2010 年 8

月，人民銀行發佈《境外機構人民幣銀行結算賬戶管理辦法》，明確境外機構可申請在銀行開立人民幣銀行結算賬戶，用於依法開展的各項跨境人民幣業務。三是 2011 年 1 月，人民銀行發佈《境外直接投資人民幣結算試點管理辦法》，規範境外直接投資人民幣結算試點。四是 2011 年 5 月，人民銀行發佈《關於明確跨境人民幣業務相關問題的通知》，有效解決銀行、企業在開展跨境人民幣業務過程中提出的問題，進一步規範、完善試點政策。

### 2.2 試點的基本情況

自 2009 年 7 月跨境貿易人民幣結算試點開始以來，人民幣資金跨境結算、清算渠道便捷、順暢，人民幣出口退（免）稅及進出口報關政策清晰明確、操作流程便利，人民幣跨境收付信息管理系統 (RCPMIS) 運行穩定，人民幣結算、人民幣購售等相關業務有序進行。從試點開始到 2011 年 3 月底，銀行累計辦理跨境貿易人民幣結算業務 8702 億元。

圖 1 跨境貿易人民幣結算量按月情況



資料來源：中國人民銀行

同時，為配合跨境貿易人民幣結算試點，探索解決境外人民幣的來源和運用渠道問題，人民銀行還組織開展了跨境投融资人民幣結算個案試點。2011年1月，人民銀行發佈了《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的銀行和企業可開展境外直接投資人民幣結算試點，銀行可以向境內機構在境外投資的企業或項目提供人民幣貸款。

經過近兩年跨境貿易和投資的人民幣結算試點，開展跨境人民幣業務對貿易和投資便利化的促進作用已獲得社會各界共識。下一步，人民幣在中國對外貿易和投資中將發揮更重要的作用。

## 第三章、香港人民幣市場的制度安排及發展現狀

香港人民幣業務自個人人民幣業務起步，並陸續對個人兌換及匯款額度進行了調整。2009以來，為配合跨境貿易和投資的人民幣結算試點，香港企業和機構人民幣業務穩步發展。

### 3.1 個人人民幣業務

人民幣跨境流動的最初形式是基於個人旅遊、購物等需求而產生的個人攜帶人民幣現鈔出入境。為便利香港與內地間的人員往來，人民銀行於2003年末首先為香港個人人民幣業務提供清算安排。期間，根據實際情況的變化，香港個人人民幣業務做了一

些調整，至今香港個人人民幣業務包括以下幾方面內容：一是香港參加行（只限持牌銀行）可為個人客戶提供港幣與人民幣之間雙向兌換服務，其中通過存款賬戶或現鈔兌換每天不超過等值20000元人民幣。二是香港參加行（只限持牌銀行）可通過清算行為個人客戶辦理往來內地匯款，包括以賬戶持有人為收款人的香港對內地人民幣匯款（即同名匯款），每人每天不得超過80000元人民幣。三是個人人民幣支票每個賬戶每天不得超過80000元人民幣，限於在廣東省和香港的消費性支出並不得轉讓。2003年至2010年有關香港人民幣業務的制度、規定見表1。

**表 1 2003 年至 2010 年有關香港人民幣業務的制度**

| 序號 | 時間     | 主要內容                                                                                |
|----|--------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 1  | 2003 年 | 中國人民銀行將為在港辦理個人人民幣存款、兌換、銀行卡和匯款業務的有關銀行提供清算安排（中國人民銀行公告[2003]第 16 號）                    |
| 2  | 2003 年 | 授權中國銀行（香港）作為香港個人人民幣業務清算行（中國人民銀行公告[2003]第 20 號）                                      |
| 3  | 2004 年 | 香港清算銀行調運人民幣現鈔進出境通關業務管理辦法（銀發[2004]10 號）                                              |
| 4  | 2004 年 | 內地銀行與香港和澳門銀行辦理個人人民幣業務有關問題的通知（銀發[2004]254 號）                                         |
| 5  | 2005 年 | 擴大為香港銀行辦理人民幣業務提供平盤及清算安排的範圍：接受指定商戶人民幣存款、放寬兌換業務提供平盤服務的要求、提供支票服務（中國人民銀行公告[2005]第 26 號） |
| 6  | 2006 年 | 香港人民幣支票管理辦法（銀發[2006]44 號）                                                           |
| 7  | 2007 年 | 擴大為香港銀行辦理人民幣業務提供平盤及清算安排的範圍：內地機構在港發人民幣債有關事宜（中國人民銀行公告[2007]第 3 號）                     |
| 8  | 2007 年 | 境內金融機構赴香港發行人民幣債券管理暫行辦法（中國人民銀行公告[2007]第 12 號）                                        |
| 9  | 2007 年 | 簽訂《中國人民銀行與中國銀行（香港）有限公司關於人民幣業務的清算協議》（以下簡稱《清算協議》）                                     |
| 10 | 2009 年 | 中國人民銀行與中銀香港修改《清算協議》                                                                 |
| 11 | 2010 年 | 中國人民銀行與中銀香港修改《清算協議》                                                                 |

資料來源：中國人民銀行

人民銀行為香港個人人民幣業務提供清算安排的主要內容有兩項，一是通過清算行中銀香港在兌換額度內向香港居民個人供應人民幣；二是通過清算行中銀香港在人民銀行深圳中心支行開立人民幣清算賬戶，允許香港人民幣回流內地。為了保障香港參加銀行自清算行購買的人民幣用於香港居民個人兌換，《清算協議》要求香港參加行的個人人民幣兌換業務必須保持基本平盤。平盤是指清算行為參加行因辦理兌換業務產生的人民幣未平倉淨額提供的人民幣與港幣和其他外幣間的兌換交易，以及清算行為此進入內地銀行間外匯市場對其未平倉頭寸進行的人民幣與港幣及人民幣與其他外幣間的交易。

### 3.2 企業和機構人民幣業務

**2007年起，內地金融機構和財政部陸續在香港發行人民幣債券。**香港企業和機構人民幣業務經歷了從無到有，逐步放開的過程。2007年起，伴隨着境內金融機構和財政部在香港發行人民幣債券，香港參加行開始提供發行人民幣債券所得或與承銷活動有關的資金存入服務以及債券轉讓及償還項下人民幣資金存入服務，為企業支付發行費用等相關款項提供人民幣兌換港幣單向兌換服務，以電匯方式通過清算行為機構將籌集得到的人民幣款項匯到內地，以及把人民幣匯回香港支付債券利息和償還本金。

**2009年7月修改《清算協議》，將跨境貿易人民幣結算業務納入清算體系安排。**為配合跨境貿易人民幣結算試點工作，人民銀行和中銀香港對《清算協議》進行了修改，明確中銀香港可為跨境貿易人民幣結算提供人民幣清算服務，並可通過與參加行的人民幣購售業務為境外企業提供一定數量的人民幣資金用於貿易結算。

**2010年7月再次修改《清算協議》，進一步擴大香港企業、機構人民幣業務。**推出香港人民幣業務的

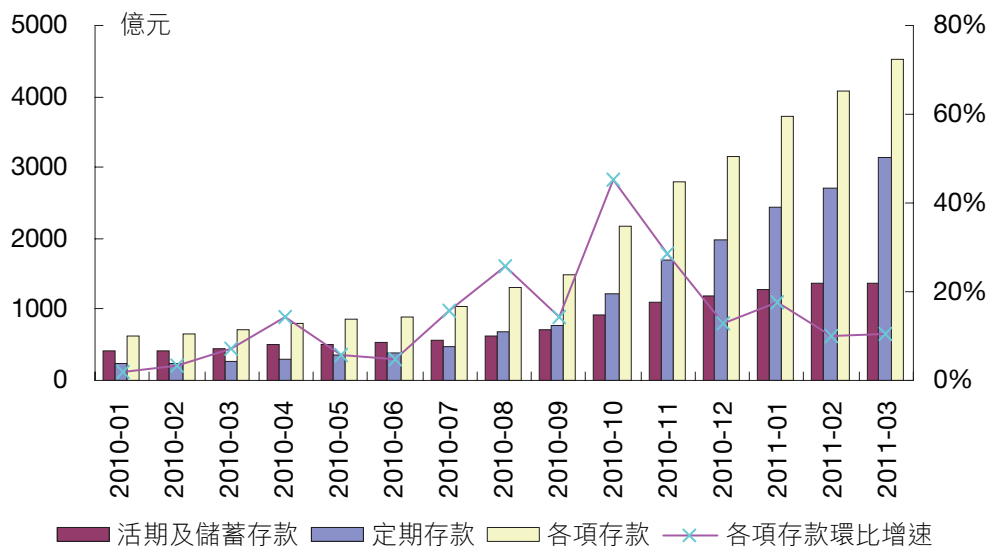
初衷是為了方便內地與香港人員往來，尤其是內地居民赴港旅遊，同時引導人民幣回流到內地。這與當時形勢相符，這一政策目標也得到了有效實現。但隨着形勢變化，香港人民幣業務背景發生了深刻的變化。無論從經貿、人員往來的實際需求層面，還是經濟金融戰略政策層面，現有的香港人民幣業務管理思路都應調整，從「引導回流」轉變為「雙向流動，支持貿易和投資」。因此，對於發展香港人民幣業務，應按照新的原則制定有關制度，具體包括：一是人民幣在香港與其他幣種同等待遇的原則。其他國際貨幣在香港可以經營的業務，人民幣也應該可以，並且按照國際慣例運作。二是對內地與香港之間的跨境人民幣資金流動實行管理的原則。人民銀行只對跨境人民幣資金流動進行監測和管理，香港本地的人民幣業務由當地監管部門根據當地法律進行監管。人民銀行和中銀香港於2010年7月再次修改《清算協議》，參加行可為包括各類銀行或非銀行金融機構在內的企業和機構客戶開立人民幣賬戶，並按照本地的法規為企業和機構客戶提供人民幣銀行服務，如涉及人民幣資金進出內地的，還需同時符合內地的有關規定及要求。

### 3.3 香港人民幣市場發展的現狀

**香港與內地間人民幣跨境流動是人民幣跨境流動的主要組成部分。**跨境貿易和投資人民幣結算試點工作啟動以來，與香港地區的跨境人民幣結算佔主導地位。從試點開始到2011年3月底，香港地區人民幣實際收付累計結算量佔比近三分之二。

隨着跨境貿易和投資人民幣結算試點工作的開展，香港人民幣存款量穩步增長。至2011年3月末，香港人民幣存款餘額4514億元。香港是主要的境外接受人民幣的地區，企業人民幣存款主要來自貿易結算。香港人民幣存款情況見圖2。

圖 2 香港人民幣存款情況



數據來源：香港金融管理局

**香港人民幣產品種類逐漸豐富。**修訂後的《清算協議》明確了各類銀行或非銀行金融機構可以開立人民幣賬戶，這為金融機構開發人民幣產品、募集人民幣資金和使用人民幣投資奠定了基礎。香港銀行和非銀行金融機構開始推出一些人民幣計價的金融產品，包括結構性理財產品、保險儲蓄、人民幣存款證、可交割人民幣遠期(DF)、人民幣保險產品等。境內外機構在香港發行人民幣債券逐漸增加，市場反映積極。至2011年3月末，在香港累計發行人民幣債券超過 800 億元。

## 第四章、香港人民幣市場發展的積極意義

### 4.1 有利於在「一國兩制」的框架下建設和發展香港國際金融中心

香港作為聲譽良好的自由市場和國際金融中心，法律、會計和監管等制度完備，具有較成熟的、先進的金融制度體系，可利用人民幣「走出去」的歷史機遇，發展各類人民幣金融產品。香港與內地經濟聯繫緊密，其監管機構和內地監管機構合作緊密，香港發展人民幣市場可以鞏固香港國際金融中心的地位，落實「一國兩制」，促進香港長期繁榮穩定。同時，香港離岸人民幣市場與上海在岸人民幣市場是互補關係，保持一定程度的競爭合作，可有力地促進滬港金融的共同發展，實現「雙贏」局面。

### 4.2 有利於貿易和投資的便利化

擴大人民幣在跨境貿易和投資中的使用，推動貿易和投資的便利化，需要解決境外缺乏人民幣資金來源和使用渠道的問題。2010年人民銀行採取了一系列措施推動這兩個問題的解決，包括允許非居民在境內開立人民幣銀行賬戶，允許境外央行或貨幣當局、港澳清算行和境外參加行投資銀行間債券市場等。而香港人民幣市場為境外機構獲取人民幣用於貿易支付和運用通過貿易獲取的人民幣提供了重要渠道，有利於貿易和投資的便利化，也有利於香港與內地之間貿易和投資的發展。

### 4.3 有利於防範人民幣跨境使用可能帶來的風險

在資本項目沒有完全放開的情況下，通過有效管理跨境人民幣流動，可以基本實現香港離岸市場和內地市場的隔離，從而防控人民幣跨境使用可能帶來的風險。另外，通過香港將境外流通的人民幣直接納入人民幣支付體系，有利於做好人民幣跨境流動監測分析工作，有效防範風險。

### 4.4 發展香港人民幣市場有利於境內金融市場的開放，有利於內地探索實現人民幣資本項目可兌換

來自於香港人民幣離岸市場的有序競爭，會逐步推動內地有關方面在人民幣可兌換等改革上形成共識，推動做大做強境內人民幣金融市場，推動內地金融市場的進一步開放，幫助內地探索逐步實現人民幣資本項目可兌換。同時，香港人民幣市場將成為內地金融機構走出去的重要平台，為境內金融機構在國際金融市場上發揮作用提供全方位的機會，有利於提高其國際競爭力。

## 第五章、香港人民幣市場發展對境內宏觀管理的影響可控

### 5.1 對境內貨幣供應量的影響

在沒有存款準備金要求和利率管制的情況下，離岸市場是否有創造信用的能力一直存在爭論，但一個共識是離岸市場的貨幣供應量難於測量。據國際清算銀行和國際貨幣基金組織研究，1968年，歐洲美元擴大的信用倍數僅在原始存款的0.4至0.9之間。又據基金組織專家約翰·休森的研究，1977年，這一倍數在1至1.5之間。<sup>1</sup>離岸市場貨幣乘數較低可能有兩個原因，一是雖沒有準備金的強制性規定，但銀行存款不可能全部貸出，即貨幣流通速度較低；二是離岸市場資金自由流動，「漏損」很大並且變動不定，貨幣回流到母國後就會停止其在離岸市場的信用擴張過程。

從目前的情況看，香港人民幣市場的貨幣創造能力仍然非常有限，對境內宏觀調控的影響非常小。一是香港市場人民幣借貸業務仍然很少；二是通過貿易項下支付到香港的人民幣資金主要通過中銀香港存放人民銀行，在香港和內地都沒有貨幣創造。

從長期來看，跨境貿易人民幣結算量上升態勢明顯，進入香港市場的人民幣數量將會增加，隨着境外市場的發展，貨幣乘數將有所上升，貨幣創造能力會有所提高。在境內金融市場穩步持續對外開放過程中，香港的人民幣也會通過各種渠道進入內地，影響貨幣供應量。如果國內當局無法用準備金要求來控制離岸存款的增長，可通過控制國內借款人從離岸市場借入的信貸，來控制離岸融資對國內銀行的信貸影響。同時，目前香港金管局要求香港

的參加行吸收的人民幣存款在清算行保持25%的流動性備付金，相當於存款準備金安排，而且高於內地的法定存款準備金率，從而可有效控制貨幣乘數。

流出境外的人民幣會間接增加外匯儲備，但當留存境外的人民幣用於境外市場的二級市場交易、第三方交易時，這部分人民幣的使用所導致外匯儲備增量不會造成國內通脹壓力，不需要對沖。還有一部分境外市場交易，比如被境外進口商用於購買中國產品，或者以人民幣FDI形式回流到內地，都是對外匯流入的代替，這部分人民幣流出時所導致的外匯儲備的增長只是將來要發生的儲備增長提前而已，從中期來看對境內貨幣政策的影響是中性的<sup>2</sup>。

### 5.2 對匯率形成機制的影響

離岸市場對匯率的影響應區分存在資本管制和不存在資本管制兩種情況。在資本管制下，貨幣的離岸使用對匯率的影響是不明確的，這取決於非居民持有本幣長頭寸和短頭寸的相對自由度。在短期內，離岸市場對匯率的作用也受宏觀經濟形勢的影響。在更開放的條件下，貨幣離岸使用對匯率的影響可能取決於這種貨幣是同時被用作投資和融資貨幣，還是主要被用作投資貨幣或是融資貨幣，這反過來又取決於國內利率水平。<sup>3</sup>離岸市場匯率衍生品和在岸匯率衍生品標的相同，但由於市場參與者不同，預期不同，兩者之間存在價格差異。

<sup>1</sup> 劉振芳(1997)，《離岸金融市場》，第28頁，上海財經大學出版社，5月。

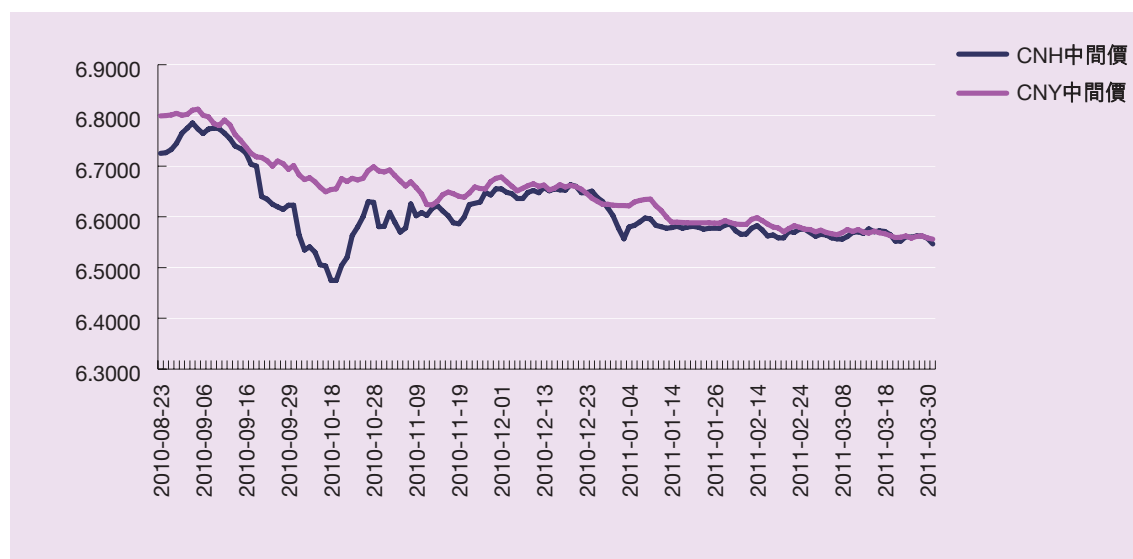
<sup>2</sup> 馬駿(2011)，《人民幣離岸市場發展對境內貨幣和金融的影響》，工作論文。

<sup>3</sup> 何東，羅伯特·麥考利，《本國貨幣的離岸市場：貨幣和金融穩定問題》。

從香港市場匯率水平看，一個價格信號是人民幣 NDF，另外一個價格信號是人民幣 DF。香港參加行可設置人民幣敞口頭寸規模（策略盤），向企業和機構提供人民幣兌換服務，雖然目前市場規模很小，但已形成有效的市場價格（見圖3）。與境內外

匯交易中心公佈的匯率相比，香港策略盤<sup>4</sup>匯率報價一般較高，但有時也較低。自從2010年12月香港金管局宣佈進一步規範香港人民幣業務的有關措施以來，策略盤報價與境內外匯交易中心公佈的匯率之間的差價已顯著縮小。

圖3 香港人民幣市場匯率情況



數據來源：中銀香港

從經驗數據看，人民幣在岸匯率和離岸NDF匯率相互影響，境外不存在居於主導地位的交易中心，並未出現顯著的定價權旁落現象。下一步，應加強對境外市場的研究，適時推出中長期境內人民幣外匯衍生產品，同時穩步推動人民幣可兌換進程、進一步完善人民幣匯率形成機制，確保離岸市場在在岸市場的有序引導下健康發展。

### 5.3 對內地利率管理的影響

隨著跨境人民幣業務的發展，香港人民幣產品日益豐富，但其利率水平仍低於境內利率水平。以人民

幣債券產品為例，2010年下半年香港發行的三年期企業債券平均收益率為3%左右，顯著低於境內同類型債券收益率。

資本的逐利性要求資金流向收益率高的市場，從而縮小不同市場價格差異，因此目前存在的利率水平差異恰恰說明人民幣資金的跨境流動存在制度限制。由於我國資本項目沒有實現完全可兌換，資本項目下人民幣資金的跨境流動存在限制。經常項目下，銀行需要對每一筆業務進行嚴格的審查，確保資金流動具有真實的貿易背景。因此，資金跨境流動的有效管制使得不同市場收益率存在差異。

<sup>4</sup> 根據香港金管局的監管要求，各銀行除了可以向清算行申請為客戶辦理規定項下的兌換外，還可以根據自身風險控制情況留有人民幣敞口頭寸（即策略盤），以滿足客戶非貿易項下的人民幣兌換需求，因此形成了銀行間的人民幣兌美元交易市場。

從離岸市場有關理論和實踐經驗來看，離岸市場由於沒有準備金、存款保險費用等，金融機構可以在很窄的利差下開展業務<sup>5</sup>。以歐洲美元市場和美國在岸市場為例，歐洲美元市場金融機構吸收美元存款支付的利率高於在岸市場，而發放美元貸款的利率低於在岸市場，存貸款利差較小。因此，在市場被分割的情況下，兩個市場價格存在一定差異是一種正常的經濟現象。對於貨幣發行國貨幣當局而言，關鍵是保持貨幣政策的獨立性和有效性。

#### 5.4 對資金跨境流動管理的影響

在現有政策框架下，人民幣資金跨境流動有以下渠道：一是貿易結算人民幣收付；二是清算行、境內代理行的人民幣購售業務；三是清算行等三類機構進入銀行間債券市場投資；四是境內機構赴香港發行人民幣債券；五是人民幣跨境投融資試點。目前，人民幣跨境流動以貿易支付為主，約佔總流動量的85%，同時在總體上呈淨流出狀態，沒有出現大的異常情況，有利於逐步解決境外人民幣的來源和運用問題。

貿易結算方面，試點開始以來，各試點地區跨境貿易人民幣結算業務增勢穩定。由於對出口貨物貿易實行試點企業管理制度，在第二批出口貨物貿易人民幣結算試點企業名單於2010年12月正式發佈前，人民幣出口貿易結算量一直處於較低水平。

從整體上看，境內代理行和參加行購售業務為淨售出少量人民幣，人民幣資金流出境外，且售出的人人民幣主要用於貿易項下支付，未出現大的異常情況。香港清算行在境外購售人民幣，從清算行購買人民幣的境外企業只能用於貿易支付，不會形成熱錢流入。

允許清算行等三類機構進入銀行間債券市場投資的主要考慮是為境外人民幣提供一定的保值渠道，是人民幣回流的渠道之一，目前總量非常有限。境內機構赴香港發行人民幣債券須將資金調回境內使用，在發行時人民幣流入內地，到期還本付息時，人民幣流向境外，且總體上規模可控。最後，人民幣跨境投融資試點總體上流出大於流入。

總的來說，人民銀行可採取多種措施管理人民幣資金的跨境流動。同時，應當加快人民幣在岸市場建設，穩步推動人民幣資本項目可兌換，擴大金融市場對外開放，使人民幣資金依法有序跨境循環流動，促進貿易和投資的便利化。

<sup>5</sup> 何東，羅伯特·麥考利，《本國貨幣的離岸市場：貨幣和金融穩定問題》。

## 參考文獻

- 金琦(2007)，《香港人民幣業務發展及有關清算安排》，*中國金融*，第 13 期。
- 何東，羅伯特·麥考利(2009)，《本國貨幣的離岸市場：貨幣和金融穩定問題》。
- 何慧剛(2007)，《資本項目自由化、匯率制度彈性化與人民幣國際化》，*經濟學研究*，第 5 期。
- 李瑤(2003)，《非國際貨幣、貨幣國際化與資本項目可兌換》，*金融研究*，第 8 期。
- 廖原(2004)，《論香港人民幣離岸金融中心》，碩士論文。
- 劉振芳(1997)，《離岸金融市場》，上海財經大學出版社，5 月。
- 馬駿(2011)，《人民幣離岸市場發展對境內貨幣和金融的影響》，工作論文。
- 徐奇淵、劉力臻(2006)，《香港人民幣存量估計：M1 口徑的考察》，*世界經濟*，第 9 期。
- 尹亞紅(2009)，《香港人民幣現金流通規模的估計：1998-2006》，*經濟評論*，第 2 期。
- 尹亞紅(2009)，《香港人民幣化的經濟效應分析》，*亞太經濟*，第 4 期。
- 朱孟楠，陳唏和張喬(2009)，《香港：從人民幣離岸債券市場到人民幣離岸中心》，*上海金融*，第 8 期。
- 鍾偉(2002)，《略論香港作為人民幣離岸金融中心的構想》，*管理世界*，第 10 期。



## 香港金融研究中心

香港中環金融街 8 號

國際金融中心二期五十五樓

電話 (852) 2878 1978

國文傳真 (852) 2878 7006

電子郵件 [hkimr@hkma.gov.hk](mailto:hkimr@hkma.gov.hk)

網頁 <http://www.hkimr.org>