

【解牛集】 - 刊於<信報>，2010年6月29日

香港成人民幣離岸中心機不可失

李家濤

香港科大商學院副院長及管理學講座教授

中國人民銀行於前周五（6月19日）宣布，「進一步推進人民幣匯率形成機制改革，增強人民幣匯率彈性」，意味中國恢復人民幣升值的步伐。當消息公布之後，在外匯市場，人民幣匯價一度急升，市場預期人民幣將會逐步升值。

繼宣布推進匯率形成機制改革後，人民銀行於上周二（22日）再出手，宣布擴大跨境貿易人民幣結算試點範圍，今後不再局限於在上海、廣東省的四個城市，而擴展至全國二十個省市，而試點業務的範圍，包括跨境貨物貿易、服務貿易等；而且也不再限制境外地域，亦即企業可按市場原則，選擇使用人民幣結算。可以說，這兩項措施，大大加快了人民幣國際化進程的速度，而擴大跨境貿易人民幣結算試點，更使人民幣離岸中心的建設如箭在弦，「呼之欲出」。香港作為地區金融中心，面對這個發展變化和機遇，必須及早把握，以免坐失先機。

人民幣加快國際化步伐

在此，我們不妨分析一下兩項措施的細節。先看第一項。據人民銀行的公布透露，二零零九年，中國經常項目的順差，與國內生產總值之比已經顯著下降，「今年以來，這一比例進一步下降，中國的國際收支向均衡狀態進一步趨近，當前人民幣匯率便不存在大幅波動和變化的基礎。人民銀行將進一步發揮市場在資源配置中的基礎性作用，促進國際收支基本平衡，保持人民幣匯率在合理均衡水準上的基本穩定，維護宏觀經濟和金融市場穩定。」換言之，人民幣的匯率水平，是會按照中國宏觀經濟的發展情況，而有秩序地變動。可以說，在人行的盤算中，人民幣的「國際化」進程，顯然是以穩定為前提。難怪有市場分析家認為，人民幣匯價，不會一次過大幅升值。

在這個「相對穩定」的大前提下，進一步擴大人民幣貿易結算的試點，包括由上海市和廣東省的四個城市，擴大到北京、天津、內蒙古、遼寧、上海、江蘇、浙江、福建、山東、湖北、廣東、廣西、海南、重慶、四川、雲南、吉林、黑龍江、西藏、新疆等二十個省(自治區、直轄市)。據人民銀行的公布，政策的目標，「將進一步促進貿易和投資便利化。」可以預期，人民幣國際化的速度會有增無減。

仔細分析，人行進一步推進人民幣匯率形成機制的改革，在中國目前龐大的國際經常賬目順差的情況下，外間都會預期，人民幣匯價上升。但人行的公布卻又清楚指出，當中國的國際收支向均衡狀態進一步趨近，人民幣匯率便不存在大幅波動和變化的基礎，意味人民幣匯價會隨著發展形勢而有所調整，即「有升有跌」，這樣一來，人民幣的波動，難免會比目前更大，企業面對的匯率風險，也較目前為高。因此，企業必須把風險管理工作做得更好，而其中一項最直接和有效的方法，就是用人民幣進行交易結算。可以說，在這個發展形勢下，採用人民幣作為交易結算的數量，會不斷提高。

人民幣離岸中心「如箭在弦」

根據人行的初步統計資料，截至今年 5 月底，原來試點地區累計辦理跨境貿易人民幣結算業務達 440 多億元人民幣，估計試點範圍擴大後，跨境貿易以人民幣結算數量將快速上升。

進一步看，當跨境貿易和服務貿易採用人民幣結算的上升趨勢一經形成，人民幣離岸市場馬上也有配合發展的需要。道理很簡單，一旦海外市場接受了人民幣後，立即面對貨幣保值、增值、以及提高人民幣流動性的問題。因此，無論從配套發展和客觀上的需要，人民幣離岸市場的形成，便成為「大勢所趨」。當海外的貨幣主體持有愈來愈多的人民幣，又反過來加強人民幣離岸市場發展的規模和基礎。如今面對這個發展大趨勢，對香港來說，的確是一個黃金機遇，不容有失。

很清楚，香港的金融業界發展人民幣業務多年，但人民幣相關產品，仍然局限於存款及債券，發展未見蓬勃，最主要的原因，是人民幣產品的開發，受到《清算協議》條款的限制。早於二零零四年，當香港的銀行獲准推出人民幣業務時，中國人民銀行與香港人民幣業務的清算行，即中銀香港簽訂了人民幣的《清算協議》。《協議》限制個人的人民幣帳戶資金作跨銀行轉帳。在這個機制下，必然局限了交易，也令人民幣金融工具的市場，無法有效發展。因此，要打破缺口，必須修訂《清算協議》的條款。

修訂《清算協議》機遇頓開

據金融管局上周「預先透露」，將於下月（7 月）修訂《清算協議》。金管局總裁陳德霖向媒體指出，有關條款，的確限制了金融機構向市民銷售人民幣金融產品。因此，金管局一直與人行商討，希望可以刪除這項限制。如今終於有結果，當《協議》的有關修訂於下月完成後，香港的金融機構，便可在香港開發不同的人民幣產品，包括保險、股票及基金等。

事實上，香港金融機構能夠拓展更多樣的人民幣金融產品，實在具非常重要的發展策略意義，因為此舉不僅對香港金融界拓展業務有幫助，也對鞏固香港作為國際金融中心地位有所裨益。照目前的發展形勢看，如何充份利用這個機遇，建立香港金融的核心競爭力，顯然是最關鍵之處。

筆者相信，金管局必須好好利用目前在香港已建立相對完善的人民幣清算系統，作為進一步發展的起點，並且在市場形成之初，與有關方面配合，建立一個健全的監管機制，「雷曼迷債事件」可謂殷鑒不遠。因為市場的健康發展，必須對投資者的權益有所保障。在這個健康發展的基礎上，再設法增加人民幣在香港的流量。道理也很簡單，因為只有人民幣有足夠的流量，才有條件建立一個規模市場；在市場形成之初，發揮「聚眾效應」(Critical Mass)，使市場有發展和壯大的基礎。

增加人民幣流通量必行一步

如何增加人民幣在香港的流通量？據金管局的資料，香港四月份的人民幣存款量，創下二零零四年年二月有紀錄以來的新高，達 809 億元（人民幣，下同）。預料香港的人民幣存款量也會不斷增加。然而，香港要發展成為人民幣離岸中心，區區幾百億之數，遠遠不能成事。因此，如何擴大在香港的人民幣流通量，顯然是關鍵的一步。除了在貿易上鼓勵港商使用人民幣結算、甚至金管局與人民銀行加強貨幣互換的合作外，在投資方面更是相當重要的一環，因為這是從市場的角度，增加流動性的有效手段。

很明顯，香港發展成為人民幣離岸中心，離不開內地政府的支持。由於人民幣在走向國際化的過程中，國家會很關注金融安全問題。另一方面，在投資的層面，風險控制無疑是關鍵一點，這也是貨幣能否為市場廣泛使用——或者作為結算工具的重要考慮因素。在上世紀八十年代，日圓一度成為國際儲備貨幣的「黑馬」。但由於在「廣場協議」之後，日圓在長短期方面的波動都甚為劇烈，變幻難測，令日圓的匯價風險高，交易成本也高，因而最終未能在市場為廣泛所用，在國際化的路途上，無功而回。可以說，投資者極為關注風險問題，這也是人民幣投資產品能否具吸引的地方。

深化人民幣債市可先行一步

因此，透過投資方式，增加人民幣在香港的流通量，可以首先考慮深化人民幣債券市場，因為債券產品有固定收益，風險相對容易管理。換句話說，在香港增發人民幣債券，把發債體多元化、債券產品年期多樣化，是可以考慮的起步點，建

立投資者和市場的信心。

在金管局透露了七月將修訂《清算協議》後，本港主要銀行已「急不及待」，上調人民幣定存息率，反映業界對即將來臨的「人民幣市場」磨拳擦掌。另一方面，香港交易所亦對香港發展成爲人民幣離岸中心的機遇「寄予厚望」，交易所行政總裁李小加上周便對媒體表示，在人民幣離岸中心建設過程中，港交所可發展成爲人民幣衍生產品的全球交易中心，就像芝加哥和法蘭克福市場在美元和歐元衍生品交易中的中心地位一樣。

著手建競爭實力新基礎

筆者認爲，面對目前人民幣加快國際化步伐的機遇，香港不容有失，否則便會坐失良機，無法鞏固香港作爲金融中心的核心優勢；而加強人民幣在香港的流通量，則是確立成爲人民幣離岸中心的基礎。因此，透過投資的方式，開拓更多元化的人民幣投資產品，吸引更多不同類別的市場參與者，深化人民幣流通量在香港流通的深度和廣度，如今已到了「坐言起行」的關鍵一刻。

概言之，香港要加強本身核心競爭力，在目前人民幣加快國際化的新形勢下，一方面必須強化成爲人民幣業務國際化的試驗場地，同時形成主要的離岸人民幣業務中心，締造「中港雙贏」；另一方面一步一步，從擴大人民幣債券市場，到發展多種多樣的金融衍生工具，成爲有效管理人民幣風險的市場，爲香港的長遠發展奠下新的實力基礎。