

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

China's Road to Financial Opening:

A Perspective of Chinese Individual Outward Investments
and the Role of Hong Kong

中國金融開放之路－

個人境外投資的視角及香港的作用

Yinggang Zhou 周穎剛

HKIMR Occasional Paper No.9

香港金融研究中心特別報告第九期

November 2014

二零一四年十一月



Hong Kong Institute for Monetary Research

香港金融研究中心

(a company incorporated with limited liability)

(以有限法律責任形式成立的公司)

All rights reserved.

Reproduction for educational and non-commercial purposes is permitted provided that the source is acknowledged.

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

中國金融開放之路－ 個人境外投資的視角及香港的作用

周穎剛

香港中文大學
香港金融研究中心

二零一四年十一月

目錄

摘要

第一章：個人境外投資的必然性

1.1 中國私人財富持續快速增長，離岸財富管理需求日益強勁

1.2 中國式的金融抑制下個人境外投資的微觀理性和宏觀意義

1.3 個人海外投資是中國金融開放和戰略轉型的必由之路

第二章：個人境外投資的路徑選擇

2.1 有中國特色的資本帳戶開放道路和影響

2.2 香港是個人海外投資的首選

2.3 香港的SWOT分析

第三章：香港在中國金融開放中的作用之頂層設計

3.1 “金融購物天堂”是香港吸引內地個人投資的正確定位

3.2 香港可以成為國際金融新秩序中的“東方之珠”

第四章：結論

參考文獻

作者感謝與何東和陳紅一富有建設性的討論，以及張若梅和吳卓言提供的出色的助研工作。當然，文責自負。

本報告之內容只反映作者的個人意見，並不代表香港金融研究中心，其顧問委員會及董事局之立場。

摘要

隨著中國資本項目的進一步開放，未來可期中國成為金融大國，其中一個表現就是中國企業和居民的對外投資會呈現非常高速的增長。伴隨著數十年中國經濟高速增長，私人財富總額與高淨值家庭數量持續快速增長，離岸投資和財富管理需求日益強勁。同時，在中國大陸，金融抑制還依然嚴重，資產配置及投資需求難以得到滿足，到境外尋找保值和增值的“替代性”投資具有其微觀理性。從宏觀的角度講，有序地放開個人境外投資有利於治理流動性氾濫、緩解資產泡沫、通貨膨脹和人民幣被升值、推進資本項目開放。從戰略上看，中國是一個官方債權大國，風險大而集中，應積極向“私人債權大國”轉型，而“藏匯於民”並鼓勵其對外投資是金融開放和戰略轉型的必由之路，將助推中國成為金融大國。

個人境外投資的路徑應該遵循有中國特色的資本帳戶漸進開放道路，在“主動、可控、漸進”的原則下，香港是中國大陸個人海外投資的首選之地。通過香港的優勢、劣勢、機會和挑戰(SWOT)分析，筆者提出兩個頂層設計。一是香港應該引領中國資本“走出去”的潮流，抓住中國金融業“十二五”規劃提出將香港建設成國際資產管理中心和人民幣離岸中心的機遇，選擇金融這一支柱產業升級轉型現有的購物天堂，以金融產品為導向、以財富管理和金融服務為核心，積極打造成一個“金融購物天堂”。二是香港應該積極推動人民幣國際化，力爭離岸人民幣和國際資產價格的定價權，與紐約、倫敦等世界級金融中心相媲美、相競爭，成為未來全球可能出現的美元、歐元、人民幣等多元儲備貨幣體系中的“東方之珠”。

China's Road to Financial Opening: A Perspective of Chinese Individual Outward Investments and the Role of Hong Kong

Yinggang Zhou

The Chinese University of Hong Kong
Hong Kong Institute for Monetary Research

Abstract

China will become a global financial power as its capital account liberalization accelerates. In particular, gross flows out of China and outward investment would be substantial for several reasons. First, China's total amount of private wealth and the number of high-net-worth families have been growing steadily with the rapid economic growth for decades. The demand for offshore investment and wealth management are increasingly strong. Second, investors' demand for asset allocation and investment is hardly met given the significant financial repression in China. Thus, individual investors have strong incentive to seek for overseas investment opportunities. From a macro perspective, an orderly liberalization of outward investment for individuals can ease the excess liquidity, asset bubbles, inflation and the appreciation of RMB. From the strategic point of view, China is a big creditor with most of the foreign exchange reserves held in official institutions. Such public debt financing is risky and concentrated and thus should be transformed into private debt financing. The key is to allow individuals to hold more foreign exchange reserves and encourage

them to invest overseas, which would lead China to become a global financial power.

Following capital account liberalization with Chinese characteristics, which is a proactive, controllable and gradualist path, Hong Kong is a preferred destination of Chinese individual outward investment. Based on SWOT analysis of Hong Kong, I propose the following top-down designs. Hong Kong should lead the trend of Chinese capital outflow and seize the opportunity outlined in the China's 'twelfth five-year plan', which aims to build Hong Kong as an international asset management center and offshore RMB center, to further upgrade the existing financial service industry into a 'financial shopping paradise'. Meanwhile, Hong Kong should actively promote the internationalization of RMB, and gain the pricing power of offshore RMB and international asset, to run parallel to and compete with world-class international financial centers, such as New York and London, and become a 'Pearl of the Orient' in the future international monetary system with multiple reserve currencies of US dollar, Euro and RMB.

The author would like to thank Dong He and Hongyi Chen for valuable discussions and constructive suggestions. The author is also grateful to Ruomei Zhang and Cheuk Yin Ng for excellent research assistance. I am responsible for all errors.

The views expressed in this paper are those of the author, and do not necessarily reflect those of the Hong Kong Institute for Monetary Research, its Council of Advisers, or the Board of Directors.

改革開放30多年來，中國已成為全球一個主要的貿易大國，但在全球金融體系中的影響卻依然較小。隨著中國資本項目的進一步開放，未來可期中國成為金融大國，其中一個表現就是中國企業和居民的對外投資會呈現非常高速的增長(何東，2014)。十八屆三中全會《全面深化改革若干重大問題的決定》中提出“擴大企業及個人對外投資，確立企業及個人對外投資主體地位，…允許創新方式走出去開展綠地投資、並購投資、證券投資、聯合投資等”，其中明確允許個人走出去開展各種境外投資對中國金融開放與戰略轉型具有重要意義。如何深刻認識個人境外投資的必然性，充分和正確利用香港這一國際金融中心引導個人資金“走出去”，探索一條中國金融大國之路已經成為一項重要而緊迫的課題。

第一章、個人境外投資的必然性

1.1 中國私人財富持續快速增長，離岸財富管理需求日益強勁

伴隨著數十年中國經濟高速增長，中國私人財富總額與高淨值家庭數量持續快速增長。根據建設銀行和波士頓諮詢公司的報告顯示，截至2012年底，中國個人擁有的可投資資產總額預計將達73萬億元，中國可投資資產在600萬元以上的高淨值家庭達174萬戶，共擁有的可投資資產規模預計達到33萬億元，如圖1所示。另據根據波士頓諮詢公司《2014年全球財富報告》，中國私人財富在百萬美元以上的家庭數量即高淨值人群已超越日本，從2012年的150萬戶增加到2013年的240萬戶，居全球第二位，呈現出強勁的財富創造趨勢；而超高淨值家庭即私人財富在1億美元以上的家庭數，在2013年名列全球第3位。

圖1：中國私人財富總額與高淨值家庭數量

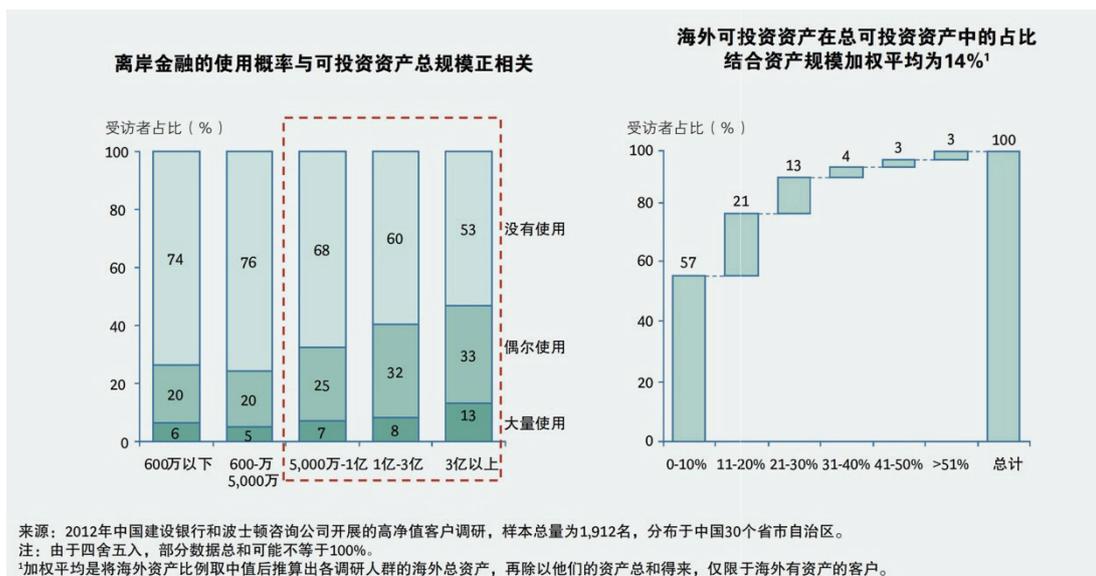


資料來源：波士頓諮詢公司和建行私人銀行《2012年中國財富報告》。其中，可投資資產指家庭存款、國債、基金、股票、理財產品和另類投資產品市值的總和，不包括自住或可投資性房地產、收藏品、消費品和耐用消費品等私人資產、個人企業實體資產或是有權但未開發的土地資源等。

近年來，完成了財富積累的中國高淨值人士境外資產增長迅速，中國人海外豪宅投資紀錄屢屢被刷新，向境外投資移民人數也快速增長，2011年美國投資移民申請個案70%為中國人。招商銀行聯合貝恩公司發佈的《2013年中國私人財富報告》顯示，2012年中國高淨值人士境外投資佔其可投資資產總量的比例升至20%左右；約60%的高淨值人士表示自己正在考慮或已經完成投資移民，可投資規模在1億元以上的受訪超高淨值人士中，該比例超過70%，其主要動因是跨境多元化配

置、子女教育以及養老規劃等。另外，近年來國內的環境問題加劇亦成為高淨值人士考慮投資移民的原因之一。另據建設銀行和波士頓諮詢公司的《2012年中國財富報告》，2012年高淨值人群資產加速向海外擴張，在調查人群中，擁有海外資產的人群佔比達到25%，且資產規模越大的客戶使用海外金融服務的概率越高，如圖2示。可以預見的是，離岸財富管理的需求將日益增加，其在未來私人銀行業務中的重要性也將逐步增大。

圖2



1.2 中國式的金融抑制下個人境外投資的微觀理性和宏觀意義

中國經濟的高速增長，造就了巨大的社會財富和資本積累，外匯儲備世界第一，銀行儲蓄世界第一，幾大國有商業銀行也連年佔據全球銀行排名前列。然而，金融資源錯配問題嚴重，存貸款仍受到比較嚴格的利率管制，居民儲蓄的實際利率長期停留在“負利率”；影子銀行發展迅速，“錢荒”問題倍受關注。中小企業貸不到款而頻現危機，

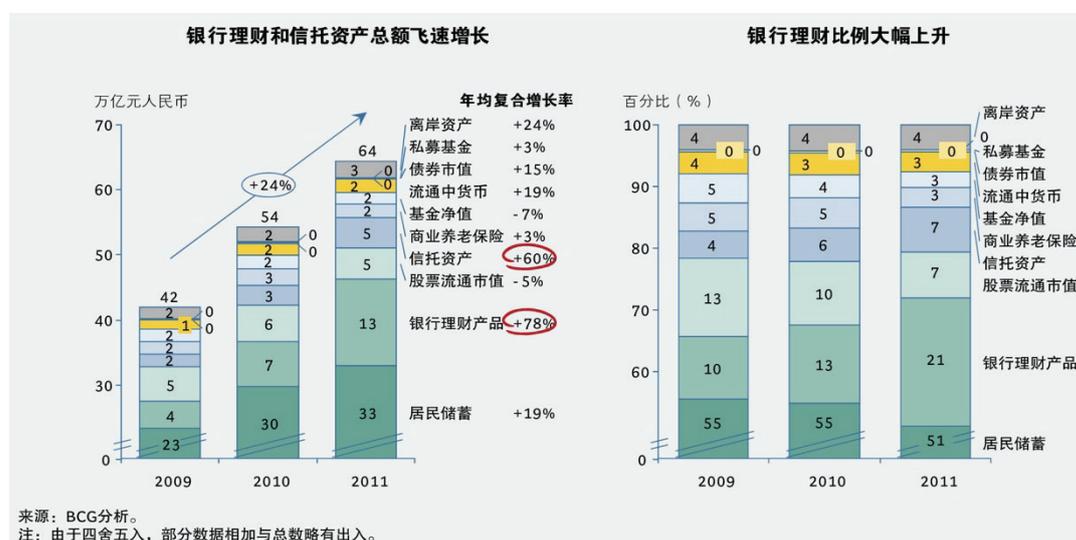
龐大的“遊資”又找不到投資管道而到處炒作，出現了吳英案、溫州中小企業老闆“跑路潮”、高利貸頻現等一系列民間借貸事件，都折射出金融抑制在中國還依然嚴重的現實。

在中國式的金融抑制環境中，居民資產配置及投資需求難以得到滿足，儘管個人投資管道拓寬了，但居民儲蓄仍高居50%以上，如圖3示。儘管對高儲蓄現象有種種解釋，但在樓市遭遇持續調控、股市低迷的當下，它很大程度上反映國內

投資管道狹窄的無奈。同時，銀行理財和信託產品飛速增長，如圖3示，銀行理財產品年均複合增長率為78%，已佔到全部可投資資產的五分之一。信託產品雖然起步較晚，但增長勢頭強勁，現已佔到全部可投資資產的7%，且未來仍然有很大的市場發展空間。然而這些高杠杆產品的快速

擴張也加大了銀行的壓力。截至2012年底，理財產品管理的資產規模已達到人民幣7.1萬億元，據估計在2013年6月份的最後10天裡，有超過人民幣1.5萬億元的理財產品到期，這也加劇了6月份銀行出現的“錢荒”問題。¹

圖3



一些有條件的個人投資者紛紛到境外尋找保值和增值的“替代性”投資，如在國內一、二線城市的大規模限購限貸的嚴厲調控下轉戰香港、新加坡等地的樓市，據戴德梁行資料顯示，內地居民在港置業比例(包括一手及二手住宅)2010年約10.8%，2011年約19.2%，豪宅的比例更高達35%-40%，移民政策調整²、首付比例增加均未能擋住內地居民赴港置業的步伐。據高力國際資料顯示，目前新加坡私宅買家有近三成來自中國內地，利率低、貸款比例高，是吸引內地人赴新投資的重要因素。而據全美房地產經紀人協會

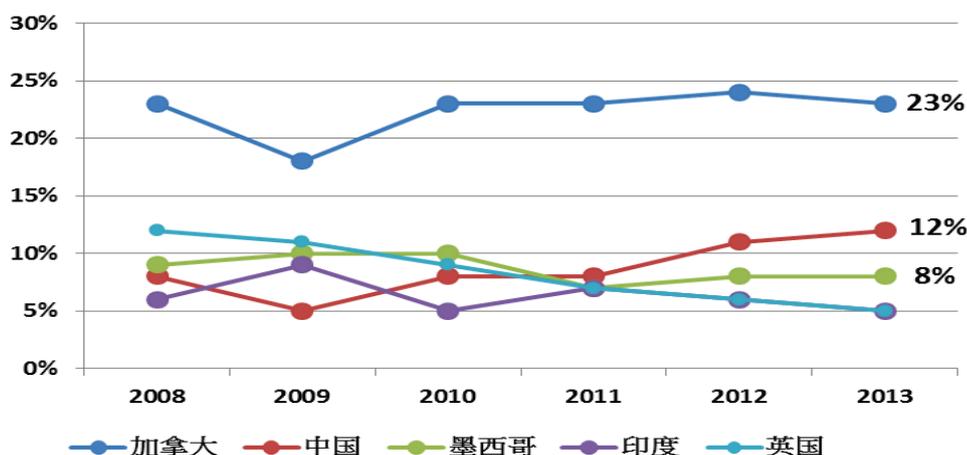
(NAR)的最新報告顯示，2012年4月到2013年3月的一年裡，中國人在美購房總價值達123億美元，佔當年外國人在美購房總額的12%，僅次於加拿大，成為美國房市的第二大外國買家，如圖4示。而在2012年3月底之前的一年裡，中國人投入74億美元，一年之間增加了近50億美元，增幅高達66%。此外，中國人在美買房的中位價格是42.5萬美元，是全美中位房價的大約一倍，比外國人在美購房中位房價27.6萬美元也高出5成；並且69%的中國買房客是用現金一次付清。³

¹ Orlik, Tom (2013), 《中國流動性危機的來龍去脈》, 《華爾街日報》中文版, 2013年6月24日。

² 房地產從2010年10月14日起被暫停列入“資本投資者入境計畫”下的“獲許投資者資產類別”。

³ National Association of REALTORS® 2013 Profile of International Home Buying Activity.

圖4：外籍居民在美購房所佔比例一覽表



從宏觀的角度講，中國式的金融抑制使大量的金融資源錯配至低效率的部門，成為中國經濟轉型的瓶頸。2013年6月和12月出現的兩次“錢荒”，雖然導火索不同，但本質並無二致，都是銀行將資金過度集中在房地產、地方融資平臺和高杠杆的理財產品上，借短貸長、期限錯配，導致銀行本身出現流動性危機，也說明目前中國經濟結構急需調整和金融體系急需“動真格”改革了。有序地放開個人境外投資有利於倒逼中國金融改革開放、扭轉中國金融資源錯配的格局。

內地在2007年提出搞「港股直通車」，結果未開車便被叫停。究其原因，主要是時機不對，當時全球股市正處於一輪大牛市的尾聲，推出“港股直通車”試點，不僅“火上加油”把港股市況推向瘋狂，而且會讓內地投資者去高位接盤，叫停乃明智之舉。不過，“直通車”的概念一直沒有消失，不斷“變形”，以合格境內機構投資者(QDII)及“港股ETF”等形式在內地掛牌。但這些基金可受額度限制、選擇的品種不多、業績也不理想，使得一些投資者只能游走於“灰色地帶”，將資金以其他名目匯出投資港股。港交所日前發佈的《現貨市場交易研究調查》顯示，在2010/11年度，外地投資者的交易佔港股市場總成交金額的46%，其中內地

投資者的交易佔外地投資者交易的10%。2013年1月，被視為“港股直通車”翻版的QDII2即合格境內個人投資者計畫首次出現在央行口徑中。

2014年9月4日，上海證券交易所、香港聯合交易所、中國證券登記結算有限責任公司、香港中央結算有限公司就開展滬港股票市場交易互聯互通機制試點訂立協議，視為升級版的“港股直通車”的“滬港通”通車在即，備受關注。滬港通與合格境外機構投資者(QFII)、合格境內機構投資者(QDII)等的最大不同，在於以管道(即上交所和港交所)而不是產品(即額度和投資品種)為主體平臺實施交易和管控，向具有一定風險承受能力的個體投資者開放，使內地和香港投資者可以通過當地證券公司或經紀商買賣規定範圍內的對方交易所上市的股票。這就決定了滬港通的交易便利度、投資自由度要高過QFII、QDII。雖然“滬港通”的投資範圍不涉及固定收益等其他資產種類，也無法參與IPO認購，且受到每日成交上限和海外股東上限的限制，但對於個人跨境投資仍是一項重大的突破。其宏觀意義是在風險可控的前提下逐步做到金融資產價格的海內外對接，讓資金流向有投資價值一方的市場，這必然對A股市場形成一定的倒逼，從而改善公司治理水準，提高投資者保護。

1.3 個人海外投資是中國金融開放和戰略轉型的必由之路

改革開放30年來，我國對外金融領域發生了重大的角色轉變，從資本淨輸入國轉化為資本淨輸出國，從對外債務國轉化為對外債權國。根據國家外匯管理局公佈的《2013年末中國國際投資頭寸表》，截至2013年末，我國對外金融資產59368億美元，對外負債39652億美元，對外金融淨資產19716億美元。在對外金融資產中，我國對外直接投資6091億美元，證券投資2585億美元，其他投資11888億美元，儲備資產38804億美元，分別佔對外金融資產的10%、4%、20%和65%。由此可見，中國外匯資產集中在政府手中，民間外匯資金蓄水池有限。而發達國家大多“藏匯於民”，2010年，日本、德國、英國、美國的民間外匯資產分別高達4.99萬億、6.91萬億、12.78萬億和15.4萬億美元。

官方債權大國帶來了非常大的集中風險管理問題，應積極推動向“私人債權大國”轉型。一是借鑒日本等國的經驗，逐步實現從“貿易立國”戰略向“投資立國”戰略轉變。2005年4月日本內閣經濟財政諮詢會議通過了《21世紀展望》，首次提出“投資立國”理念。2006年6月，日本經濟產業省發表《通商白皮書》，提出要順應世界經濟全球化的潮流，進一步開展全球性投資活動，提高對外資產收益率。為此，日本積極消除對外投資的各種障礙，近五年來，日本每年海外證券利息收入在500億美元以上，所得收支盈餘已經成為日本重要的外匯儲備來源。二是逐步實現從“藏匯於國”到“藏匯於民”的戰略轉型。近年來，外匯管理部門在逐步放鬆對結售匯強制要求的同時，不斷探索構建更有效的制度框架，這表明我國在政策上已經偏向於引導“藏匯於民”，比如，從對企業的結匯來看，企業外匯收入的留成比重逐步提高到當前的80%，原有的強制結售匯制度已經基本上

過渡到意願結售匯制度。對個人用匯的限額也逐步提高到當前的5萬美元。

然而，個人購匯額度仍然很有限，民間資金大多數以各種方式曲線出境，如通過個人親戚朋友、地下金融、僑商互助、企業外貿等管道，並以相當規模長期存在著。以溫州為例，2011年，溫州境外投資額5352.7萬美元，外匯資金匯出2139.04萬美元，人民幣境外投資176.7萬美元，對外擔保450萬美元。“潛伏”已久的個人境外投資，卻面臨著艱難的陽光化。由於擔心資本外逃的風險，國內對資本的管制一直是寬進嚴出，即便地方有改革的積極性，卻一直缺少頂層設計的支持。2008年，溫州在啟動“民營經濟創新發展綜合配套改革試點”中，就將“個人境外直接投資”作為改革創新的一項重要內容予以推進。2009年，浙江省政府批准實施該改革試點方案。2011年1月7日，溫州市政府下發《溫州市個人境外直接投資試點方案》，但由於未獲國家外匯管理局批准，隨後立即被叫停。直到2011年溫州爆發民間借貸危機，有關溫州金融改革再次被提上政府議事日程，將個人境外直接投資試點納入申報的主要項目，並在2012年3月28日的國務院常務會議上獲批，把溫州作為實驗室，允許民間資金境外“自由行”。

2013年9月29日中國(上海)自由貿易試驗區(以下簡稱“上海自貿區”)正式掛牌啟動。《上海自貿區總體方案》提出“在風險可控前提下，可在試驗區內對人民幣資本項目可兌換、金融市場利率市場化、人民幣跨境使用等方面創造條件進行先行先試”。2013年12月2日，中國人民銀行公佈了《關於金融支持中國(上海)自由貿易試驗區建設的意見》；其中包括人民幣跨境使用、人民幣資本專案可兌換、利率市場化、外匯管理等四大領域改革，內容多達30項。意見中提到設立自由貿易帳戶，“居民自由貿易帳戶與境外帳戶、境內區外的非居民帳戶、非居民自由貿易帳戶以及其他居民

自由貿易帳戶之間的資金可自由劃轉（為此服務的金融機構則相應成立分賬核算單元）。”並鼓勵個人跨境投資，“在區內就業並符合條件的個人可按規定開展包括證券投資在內的各類境外投資”，這將引領個人境外投資浪潮，具有十分重要的戰略意義和示範作用。

2013年11月，十八屆三中全會通過《全面深化改革若干重大問題的決定》，描繪了金融改革開放的藍圖，不僅提出“推動資本市場雙向開放，有序提高跨境資本和金融交易可兌換程度，建立健全宏觀審慎管理框架下的外債和資本流動管理體系，加快實現人民幣資本項目可兌換”，而且要“擴大企業及個人對外投資，確立企業及個人對外投資主體地位，…允許創新方式走出去開展綠地投資、並購投資、證券投資、聯合投資等”。明確允許個人走出去開展各種境外投資，這無疑將對向“私人債權大國”戰略轉型產生深遠的影響，在這個過程中，中國要融入世界的金融體系，應該如同加入世界貿易組織對中國的貿易發展帶來深遠影響一樣，將助推中國成為金融大國及國際貨幣和金融體系的均衡發展。

第二章、個人境外投資的路徑選擇

個人海外投資是中國資本帳戶開放的重要組成部分，而資本帳戶開放過程是一個逐漸放鬆資本管制、允許居民和非居民持有跨淨資產及從事跨淨資產交易、實現貨幣自由兌換的過程，因此，個人境外投資的路徑應該遵循有中國特色的資本帳戶漸進開放道路，先主動放開個人投資香港市場，充分和正確利用香港這一國際金融中心引導個人資金“走出去”。

2.1 有中國特色的資本帳戶開放道路和影響

2003年，中國正式提出了資本帳戶可兌換問題，“十一五”和“十二五”規劃明確將實現人民幣資本帳戶可兌換作為政策目標，“十八大”和十八屆三中全會再次強調這一目標。近年來，我國加快資本帳戶開放的條件基本成熟（中國人民銀行調查統計司，2012a），開放的步伐明顯加快，對此主要有兩派意見：一派認為放開資本項目管制，會導致短期資本流動加劇，衝擊國內金融體系，增大金融風險，因此中國應該審慎對待資本帳戶開放，以維護中國宏觀經濟與金融市場穩定；另一派則認為應加速中國資本帳戶開放，這是建立現代資本帳戶管理體系來適應中國經濟規模和複雜程度的迫切需要，而資本帳戶的開放並不意味著放棄對短期資本流動進行管理，短期資本大幅的流入流出的風險不應該進一步開放的理據。

筆者認為資本帳戶開放如同其他任何政策的推出都是有成本的，但是也要認識到它的效益，即使得資本在全球範圍內自由流動和優化配置，能提高資本效益，產生最大的經濟利益，極大地促進了經濟的發展。而對中國這樣一個大國來說，風險控制能力要比小國家強很多。從資本帳戶開放

的國際經驗來看，漸進式開放是主流模式。無論是英國、日本等發達經濟體，還是巴西、印度這樣的新興經濟體，在推進資本專案開放的過程中都是從本國經濟特點出發制定開放重點和順序，且保持了一定的彈性。國際貨幣基金組織曾結合世界各國的發展經驗和教訓，提出了資本帳戶開放的“整體化方式”，從宏觀經濟政策、國內金融體系和審慎監管等多個方面提出了資本帳戶開放的基本原則。總之，適應經濟發展的需要、控制資本項下的風險、靈活調整開放順序、加強完善管理框架是我國資本帳戶開放過程中的必要考慮。

中國人民銀行調查統計司(2012b)曾就資本帳戶各子專案的開放次序提出“先流入後流出、先長期後短期、先直接後間接、先機構後個人”的一般原則，並提出了短期放鬆有真實貿易背景的直接投資管制、中期放鬆有真實貿易背景的商业信貸管制、長期先開放流入後開放流出，依次審慎開放不動產、股票及債券交易，逐步以價格型管理替代數量型管制這樣三個階段的安排。管濤(2013a)認為可以借鑒人民幣經常專案可兌換的成功經驗，採取兩步走的方法，第一步是在今後幾年通過鞏固現有條件並創造新條件，通過取消對目前仍受到嚴格管制的資本交易的限制，中國可實現相對較高程度的資本帳戶可兌換；第二部是再過幾年，中國可以宣佈人民幣資本帳戶完全可兌換，以宏觀審慎措施取代剩餘的資本流動管理措施。何東(2014)也認為應該採取“小步快走”的漸進方式，於未來十年內加快推進資本帳戶開放，而“先流入後流出、先長期後短期、先直接後間接、先機構後個人”的開放原則，有助把風險降至最低，以維持金融市場穩定，並可選擇某一地區或行業進行相關政策的試驗。

筆者認為，應該積極探索一條“主動，可控，漸進”(Proactive, controllable, and gradualist)⁴的有中國特色的資本帳戶開放的道路。在開放資本帳戶的過程中，預期收益最大、風險相對較低的應先推行，最具風險的改革應後推行；在開放的結構上，增量與存量均應加強，但從先易後難的原則來看，可先推進增量改革，漸進推進存量改革；在開放的方向上，可先通過香港主動加快漸進開放速度，畢竟香港較容易控制風險，如果運行良好再逐步向其他國家和地區開放。

隨著資本帳戶的開放，中國的對外直接投資將成倍增長。根據He等(2012)的預計，如表1，中國的對外總資產將從2010年的34150億美元增長到

2020年的166950億美元，佔GDP的比例從58.1%上升至87.1%。其中，民間對外資產額(對外總資產除去官方儲備)從2010年的5680億美元增長到2020年的106230億美元，佔GDP的比例從9.7%上升至55.4%，佔對外總資產的比例從16.6%上升至63.6%。從淨頭寸來看，民間對外淨資產(對外直接投資淨頭寸加上對外證券組合投資淨頭寸)在2010年出現巨額赤字(佔GDP的19.2%)，預計2020年將會減少到2210億美元的規模(佔GDP的1.2%)，究其原因，一是對外直接投資將顯著增長，雖然淨投資頭寸仍為負值，但其佔GDP的比例從-19.8%變為-9.5%。二是對外證券投資將會快速發展，淨投資頭寸佔GDP的比例從0.6%大幅上升至8.3%。

表1

億美元(括弧裡 %GDP)	2010(實際)		2015		2020	
對外直接投資資產	3110	(5.3%)	13480	(11.7%)	51490	(26.9%)
對外直接投資負債	14760	(25.1%)	33970	(29.6%)	69680	(36.3%)
對外證券組合投資資產	2570	(4.4%)	12730	(11.1%)	54740	(28.6%)
對外證券組合投資負債	2220	(3.8%)	10300	(9.0%)	38760	(20.2%)
對外直接投資淨頭寸	-11660	(-19.8%)	-20490	(-17.8%)	-18190	(-9.5%)
對外證券組合投資淨頭寸	360	(0.6%)	2440	(2.1%)	15980	(8.3%)
官方儲備	28470	(48.4%)	52770	(46.0%)	62920	(32.8%)
對外淨資產(不包括其他資產)	17170	(29.2%)	34710	(30.2%)	60720	(31.7%)
對外總資產(包括對外直接投資、證券組合投資和官方儲備)	34150	(58.1%)	78980	(68.8%)	166950	(87.1%)
民間對外資產(包括對外直接投資和證券組合投資)	5680	(9.7%)	26210	(22.8%)	106230	(55.4%)
內地名義GDP	58790		114820		191700	

資料來源：IMF IFS，CEIC和HKMA計算。

⁴ 參見夏斌、陳道富(2011)，《中國金融戰略2020》。“主動”是“以我為主式”地不斷根據市場需要，並與人民幣國際化特殊要求相適應，推動資本帳戶的開放。“可控”是使資本帳戶開放過程中的風險可控，處理好與匯率、貨幣政策、金融監管及人民幣國際化的先後次序和搭配協調。“漸進”是資本帳戶的開放要循序漸進，側重開放的條件性，並吸取有關國家開放的經驗和教訓，盡可能注重開放內容的次序性。

根據表 1 中的預測，2020 年中國企業和個人在海外持有的資產將達到 10.6 萬億美元，但要預測其中個人所持有的海外資產則比較困難，筆者借鑒有關資料做一些非常粗略和保守的估計。在發達國家，如日本和美國，過去 5 年，高淨值人群的可投資資產與 GDP 的比例一般都在 70% 至 100% 之間，而中國目前僅為 37%。據平安信託與麥肯錫諮詢公司日前發佈的報告預測，到 2020 年，中國高淨值人群可投資資產也將大幅提升，可達 90 萬億元人民幣左右。若按圖 2 中海外投資資產佔總可投資資產的 14% 算，屆時中國個人海外投資資產額將達到約 12.6 萬億元人民幣，以 1 美元兌 5 元人民幣的匯率算約 2.52 萬億美元，約佔中國民間對外資產的 1/4 和對外總資產的 1/8。當然，隨著資本帳戶開放，個人海外資產的比例也將上升，若以 30% 為例，則 2020 年中國個人海外投資資產額將達到約 25.2 萬億元人民幣，約合 5 萬億美元，佔中國民間對外資產的 1/2 和對外總資產的 1/4。

中國資本帳戶的開放將成為未來十年重塑全球金融體系的最重大事件 (Hooley, 2013)，對全球經濟格局帶來非常深遠的影響。據 Ma and Zhou (2009) 預測，由於資本帳戶開放以及 GDP 和貿易的快速增長，中國的總國際投資頭寸（對外投資資產和負債之和）將在 2015 年達到 GDP 的 150%。而 Hooley (2013) 通過“消除開放差距” (closing the opening gap)、 “跟隨增長” (Catch-up growth) 和 “本土偏好下降” (Declining home bias) 三個方面，預計中國的國際投資頭寸（扣除官方儲備）佔世界 GDP 的比例將從 2012 年約 5% 增長至 2025 年的 30%。

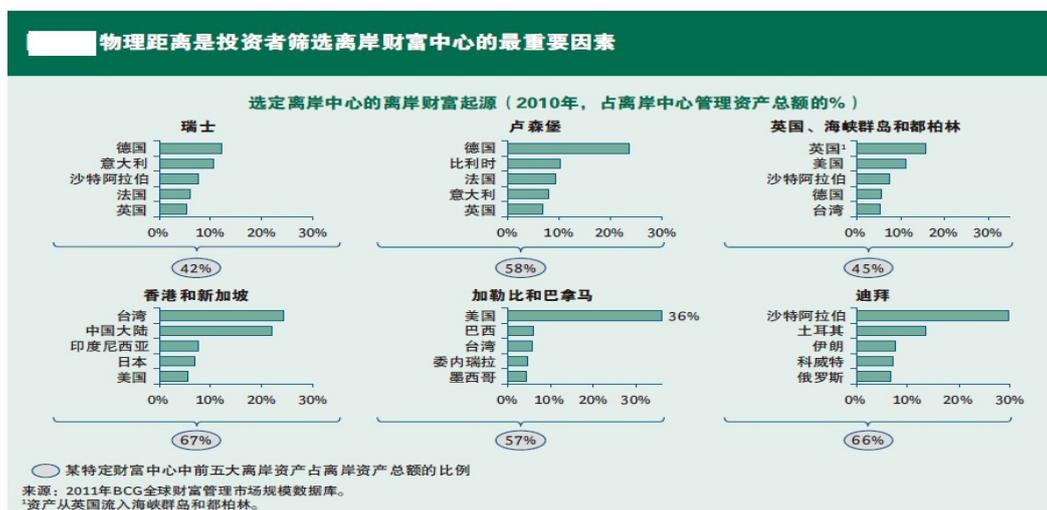
2.2 香港是個人海外投資的首選

如上所述，中國正在積極探索一條“主動，可控，漸進”的有中國特色的資本帳戶開放的道路。在這個過程中，香港將發揮不可替代的作用。可以說，香港繼改革開放前的貨物轉運，改革開放後的招商引資之後，將第三度再擔負起推動中國資本走出去、邁向金融大國的重要角色。在中央政府眼中，香港既能彙聚國際資金，國際化經驗與監管水準又遠遠領先國內城市，加上香港回歸和一國兩制，中央政府對香港的信任程度很高，風險相對可控，因而是一塊進行中國資本帳戶開放和人民幣國際化的理想試驗田。用一個形象的比喻，人民幣國際化於中國，就好比“養兒子”，讓人民幣從體內出生、成長、慢慢走出去，在貿易、計價、投資、儲備等領域為國際所用 (李小加, 2012)，在利率、匯率和資本項下開放還沒有完成的情況下，應發展離岸金融中心作為人民幣國際化的“育兒園”，而其首選當為香港，因為這是一個“離家既近，又通達國際、且設施完善”的“育兒園”。

從微觀層面來看，投資者選擇海外投資地點時最主要的考慮因素是地緣優勢。如圖 5，北美和拉美地區主要選擇加勒比和巴拿馬作為離岸財富管理中心；西歐地區主要選擇瑞士；亞太地區包括日本主要選擇香港和新加坡；內地人在香港的投資則佔境外資產的一半以上。按照上文的估算，到 2020 年中國個人海外投資資產額將達到約 12.6-25.2 萬億元人民幣，以 1 美元兌 5 元人民幣的匯率算約合 2.5-5 萬億美元，假設內地人在香港的投資則佔境外資產的一半，則有 6.2-12.6 萬億元人民幣、約 1.25-2.52 萬億美元投資在香港，其發展空間和潛力巨大。⁵

⁵ 高力國際研究表明，中國跨境投資額（流量）由 2008 年的 6900 萬美元提升至 2013 年的約 160 億美元。在 2014 年，個人及企業境外投資額達 85 億美元（截至 8 月 31 日）。

圖 5



中國金融業“十二五”規劃明確提出要將香港建設成國際資產管理中心和人民幣離岸中心，這無疑會進一步吸引內地個人赴港投資。一方面，香港的法律、會計制度完善，而且稅率低、稅制簡單，並在金融服務業方面有深厚的專業基礎和大量的專業人才，可以提供豐富的金融產品，能使香港成為一個吸引大陸人士將財富帶進來並管理的地方。另一方面，人民幣離岸中心的前景非常廣闊，香港人民幣業務於2004年開展至今已10周年，成為最具規模和效益的離岸人民幣業務中心。香港的人民幣RTGS(即時支付結算系統)平均每日處理交易額於2013年12月突破5000億元人民幣，當中離岸市場交易約佔九成。根據環球銀行金融電信協會(SWIFT)的統計，香港銀行的人民幣收付交易量約佔全球進出內地和離岸市場交易總量的七至八成。據香港金融發展局研究報告顯示，香港的人民幣存款佔全球海外人民幣存款總量的近75%，人民幣清算平臺參加行超過200家。

2.3 香港的SWOT分析

SWOT分析法是當前最實用也最流行的一種制定戰略的方法，就是通過綜合分析內部的優勢(Strengths)和劣勢(Weaknesses)，以及外部環境的機遇(Opportunities)和威脅(Threats)，並以此為基礎制定發展戰略。

香港的優勢在於已有的國際金融中心地位，穩健的法律體系、獨立的司法體系確保私人財產權利，自由貿易，簡單低稅制及私人資訊保密制度，許多與國際接軌又熟悉內地的人才，又是資本等要素進出中國的最重要通路，以及逐漸確立的人民幣離岸中心等。正如香港金融發展局(2013)指出的，香港的法治制度深受信賴、監管架構透明度高、資金自由流動，令投資者有信心在港投資及經營業務，且能夠吸引全球頂尖金融人才和會計、法律及其他專業服務機構，擁有整個金融服務行業所需的強大支援網路；香港在過去40年來一直是通往中國的門戶，如今亦成為內地籌集國際資金的首選目的地及“走出去”的跳板，香港過往的歷史，使之成為東西彙聚的典範，成為經營國際業務的理想樞紐。

香港的劣勢在於與紐約、倫敦相比仍是國際性的、而非世界性的金融中心、仍以銀行中心和股票中心為主的單一格局，債券、外匯及商品業務發展相對遲緩。這種單一市場格局意味著金融業的整體抗逆能力較弱，在股票市場不振之時尤為明顯。同時，香港本地缺乏廣闊腹地、強大的實體經濟支撐和(金融)消費需求，在過去十年間主要通過股票市場協助中國企業籌資。此外，香港應從戰略管理的層面加強頂層設計，積極優化金融業發展的長遠規劃。⁶

香港的機遇在於背靠大陸，不僅有潛在內地廣闊腹地、強大的實體經濟支撐和強勁的消費需求，而且是中國企業和個人走出去的首選路徑和人民幣國際化的首選“育兒園”，還有得到中國金融業“十二五”規劃支持的人民幣離岸中心和國際資產管理中心建設；同時香港又是面向世界的，在中國資本帳戶開放、邁向金融大國的過程中擁有得天獨厚的市場機遇、並將發揮重大的作用。

香港面臨的威脅主要是來自倫敦、新加坡、上海等國際金融中心的競爭。隨著中國資本帳戶的開放及監管水準日漸提升，中港兩地金融中心的距勢必收窄，其中上海銳意於2020年前發展成為國際金融中心，並於2013年成立了中國(上海)自由貿易區。對於來自上海的競爭，香港金融管理局總裁陳德霖認為自貿區的推進將會為香港的發展帶來更多的機遇。由於上海自貿區將採用負面清單方式管理，這種方式在內地並不多見，而在香港很通行，未來將與上海在銀行監管等相關方面加強合作，創造互利雙贏的局面。對於其他國際金融中心的競爭，關鍵在於如何做好頂層設計、把握機遇、揚長避短、合作互利、相得益彰。此

外，香港還面臨社會政治化及分化日益嚴重、居住環境惡化和生活成本上升等挑戰(香港金融發展局，2013a)，這些因素都直接威脅到香港作為國際金融中心的地位。

⁶ 在這方面，香港應吸取未能抓住時機發展高新技術產業的教訓，而新加坡的高科技產業在政府的積極規劃下取得了長足的進展，內地的高新技術產業也已經初具規模，使香港在這一領域的競爭力不斷弱化。

第三章、香港在中國金融開放中的作用之頂層設計

香港作為國際金融中心，尤其是面臨著在中國成為金融大國這一重大機遇和挑戰，急需加強頂層設計，即應著眼於世界經濟金融變化的未來格局，把握與洞察當前發展趨勢與環境的基礎上，從紛繁複雜的內外金融事務中，提出一個好的發展戰略，用簡潔的語言描繪一張藍圖，統領整個金融發展的方方面面。為此，筆者提出兩個頂層設計：一是香港應該引領中國資本“走出去”的潮流，積極打造成一個“金融購物天堂”(周穎剛，2013b)。二是香港應該積極推動人民幣國際化，成為未來全球可能出現的美元、歐元、人民幣等多元儲備貨幣體系中的“東方之珠”(周穎剛，2013d)。

3.1 “金融購物天堂”是香港吸引內地個人投資的正確定位

大家都知道香港是一個“購物天堂”，絕大多數的貨品沒有關稅，世界各地物資都運來競銷，物美價廉。然而，香港“購物天堂”的光環正在退色，自2003年7月推出“個人遊”計畫(又稱“自由行”)，內地訪港旅客人次和佔比不斷上升。如在2013年，訪港旅客數字達5430萬人次，當中75.0%來自內地，超過四千萬，這雖然為香港帶來經濟效益，但對香港居民生活也造成一些負面影響，引發旅客需求管理的大討論。在這種情況下，如何轉型和升級“自由行”已經成為一項重要而緊迫的課題。

筆者認為，金融服務業這一支柱產業應該成為吸引內地“遊客”資金“自由行”、使香港“購物天堂”升級的戰略選擇。香港應該引領中國資本“走出去”的潮流，抓住中國金融業“十二五”規劃提出將香港建設成國際資產管理中心和人民幣離岸中心

的機遇，以金融產品為導向、以財富管理和金融服務為核心，積極打造成一個“金融購物天堂”。這涵蓋銀行、股市、債市、匯市、保險、信託、基金等各個金融行業，目標是背靠國家、面向世界，鞏固和提升香港的國際金融中心地位，重點任務包括如何使(離岸)金融產品極大豐富、如何達到高品質的財富管理和金融服務、如何實現有效的跨境監管和協調、以及全面而充分的金融消費者權益保護和教育等。

首先，金融購物“天堂”中應該有極大豐富、適合不同層次需求、特別是適合國內金融消費者的金融產品。

對於金融產品的分類，一般可以將金融產品根據其產品特徵的複雜程度劃分為兩大類，如歐盟將產品分為非複雜金融工具(Non-complex Financial Instruments)和複雜金融工具兩類，而新加坡則將金融產品分為特定投資產品(Specified Investment Products)和除外投資產品(Excluded Investment Products)。具體分類情況請見表2。

表 2

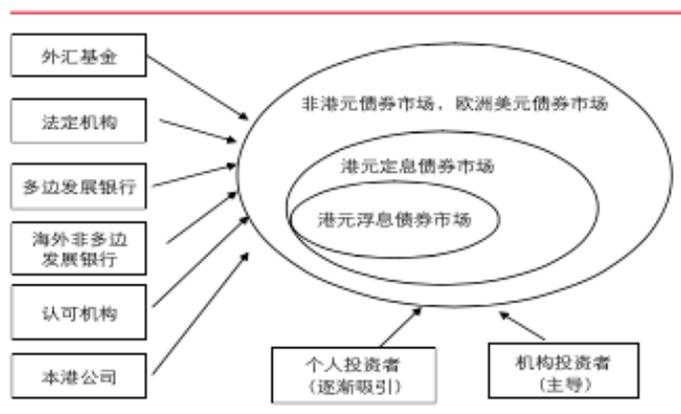
	非複雜金融工具 (Non-complex Financial Instruments)		複雜金融工具 (Complex Financial Instruments)
歐盟	1	在受監管市場或歐盟承認的其他市場交易的股票	非複雜金融產品以外的產品
	2	貨幣市場工具	
	3	債券或其他形式的證券化債務 (不包括含衍生品的債券或證券化債務)	
	4	可轉讓證券集合投資計畫	
	5	其他非複雜金融產品，應滿足以下全部條件： <ul style="list-style-type: none"> (1) 不屬於 MiFID1 第四條第 1 款第 (18) 項 c 目、附錄一第 C 節第 4 至 10 款所規定的種類； (2) 市場參與者易於以可公開獲得的市場價格 (或獨立於發行人的估值系統所提供或確認有效的價格) 將產品處分、贖回或以其他方式變現； (3) 產品不會使客戶承擔金額超過購買工具成本的實際或潛在負債； (4) 可通過公開管道獲得與產品特徵有關的充分全面的資訊，使零售客戶能夠知悉、理解並判斷該產品。 	
	除外投資產品 (Excluded Investment Products)		特定投資產品 (Specified Investment Products)
新加坡	1	股票	除外投資產品以外的其他投資產品
	2	公司權證	
	3	商業信託單位	
	4	房地產信託單位	
	5	債券 (不含資產支援證券和結構化票據)	
	6	人壽保險 (不含投連險)	
	7	外匯交易合同或協定 (不含外匯合同衍生品和外匯杠杆交易)	
	8	法律列舉的其他 EIPs	

資料來源：《證券公司投資者適當性制度指引》起草小組 (2012)，《對金融產品分類的兩種模式》。

從香港的情況來看，應該加強股票市場現貨和衍生產品的核心競爭力，深入拓展債券、外匯、商品、定息產品和貨幣、信託、基金及保險等領域，擴大及深化資產類別以提供全方位、適合金融消費者的金融產品。與銀行業及股票市場相比，香港的債券市場起步較晚，市場規模較小，其構成如圖6示，包括本地港元債券市場、在香港發行和交易的非港元債券市場和歐洲美元債券市場三大子市場，港元債券市場又可分成定息債券和浮息債券市場。發行機構主要有外匯基金（即香港金融管理局）、認可機構、香港公司、多邊發展銀行和海外非多邊發展銀行發債體，法定組織和

政府持有的公司以及中國境內金融機構等，發行人地域分佈廣泛，香港本地發行人約佔50%。從債券產品來看，香港債券市場主要以外匯基金票據及債券(Exchange Fund Bills & Notes)為主體，並且外匯基金票據及債券計畫通過不斷延長債券品種的期限，為香港債券市場提供了利率的基準收益率曲線。從投資者結構來看，以機構投資者為主，包括銀行、保險公司、退休基金和債券基金等，其中銀行是外匯基金票據和債券的最積極的持有人和交易者，這與香港金融管理局實施的外匯基金債券可抵押和回購的政策密不可分。

圖6：香港債券市場構成



資料來源：胡長森(2012)·《香港債券市場發展歷史及現狀》。

為促進香港本地債券市場的進一步及持續發展，政府於2009年推出政府債券計畫，以擴大非銀行投資者基礎，並建立具有代表性孳息率曲線，作為其他公營及私營企業發行債券定價的重要參考指標。2013年政府債券計畫的規模由1000億擴大

至2000億港元。自2011年度起政府更先後四次推出通脹掛鈎債券iBond，如表3示，在零利率的市場環境中提供保值增值的手段，深受個人投資者的歡迎，促進了香港零售債券市場的發展。

表 3：香港 Ibond 一覽表

預期到期日		原有期限	發行編號	付息日息率(年息)		未償還額(億港元)
2014	28.07	3年	03GB1407R	2014.07.28	4.78%	
				2014.01.28	4.78%	
				2013.07.29	3.77%	
				2013.01.28	3.38%	
				2012.07.30	5.07%	
				2012.01.30	6.08%	
2015	22.06	3年	03GB1506R	2014.06.23	4.12%	100
				2013.12.23	4.72%	
				2013.06.24	3.73%	
				2012.12.24	3.48%	
2016	24.06	3年	03GB1606R	2014.06.24	4.12%	100
				2013.12.24	4.72%	
2017	11.08	3年	03GB1708R	2015.02.11	3.90%(預計)	100

資料來源：香港金融管理局

在特區政府和私營機構的共同努力下，債券市場快速增長，如表 4 示。2013 年港元未償還債券總額 14194.20 億港元，已增至 GDP 的 67% (1994 年香港債券市場的規模只及 GDP 的 8%)。其中，公債類別(包括外匯基金和政府債券)的港元債務市

場規模為 8426.51 億港元，約佔港元債券市場總額的 59%，其中政府債券計畫下的未償還債務總額達到 915 億港元；私營機構債券市場也很活躍，非公債類別的規模達 5767.69 億港元，佔港元債券市場總額的 41%。

表 4：未到期港元債務工具總額（百萬港元）

	(A) 外匯基金	(B) 政府	(A) + (B) 公債 (按年變動)	(C) 認可機構	(D) 本地公司	(E) 多邊發展 銀行	(F) 多邊發展 銀行以外的 境外發債體	(G) 法定機構 及政府 持有的公司	(C)至(G) 非公債 (按年變動)	總計 (按年變動)
1998	97,450	0	97,450	161,110	28,286	69,402	25,529	11,366	295,693	393,143
1999	101,874	0	101,874 (4.5%)	177,437	41,219	61,287	37,259	20,117	337,319 (14.1%)	439,192 (11.7%)
2000	108,602	0	108,602 (6.6%)	189,137	41,970	57,062	55,103	20,047	363,319 (7.7%)	471,921 (7.5%)
2001	113,750	0	113,750 (4.7%)	178,788	41,703	51,104	72,351	35,873	379,819 (4.5%)	493,568 (4.6%)
2002	117,476	0	117,476 (3.3%)	184,736	40,245	40,834	99,514	48,212	413,541 (8.9%)	531,018 (7.6%)
2003	120,152	0	120,152 (2.3%)	196,972	34,519	27,855	121,486	56,441	437,273 (5.7%)	557,426 (5.0%)
2004	122,579	10,250	132,829 (10.6%)	207,214	35,338	24,735	147,579	60,186	475,052 (8.6%)	607,880 (9.1%)
2005	126,709	10,250	136,959 (3.1%)	233,442	39,624	21,535	174,247	57,712	526,560 (10.8%)	663,520 (9.2%)
2006	131,788	7,700	139,488 (1.8%)	241,030	53,864	19,555	237,308	56,876	608,633 (15.6%)	748,121 (12.8%)
2007	136,646	7,700	144,346 (3.5%)	250,941	62,044	13,155	234,482	58,476	619,098 (1.7%)	763,443 (2.0%)
2008	157,653	5,000	162,653 (12.7%)	206,470	68,265	14,253	199,943	64,618	553,549 (-10.6%)	716,202 (-6.2%)
2009	534,062	7,000	541,062 (232.6%)	194,590	79,962	24,348	200,686	66,643	566,229 (2.3%)	1,107,291 (54.6%)
2010	653,138	25,500	678,638 (25.4%)	218,866	85,575	15,513	186,166	60,592	566,712 (0.1%)	1,245,350 (12.5%)
2011	655,413	49,500	704,913 (3.9%)	228,943	97,284	14,731	163,724	51,034	555,716 (-1.9%)	1,260,629 (1.2%)
2012	657,384	68,500	725,884 (3.0%)	263,418	116,188	10,271	147,669	45,159	582,705 (4.9%)	1,308,590 (3.8%)
2013	751,151	91,500	842,651 (16.1%)	250,104	127,937	10,214	148,698	39,816	576,769 (-1.0%)	1,419,420 (8.5%)

資料來源：《2013年香港債務市場情況》，香港金融管理局。

與此同時，債券市場發展日益多元化，人民幣債券（點心債）冒起，成為推動香港債券市場發展的新力量。2013年在香港發行的人民幣債券總額創出1170億人民幣的紀錄高位，超越2007至2012年的發行總額。為開拓伊斯蘭債券市場，立法會於2013年通過《稅務及印花稅法例（另類債券計畫）條例草案》及《信託法律（修訂）條例草案》，而

後於2014年3月通過《2014年借款（修訂）條例草案》，以便在政府債券計畫下發行伊斯蘭債券。2014年9月11日香港政府成功發售首批10億美元5年期伊斯蘭債券，這是全球首批由AAA評級政府推出的美元伊斯蘭債券，同時也標誌香港伊斯蘭資本市場發展的一個重要里程碑（曾俊華，2014）。

最近幾年，內地、特別是廣東省的居民到香港購買金融產品的趨勢在越來越明顯，以保險產品為例，在2013年內，向內地遊客發出的新造保單超過10萬份，由此所帶來的保單保費達148.64億元，佔個人人壽業務新增總額的16.1%，如表5示。據分析，由於香港保險市場已經和國際接

軌，投資管道更廣，投資收益也較高，因此能做到低保費、高保障，而內地保險公司目前的投資管道還很狹窄，只能靠提高保費來保障收益。兩地保單保障形式沒有什麼差異，主要是保障範圍和費率的不同，即使同一家公司的產品，在香港購買也要比內地便宜不少。

表5：內地遊客新增保費增長及佔比

時間	內地遊客新增保費 (億港元)	同比(%)	個人業務總新增保費 (億港元)	佔比(%)
2006年	28.03	54.01	532.59	5.3
2007年	52.48	82.73	806.15	6.5
2008年	32.63	-37.82	604.17	5.4
2009年	30	-8.06	463	6.4
2010年	44	16.67	588	7.5
2011年	63	43.18	703	9
2012年	99	57.14	776	12.8
2013年	149	50.5	923	16.1
2014年上半年	101	68.33*	546	18.4

*與2013年上半年內地遊客新增保費60億港元同比。

資料來源：香港保險業監理處。

人民幣離岸產品在香港“金融購物天堂”中佔有重要地位，有利於內地客戶規避匯率風險。截至2014年6月底，香港建立了內地以外最大的人民幣資金池，包括存款證在內的人民幣存款餘額為1.1萬億元，較2010年6月增加約11倍。中國人民銀行和香港人民幣清算行中銀香港於2007年簽署並在2009年和2010年兩次修訂了《香港人民幣業務清算協議》，明確了各類銀行或非銀行金融機構可以開立人民幣帳戶，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，至2014年5月底餘額達4000多億，市場反映積極，人民幣貸款和股票類

等產品也不斷發展，如人民幣貸款餘額至2014年3月底接近1200億元，即將開通的“滬港通”將568隻在上海上市的A股納入開放之列，其他可投資人民幣資產的類別亦進一步擴大。

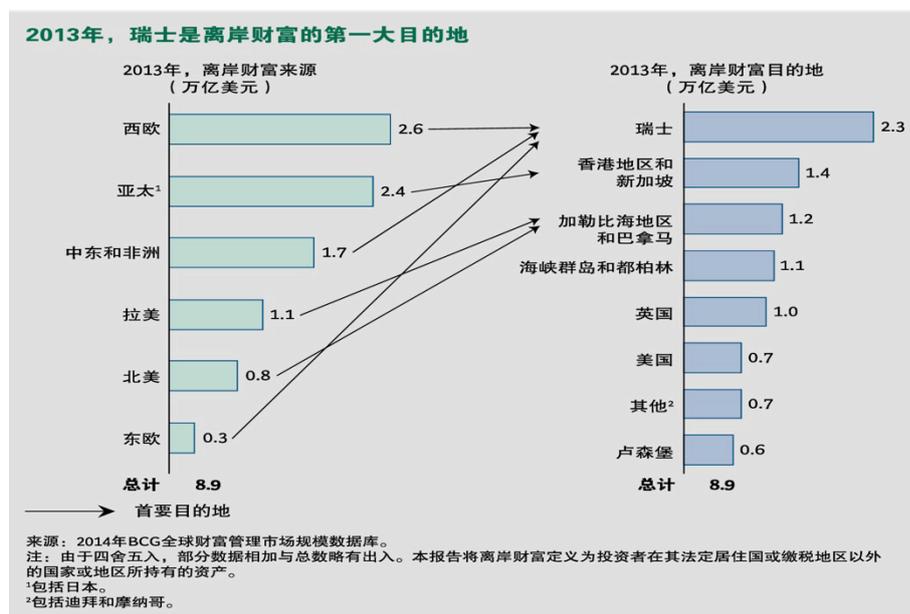
除了“滬港通”這種制度性安排，香港應該大力發展“金融旅遊”(周穎剛，2013a)，即以購買金融產品為主題的新型旅遊服務，這一概念類似於以就醫、護理、康復與休養為主題的“醫療旅遊”，兩者都具有高、專、精的特點，所不同的是香港金融業作為支柱產業，其深度和廣度遠勝於比醫療業，不容易出現內地遊客擠佔港人醫療資源的問題。筆者認為，內地個人境外直投試點應該考慮加入“金融旅遊”這一元素，或者以廣東省作為試點，放寬個人換匯的數額，允許他們到香港購買一些金融產品。

其次，金融購物“天堂”應該提供高品質的財富管理和金融服務，成為亞洲最具吸引力的國際資產管理中心。

根據波士頓諮詢公司《2014年全球財富報告》中資料顯示，2013年瑞士仍是全球第一大財富聚集地，佔全球離岸財富總額的26%，如圖7示；但

從長遠來看，香港地區和新加坡的崛起將會對瑞士的中心地位形成挑戰。目前，香港地區和新加坡共同持有全球16%的離岸資產，並會隨該地區新增財富的不斷增長而擴大規模。到2018年，兩地所持有的離岸資產總和預計將達到全球同期離岸財富總額的20%。

圖7



根據最新一期的“全球金融中心指數”(Global Financial Centres Index)調查，香港和新加坡繼續在資產管理方面排名第三和第四，僅次於前兩位的倫敦和紐約。據分析(莊太量、黃凱兒，2012)，2010年香港和新加坡的基金管理業務合計資產分別達10萬億港元(約1.3萬億美元)和1.4萬億新加坡元(約1.1萬億美元)，其中對沖基金資產總值分別為632億美元和530億美元，不相伯仲；而且，兩地的資金來源和投資分佈也類似，在香港和新加坡資產管理的業務總額中，分別有67.6%和80%的資金來自香港和新加坡以外地區的投資者，分別有約八成和超過六成的投資在亞太地區。

在稅務優惠方面，較低的稅率能吸引更多資產管理公司、人才和投資者。新加坡的資產管理公司所需支付的營業稅率為10%，香港是16.5%。雖然在開曼群島等地註冊可以享受0%的營業稅率，但如果資產管理公司在中國有大規模的實質業務，還是有機會需要繳交當地的營業稅。所以為了享受較低的營業稅率，部分在中國聘請前線員工並有投資業務的資產管理公司會把管理和控制權留給設立在香港或新加坡的總公司。在個人所得稅方面，香港所徵收的個人所得稅率以累進形式計算，由2%-17%，標準稅率為所有收入的15%；新加坡居民的個人所得稅率也以累進形式計算，由0%-20%，非居民需繳交15%，另外董事酬金，諮詢費用和其他收入需繳稅20%。此外，香港和新加坡沒有徵收資本利得稅。

除了低稅率外，新加坡政府為發展資產管理行業還推出了其他優惠政策，包括離岸基金制度，使由新加坡基金經理管理的離岸基金在符合一定條件下，部分收入能豁免稅收。而香港在2006年也立法通過了豁免離岸基金繳付利得稅條例，並提供十個課稅年度的追朔期。與新加坡的離岸基金制度不同的是，香港的條例不允許基金擁有私人公司，這使不少人寧願在新加坡而不在香港開設

私募股權基金。儘管如此，香港擁有一極大優勢，就是作為資金進入和離開中國的視窗。管理層和僱員從香港往返中國比較容易，香港公司在進入中國市場也有較多的優惠，例如透過CEPA（內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排）。私募股權基金和地產基金比較喜歡在香港透過首次公開招股撤資，而非在新加坡，主因是香港的股票價格利潤率及市場成交額一般都比較高。

表6：香港和新加坡在資產管理的對比分析

		香港	新加坡
市場概況	“全球金融中心指數”資產管理方面排名	第三位	第四位
	基金管理業務資產總額（2010年）	10萬億港元 （約1.3萬億美元）	1.4萬億新加坡元 （約1.1萬億美元）
	其中：對沖基金資產總值	632億美元	530億美元
	資金來源	境外資產佔67.6%	境外資產佔80%
	投資分佈	亞太地區佔八成	亞太地區超過六成
稅收及其他優惠政策	資產管理公司營業稅率	16.5%	10%
	個人所得稅稅率	累進稅率2%-17%，標準稅率為所有收入的15%	以累進形式計算，0%-20%；非居民需繳交15%；另外董事酬金、諮詢費用和其他收入需繳稅20%
	資本利得稅	無	無
	其他優惠政策	在2006年立法通過了豁免離岸基金繳付利得稅條例，並提供十個課稅年度的追朔期。	離岸基金制度（由新加坡基金經理管理的離岸基金在符合一定條件下，部分收入能豁免稅收）；在岸基金優惠政策；於2009年對資金不少於5千萬新加坡元的投資推出優惠政策
市場需求	富裕人口比例高，本地居民對資產管理需求增加；資本投資者入境計畫已經為香港帶來超過500億港元的資本；內地尚在發展中的資產管理行業以及作為資金進入和離開中國的視窗為香港提供了極大的機遇。	2010年新加坡基金局以1448億美元的總資產，排名全球第10大退休基金。新加坡政府將部分資產分配給合格的資產管理公司管理，促進了資產管理行業發展；臨近東南亞地區的富裕人口對資產管理的需求。	

資料來源：莊太量、黃凱兒(2012)·《香港、新加坡和中國資產管理行業的發展機遇》及其他

上述比較可以用表6來概括，從中可以看出，香港和新加坡之間的競爭相當激烈，如何推動香港成為亞洲最具吸引力的國際資產管理中心呢？香港2013年的財政預算案特別關注基金及資產管理業務，把提升香港作為“國際資產管理中心”的地位提上日程，並提議推出稅務優惠，發展本地信託服務員及私人銀行財務管理業務等。⁷據香港金融發展局研究報告，至2012年，香港持牌資產管理公司、註冊機構和保險公司管理的資產共達10,640億美元，私人銀行管理的資產則達3,460億美元，同時，香港是內地合格境外機構投資者(QFII)計畫的最大投資者，亦是內地合格境內機構投資者(QDII)計畫的最大目的地，可算是亞洲最大的資產管理中心。筆者認為，有效拓展經濟腹地，包括大中華經濟圈乃至東南亞諸國，特別是繼續擴大RQFII和QDII的安排，加強與內地的合作，通過CEPA及其他先行先試計畫與內地城市探討新的發展機會，並借鑒新加坡的經驗，給予資產管理業務提供進一步稅務優惠政策和基金在性質及業務方面的免稅資格，都有助於香港資產管理行業的進一步發展。

香港金融發展局研究報告(2013a)指出，香港目前主要是基金的銷售和分銷中心，在超過1,800個香港認可基金之中，僅有約300個於香港註冊，而大多數基金則於歐洲或開曼群島註冊。為此，目前，由於《公司條例》對公司減少股本設有種種規限，因而開放式投資基金只可在香港法例下以單位信託的形式成立，而並非以公司形式成立。為擴大香港投資基金的法律框架，香港政府建議引入以公司形式成立開放式基金(公司型開放式基金)的新結構，以便能夠靈活調整其股本，讓投資者作出申購和贖回股份。在容許建立相對簡單和靈活的開放式投資公司的同時，應締造清晰有利

的稅務環境，吸引更多基金於香港註冊及經營業務，將香港打造成基金註冊與業務中心，提升香港在房地產信託投資基金和私募基金等方面的競爭力。此外，應推進與內地有關監管部門達成基金互相認可的協議，並容許內地與香港兩地的基金可同時售予兩地市場的投資者，這樣不但可大量增加於香港註冊的基金，亦有助改善內地的資產管理行業。

結構性產品通常被認為是投資回報與相關資產表現掛鈎的合成投資產品，在財富管理市場中具有重要的地位。目前，香港財富管理市場的結構性產品可分為上市結構性產品和非上市結構性兩大類：在香港交易所上市的結構性產品主要有衍生權證、牛熊證，和股票掛鈎票據；非上市結構性產品則分為零售產品和私人銀行及機構產品，其存量規模呈衰減趨勢，流量也未到2008的水準，如表7示。從資產類型上講，香港的零售結構性產品可分為股票、利率、匯率、商品、信用、基金及混合(至少包含以上資產的兩種)等七大類，2008年以前，信用類和股票類產品佔據主導地位；2008年，產品的掛鈎資產涉及信用、基金、股票、利率及匯率五類，資產類型分佈趨於均衡；之後，結構性產品的掛鈎資產集中度提升，利率和匯率成為新一輪資產熱點。⁸為了提高香港作為資產管理中心的吸引力，香港交易所及金融業界應該優化零售結構性產品，擴大上市和非上市產品的發行量和品種，並做好從產品、交易及至結算的一系列服務。香港交易所在其2013-15戰略規劃中已經定出四大資產類別，即現貨股票、股票衍生產品、定息產品和貨幣、以及商品，進行跨資產類別的橫向整合，和沿著產品、交易及至結算價值鏈的垂直整合，以期產生最大的協同效益。

⁷ 《香港發力“國際資產管理中心”，曾俊華財政預算案放行》，21世紀經濟報導，2013年2月28日。

⁸ 王伯英(2013)，《香港財富管理市場初探之結構性產品》，《銀行家》2013年第3期。

表 7：香港非上市結構性產品歷史發行量

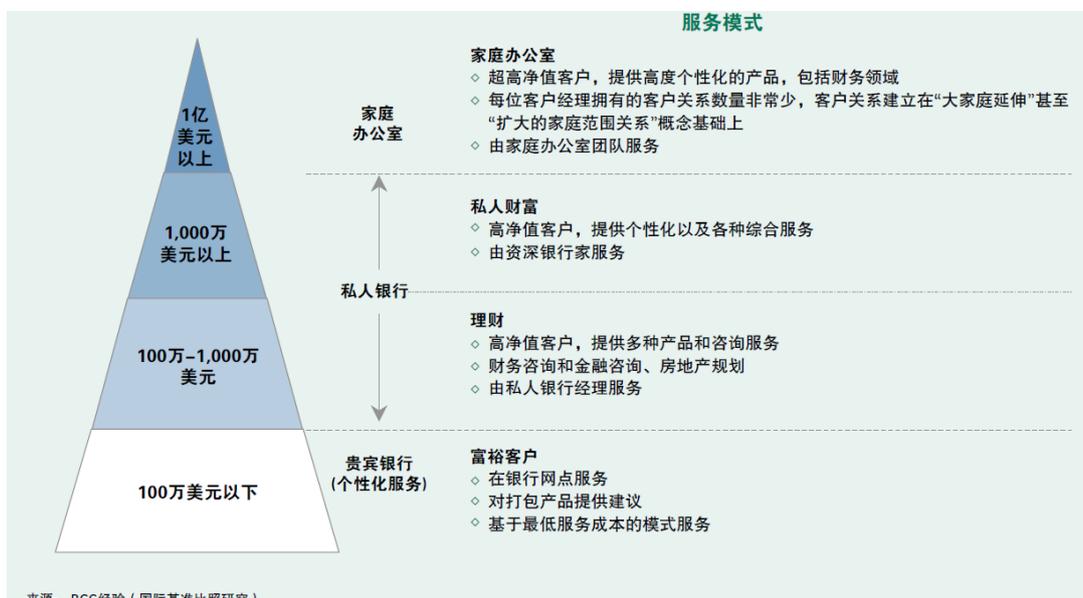
年份	零售產品		私人銀行和機構產品	
	發行數量(款)	資金規模 (百億港元)	發行數量(款)	資金規模 (百億港元)
2008	418	79119	18	508
2009	309	51177	17	409
2010	381	40532	29	361
2011	279	30122	47	577
2012	223	26930	26	328
年份	零售產品		私人銀行和機構產品	
2008	117	15003	11	419
2009	50	4107	0	0
2010	192	5140	15	69
2011	367	7340	26	377
2012	313	6260	41	404

資料來源：www.structuredretailproducts.com；2012年資料截至11月30日

與零售產品相比，私人銀行產品是一種向高淨值客戶及其家庭提供個性化、專業化、高品質和私

密性極強的以財富管理為核心的一籃子、高層次的金融服務。如圖8示。

圖 8



隨著中國的富豪人數和財富越來越龐大，很多國際知名的私人銀行都想來分蛋糕，不過受國內法律政策限制還無法形成一個相對完善規範的市場。目前國內以私人銀行名義開設的部門職能和國際上定義的還是有不小差別，多數私人銀行選擇了香港作為攻佔大陸的第一線。香港也為鬆綁私人銀行業採取了一系列行動，如修訂銀行的發牌條件，刪除必須持有客戶總存款不少於30億港元、總資產不少於40億港元的機構才能發牌的要求，放寬了國際金融機構來港設立私銀業務的限制；不再強制私人銀行實施分隔投資業務與一般銀行業務⁹；以及允許私人銀行可採用“投資組合為本”的方法為客戶進行適合性評估，而無需按每宗交易將客戶的風險承擔水準與產品風險水準配對；定義私人銀行的客戶標準，“擁有至少300萬美元（或者其他等值貨幣）的包括證券、存款及存款證類的可投資產；或至少100萬美元（或者其他等值貨幣）由銀行管理的可投資資產”；引入國際私人財富管理資格認證(CIWM)、成立私人財富管理公會以促進財富管理行業發展並推廣劃一專業標準等。據悉，在香港的國際私人銀行超過40家，香港註冊機構的其他私人銀行業務達到2.75億港元。

另一方面，畢馬威發表《聚焦香港私人銀行》報告指出，員工成本偏高、合規要求提升及行業競爭加劇是香港私人銀行面對的主要挑戰，確實有效地解決這些問題可提高香港作為財富管理中心的

吸引力。同時，香港金融發展局的研究報告指出，監管機構及業內人士應就私人財富管理客戶達成統一的定義，並且制訂切合業界需要的原則性指引，補足現行規則及規例，讓私人銀行的業務運作方式更切合高資產人士有別於一般零售客戶的實際需要，例如採用較注重客戶關係的顧問模式，以符合不同的合規要求。此外，當局應就產品知識及顧問手法，為私人財富管理專業人員制訂一套私人財富管理能力準則，確保從業員的專業水準。

第三，金融購物“天堂”應建立有效的監管制度、實行全面而充分的金融消費者權益保護和教育。

金融購物天堂和國際金融中心既有區別、又有聯繫。金融購物天堂含有國際金融中心之意，但以往談香港的國際金融中心地位，多側重公司金融、金融市場投資和跨國銀行業務，而金融購物天堂強調的是個人金融業務，從普通大眾購買金融產品到富豪的私人銀行業務，而且“中心”並不一定是“天堂”，要打造“金融購物天堂”，監管和金融消費者權益保護乃是重中之重。

縱觀全球，金融危機結束後，歐美各國紛紛將消費者保護作為金融體制改革的重要方向，出臺了多部重要法案，並相繼設立了保護金融消費者的專門機構，強化對金融消費者的保護也成為未來金融監管的一個主要內容，如表8示。

⁹ 參見郭璐(2013)，《香港爭當私銀中心》，《財經國家週刊》，2013年第5期。

表 8：歐美各國金融消費者保護的監管

	監管改革措施
美國	2010年7月通過《華爾街改革與消費者保護法案》，並據此新增設兩家機構—金融穩定監管委員會和消費者金融保護局。前者負責監測處理系統風險，後者則對提供信用卡、房貸等消費者金融產品及服務的金融機構實施監管，以保護消費者利益。
英國	設立金融政策委員會(FPC)、審慎監管局(PRA)和金融行為管理局(FCA)。其中金融政策委員會(FPC)和審慎監管局(PRA)擔負起宏觀和微觀的審慎監管職能，而金融行為管理局(FCA)則承擔PRA監管職責之外的對其他金融機構的審慎監管職能、對金融消費者的保護和對金融機構商業行為的監管。
歐盟	2010年9月，歐洲議會通過歐盟金融改革法案，決定採取包括建立跨國金融監管機構在內的一系列改革措施(如設立歐洲銀行業監管局(EBA)、歐洲證券和市場監管局(ESMA)和歐洲保險和養老金監管局(EIOPA)，以加強對金融消費者的保護力度。

在香港，加強金融消費者權益保護也是金融監管改革的重要內容。2010年金管局成立了銀行操守部(Banking Conduct Development)和法規部(Enforcement Department)，對銀行的行為和操守進行監管。銀行操守部主要負責制定銀行與客戶交往的原則和要求，並規範銀行在參與市場活動時的操守和行為。該部門也會審批銀行的牌照申請以及銀行董事和高級管理人員的任命批准。法規部主要跟進和調查銀行不良銷售和其他不當操守事宜。¹⁰

雷曼“迷你債”事件後，香港證監會加強了對結構性產品的監管，頒佈《2011年證券及期貨和公司法例(結構性產品修訂)條例》，此次修訂明確了香港結構性產品的定義和範圍，嚴格結構性產品的發行人制度，要求發行人、擔保人、安排人及保管人權責明確、各司其職，產品託管人必須是獨立的協力廠商，統一規範產品資訊披露標準，由香港證監會和交易所網站分別披露非上市結構性產

品的銷售檔和上市結構性產品的上市檔，健全投資者保護制度，包括投資冷靜期，投資者賠償基金以及投資者教育中心等，通過建立發行人制度、資訊披露制度和投資人保護制度的基本監管框架，致力於發展成為領先的境外財富管理市場。

2011年11月，香港成立金融糾紛調解中心有限公司(Financial Dispute Resolution Center)，並於2012年6月起開始運行，用於解決金融機構與金融消費者之間因金融商品或者金融服務引發的糾紛。然而，對於金融機構和金融消費者之間的不對稱關係，金融糾紛調解中心對於金融機構的強制力僅體現在程式啟動方面，在金融消費者提請進行處理時，金融機構必須參與程式，最終決定以仲裁形式作出，對於金融機構和金融消費者均具有終局效力，這不同於金融督察服務機制加重金融機構的義務而賦予金融消費者更多自由。而從收費標準來看，儘管制度設計整體上金融消費者負擔的成本要小於金融機構，但在有些收費方

¹⁰ 陳德霖(2014)，《香港銀行業的監管模式：兩條腿走路》。

面，調解中心一視同仁，比如超出4個小時的標準調解時間之後。此舉或許是為避免“濫訴”情形的出現，保證調解中心將精力集中在真正需要解決的糾紛方面，但此制度設計是否合理，能否實現初衷需要時間的檢驗。¹¹

為了使金融消費者的權益可以得到全面而充分的保護，香港應該進一步加強金融消費者權益保護的立法和監管。如借鑒美國《多德—弗蘭克華爾街改革和消費者保護法案》，通過一系列詳細的規定來切實加強對金融消費者的保護，設立“香港消費者金融保護署”，賦予其監督、檢查和執行等一系列權力，專門對提供金融商品或服務的金融機構等服務實體進行監管，並建立和完善一套有效而穩健的應對機制，來及時處理雷曼“迷你債”等類似事件。同時，應該確實強化資訊披露，金融產品發行人需要充分披露產品的特點和風險。而仲介機構向客戶推薦金融產品時，要進行有效的適合性評估，深入瞭解客戶的背景以及他們承受風險的能力，這對於來自內地的客戶尤為重要，因為他們在語言、投資知識與經驗方面有很大差距，可以考慮設置金融諮詢和投訴專員的職位，專門向內地客戶推廣金融知識及處理投訴問題。此外，香港和內地在金融消費者權益保護方面存在不少差異，如買香港保險產品必須要到香港簽單，否則在大陸簽單屬“地下保單”，將不受法律保障，而且醫療責任認定和投資者賠償方面兩地也有很大不同，這些問題和所引起的糾紛應該通過建立一套有效的兩地協調機制來解決，特別是通過“香港消費者金融保護署”和內地“一行三會”（人民銀行、銀監會、證監會、保監會）的金融消費者權益保護局對接合作，來處理跨境金融消費者保護問題。

監管的另一重點是如何防止一些資本將香港看成中轉站或歇腳點外逃、或者利用香港在投資方面的仲介功能洗錢，使中國開放資本帳戶的風險相對可控，使香港成為真正的金融購物“天堂”。為此，香港2012年4月實施《打擊洗錢及恐怖分子資金籌集（金融機構）條例》，意在訂立條文來規定金融機構的客戶盡職審查和備存記錄相關事宜，以打擊洗錢和恐怖融資活動。金融機構和金融機構從業人員明知而違反指明條文，最高可被判監禁2年及罰款100萬港元。如出於詐騙而違反指明條文，一經定罪最高可被判監禁7年及罰款100萬港元。同時，《國務院關於修改〈國際收支統計申報辦法〉的決定》於2013年11月公佈，並於2014年1月1日起施行。該《辦法》新增一條規定：“擁有對外金融資產、負債的中國居民個人，應當按照國家外匯管理局的規定申報其對外金融資產、負債的有關情況。”其中需要申報的“中國居民”，不僅包括個人也包括機構。加強對本國公民個人在海外金融資產的瞭解，是抑制稅款收入流失、防止跨國洗錢和貪腐人員外流外逃的有效手段。

3.2 香港可以成為國際金融新秩序中的“東方之珠”

經過金融危機的洗禮，全球的經濟金融格局都面臨著轉型升級，世界經濟中心明顯東移，改革以美元本位制為基礎的國際貨幣和金融體系勢在必行。首先，此次金融危機的爆發並在全球範圍內迅速蔓延，反映出當前國際貨幣體系的內在缺陷和系統性風險。其次，美聯儲等四大央行的量化寬鬆暫時緩解本國或地區的金融危機，卻導致全球資金氾濫，貨幣戰爭的硝煙瀰漫，其他特別是新興國家不得不為嚴重的通貨膨脹和資產泡沫買

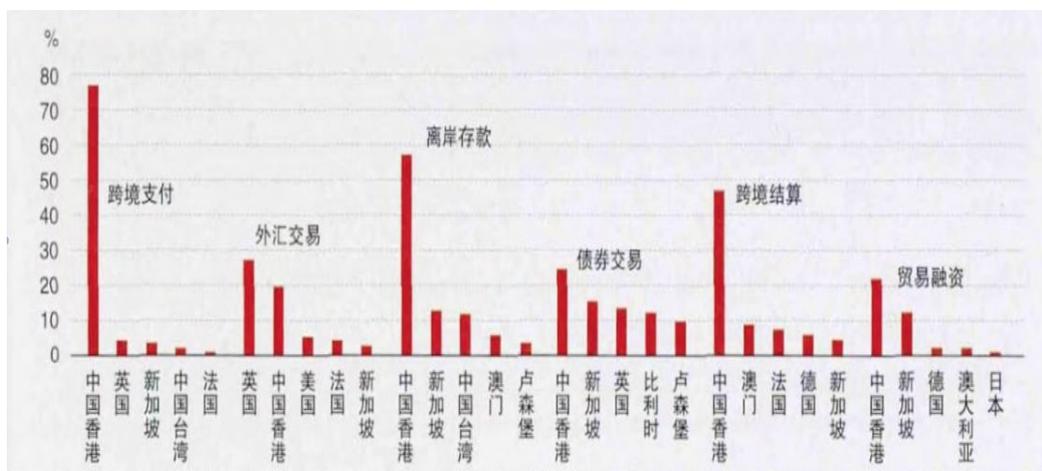
¹¹ 劉如翔(2014)，《香港金融糾紛解決機制的最新發展及其啟示》，國務院發展研究中心資訊網。

單。第三，處於失衡和壓制的國際貨幣體系始終沒有一個合理和穩定的保障機制，貿易順差的國家積累了大量的美元儲備，卻不得不投資於低收益的美國國債，進行預防性儲蓄來實現自我保險，以應付金融危機的不時之需。第四，超主權的世界貨幣的設想知易行難，現行美元體制的存量改革進展緩慢，以金磚國家為代表的新興世界積極宣導和實踐增量改革，探尋國際貨幣和金融體系的均衡發展模式，如人民幣國際化的進程開始加速，金磚國家銀行於2014年7月16日正式成立，總部設在上海；亞洲基礎設施投資銀行於2014年10月24日在北京簽約成立，創始成員國包括中國，印度和新加坡等21個國家，法定資本

為1000億美元，總部設在北京；外匯儲備池和被正式提到議事日程等。

香港被譽為“東方之珠”，因為得天獨厚的維多利亞港雄居世界東方，在世界航運版圖中舉足輕重、像珍珠般貴重。如今，在國際金融新秩序中，香港的戰略地位和全域影響將同樣重要。筆者認為，香港將成為未來全球可能出現的美元、歐元、人民幣等多元儲備貨幣體系中的“東方之珠”，與紐約、倫敦等世界級金融中心相媲美、相競爭，改變只有西方亮、而東方不亮的舊格局，推動國際貨幣和金融體系的均衡發展。

圖9：2013年前5大離岸人民幣中心主要人民幣業務的全球份額



資料來源：王家強(2014)，《人民幣離岸金融中心的競爭與市場選擇》。

圖9比較了2013年前5大離岸人民幣中心，可以看出香港，新加坡和倫敦是最主要的離岸人民幣市場，表9進一步對三地離岸人民幣業務的前景發展進行了對比分析。

表9：香港、新加坡和倫敦人民幣離岸市場前景的對比分析

	香港	新加坡	倫敦
國際離岸金融中心模式	內外混合型	內外分離型	內外混合型
國際離岸金融中心形成方式	自然形成	人為創設	自然形成
國際離岸金融中心特點	離岸中心無嚴格申請程式，不設單獨離岸帳戶，與在岸帳戶並賬運作，資金出入無限制。	離岸機構設立需經金融當局審准，離岸與在岸帳戶隔離，離岸交易與在岸交易分開，嚴禁離岸與在岸資金滲透。	離岸中心無嚴格申請程式，不設單獨離岸帳戶，與在岸帳戶並賬運作，資金出入無限制。
國際離岸金融中心地位	2012年香港連續第二年蟬聯世界經濟論壇金融發展指數首位，也是首個位居榜首的亞洲金融中心。外匯交易額亞洲第三，次於日本和新加坡，全球排名第五。	東盟的貿易中心，2013年9月取代日本，成為亞洲最大外匯交易中心，僅次於倫敦和紐約，比香港在外匯，債券，商品及另類投資等多個領域佔優。私人銀行方面，以成為“亞洲瑞士”為目標。	國際上最重要的金融中心之一，全球最大的外匯交易中心，全球最大離岸美元市場，國際金融服務經驗豐富，很多領域基礎設施非常成熟。
離岸人民幣市場規模現狀	交易量最大，規模最大，可提供全方位人民幣業務服務，如人民幣同業拆借，人民幣融資，放款。	有4000家中資企業，人民幣公司業務以跨境貿易結算為主。2013年4月正式成立人民幣清算中心，截至9月人民幣清算業務量達6100多億元。獲得500億元RQFII額度。	西半球最大的人民幣離岸業務中心，國際上28%的人民幣支付行為都在英國完成（香港和中國大陸以外），超過新加坡。2012年12月中國建設銀行發行人民幣債券，成為繼香港之後第二個離岸人民幣債券市場。獲得800億元RQFII額度。
離岸人民幣市場發展背景	與內地關係獨特，具有天然優勢，比如內地對香港的出口、轉口貿易以及兩地居民廣泛的日常往來；離岸人民幣業務具有先發優勢。	背靠與中國貿易關係十分密切的東南亞，又有中文優勢，具備潛在優勢；與香港相比，作為主權國家，國際投資者從分散風險角度更願意與新加坡合作。	具備傳統優勢（如全球主要外匯交易中心，時區優勢），欠缺亞洲離岸中心的先天優勢，把未來希望更多寄託在與香港的傳統聯繫上。
離岸人民幣市場發展挑戰	面臨新加坡，倫敦及臺灣等其他地區的競爭和挑戰。外匯交易中心規模遜於倫敦與新加坡，不足之處可能會日益凸顯。	人民幣跨境貿易沒有沉澱足夠的離岸人民幣，對華貿易存在逆差，人民幣的投資管道較窄等。	與中國貿易往來不多，除亞洲各中心外，還面臨與法蘭克福，巴黎等歐洲其他金融城市的競爭（這些地方與中國貿易聯繫更多或金融監管環境更為寬鬆）。

資料來源：李莉、蔡仕志(2013)，《國際主要金融離岸中心人民幣業務發展現狀及前景》。

如表 9 所示，香港與倫敦在成為國際離岸金融中心上有著極其類似的形成條件和模式特點。20 世紀 60 年代，倫敦通過發展歐洲美元市場，不僅促進了本國金融與經濟的發展；也沒有因紐約崛起而沒落，繼續扮演全球金融中心的角色；還為全球金融帶來了新的面貌，使得國際金融進入了新的階段。因此，借鑒倫敦發展的歐洲美元市場的經驗，有利於思考和啟發香港在國際金融新秩序中所扮演的角色，並推動離岸人民幣市場向深層次發展。

倫敦美元離岸市場是全球美元交易最大的市場，每天成交量約 4,500 億至 5,000 億美元，比美國本土美元交易量還要高。倫敦歐洲美元市場的發展有其特定的歷史原因，其優勢在於不受美國法令限制，免稅，不繳納法定儲備，流動性強，主要作為銀行間同業短期資金批發市場，參與者多為商業銀行，各國央行及政府，並形成當前國際金融市場上廣泛使用的美元利率“指導性”指標，即倫敦的美元同業拆借利率 (LIBOR)，在很大程度上掌握全球基準利率的定價權。

倫敦歐洲美元市場發展的成功經驗告訴我們，要成為國際金融新秩序中“東方之珠”，香港應該積極推動人民幣國際化，力爭離岸人民幣和國際資產價格的定價權。2013 年 4 月，香港推出離岸人民幣拆息 (CNH HIBOR) 定盤，這是人民幣國際化進程中的一個重要里程碑，各大金融機構紛紛推出以 CNH HIBOR 為定價基準的新交易產品。例如，2013 年 5 月，中銀香港完成首筆以 3 個月 CNH HIBOR 為定價基準的人民幣兌美元貨幣互換掉期交易 (Cross-Currency Swap) 和一年期浮息存款證，渣打銀行完成首宗為香港企業客戶以 3 個月 CNH HIBOR 進行的利率掉期合約 (Interest rate swap)；11 月，國家開發銀行在香港發行 2 年期人民幣浮息債 19 億元，首次以 CNH HIBOR 為基準

計息。就全球基準利率的定價權而言，一直存在以 LIBOR 為代表的銀行間拆借利率和美國國債收益率曲線之間的博弈。筆者 (周穎剛，2013c) 認為，香港在力爭離岸人民幣拆息定價權之餘，應該繼續發展人民幣國債離岸市場，以期在離岸人民幣國債收益率的定價權上也保持領先地位。

近年來，財政部開始嘗試在香港發行人民幣國債，並逐年穩步增加，從 2009 到 2014 年已經發行的規模分別為 60 億元、80 億元、200 億元、230 億元、230 億和 160 億元，至今六年七次累計發行 960 億元，如表 10 所示，另 2014 年還將發行 120 億元，屆時累計發行量將超過千億元。年期結構上主要有 2 年、3 年、5 年、7 年和 10 年期等品種，2012 年來還發行 15 年、20 年和 30 年期國債，期限品種日益豐富。同時，人民幣國債的發行機制逐步完善，投資物件和交易方式也不斷發展，2009 年，財政部按照市場慣例，採用簿記建檔方式向個人和機構投資者發行人民幣國債，2010 年，開始嘗試通過香港債務工具中央結算系統 (CMU) 直接面向機構投資者發行人民幣國債，2012 年又按照 CMU 招標價格向國外中央銀行發行 20 億元人民幣國債，此外，人民幣國債在香港聯交所掛牌上市交易也開始啟動。2013 年，首次引入香港交易所平臺作為人民幣國債的申購管道。

表 10：2009 – 2014 年中國財政部在香港發行的人民幣國債一覽表

發行時間	票面利率	期限	發行規模及投資者
10/27/2009	2.25%	2年	30億：個人投資者
10/27/2009	2.7%	3年	25億：機構投資者5億，個人投資者20億
10/27/2009	3.3%	5年	5億：機構投資者
12/1/2010	1%	3年	20億：機構投資者
12/1/2010	1.8%	5年	20億：機構投資者
12/30/2010	2.48%	10年	10億：機構投資者
12/20/2010	1.6%	2年	30億：個人投資者
8/17/2011	0.6%	3年	60億：機構投資者
8/17/2011	1.4%	5年	50億：機構投資者
8/17/2011	1.94%	7年	30億：機構投資者
8/17/2011	2.36%	10年	10億：機構投資者
8/31/2011	1.6%	2年	50億：個人投資者
6/28/2012	1.85%	3年	81億：機構投資者70億，外國央行11億
6/28/2012	2.56%	5年	61億：機構投資者55億，外國央行6億
6/28/2012	2.65%	7年	12億：機構投資者10億，外國央行2億
6/28/2012	3.10%	10年	11億：機構投資者10億，外國央行1億
6/28/2012	3.48%	15年	10億：機構投資者
7/13/2012	2.38%	2年	55億：個人投資者
6/28/2013	2.87%	3年	70億：機構投資者50億，外國央行20億
6/28/2013	3.02%	5年	27億：機構投資者20億，外國央行7億
6/28/2013	3.09%	7年	12億：機構投資者10億，外國央行2億
6/28/2013	3.16%	10年	11億：機構投資者10億，外國央行1億
6/28/2013	3.60%	15年	5億：機構投資者
6/28/2013	3.95%	30年	5億：機構投資者
11/25/2013	2.60%	3年	50億：機構投資者
11/25/2013	3.09%	5年	20億：機構投資者
11/25/2013	2.80%	2年	30億：個人投資者
5/23/2014	2.53%	3年	84億：機構投資者70億，外國央行14億
5/23/2014	3.25%	5年	44億：機構投資者40億，外國央行4億
5/23/2014	3.80%	7年	12億：機構投資者10億，外國央行2億
5/23/2014	4.00%	10年	10億：機構投資者
5/23/2014	4.29%	15年	5億：機構投資者
5/23/2014	4.50%	20年	5億：機構投資者

資料來源：周穎剛、陳世淵(2013)，《試論我國國債市場的發展》及筆者收集。

豐富國債品種和期限結構，通過定期、均衡、滾動地發行短期、中期和長期國債，特別是增加1年期及以下等短期國債的發行，使其為公開市場業務的主要媒介；提高國債現貨市場的流動性，推出國債期貨交易，完善國債市場的價格發現功能，儘快形成一條完整、可靠和較為準確的國債收益率曲線，為其他債務工具利率的變動和政策利率的調整提供一個可靠的參考指標。進一步地，應依託離岸人民幣拆息和離岸國債收益率等基準利率發展離岸人民幣金融產品，如浮息債券及存款證有利於吸收較長期的資金，特別是在利率上升週期，改變目前離岸人民幣資金池大多是較短期的存款、難以發展長期人民幣貸款的困境；又如利率掉期有利於對沖利率風險，滿足資產管理的需要，一年期以內的利率掉期曲線以拆息率曲線為準，其進一步的延伸則必須與國債收益率曲線相適應。

除了繼續在香港發行人民幣國債，可利用倫敦歐洲美元市場的優勢和經驗，進一步拓展國債離岸市場，使倫敦和香港可以相互依存、相互補充，演繹人民幣離岸東西方中心的“雙城故事”。2014年9月14日，英國政府成功發行首隻人民幣主權債券，規模為30億元人民幣，期限為三年。這意味著英國成為中國之外第一個發行人民幣計價國債的國家，而且這也是全球非中國發行的最大一筆人民幣債券，這次發行的人民幣國債受到全球買家的踴躍認購，持續12個小時的認購共收到來自全球投資者的85個訂單，總認購額達58億元人民幣，遠超預定發行量。買方包括世界多國央行、銀行國庫及基金經理等。英國財政部稱，債券發行的人民幣收入將被納入英國外匯儲備，其

意義和影響十分深遠。9月中旬，中英第六次財金對話期間，國家開發銀行獲准在倫敦發行3個品種的20億人民幣債券，分別是3年期固息債6億元，利率為3.35%；5年期固息債5億元，利率為3.6%；10年期固息債9億元，利率為4.35%。這是在倫敦發行的中國首單準主權人民幣債券，進一步豐富了倫敦市場的人民幣投資品種。10月21日，英國政府發行的首隻人民幣國債在倫敦證券交易所正式掛牌交易。

從資金流動來看，離岸市場主要有四種模式(He and McCauley, 2012)：完全離岸(非居民→離岸中心→非居民，即資金從非居民流向離岸中心，再流向非居民)，完全回流(居民→離岸中心→居民)，境外貸款(居民→離岸中心→非居民)，以及境內借款(非居民→離岸中心→居民)。人民幣國債離岸市場的模式應該是境內借款，其需求應主要來自外國投資者和中央銀行，作為他們投資組合和儲備資產的重要組成部分。應該指出的是，目前人民幣國債的吸引力主要是人民幣的升值預期，要使其成為被廣為接受和投資的金融資產和儲備資產是一個長期的過程，這有賴於國際貨幣體系的頂層設計改革(Eichengreen, 2011)、國家政策的支持和改革的深化、以及離岸市場的建設和發展。

同時，離岸人民幣市場的發展也有利於倒逼在岸市場改革。倫敦離岸美元市場的發展促進了美元的國際化，這一事實說明離岸中心對於本幣利率能發揮重要作用¹²。境內外市場主體的跨市場套利活動，有利於促進人民幣利率和匯率形成機制更充分地反映“兩種資源”和“兩個市場”，推進人民

¹² 陳介玄(2010)，《從歐洲美元到亞洲人民幣—論境外金融與國際金融之整合》，「第五屆，金融、技術與社會」學術研討會，2010年12月。

幣資金價格的市場化改革。¹³在這方面，香港可以與前海積極交流和密切合作，充分利用前海的區位優勢和政策優勢，幫助香港連接內地廣闊腹地、暢通回流離岸人民幣、提供強大的實體經濟支撐和強勁的金融服務和財富管理需求，助推香港成為世界級金融中心(周穎剛，2013b)。

另一方面，要正面看待多個離岸人民幣中心的競爭。根據人民幣最終將成為全球主要國際貨幣的大趨勢，香港、倫敦和新加坡在成為人民幣離岸中心的立場上也並不互相衝突。香港可繼續發揮“先行者”的優勢，同其他新興的離岸人民幣中心積極交流和密切合作，提升現有平臺的效率，共同推動人民幣國際化的進程。縱觀國際金融中心發展格局，往往是全球性金融中心為龍頭的圈層發展模式。香港作為最主要的人民幣離岸市場，應承擔人民幣離岸市場中的“批發功能”，成為離岸人民幣的流動性聚集地、融資中心、定價中心和財富管理中心。¹⁴而其他地區(如新加坡、倫敦等)的人民幣離岸市場則主要擔當“零售”的功能。與香港形成互動，完善全球性的服務網路。實際上，香港一直積極參與並支持其他離岸人民幣市場的發展。如新加坡所有的銀行也都是香港人民幣業務參加行；香港金管局債務工具中央結算系統、摩根大通及歐洲清算系統發展的跨境抵押品管理安排，為歐洲利用更多國際證券進行人民幣回購交易提供了支援。2013年1月，香港與倫敦成立合作小組，進一步推動兩地在離岸人民幣業務發展方面的合作，特別是在支付結算系統及促進人民幣市場流動性等方面的聯繫。2013年12月，香港交易所與新加坡交易所簽署了一項關於離岸人民幣市場的理解備忘(MOU)，將在國際監管問題和技術開發這兩個關鍵領域上建立合作。

香港還應利用其離岸的樞紐位置促進離岸和在岸人民幣利率、匯率及國際資產價格一體化，利用香港交易所收購的倫敦金屬交易所增強在金融商品定價權上的核心競爭力。此外，香港應該憑藉自身的特有優勢協調與發達國家的金融對話，增進發展中國家金融合作，為國際金融新秩序“東方之珠”增添新的亮點。應該指出的是，香港金融發展局(2013a)所指出的香港面臨社會政治化及分化、居住環境惡化和生活成本上升等的挑戰也不容忽視，應該妥善地解決這些問題，才能確實有效將香港打造成新的“東方之珠”。

¹³ 管濤(2013b)，《協調推進人民幣離岸與在岸市場發展》，中國金融2013年第17期。

¹⁴ 馬駿，徐劍剛(2012)，《人民幣走出國門之路—離岸市場發展與資本專案開放》，中國經濟出版社，2012年6月。

第四章、結論

本文旨在從個人境外投資的視角探討中國金融開放之路及香港在其中的作用。改革開放30多年來，中國已成為全球一個主要的貿易大國，但在全球金融體系中的影響卻依然較小。隨著中國金融開放並融入世界的金融體系，未來可期中國成為金融大國。在這個過程中，中國居民的對外投資會呈現非常高速的增長，這不僅是因為私人財富管理和離岸投資需求日益強勁，而且在中國式的金融抑制下，個人境外投資具有其微觀理性和宏觀意義。從戰略上看，中國是一個官方債權大國，風險大而集中，應積極向“私人債權大國”轉型，而“藏匯於民”並鼓勵其對外投資是金融開放和戰略轉型的必由之路。

中國正在積極探索一條“主動，可控，漸進”的有中國特色的資本帳戶開放的道路。在這個過程中，香港將發揮不可替代的作用。可以說，香港繼改革開放前的貨物轉運，改革開放後的招商引資之後，將再度再擔負起推動中國資本走出去、邁向金融大國的重要角色。個人境外投資是中國資本帳戶開放的重要組成部分，其路徑應該遵循有中國特色的資本帳戶漸進開放道路，先主動放開個人投資香港市場，充分和正確利用香港這一國際金融中心引導個人資金“走出去”。

對於香港在中國金融開放中的作用，筆者提出兩個頂層設計。一是香港應該引領中國資本“走出去”的潮流，抓住中國金融業“十二五”規劃提出將香港建設成國際資產管理中心和人民幣離岸中心的機遇，選擇金融這一支柱產業升級轉型現有的購物天堂，以金融產品為導向、以財富管理和金融服務為核心，積極打造成一個“金融購物天堂”。二是香港應該積極推動人民幣國際化，力爭離岸人民幣和國際資產價格的定價權，與紐約、

倫敦等世界級金融中心相媲美、相競爭，成為未來全球可能出現的美元、歐元、人民幣等多元儲備貨幣體系中的“東方之珠”。

參考文獻

- 陳德霖(2014)，《香港銀行業的監管模式：兩條腿走路》，<http://www.hkma.gov.hk/chi/key-information/insight/20140721.shtml>。
- 陳介玄(2010)，《從歐洲美元到亞洲人民幣—論境外金融與國際金融之整合》，“第五屆，金融、技術與社會”學術研討會，2010年12月。
- 方明(2013)，《全球貨幣戰略—霸權博弈》，中國法制出版社2013年3月。
- 馮邦彥、覃劍(2011)，《國際金融中心圈層發展模式研究》，《國際金融》，2011年第4期第36-41頁。
- 管濤(2013a)，《邁向人民幣資本帳戶完全可兌換：回顧與前景》，“資本流動管理：國際經驗”基金組織和人民銀行聯合研討會，2013年3月。
- 管濤(2013b)，《協調推進人民幣離岸與在岸市場發展》，《中國金融》，2013年第17期第28-29頁。
- 郭璐(2013)，《香港爭當私銀中心》，《財經國家週刊》，2013年第5期。
- 何東(2014)，《未來可期中國成為金融大國》，上海高級金融學院名家講堂，2014年9月13日。
- 李波、王佐罡、席鈺(2011)，《跨境人民幣業務與香港人民幣市場》，香港金融研究中心特別報告第七期。
- 李莉、蔡仕志(2013)，《國際主要金融離岸中心人民幣業務發展現狀及前景》，《經濟視角》，2013年第8期第82-84頁。
- 李小加(2012)，《養兒子和育兒園——關於人民幣國際化的再思考》，《信報》，2012年1月4日。
- 劉如翔(2014)，《香港金融糾紛解決機制的最新發展及其啟示》，國務院發展研究中心資訊網。
- 馬駿、徐劍剛(2012)，《人民幣走出國門之路——離岸市場發展與資本專案開放》，中國經濟出版社，2012年6月。
- 秦偉(2013)，《香港發力“國際資產管理中心”，曾俊華財政預算案放行》，21世紀經濟報導，2013年2月28日。
- 孫芙蓉(2013)，《持續推動香港人民幣離岸中心建設—訪香港金融管理局總裁陳德霖》，《中國金融》，2013年第21期第24-26頁。
- Orlik, Tom (2013)，《中國流動性危機的來龍去脈》，《華爾街日報》中文版，2013年6月24日。
- 王伯英(2013)，《香港財富管理市場初探之結構性產品》，《銀行家》，2013年3期。
- 王家強(2014)，《人民幣離岸金融中心的競爭與市場選擇》，《國際金融》，2014年第6期第51-55頁。
- 夏斌、陳道富(2011)，《中國金融戰略2020》，人民出版社，2011年1月第一版。

- 香港金融發展局(2013a),《鞏固香港作為全球主要國際金融中心的地位》,研究報告,2013年11月。
- 香港金融發展局(2013b),《關於加快建設香港離岸人民幣中心的建議》,研究報告,2013年。
- 袁滿、由曦(2013),《金改市場化攻堅——專訪中國人民銀行行長周小川》,《財經》2013年第36期。
- 曾俊華(2014),《伊斯蘭債券》, <http://www.fso.gov.hk/chi/blog/blog140914.htm>。
- 《證券公司投資者適當性制度指引》起草小組(2012),《對金融產品分類的兩種模式》,《中國證券報》,2012年4月12日。
- 中國人民銀行調查統計司(2012a),《我國加快資本帳戶開放的條件基本成熟》,研究報告,2012年2月23日。
- 中國人民銀行調查統計司(2012b),《協調推進利率、匯率改革和資本帳戶開放》,2012年4月17日。
- 周穎剛(2013a),《寬私人銀行、結合“金融旅遊”機遇》,《香港經濟日報》2013年3月6日。
- 周穎剛(2013b),《前海中環“前臺後店”、搶佔機遇》,《香港經濟日報》2013年4月23日。
- 周穎剛(2013c),《推人幣拆息定價、港嚴防操縱》,《香港經濟日報》2013年4月30日。
- 周穎剛(2013d),《國金新秩序、港成新“東方之珠”》,《香港經濟日報》2013年7月25日。
- 周穎剛、陳世淵(2013),《試論我國國債市場的發展》,《當代財經》2013年第1期第56-66頁。
- 莊太量、黃凱兒(2012),《香港、新加坡和中國資產管理行業的發展機遇》,香港中文大學全球經濟及金融研究所研究專論第七號,2012年3月。
- Eichengreen, B. J. (2011), *Exorbitant Privilege: The Decline of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford University Press, New York.
- He, D., L. Cheung, W. Zhang and T. Wu (2012), “How Would Capital Account Liberalization Affect China’s Capital Flows and the Renminbi Real Exchange Rates?” *China and the World Economy*, 20(6): 29-54.
- He, D and R. McCauley (2012), “Eurodollar Banking and Currency internationalization,” BIS Working Paper, Bank for International Settlements.
- Hooley, John (2013), “Bring Down the Great Wall? Global Implications of Capital Account Liberalization in China,” Bank of England Quarterly Bulletin 2013Q4.
- Ma, G. and H. Zhou (2009), “China’s Evolving External Wealth and Rising Creditor Position,” BIS Working Papers No.286, Bank for International Settlements.



Hong Kong Institute for Monetary Research
香港金融研究中心

55th Floor, Two International Finance Centre,

8 Finance Street, Central, Hong Kong

香港中環金融街8號

國際金融中心二期五十五樓

Telephone 電話 (852) 2878 1978

Facsimile 圖文傳真 (852) 2878 7006

E-mail 電子郵件 hkimr@hkma.gov.hk

Website 網頁 <http://www.hkimr.org>