

國家開發銀行金融研究中心

離岸人民幣市場

任志剛

研究專論第二號

二零一零年七月

全球經濟及金融研究所

香港中文大學

香港新界沙田澤祥街十二號鄭裕彤樓十三樓

《離岸人民幣市場》

(中文譯本) *

任志剛

二零一零年六月二十一日

全球經濟及金融研究所開幕演講

引言

今天是香港中文大學全球經濟及金融研究所成立的大日子。本人有機會在此講幾句話，深感榮幸。正如各位嘉賓所知，我想談談人民幣離岸市場的問題。

人民幣的國際化

2. 中國內地對資本賬雖然仍然設有頗大範圍的限制，但由于兩個普遍的原因，積極主動並且較快地讓人民幣走向國際化，是符合國家利益的。

3. 第一個原因是：國際貨幣體系在結構上似乎並不穩定。這個體系的兩大支柱—美元和歐羅—都未能在國際上贏得足够的信心，以便長遠來說，在國際範圍內維持其作為交易媒介、貯積財富和會計單位的地位。這兩大經濟體系的宏觀數據，尤其是負債、對外逆差、失業和財赤的水平高得令人擔憂，而且迅速好轉

的可能性成疑。但國際上有分量的選擇有限，比如說，其它貨幣的金融市場汲資能力不足，因而全球不少司法管轄區不得不大量持有以美元和歐羅計價的外匯資產。不少人認為，想要在結構上提高國際貨幣體系的穩定性，要麼加入第三條腿（所謂“三腳模式”），要麼借助一種超主權貨幣，例如國際貨幣基金組織的特別提款權或者成立一個新的亞洲貨幣單位，要麼選用一種國家經濟規模至少可以與美國或歐盟區相比的主權貨幣，俾能取信于國際。

4. 即使保守假設經濟成長率和長遠匯率的變化，中國仍然是唯一有機會大約在二十年內，以國民生產總值來衡量，可能會趕上美國和歐羅區經濟規模的國家。而且，中國至今的宏觀調控相當有效，大大加強了國際上對人民幣的信心。以此角度看，若要物色一種主權貨幣來加強國際貨幣體系的結構穩定性，人民幣似乎是三腳模式第三條腿的首選。再說，隨著中國與世界其它地區日漸融合、加強互動，讓國際貨幣體系具有最大的穩定性也符合中國的利益。中國的外匯儲備遠遠超過其它國家，自然希望官方和民間持有的外國資產可以保值。而中國作為國際社會巨大的持分者，以及用美國總統奧巴馬的話說，其中一個世界領袖，在促進國際貨幣體系的結構穩定性上，任重而道遠。因此，中國應邁開步子，讓人民幣在這個重大的角色上有所準備，說白了，採取審慎的步驟，讓人民幣開始扮演國際貨幣的角色，也就是國際化。
5. 第二個原因：隨著中國走向全球化，而且內地的總體物價水平遠低于世界上其它的地區，特別是主要的貿易夥伴，人民幣實質有效的匯率必須與時上升。升值的方式可以是相對較高的內地通貨膨脹率，或者讓名義上的匯率在長時間內逐步升值。由於通脹不利于維持社會穩定，風險遠高于長時間逐步升值，在政策上權衡兩者利弊後的選擇，對國家來說是明顯不過的。隨著人民幣再次推進人民幣匯率形成機制改革，增強人民幣匯率彈性，兌一攬子貨幣的匯率將會呈現長時間的升勢。但就短期來說，由於全球的外匯市場大起大落，人民幣兌美元短期內仍然可能波動。因此，不僅是管理外匯儲備的政府官員，即使與世界各地進行大量交易的私營部門，審慎地管理匯率風險日益重要。對私營部門來說，管理匯率風險一種有效的方法，是用本地貨幣為國際交易結算。舉個例，

中方出口時，若收取人民幣而不是外幣，同時大量用人民幣支付生產成本，匯率風險將大大降低。進口內銷貨品時，若用人民幣付款，也有同樣的好處。因為這個原因，與中方交易的外方可以離岸取得人民幣資金，又可以離岸調動人民幣的收入，人民幣國際化完全符合國家的利益。

離岸人民幣市場

6. 中國目前仍然廣泛實施資本管制，局限了用人民幣進行國際交易的程度。國家無疑最終想撤銷資本管制，讓人民幣自由兌換，但放開資本管制的後果不僅是讓人民幣國際化那樣簡單，必須慎而慎之，正如溫總理說，要有漸進性，可控性，主動性。但又不是說，非要先開放資本賬，然後才能讓人民幣國際化。兩者大可同步進行、相輔相成。人民幣的國際化可以用開發離岸人民幣市場來帶動，但要確保後者在開放的國際市場下運作，遵循國際上最佳的市場準則和作業方式。離岸市場更可以為岸上市場資本帳的自由化提供重要的市場訊號。
7. 在座各位嘉賓相信都很熟悉人民幣業務近年在香港的發展。這說起來要上溯到二零零一年香港銀行公會代表團到北京的一次訪問考察。由於離岸流通的人民幣現鈔數量日增，香港首當其衝，我當時作為團長，建議國家設立正式的渠道，讓人民幣現鈔得以順利回流內地。這個建議本來並不起眼，但必須承認，我當時私下另有盤算，這就是十分希望加強香港金融體系的能力，讓我們這個國際金融中心可以處理以人民幣作為交易單位的經濟金融活動。說到底，中國是全球經濟增長最快的大國，而人民幣是中國的主權貨幣，假以時日，必將在國際金融市場上扮演舉足輕重的角色。而且我以為，我們的東道主當時很可能也有同樣的戰略思維。不管怎樣，我這個不起眼的建議牽動了琴弦。在二零零四年，透過與中國人民銀行一連串的磋商，讓香港一批參加行可以接受本地居民的人民幣存款及進行一些簡單的人民幣業務，這在我看來，可以說是香港人民幣離岸市場的起步。此後業務陸續發展，香港出現了人民幣債務市場，並且引入人民幣貿易結算。

8. 今天很高興在這裏說，香港金融管理局透過與中國人民銀行的協助，為香港的人民幣離岸市場開了一個很好的頭。只要保持這個勢頭，加上內地全力支持，其它離岸的金融管轄區很難望我們的項背。不過，再好的開頭也只是開頭，何況只是一個很小的頭。我們仍需努力鞏固這個勢頭，時刻謹記，開展人民幣離岸市場，目的是讓人民幣得以國際化，與此同時審慎地管理可能為在岸和離岸市場所帶來的風險。舉個例，離岸的業務有可能對在岸市場造成不良的影響，特別是削弱在岸貨幣政策的效能或造成金融波動。此外對離岸市場也可能有風險，例如傾覆離岸市場，令其淪為在岸市場的延伸。因此，需要為在岸和離岸人民幣市場建立某種工作關係，以兼顧市場發展和風險管理。

在岸和離岸市場的關係

9. 這項工作關係不太可能是靜態的。由於國際金融環境的變化和在岸金融的發展，這項關係需要不斷地微調。此外，這項關係也不太可能是直截了當的。顯而易見，這兩個市場在任何時間都存在著不同的關注和特殊的利益。離岸市場的人士視為合理的事，在岸市場的人未必覺得合理。舉個例，有人以為，只要另立規章制度，或者開設另類的金融機構，或者提供優惠，例如為個別金融機構在內地市場的發展加添特殊通道，就可以在岸兼營離岸業務。這種想法當然是可以理解的。我不敢說這不可行，但覺得會有問題。主管當局必須就兩類不同的金融機構各設一套規則。但這兩類機構有可能隸屬同一個東主、利用同一套資本。更不要說，還得應付在岸市場監理套利和濫用的問題。
10. 因此，我想談談在岸和離岸市場工作關係的三個要素，希望有助於我們進一步發展香港的人民幣離岸市場。

11. 第一個要素關乎工作關係的架構。有了離岸市場後，如果為了眼前的考慮，以不同的方法運作，以便切合某些人的需要，並且加大這種做法的力度，也就難免令人擔心，會不會有一天尾大不掉，變成尾巴指揮頭腦？這並非否定離岸市場的好處。增進金融效益、為在岸市場的金融改革提供有用的訊號，這些好處是明顯不過的。因此，最重要的是，連接兩個市場的架構要能密切監測離岸業務對在岸的影響，而且有需要的話，具備高效和便於使用的風險管理舉措。
12. 除了用現鈔的小額交易，以人民幣為交易媒介的離岸業務宜以電子方式結算，透過在岸人民幣銀行同業清算系統的代理行，或者透過離岸系統處理。為了善用離岸的優勢為人民幣進行國際化，顯然應該為離岸市場開設獨立的銀行同業人民幣清算系統。但離岸的銀行同業清算系統要能够與中國人民銀行也就是中央銀行主持的在岸銀行同業清算系統挂鉤，這點至關重要。這個鉤連既是在岸和離岸市場之間人民幣資金主要的流動渠道，確保過程有序和透明，同時也是唯一的電子渠道，更可以作為一種機制，在有需要時得以引入風險管理措施。正如各位嘉賓所知，這些安排事實上已經存在。目前，中國銀行（香港）有限公司是香港的人民幣清算銀行，透過深圳分行在中國人民銀行開設清算帳戶。
13. 這方面的風險管理通過中國人民銀行為港方的清算銀行提供清算，以及港方的清算銀行為本地參加行提供清算的服務條件來體現。參加行由於不欲抵觸服務條件，會希望密切審慎地關注有關的業務，成為工作架構一個最重要的組成。但設定太多條件會滯礙市場的發展，太少又可能引發系統風險。這個問題容我稍後回過頭來再講。時間容許的話，有一個問題有必要一談，這就是離岸清算銀行像中央銀行那樣，製造人民幣的能力。由於所有參加行都在清算銀行開設帳戶，清算銀行只要為各帳戶開列存款額，就可以產生人民幣，從而向參與銀行或透過參與銀行購入資產。在經風險調整的基礎上，清算銀行的這些資產只要回報率高於按清算後人民幣餘額付給參加行的利息，也就有利可圖。後果是增加人民幣在離岸市場的流動性，而如果參加行獲准放貸的話，更將連帶製造了人民幣的信貸額。為確保公平競爭，可能需要對清算銀行製造人民幣的能力設置有效的限制。

14. 這並非說現在就要這要做。香港的人民幣數量相對仍然很小，也沒有多少人民幣資產可供清算銀行借著產生人民幣負債來收購。再說，現在對本地銀行包括清算銀行在內，維持人民幣長或短盤已有審慎的要求，清算銀行不可能在同一時間內產生可觀的非人民幣資產和人民幣負債。此外還有針對流動性和其它審慎的要求，以嚇阻清算銀行以此方式產生人民幣，即便其並非刻意而為。此外，離岸市場製造人民幣信貸額的能力一旦令人擔憂，中國人民銀行或可要求離岸清算銀行在該行的賬戶餘額，維持在不少于離岸參加行清算後餘額的總和。各位嘉賓對此相信耳熟能詳。事實上，香港在 1988 年到 1996 年間實行會計安排時，銀行公會當時名下的清算銀行須在外匯基金開戶，作為對貨幣基礎的控制由清算銀行轉移到主管當局的第一步。目前雖然環境不同，背後的構想大致相同。
15. 我其實更擔心對人民幣清算的服務設置太多條件，以致減慢甚至滯礙進一步的發展。講到這裏，正好轉到在岸和離岸市場工作關係的第二個要素：模式。就這方面來說，大可以以香港目前享有的“一國兩制”原則為出發。
16. 香港的價值在於自由度和開放性，以及金融制度遵循國際上最佳的標準和方法營運。讓人民幣在香港的環境下‘拋頭露臉’，可以接收制訂在岸政策，尤其是改革和開放金融自由市場所需的重要市場訊號，好處自不待言。如果要求高度市場化的香港離岸系統像在岸市場那樣經營人民幣業務，以管制為主，沒有什麼意義。換言之，應盡少將在岸市場的規章制度對離岸業務作域外的應用。無人不知，離岸市場的風險需要管理，在離岸市場發展的初段更應偏向保守。無論如何，離岸市場原來的目的是將在香港流通的人民幣引導回內地。但就二零零四至今的經驗看，重點已經轉移，現在更偏重如何利用離岸市場來促進人民幣的國際化。這也就意味著，目前的離岸市場仍有空間，其中不少限制可以放寬。

17. 香港作為離岸市場，最理想的是經營人民幣業務如同經營其它外幣的業務，按照自己的方法做自己的事，以及在照顧到內地和香港金融系統各自的需要下，讓人民幣離岸市場按照同樣的方式經營。只有當在岸或離岸的風險管理確有需要，以及銀行業的監管未能提供有效的管理時，才能以收緊清算服務條件的手段來設限。就我個人的接觸來說，內地不少人士都持這個看法，值得欣慰。目前的工作是說服其它朋友，修訂和簡化中國人民銀行和香港人民幣清算銀行的清算協議，同時相應地修訂和簡化香港清算銀行與香港參加行的清算協議，將這個模式付諸實行。
18. 若此，香港離岸人民幣市場的發展將可以更上層樓。舉個例，不難預見人民幣在香港出現有份量的銀行同業間市場、以及參加行以人民幣放款或用人民幣買賣股票，尤其是當人民幣資金在在岸和離岸市場之間的先決流動性相應加強後。
19. 人民幣在岸和離岸市場之間的流動，包括用來支持離岸人民幣和外匯彼此兌換的資金，也正是我想講的兩個市場工作關係的第三個要素。由於內地有資本管制，而香港不設外匯管制，對於人民幣在兩個市場之間的流動顯然需要限制。但這會約束離岸的發展。我們事實上需要加強人民幣在兩個市場之間的流動，但要避免有損內地資本管制的完整性和觸發可能難以控制的風險。說到底，以內地角度看，資本管制在現階段仍有必要。
20. 目前兩個市場之間的人民幣流動主要有五個來源：一是旅客攜帶過境的現鈔；二是用人民幣為貿易作結算，例如內地進口商將人民幣送到香港以支付採購；三是香港居民在港元和人民幣之間的淨離岸兌換（每人每天的兌換額設有上限）；四是香港居民的匯款，每人每日的匯款額也設有上限；五是獲准發售香港人民幣債券方發債的所得（以及反向的兌現）。這多種的流動大致上也就是過去六年來香港發展人民幣業務的產物。所形成的人民幣離岸市場，以參與銀行的存款負債衡量，大約是 800 億元人民幣；以流通中的人民幣債券衡量，則

大約是 300 億元人民幣。不用說，由於零售層次的跨境經濟活動日增，香港還持有不少人民幣現鈔。但這只是交易賬，在政策層面上無需擔心。我們說到底鼓勵大家離岸使用人民幣。

21. 與在岸市場相比，上述數字事實上很小。內地銀行系統的人民幣存款高達 66 萬億元人民幣。香港離岸的人民幣存款只相當於 0.1%。在狗搖尾還是尾搖狗的比喻裏，狗尾幾乎不存在，尾搖狗更無從說起。因此，對於離岸市場進一步的發展，應該可以放心。不論如何，我剛才所講的在岸/離岸市場工作關係架構，加上監管機構在各方面緊密的合作，應該可以提供有效的風險管理。
22. 促進人民幣資金在兩個市場之間的流動途徑很多，而且事實上相當安全。我們可以提高甚至撤銷目前香港居民每日人民幣匯兌的上限；可以將兌換服務由香港居民以個人身份延伸到非居民或者公司，必要時設置類似目前個人的上限。此外可以考慮讓需要資金在內地營運的香港或海外公司用人民幣匯款。這會有助于人民幣債務和貸款市場在港的發展。另一個途徑是讓非香港居民個人，例如股票經紀，在港開設人民幣賬戶。這相當於鼓勵在香港用人民幣進行股市交易，讓海外投資者合法地用人民幣買賣中國內地股票，減少目前透過港元進出市場的巨額資金，減輕港元流動對香港貨幣條件的衝擊。更有利的是，就如其它貨幣的銀行賬戶，人民幣銀行賬戶的運作也應該鬆綁，讓銀行自行透過審核瞭解客戶和防止有人洗錢。

結論

23. 發展的可能性實在很多，關鍵的是要對市場有更大的信心。我所講的不是金融界最複雜的衍生產品或者最先進的發明。為了維持貨幣和金融的穩定性，對這些產品可能產生的後果的確需要有所警覺。我想講的是，以人民幣計價的基本金融中介，以及與此同時用人民幣作為交易媒介和貯積財富。設置定量的上限、然後逐步提升以控制離岸市場擴展的步伐是其中一種做法。但只要在岸和

離岸的關係有正確的架構，應該可以放心采用我剛才所講的模式，擴大人民幣資金的流動性，將香港的人民幣離岸市場提升到新的層次，讓人民幣成為國際貨幣，進而作為外匯儲備的貨幣。這應該符合國家的利益，對國際貨幣系統來說也只有好處。

24. 謝謝各位。

(完)

*此中文工作文件為英文版本譯本。如中、英文兩個版本有任何不相符之處，應以英文版本為準。