

人民幣作為投資貨幣的增長及 人民幣產品在香港的發展 離岸人民幣市場會議主題演說

張灼華女士
證券及期貨事務監察委員會
政策、中國事務及投資產品部執行董事
及署理行政總裁

2011年9月7日

引言

各位先生、女士，早安。

首先，感謝大會邀請我出席今天的活動。

對於香港應採取甚麼措施來促進其作為離岸人民幣市場的發展，現在是探討這個議題的最佳時機。在上個月，李克強副總理率領內地一眾高官到訪香港，期間宣布了一系列政策措施，旨在通過香港這個平台協助內地進一步達成開放人民幣及資本市場的目標。這些措施成為本地市場的焦點，各界均忙於分析每項措施的影響、實施時間及落實方案，同時探討哪些人可從中受惠，並研究這些措施對於香港發展成為離岸人民幣中心有哪些意義。

我今天打算退後一步，從“開放人民幣”這個較宏觀的角度來剖析這些近期的發展。開放人民幣是一場旅程，通過該旅程，人民幣最終不僅會成為國際貿易貨幣，亦會晉身成為儲存國際資本的貨幣。

今天我會集中探討三個方面。首先是扼要地評估人民幣迄今為止的開放進程，之後再簡單說明在開放人民幣的過程中，為何必須將人民幣轉化為投資貨幣，才可以鼓勵外界更廣泛地使用人民幣。最後，我希望和大家分享我對香港在協助內地實施其發展藍圖方面所擔當的角色的看法，並在該前提下，研究我們應如何把握李克強副總理在訪港期間所宣布的政策措施。

開放人民幣的進程

開放人民幣已成為當務之急。中國作為全球最大的貿易國，其國際貿易中至少應有一部分是以人民幣定價及結算的，而在目前環球市場匯率大幅波動的情況下尤須如此。此外，中國也應能夠為其部分的境外項目及投資提供人民幣融資。



發達國家的政府及央行繼續實施一連串“有毒”的金融措施，包括將利率維持在接近零的水平、擴大資產負債規模及暗中將貨幣貶值。在這種情況下，中國內地可能要分散投資，改變以往只集中持有美國國庫券的做法，同時要暫停增加甚至削減其外匯儲備。因此，內地更迫切地需要推行更廣泛的改革措施來進一步開放人民幣，推廣人民幣在境外的使用及流通。

也許有人會認為，人民幣早於 1994 年就已開始對外開放，因為中國在這一年開放了人民幣經常項目，但實際上人民幣到了 2004 年才在境外流通。當年內地允許香港的銀行接納人民幣個人存款，與中國人民銀行深圳分行進行人民幣結算，而每名客戶每日兌換的上限為 20,000 元人民幣。內地推行這項設有安全上限的試驗措施，目標很簡單：隨著內地不斷進行資本市場改革，其匯率及利率制度最終亦要變得更為市場化，而以香港為試點來推行這項試驗措施是最佳的選擇。

相信大家都知道，內地在 2010 年 7 月推出進一步的改革措施，為開放人民幣增添新動力——香港的企業首次獲准開立人民幣銀行帳戶及進行人民幣帳戶之間的資金調撥。自此，香港的人民幣存款總額迅速上升，以 2010 年 7 月至 12 月為例，人民幣存款量平均按月增加 24%。截至 2011 年 7 月底，香港的人民幣存款總額達到 5,722 億元，較去年同期大幅上升 452%。

人民幣存款量只反映一個方面。香港的人民幣資金池強勁增長，但背後卻隱藏了供需失衡的問題。當香港的銀行不斷接受人民幣存款，進而在其資產負債表產生大量負債的同時，銀行業界沒有太多機會創造人民幣資產，以致未能妥善地運用這些人民幣存款來為客戶賺取理想的回報。

市場創造人民幣資產的進程一直頗為緩慢。自 2007 年以來，市場陸續推出人民幣債券供香港投資者認購，先有內地金融機構來港發行零售債券，繼而有數家香港銀行透過內地的附屬公司推出人民幣債券，然後是中國財政部在香港發行國債。自 2010 年 7 月起，多家紅籌公司、香港企業和國際金融機構陸續推出人民幣債券供機構投資者認購。現時在香港人民幣債券的總發行量已超過 1,400 億元人民幣。業界又在這些債券的基礎上，推出了其他人民幣投資產品，例如人民幣債券基金、銀行及保險產品等。香港人民幣債券市場能得到發行商的青睞。由於內地以外地區可供投資的人民幣資產的供求失衡，有意在香港發人民幣債券的發行商一般只會支付較低的票息。以香港鐵路有限公司為例，該公司能夠以每年 0.625 厘的票息率，發行總額達 10 億元人民幣的兩年期債券。另一方面，市場有自動的制衡機制：發行商若要將發行人民幣產品所籌集的資金匯返內地，除非這些資金是用作貿易結算用途（內地自 2009 年試行跨境貿易人民幣結算試點計劃，並逐步擴大計劃規模及適用範圍），否則必須經由內地主管部門進行特別審批或獲批額度，方可匯返資金作資本或投資之用，而取得上述審批並不容易。



我剛才提到，跨境貿易人民幣結算試點計劃自 2009 年開始運作。香港的銀行雖可向企業提供貿易融資，從而創造貸款業務及人民幣資產，但這方面的業務卻未能大幅拓展，這是因為人民幣作為貿易結算貨幣的使用出現了一面倒的情況。儘管有關的結算金額自 2010 年第四季大幅飆升（截至 2011 年第一季度，有近 7% 的內地總貿易額是以人民幣進行結算的，而大部分經由香港進行），但絕大部分的跨境貿易都是（由內地進口商）單向地對外支付人民幣，反而內地大部分出口商則要繼續收取美元或其他外幣。此處有兩方面情況值得注意：首先，中國境外的企業未能取得足夠人民幣以支付其貿易款項，同時他們亦難以或不願意獲取人民幣貿易融資；其次，該情況未能促進人民幣在中國境外市場有效地流通，亦無利於本地銀行進行人民幣貸款及創造人民幣資產。由此可見，要消除主要障礙的先決條件，就是要設法將離岸人民幣資金池擴展到足夠大的規模。

我們在擴大人民幣資金池規模方面已取得若干進展。中國在今年 1 月頒布了准許內地機構以人民幣進行境外直接投資（ODI）的規則。此後已有多家企業以匯出中國境外的人民幣付款或資金進行境外併購，而這些匯款大部分都流入香港，進一步擴大了本港的人民幣資金池。

發展人民幣投資資產的需要

市場幾乎全都預期人民幣將繼續升值，因此即使投資機會有限，人們至今仍樂意持有人民幣。在過去 12 個月，人民幣兌美元升逾 6%，但憑藉邏輯及過往經驗來判斷，這種升勢肯定不會無休止地持續下去。很多人已開始質疑，若人民幣匯價不再上升，市場將會如何？或更具體來說，驅使投資者繼續持有人民幣的誘因會否消失？

要令人民幣在中國境外得以更廣泛地使用及流通，則必須在中國境外成立規模龐大、流動性強的人民幣資金池。貿易結算無疑是內地金融體系一個重要組成部分，但境外市場不會為著貿易結算這單一理由而持續對人民幣產生合理的需求及投資意欲。市場必須提供大量為離岸人民幣而設的投資項目及金融產品，方能刺激對人民幣的需求。境外投資者會因為該等產品而樂於接受及持有人民幣，而人民幣匯率最終亦會穩定下來，屆時因人民幣升值而造成的幣值差距自會消失。換言之，必須先確立人民幣作為國際投資貨幣的地位，讓人民幣成為可用以在中國境外儲存國際資本的貨幣。

香港如何協助內地制訂及實施發展藍圖

自內地於 2010 年 7 月進一步推出開放措施以來，香港與內地均就開放人民幣的發展藍圖展開熱烈的討論和猜測，評論者主要分成兩派，他們持有兩種不同的看法。其中一派觀點認為，香港的人民幣存款應獲准以更多及更便捷的方式匯返內地投資內地市場。換言之，內地與香港應設立開放的人民幣資金池互通渠道，讓資金自由流通。另一派觀點則認為，讓離岸人民幣流出內地的目的，就是要讓這些資金在境外地區流通，其運作方式應與其他世界通行的貨幣相同。因此，縱使人民幣最初可能需要一點



協助以循不同渠道回流內地，一旦離岸人民幣達致一定的規模，便能夠衍生出足夠的可供投資的資產，以維持自身的良好流通量及流通速度。

以上兩派觀點都受到複雜的政策方針及其他考慮因素所影響。目前內地仍然存在資本管制，境外的投資者尚不能完全投資內地市場。此外，內地仍未準備好完全開放其資本項目，亦不會一夜之間容許人民幣在國際市場上自由買賣，而其市場基礎建設仍未準備就緒。不過，隨著人民幣對外開放，內地市場實際上已開始與全球市場有效融合，同時亦可能要承受來自環球金融市場的衝擊及各地市況的波動。市場關注到，若存放在香港的人民幣大量回流內地，將可能會給內地市場帶來難以承受的壓力。不過，亦有市場人士希望內地能借鑑香港的人民幣資金池的運作方式及交易活動，從而進行其匯率及利率改革；另一方面，有人擔心這項試點工作有可能操之過急，又或可能對內地市場造成一定影響。以上種種都是實際存在並且可以理解的憂慮。

在進行人民幣試點開放的過程中，內地選擇了香港作為合作夥伴，以香港為試驗平台。內地與香港兩地一直有著卓有成效的相互協助與緊密合作。香港是中國的一部分，兩地的監管機構在過去二十年間建立了密切的夥伴關係。自內地進行市場改革開始，我們一直從多方面配合內地的監管機構，與他們緊密合作。我們共同見證了超過260家H股企業及紅籌公司在香港上市。我們共同努力讓香港成為內地金融機構進軍國際市場的有力跳板。與此同時，香港協助內地推出多項重要的市場開放措施，對內地市場成功推行改革貢獻良多。香港所擔當的重要角色，就是要先了解內地每項改革措施的目標和限制，繼而據此提供並落實可行而有效的解決方案。

副總理早前訪港，為我們帶來明確的信息。內地已準備好加快步伐，推進人民幣的跨境使用。香港的人民幣資金池必須持續增長，而我們必須促使世界各地更廣泛地使用人民幣。香港必須力求真正成為首屈一指的人民幣離岸中心，以配合內地以至全球的需要。為此，內地將會推出一連串的措施。現在讓我來和大家探討一下這些措施，並就我們應如何成功連繫這些措施來談談我的看法。

將政策措施與產品市場聯繫起來

我認為，以下措施能給予香港適當的條件及能力，以發展更深更廣的人民幣投資產品市場：

- 人民幣合格境外機構投資者（RQFII）計劃——該計劃向以香港為基地的機構投資者批出額度，使他們得以推出一些投資於內地股票及債券市場的人民幣產品；
- 人民幣外商直接投資計劃（FDI）——為境外投資者提供投資渠道，讓他們得以在內地直接以人民幣進行投資；
- 擴大可獲准在香港發行人民幣債券的內地企業類別（目前只有內地金融機構可在香港發行人民幣債券）；
- 將今年在香港發行人民幣債券的額度增加至500億元人民幣；
- 將跨境人民幣貿易結算計劃擴展至全國；及



- 繼續允許中央銀行、香港及澳門的清算銀行及全球的參與銀行在內地銀行間債券市場購買債券，並深化這項計劃。

現在讓我向各位說明我們應怎樣盡用上述各項措施。先談談 **RQFII** 計劃。雖然內地的監管機構仍未公布實施辦法，我們在現階段仍無法知道有關詳情，但據我們理解，這計劃的運作理念和機制將與現有的美元 **QFII** 計劃差不多。**RQFII** 的申請人（必須為香港證監會持牌人士）要先向中國證監會申領資格證明書，然後向國家外匯局取得人民幣額度，以及必須在中國人民銀行開立人民幣戶口。

香港已推出多種與內地市場掛鈎的投資產品，當中有部分是使用現有的美元 **QFII** 額度，而且有不少是經香港證監會認可的。我們亦認可了五隻人民幣零售債券基金，但它們並不需要 **QFII** 額度，因為他們僅投資於離岸人民幣債券市場。我們在認可所有這些基金時，都是採用同一套審批規則及程序，即《單位信託及互惠基金守則》。而我們處理 **RQFII** 的產品申請時，亦會一視同仁。換句話說，我們已建立了適當的監管平台，並已準備就緒，能認可 **RQFII** 產品。當然，假如內地的規則施加額外條件，例如投資限制及託管規定，**RQFII** 的基金產品亦須遵守有關規定。我們預期這些基金將以香港作為註冊地及在香港管理。我們正就此與中國人民銀行、國家外匯局及中國證監會緊密溝通，並將建立相關的合作和信息交換平台。

據我們理解，**RQFII** 的初始額度將會相對保守，大約只有 200 億元人民幣，不過這是一個好的開始。**RQFII** 將會擴闊香港現有的產品種類，而更重要的是，它提供了新的投資渠道，讓香港的人民幣資金能夠直接投資于內地的 **A** 股市場和債券市場，進而可為香港的人民幣平台吸引更多的外來投資者和資金。

雖然初始額度較少，但市場預期隨著這些產品得以推出，以及內地監管機構對有關措施的信心逐漸增加，**RQFII** 的投資額度將會提高，受惠對象亦會拓寬。然而，我必須提醒各位，千萬不要以為僅靠 **RQFII** 措施就能滿足發展人民幣投資產品的需要。毫無疑問，**RQFII** 會為香港和內地市場建立另一種重要的聯繫，但我們仍需致力在香港發展本身的人民幣資產。

人民幣債券也許能在這方面發揮重要作用。根據新的政策措施，將會有更多類別的內地企業獲准在香港發行人民幣債券，而總發行量亦會增加。內地企業的發債規模單在今年便會增加到 500 億元人民幣，其中內地的金融機構及其他內地企業各佔一半。該項措施將與容許外商直接用人民幣在內地投資的 **FDI** 計劃緊密配合，為我們在香港創造人民幣資產提供所需的條件及空間。

在我看來，發展具深度的人民幣債券市場是在香港成功開展離岸業務的關鍵。倫敦的歐洲美元市場便是一個很好的例子。雖然倫敦建立離岸美元業務的背景與我們截然不同，但我們應借鑑其成功經驗並注意當中若干重要元素。倫敦的美元資金充裕兼且流動性極大，正好可以支持多元化的美元債務，並進而衍生出各種以這些債務為基礎的證券化或結構性產品。儘管這些債務所籌得的美元最終可能都會回流美國，但仍可在



美國境外得到妥善運用以賺取良好的回報，這或許是因為美元同時是全球貿易、投資及國際資金儲備的認可貨幣，有着廣泛的用途。

當然，現時人民幣的國際認受性、流通量或使用情況均遠遜於美元，但兩者仍然有相似之處：如果我們能夠找到方法在香港發展人民幣債券業務，並利用債券收益作投資或貿易用途，從而賺取回報，我們就可以打下必要的基礎，在香港創造真正的人民幣資產。

因此，FDI 措施一經落實，在香港籌集或借取的人民幣資金獲准進入內地作直接投資，將會吸引大量人民幣債券來港發行。香港具備發展人民幣債券市場的理想條件——我們設有效率卓越的平台，向機構投資者發行及發售債券相對容易，同時擁有優秀的會計、法律及行政人才，而本地市場目前提供的人民幣借貸利率也極具競爭力。假設內地經濟持續增長，不斷向世界各地提供投資機會，FDI 投資額只會有增無減。有了這些基礎因素，我們有充分理由相信香港的人民幣債券市場將會以令人驚嘆的速度迅速發展。隨著越來越多人民幣債券發行，二手交易及相關活動亦將日益多元化，從而造就一個更具深度、流通性更高的人民幣債券市場，讓業界得以推出更多人民幣債券基金和其他人民幣產品。

在市場及產品創新方面，香港無疑在亞洲名列前茅。舉例來說，香港是在全球率先認可及發售首隻 A 股交易所買賣基金（ETF）的市場，而首隻境外人民幣股票產品亦已在本港的交易所上市及買賣。繼內地在 2010 年 7 月推出人民幣開放措施後，我們很快便認可了香港首隻人民幣債券基金。隨著人民幣債券市場的深度和廣度與日俱增，我們最終或可著手研究是否能推出追蹤離岸人民幣債券指數的 ETF。我們認為，只要相關指數是由足夠廣泛的債券類別組成及以規則為本，並且符合我們在《單位信託及互惠基金守則》內就可接納指數所訂的規定，這些產品便有依據獲得認可並在香港發售。

最後但同樣重要的是，人民幣股票將有機會上市及進行首次公開招股（IPO），這是香港發展人民幣產品業務的必經之路。如果我們看看倫敦的歐洲美元市場，便會發現其業務並非建基于美元 IPO 或美元股票的上市和交易，但香港的模式可謂截然不同。香港的上市市值有超過 50% 來自內地企業，其餘上市公司也在內地擁有重大業務及投資。它們全都對人民幣有真正的需求。這也凸顯了一個事實，就是 FDI 措施一經落實，在香港的人民幣股票市場的集資活動便可真正開展元。

凡此種種均帶出了最重要的問題——香港的人民幣投資產品會由誰來創造及開發？答案是顯而易見的。人民幣的開放進程並非只得內地參與，這是一個使中國與全球接軌的過程，需要獲得國際社會的參與和支持。因此，除內地企業外，還必須有香港公司及國際機構參與其中，藉此引入最先進的國際經驗、環球資金及全球標準。一如前述，香港的角色就是要連繫參與各方，讓各方均有機會更上一層樓。



結語

我們在過去 20 分鐘探討了不少事情，現在讓我總結一下。我們現正面臨新的突破關口，人民幣的開放歷程自此將會高速向前推進。我們身為市場監管機構已準備就緒。香港市場有如一條設備完善的超級高速公路，而市場參與者就是使用這條高速公路的駕駛者，我深信他們均訓練有素、恪守紀律，並殷切期待在這條高速公路上飛馳。我謹此促請大家竭力推動人民幣的開放進程，善用各位的卓越技能和寶貴經驗來把握陸續出現的商機，從中為鞏固香港作為全球首屈一指的離岸人民幣中心的地位作出貢獻，同心合力使人民幣成為國際通行及廣泛採用的貨幣。

謝謝各位。