

國立政治大學法學院碩士在職專班
碩士論文

人民幣離岸中心之法律問題研究
-兼論臺灣成為人民幣離岸中心之法律問題及建議



指導老師：王文杰教授

研究生：洪佩琪

中華民國 105 年 6 月

謝辭

2013年因換工作而錯過專班暖身迎新，猶記9月18日那晚因不認識所有老師和同學而怯生生地踏入公企中心開始第一堂課的忐忑慌張，從來沒有妄想過3年後的現在竟然能夠挑燈夜戰寫下謝辭，也從來沒有想過這3年來重回校園懷抱會像美夢一般得讓腦袋和心靈都收穫滿滿，這1000多個日子不但接收到許多學識淵博又認真教學的教授們灌頂，更結交到許多才貌兼備又樂觀進取的好朋友!!真的，台灣最美的風景是人，一路走來，如果沒有這些美麗的風景，很難想像要怎麼跟這些硬邦邦的法條抗戰下去。但沒想到，今天，這個五味雜陳但引人入勝的夢這麼快就要醒了!!!

在職專班的艱辛用過的都知道，最難的不是智力運用而是耐力挑戰，每天要兼顧事業、家庭、小孩之餘還要趕平日晚上到公企中心及周六全天到校本部上課，而終於在前兩年家人半推半就的配合和支持下順利修完學分後的煎熬其實才正式開始，如果這一路以來以闖關遊戲來形容，那麼，論文寫作就是魔王關了!! 魔王關的遊戲規則最簡單也最棘手的就是必須親赴戰場，要被所有彼此不管認不認識的法條武士們奮戰並糾纏，還要能收服這些武士、不辱師門的完成一篇看起來知道自己在寫甚麼的文章並言之有物的通過口試。只能說，能順利走到魔王關已經有太多要感謝的人，而能通過魔王關當然最要感謝指導老師王文杰教授的一路溫馨提攜，老師總是用書法寫上信紙提供參考資料並給上溫暖的問候，尤其到最後衝刺時王老師內斂有力的加油與鼓勵話語更提供紅景天般的功效讓我能不眠不休的攻頂，更要謝謝口試委員林國全院長和東吳洪秀芬教授扮演的溫柔魔王，除口試時給予貼心回饋更不吝給予學生正面肯定，只能說 Peggy 好幸運能參與這讓人幸福到要掉眼淚的魔王關啊!!

而能挺過3年走到今天，首先一定要謝謝我的先生，他不但父代母職的日以繼夜照顧一雙調皮蛋還要讓我無後顧之憂的連續3年去大陸西安，成都和北京參訪，沒有他，這個家應該在我還跌跌撞撞與法條奮戰和每天上演跑跑跑趕捷運去上課時就毀了!! 接著要謝謝至親 -

爸爸、媽媽、妹妹、妹婿、弟弟和弟妹的支持，大家時不時的吐槽讓我更上一層樓；當然也要謝謝我們這一班(102級政大法碩專班)中交到好朋友們在這段時間提供不只在課業上還有精神上的互相扶持(雖然總是我被扶持)；更謝謝專班學長姐尤其是同門師兄姐們的魔王關破關密技分享；最後還要謝謝所有支持和鼓勵過我的親戚、同學和好友們，謝謝你們不時在我臉書動態詢問我論文進度，到了今天Peggy才恍然大悟原來壓力來源也是成就來源啊!!

最後但也是最重要的是要把拿到這個學位的榮耀獻給我的爸爸洪明賢和媽媽王月霄，沒有你們就不會有今天的我，不管以前現在或未來，如果我有任何一點點值得被提起的榮譽或成功都是來自於你們對我無微不至的悉心照顧和循循善誘的用心教養。而如你們所知，如果有機會讓我許願，不論何時何地，我只希望你們永遠身體健康!!

洪佩琪

Peggy Hung

2016年8月8日

人民幣離岸中心之法律問題研究

-兼論臺灣成為人民幣離岸中心之法律問題及建議

中文摘要

人民幣國際化是推動人民幣成為全球重要通用貨幣的動態發展過程，當此過程發展到一定程度時，將必須降低各國進入大陸的門檻或超越國家界線的限制，在金融市場的角度，人民幣國際化就是在離岸金融市場的建構與發展。

離岸金融為經濟全球化發展的產物，離岸金融市場將國內金融市場與傳統的國際金融市場結合，提供一個資訊溝通更迅速、交易更自由及交易成本更低的市場環境。大陸自 2009 年開始大力推進人民幣國際化以來，香港、新加坡、倫敦、多倫多相繼加入促進人民幣離岸交易的行列，2016 年 5 月美國金融機構參與人民幣計價產品的發行也意味著美國開始參與成為人民幣離岸中心的競爭。

近年來，大陸在經濟高速成長的帶動下，經濟實力已居全球第二位，大陸不斷嘗試開放及推動各種離岸人民幣債券、離岸人民幣衍生性商品以及促進離岸人民幣的流通、擴大人民幣自由兌換，推動人民幣在各產業的貿易與投資的計價與結算功能，加快人民幣成為國際貨幣的進程。大陸政府已經充分理解離岸金融市場建設對於經濟發展的重要意義，但由於大陸離岸業務的發展時間較短，在發展過程中仍存在很多問題，因此，對人民幣離岸金融市場的運作及法律問題進行研究，對臺灣成為人民幣離岸金融中心具有十分積極的意義。

面對人民幣國際化浪潮，臺灣為因應 ECFA 之後兩岸金融發展及 2012 年 8 月 31 日簽署之《兩岸貨幣清算協議》，行政院雖於 2012 年 9 月 6 日核定《發展具兩岸特色之金融業務計畫》，全面啟動 10 項執行項目，希望從外匯、銀行、資本及保險市場等面向，協助金融業者發揮其兩岸互設據點之特色，有效結合中國大陸台商經貿業務，拓展

兩岸金融市場發展之經營利基，然而近期成績卻未見成效。因此，分析臺灣發展人民幣離岸中心之法律問題與風險，對提升臺灣在人民幣離岸中心發展的全球排名和監管亦極具正面意義。

本文分析大陸的人民幣離岸中心現況與問題後，建議其在發展人民幣離岸資本市場時應注意在岸與離岸市場間的配合，重新建置離岸市場的法律法規及監管架構、加速匯率制度改革並發展國際監管模式，進而更迅速穩健的開放資本市場。在臺灣發展人民幣離岸中心的部分則建議應改良現有三大金融產業的監管架構並積極爭取人民幣合格境外機構投資者(RQFII)回流管道與簽署兩岸貨幣互換協議，達成在放寬離岸中心規範的同時防範國際洗錢與金融犯罪以穩步發展臺灣的人民幣離岸中心，在全球佔有一席之地。

關鍵詞：人民幣離岸中心、人民幣國際化、OBU、OSU



Study on the legal issues of the offshore RMB centres and on the development of the offshore RMB centre in TW

Abstract

Renminbi (RMB), has increasingly made its presence felt in global foreign exchange markets as China continues its efforts to internationalize its currency. Efforts to internationalize the RMB have continued apace, ranging from new RMB clearing arrangements around the world to the opening of the offshore financial market without national boundaries.

The Offshore Financial Centres (OFCs) are an integral part of globalisation to connect the domestic and international financial markets. They facilitate growing mobility of finance by facilitating no/low tax, no/low regulation, secrecy and anonymity to enable footloose capital to roam the world. Over the past 7 years, some financial centres, such as Hong Kong, Singapore and to an extent London and Toronto, were already established as offshore RMB centres. In May 2016, financial products allow borrowers to issue RMB-denominated securities in the US for trading and settlement purposes have launched which presents a significant milestone in serving to meet the growing demands among investors in the United States and around the world to have access to the RMB.

China is the world's second-biggest consumer economy, the success of an offshore RMB market cannot do without an efficient and effective payment and settlement platform. Therefore, under the plan by the China government, the system processes RMB payments and settlements involving remittances and funds transfers, both onshore and offshore, has increased the efficiency of processing RMB flows, push up RMB-related business volume, and promote a wider variety of RMB products and services to fasten the internalization of RMB. Offshore RMB centres have exerted significant influence on not only the progress of RMB internationalization but also the China economy. Its overall impact

on the monetary system's stability and will depend on how the offshore RMB centres are operated with appropriately complying with the laws and regulations. Therefore, to study on these topics are meaningful for TW to develop its offshore RMB centre.

To participate the economy growth of the internalization of RMB, on August 31 2012, Taiwan and China signed an MOU on Cross-Strait Currency Clearing Cooperation. After the MOU was inked, in order to assist Taiwan's financial institutions to develop branches on the Chinese mainland, integrate Taiwanese businesses' trade and financial operations, expand Taiwanese financial institutions' operational niche in the mainland financial market, strengthen Taiwan's trade and economic status, augment its competitive advantages in the financial sector and create higher industrial value, the Executive Yuan approved a program to develop financial operations with cross-strait characteristics on September 6 2012. However, the numbers recently didn't show significant growth, it is then meaningful to analyze the issues and risks when developing the offshore RMB center in Taiwan and better enhancing its governance and ranking in the global financial markets.

This study would conclude and suggest China to focus on RMB flows between onshore and offshore markets when deregulating the offshore RMB capital market. To build up the laws, regulations and governance for the offshore RMB centres when expanding further with greater prominence of the capital market. In terms of the suggestions to develop the offshore RMB center in TW, it's important to strive for RQFII, currency SWAP agreement and governance structure in order to both deregulate the offshore center business and prevent the money laundering and financial crime.

Keywords: RMB Internationalization 、 offshore RMB centre 、 OBU 、 OSU

目錄

第一章 緒論	1
第一節 研究背景與目的	1
第二節 研究方法與架構	2
第三節 研究範圍與限制	3
第四節 預期結果	3
第二章 人民幣離岸中心	5
第一節 離岸中心的定義	5
第一項 離岸中心類型	6
第二項 離岸金融中心的特性與分類	7
第二節 人民幣離岸中心	10
第一項 人民幣離岸中心發展現況	11
第二項 人民幣離岸中心面臨問題	17
第三節 香港人民幣離岸中心	21
第三章 人民幣離岸中心的法律制度與問題	27
第一節 人民幣離岸中心的法律制度	27
第一項 離岸貨幣市場運作的法律制度	28
第二項 離岸資本市場運作的法律制度	36
第二節 人民幣離岸中心在資本市場的法律問題	46
第三節 小結與建議	53
第四章 臺灣發展人民幣離岸中心研究	59
第一節 臺灣發展人民幣歷程與現況分析	59
第一項 人民幣在臺灣發展歷程	59
第二項 人民幣在臺灣發展現況	69
第三項 臺灣發展人民幣離岸中心優勢	81
第二節 臺灣發展人民幣離岸中心的法律問題與風險	86
第一項 大陸方面規範引發的法律問題與風險	87
第二項 臺灣方面的規範引發的法律問題與風險	91
第三節 小結與建議	99
第五章 結論與建議	105
第一節 大陸發展離岸資本市場的建議	105
第二節 臺灣發展人民幣離岸中心的建議	107
參考文獻	111

第一章 緒論

第一節 研究背景與目的

近年來，大陸¹在經濟高速成長的帶動下，經濟實力(GDP)已居全球第二位²，人民幣國際化也成為世界關注的焦點。大陸在推進人民幣國際化的過程中不斷嘗試開放及推動各種離岸人民幣債券、離岸人民幣衍生產品以及促進離人民幣的流通、擴大人民幣自由兌換，推動人民幣在各產業的貿易與投資的計價與結算功能，加快人民幣成為國際貨幣的進程。

2015年12月1日國際貨幣基金組織(International Monetary Fund，簡稱IMF)³宣布人民幣將於2016年10月1日起納入特別提款權(Special Drawing Rights，簡稱SDR)⁴，面對人民幣國際化浪潮，臺灣在2011年6月30日即已開放國際金融業務分行(Offshore Banking Unit，下稱OBU)⁵及海外分支機構承做人民幣業務，2012年8月31日兩岸更完成《海峽兩岸貨幣清算合作備忘錄》的簽署，並各自決定以臺灣銀行上海分行及中國銀行台北分行作為兩岸貨幣的清算行。其後，兩岸的外匯指定銀行(Domestic Banking Unit，下稱DBU)⁶則可以進行相

¹ 除大陸法規、文獻名稱或內容引用外，本研究論文內容用詞則參照兩岸人民關係條例之規定，文內對岸統一稱大陸，我方統一稱臺灣。

² 參世界銀行網站，<http://data.worldbank.org.cn/data-catalog/GDP-ranking-table>，目前全球排名前三名是美國、大陸與日本，最近瀏覽日期2016年6月18日。

³ 國際貨幣基金組織(International Monetary Fund, IMF)於1945年12月27日成立，為世界兩大金融機構之一，職責是監察貨幣匯率和各國貿易情況、提供技術和資金協助，確保全球金融制度運作正常；其總部設置於美國華盛頓特區。國際貨幣組織運作介紹詳IMF網站<http://www.imf.org/external/about.htm>，最近瀏覽日期2016年7月24日。

⁴ 摘錄 SDR 說明如下，全文請參照 <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/sdr.pdf>
The SDR is an international reserve asset, created by the IMF in 1969 to supplement its member countries' official reserves. Its value is currently based on a basket of four major currencies, and the basket will be expanded to include the Chinese renminbi (RMB) as the fifth currency, effective October 1, 2016. SDRs can be exchanged for freely usable currencies. As of November 30, 2015, 204.1 billion SDRs had been created and allocated to members (equivalent to about \$285 billion)。

⁵ 政府為加強國際金融活動，並能成為區域性金融中心，於民國72年11月29日經立法院審議三讀通過「國際金融業務條例」，同年12月12日奉總統令公佈實施。次年4月20日財政部頒布「國際金融業務條例施行細則」，以作為國內外金融業在大陸設立國際金融業務分行，經營境外金融(OFF-SHORE BANKING)業務之主要依據，故又稱境外金融中心(OBU)。

⁶ 中央銀行外匯局發給指定銀行證書之指定銀行後指定銀行可依規定經營「境內」外匯業務，為

關的金融業務，包括存款、貸款、匯款、貿易結算甚至是理財商品。

推行人民幣國際化涉及大陸外匯管理、匯率制度、貨幣政策、金融法律體系等一系列金融法律問題。尤其在離岸人民幣流通擴大，離岸人民幣回流管道增加時，大量的離岸人民幣在國際間流動將帶來許多潛在風險與法律問題，各國在發展人民幣離岸中心的同時不能忽視這些風險與問題。

而臺灣在業務開放的同時，相關的配套機制是否已完備？臺灣發展人民幣離岸中心又有甚麼特殊的法律問題與風險？故而，研究人民幣離岸中心的法律問題有利於進一步建議臺灣在面對這些風險與法律問題下如何穩健發展，本論文將從知己知彼的角度，從大陸在發展人民幣國際化與人民幣離岸中心面臨的問題來探討臺灣發展人民幣離岸中心應留意的風險、法律問題並提出建議。

第二節 研究方法與架構

本論文研究之方法，主要以文獻探討法與比較研究法：

一、文獻分析法

蒐集與本研究相關之學術參考書籍、學術論文、研究計畫、政府出版作品、學術研討會文章及期刊論文等文獻，整理分析並進行歸納，以作為本研究之參考。並參考國際及國內官方機構最近期發布之法規、數據及報告，以上述資料做為研究基礎資料，期待能從中分析並提供臺灣發展人民幣離岸中心的相關建議。

二、比較研究法

人民幣國際化潮流下，各國尤其是亞洲鄰近國家與區域均爭相發展人民幣離岸中心，截至目前為止香港還是國際公認發展最好的地區，

區別經營「境外」業務之 OBU 而稱為：「DOMESTIC BANKING UNIT」。故 DBU 是指本國及外國銀行被央行指定可以在國內辦理外匯業務之分行亦即一般所稱的「外匯指定銀行」，可承辦本國國民的外匯金融業務。

因此針對臺灣的發展現況與建議將比較臺灣與香港之制度，探究臺灣是否得以成為繼香港之後成為亞洲最成功與最大的人民幣離岸中心。

第三節 研究範圍與限制

本篇研究範圍為人民幣離岸中心及其相關的法律問題，從離岸中心的定義與監管架構介紹到大陸發展人民幣離岸中心的歷程、現況與遭遇之法律問題進而探討臺灣在人民幣發展的現況以及發展人民幣離岸中心的法律問題與風險。討論面向除經由大陸觀點來討論人民幣離岸中心的法律問題外，也參考香港人民幣離岸中心之模式，進而探討由臺灣觀點如何參照香港發展歷程中的經驗來擬定適合臺灣修法的方向，進而解決發展人民幣離岸中心面臨的法律問題。

人民幣國際化是大陸金融業的長期及規模龐大的研究，事實上其也是金融監管上的一個新興問題。本研究恐面臨的限制是單憑筆者過往在資產管理業界的實務經驗或難以全面性探討臺灣銀行業與保險業在臺灣發展人民幣離岸中心時面臨的實務細節問題以及資產管理實務觀點不一定能覆蓋貨幣市場的面向等。其次，大陸與臺灣的相關立法均還在不斷制定與改善，本研究對目前相關法律的整理可能還不夠完善或最新，僅能對目前所能掌握的法律法規等進行整合與分析。最後，大陸政策(如十三五及之後的計畫等)及經濟金融環境變化快，這些皆有待未來再持續追蹤探討。

第四節 預期結果

大陸已積極並多方面推動人民幣國際化，包括貿易商品以人民幣清算結算、推動許多地區成為人民幣離岸(境外)金融中心、發行人民幣計價資產、人民幣海外直接投資與貸款等，並且開始鬆綁境內的資本帳戶，如允許溫州、新疆使用人民幣從事境外直接投資、設立大陸(上海)自由貿易試驗區等。基此，本研究透過探討大陸在發展人民幣離岸中心的問題到討論臺灣發展人民幣離岸中心的現況及法律風險

與問題，並冀望提供兩岸主管當局共同推動臺灣成為人民幣離岸金融中心，發展兩岸人民的福祉。



第二章 人民幣離岸中心

第一節 離岸中心的定義

所謂「離岸」(offshore)⁷是相對於「在岸」(onshore)而言的稱呼，指「非所在國」或「所在國以外」⁸。而法律實務上，將離岸視為適用不同法律管轄地之地區。而若同一國內某地區實行與其他地區不同的法律，此地區也被認定為離岸地⁹。如馬來西亞的納閩(Labuan)是個島嶼，但自 1990 年起納閩島立法成立國際離岸金融中心並實行與馬來西亞其他地區不同的法律，則納閩相對於馬來西亞的其他地區而言即為離岸地¹⁰。以國境所及或一國內之不同區域作為離岸與在岸的分界線，運用在經濟層面上如 A 國投資人基於某些特定原因或目的，將公司註冊在離岸地 B 國(或 A 國內的離岸地)，而離岸地政府如 B (或 A)通常允許投資人以離岸地作為公司註冊地並適用離岸地之法律，而公司實際上在離岸地以外的地區(含該國及其他世界各國)進行業務管理或經營。

「離岸中心」(offshore center)或「離岸市場」(offshore market)¹¹是對上述離岸地的習慣稱呼，從 20 世紀中後期起，一些國家和地區，如英屬維京群島(BVI)、薩摩亞和百慕達等地為了吸引外國資本流入該國或該地區，紛紛以立法形式頒布一些較為寬鬆的公司法規或稅收法規允許非本國居民或法人在該等離岸地成立公司¹²，並在其領土(在岸及離岸)外經營管理。從法律意義上講，離岸中心是以特別法對特定國家或地區進行特定事業如公司、信託、基金、投資、租稅、銀行、財產的規範如臺灣於民國 72 年頒布的國際金融業務條例其用以規範境外金融的業務。有些離岸中心在發展時該國政府也政策性地將其建

⁷ 此源自於 1960 年代國際金融市場結構上的發展與改變而衍生的名稱，英文原名為「Offshore」，中文譯名為「離岸」或「境外」，大陸翻譯習慣稱之為「離岸」，而台灣翻譯書籍習慣將之稱呼為「境外」，本研究因著眼於人民幣離岸中心之探討，故而在本論文中統一將之稱為「離岸」。

⁸ YOON S. PARK & MUSO ESSAYAD, INTERNATIONAL BANKING AND FINANCIAL CENTERS 4 (1989).

⁹ 景建國、汪竹松，商業銀行離岸業務精析，中國金融出版社，2014 年 11 月，頁 5。

¹⁰ 景建國、汪竹松，商業銀行離岸業務精析，中國金融出版社，2014 年 11 月，頁 5。

¹¹ 施能仁，金融市場學理與實務(修訂版)，華立圖書股份有限公司，2000 年 1 月，6 版，頁 292-293。

¹² 徐俊民、黃原桂，金融市場，東華書局，2013 年 2 月，2 版，頁 331。

構為「離岸金融中心」(offshore financial market or offshore banking center)¹³，例如英屬維京群島、開曼群島、百慕達和紐澤西等。隨著全球化的日益發展，離岸業務也突飛猛進，近年來平均每年仍有 5000-10000 家離岸公司在各個離岸管轄區成立¹⁴。

第一項 離岸中心類型

離岸中心的基本特性是註冊位址與經營地址分離¹⁵，通常這種分離是基於稅賦考量，因此離岸中心通常有以下兩大特色：

一、免徵直接稅負

即免徵個人和公司的所得稅、資本利得稅、遺產繼承稅及財產贈與稅等直接向個人或企業的所得、報酬及利潤等收入開徵的稅負。

二、避免雙重課稅

這些離岸中心一般會與第三國或地區簽署避免雙重課稅協議，例如英屬維京群島除了像其他離岸中心(如大陸香港地區和開曼群島)同樣有免直接稅負的優惠外，同時也與第三國或地區(如日本和瑞士)¹⁶簽署避免雙重課稅協議。

隨著世界經濟合作與發展組織(OECD)和歐美國家對各離岸中心的施壓，2008 年金融海嘯後，有些離岸中心也和部分國家簽訂交換離岸公司資訊，除避免雙重課稅也進行相關投資人保護。在最近期 OECD 的報告中統計¹⁷，有約 39 個國家簽屬同意相關稅務資訊及金融犯罪防治等資訊交換協議，這些離岸中心有些原已因其寬鬆的法律操作模式和現代化的銀行服務體系，成為世界知名的離岸中心如英屬百

¹³ 徐俊民、黃原桂，〈金融市場〉，東華書局，2013 年 2 月，2 版，頁 331。

¹⁴ 參 ICIJ (The International Consortium of Investigation Journalists, 台灣媒體翻譯為「國際調查記者聯盟」) 網站，<https://panamapapers.icij.org/graphs/>，最近瀏覽日期 2016 年 6 月 25 日。

¹⁵ 景建國、汪竹松，商業銀行離岸業務精析，中國金融出版社，2014 年 11 月，頁 6。

¹⁶ 參英國政府網站 <https://www.gov.uk/government/publications/british-virgin-islands-tax-treaties>，最近瀏覽日期 2016 年 6 月 19 日。

¹⁷ 參 OECD 網站 2016 年 5 月 12 日發布訊息，

<http://www.oecd.org/tax/exchange-of-tax-information/a-new-boost-to-transparency-in-international-tax-matters-six-new-countries-sign-agreement-enabling-automatic-sharing-of-country-by-country-reporting.htm>，最近瀏覽日期 2016 年 6 月 25 日。

慕達群島等，未來則可望因其更加完善的監理制度，持續成為國際間資金投資與調度的重鎮。

第二項 離岸金融中心的特性與分類

隨著國際間互動頻繁及國家間發展不同速即可能產生國際間資金通和國際金融市場的需求，資金也將因此從盈餘的國家流向需求的國家。然而，這類國際金融市場基本上仍屬於國家性質¹⁸，亦即若籌資者需要以某種貨幣籌資就只能到該貨幣出現剩餘的國家亦即貨幣發行國進行籌資，而回到貨幣發行國市場上，該貨幣資金的供給者、籌資所使用的貨幣則與該貨幣發行國的國內金融市場完全相同，唯一不同的僅是籌資者是來自國外(與國內金融市場相比僅加入實質涉外因素，例如傳統的國際借貸和國際證券發行)。因基本上仍屬於國家性質，所以上述主體間所發生的金融交易須遵守市場所在地(貨幣發行國)的法律規則、習慣，例如外國借款人或證券發行人在貨幣發行國從事借貸或發行證券時必須遵守借款地或發行地的規定和限制。這種傳統國際金融市場¹⁹，是國家金融市場的延伸。

若資金提供者與資金需求者均與兩者的所在國規定脫離，而出現第三地國際金融機構中介的情形，這就是所謂的離岸金融中心²⁰。其改變傳統金融市場的架構，在國內金融市場和傳統國際金融市場之外現身。依據國際貨幣基金組織(IMF)²¹在針對「離岸金融中心」(Offshore Financial Centers, OFC)所做的工作報告²²中則將之定義為主要係指某地之銀行及金融機構為非居民提供國際性之借貸、結算、投資工具等金融服務，不受交易貨幣發行國所定金融法規之管制，並享有業務發生國提供之較大稅收優惠的金融市場。在離岸金融中心的自由體制

¹⁸ 周沅帆，離岸(香港)人民幣債券，中信出版社，2013年3月，頁28-30。

¹⁹ 徐俊民、黃原桂，金融市場，東華書局，2013年2月，2版，頁318。

²⁰ 徐俊民、黃原桂，金融市場，東華書局，2013年2月，2版，頁318。

²¹ 國際貨幣基金組織 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp0787.pdf>，最近瀏覽日期2016年5月15日。

²² Ahmed Zoromé, Concept of Offshore Financial Centers: In Search of an Operational Definition, IMF Working Paper 6-7 (2007).

下進行金融事務，可使貨幣自由達到最大化，由此可知離岸金融中心之發展，對一國貨幣之國際化具有重要功能。

針對離岸金融中心發展的演進及需求，可歸納其特點²³有以下三項：

一、 監督較為寬鬆

如前文所述，離岸中心與在岸地的國家或地方政府法規管理不同，通常提供更大的稅務優惠避免離岸地的主權國家對其過分干預，而形成類似「超國家」的資金市場，在此市場下的經營相對自由，例如：排除在岸金融業務的有關規定²⁴、借款條件較靈活、資金用途限制較小、資金調度方式較多、手續較簡便、資金成本普遍較低等。

二、 金融商品開放度較高

由於離岸金融中心市場資金規模龐大、金融政策自由且流動性十分充裕²⁵，各種主要國際貨幣都有、故而各種不同期間、風險及用途的各項金融產品有機會及需求不斷推陳出新，以滿足各國政府、金融機構與跨國公司的各類資金去化管道。

三、 交易主要存在於非居民間

如上所述，國內金融市場及傳統國際金融市場的交易活動，一般是由居民間以及居民與非居民間在進行，然而非居民與非居民間的交易行為，亦即所謂的「離岸交易」(offshore banking)²⁶才是離岸金融中心借貸關係的主要態樣。

離岸金融中心從資金結構²⁷、業務範圍²⁸與市場型態²⁹綜合來看，可以分為內外混合型、內外分離型(包括分離滲透型)和避稅港型。從

²³ 景建國、汪竹松，商業銀行離岸業務精析，中國金融出版社，2014年11月，頁22。

²⁴ 徐俊民、黃原桂，金融市場，東華書局，2013年2月，2版，頁322。

²⁵ 李森介，國際金融與匯兌，華泰文化事業，2008年2月，頁76-82。

²⁶ 李森介，國際金融與匯兌，華泰文化事業，2008年2月，頁76-82。

²⁷ 徐俊民、黃原桂，金融市場，東華書局，2013年2月，2版，頁321。

²⁸ 周沅帆，離岸(香港)人民幣債券，中信出版社，2013年3月，頁39-41。

²⁹ 施能仁，金融市場學理與實務(修訂版)，華立圖書股份有限公司，2000年1月，6版，頁293-294。

市場形成的推動因素³⁰來看，可以分為自然形成型和政府推動型離岸金融市場。從資金來源與市場功能³¹來看，可以分為世界中心、籌資中心、供資中心及簿記中心型離岸金融中心。基於法規和制度建立與主管機關的監管架構來看，市場主流一般是按照資金結構、業務範圍與市場型態綜合來分類，因此針對上述三類整理並說明如下：

一、 內外混合型(又稱內外合一型)

指離岸業務與在岸業務混合的市場(即境外金融市場與本國金融市場合而為一)，這是離岸金融中心剛剛興起時的模式，目前仍沿用該種模式的典型地區是倫敦和香港。該模式下的離岸金融中心不區分離岸業務帳戶與在岸業務帳戶，兩個帳戶同時存在並運作；非居民與居民的存貸款業務也不區分，可在銀行的同一帳戶運作；資金的輸入、流出也沒有限制。在這類市場上，離岸業務和在岸業務混合經營運作，對離岸業務在法律上也沒有特殊的優惠和監管，各金融機構處於平等地位，公平競爭。

二、 內外分離型(包括分離滲透型)

針對離岸金融中心在稅收、利率和存款準備金等方面有限制，且與在岸金融市場嚴格分離，從事離岸業務的離岸帳戶嚴格與在岸帳戶分離，且離岸帳戶只能從事境外的交易(即境外金融市場與本國金融市場分離)。日本離岸金融市場的特別國際金融離岸帳戶³²和新加坡離岸市場的亞洲貨幣單位³³在發展初期時，以及美國美國國際銀行設施(IBF)³⁴即屬於此種類型，此舉有助於保護國內金融市場免受境外金融

³⁰ 徐俊民、黃原桂，金融市場，東華書局，2013年2月，2版。

³¹ 李森介，國際金融與匯兌，華泰文化事業，2008年2月，頁80-81。

³² 20世紀80年代，日本的GDP占世界GDP的10%左右，成為世界第二大經濟體，同時，東京金融市場長足發展，使日本政府致力將東京建設成為國際金融中心，因此於1986年12月1日成立離岸金融市場(Japan Offshore Market，簡稱JOM)，通過設立與國內市場分離的特別帳戶實現在岸帳戶和離岸帳戶分離，以防範國際熱錢對國內金融市場的衝擊，此離岸帳戶則稱為特別國際金融離岸帳戶。

³³ 20世紀60年代，新加坡政府為建設國際金融中心，參照歐洲美元市場的發展模式，發展亞洲美元市場(Asian Dollar Market，簡稱ADM)。為對ADM業務提供政策支持，新加坡監管部門對銀行會計專門分設ACU(Asian Currency Unit)帳簿，用於對銀行在ADM下的外幣業務進行簿記和管理。金融業則統稱ACU為新加坡銀行的離岸業務，DBU為新加坡銀行的在岸業務。1968年10月1日，新加坡政府允許美洲銀行新加坡分行在銀行內部設立第1個ACU。

³⁴ 1981年12月3日美國聯邦儲備委員會批准在美國營業的商業銀行開設了專門經營「歐洲貨幣」

波動的影響，臺灣在 2011 年 6 月 30 日開放的國際金融業務分行 (Offshore Banking Unit, 簡稱 OBU)³⁵發展形式也是屬於這種類型。分離滲透型則是在內外分離型的基礎上，允許資金在一定的限額內相互流通，或者開放一個資金單向進出管道。這種模式可以在維護國內市場穩定的前提下，開闢一條簡單的外資利用管道，對於資金缺乏的開發中國家如泰國曼谷、印尼雅加達等很適合。該地區的分離業務允許金融機構吸收非居民存款並在本地在岸業務貸出，但禁止資金從境內在岸業務流入離岸金融市場，大陸的分離銀行業務帳戶³⁶則屬於此類。

三、 避稅港型

這類離岸金融市場是在不需納稅或享有稅務優惠的城市虛設一個機構，在其帳戶上允許對境外交易，通常出現在與主要領土分隔的小島上實質設立記帳中心。較為典型的避稅港離岸金融中心有英屬開曼群島、英屬維爾京群島、英屬百慕達群島等，又有人將此類型離岸中心稱為開曼型離岸金融市場。

第二節 人民幣離岸中心

2016 年 5 月 17 日，中國農業銀行紐約分行成功發行在美中資金金融機構首筆人民幣債券³⁷，成為中美金融機構聯合推動在美人民幣業務的創新嘗試。同年 5 月 20 日中國工商銀行首度在美國紐約發行人

存貸業務的「國際銀行設施(International Banking Facilities, 簡稱 IBF)」，也稱為國際銀行業務措施。該市場允許所有獲准吸收存款的美國銀行、外國銀行均可申請加入 IBF。紐約離岸金融市場的交易嚴格限於機構與非居民間，該市場交易可豁免存款準備金、利率上限、存款保險，市場交易者免交利息和地方稅。存放在 IBF 帳戶的美元視同境外美元。

³⁵ 政府為加強國際金融活動，並能成為區域性金融中心，於民國 72 年 11 月 29 日經立法院審議三讀通過「國際金融業務條例」，同年 12 月 12 日奉總統令公佈實施。次年 4 月 20 日財政部頒布「國際金融業務條例施行細則」，以作為國內外金融業在大陸設立國際金融業務分行，經營境外金融(OFF-SHORE BANKING)業務之主要依據，故又稱境外金融中心(OBU)。

³⁶ 參離岸銀行業務管理辦法第 19 條:「銀行對離岸銀行業務應當與在岸銀行實行分離型管理，設立獨立的離岸銀行業務部門，配備專職業務人員，設立單獨的離岸銀行業務帳戶，並使用離岸銀行業務專用憑證和業務專用章。」以及離岸銀行業務管理辦法第 26 條:「非居民資金匯往離岸帳戶和離岸帳戶資金匯往境外帳戶以及離岸帳戶之間的資金可以自由進出。」

³⁷ 農行此次人民幣中期票據發行規模 1.17 億元，期限 1 年，票面利率 3.35%，低於同業發行水準約 0.15 個百分點

人民幣計價的定存單³⁸，中國工商銀行發布新聞稿說，這是第一個³⁹透過美國證券集中保管結算公司(Depository Trust & Clearing Corporation，簡稱 DTCC)⁴⁰結算的人民幣金融商品。這也是該銀行讓金融機構得以在美國市場發行、並結算人民幣計價證券的第一步。

大陸自 2009 年開始大力推進人民幣國際化以來，香港、新加坡、倫敦、多倫多相繼加入促進人民幣離岸交易的行列，美國金融機構參與人民幣計價產品的發行意味著美國開始參與成為人民幣離岸中心的競爭。

第一項 人民幣離岸中心發展現況

顧名思義人民幣離岸中心是指在大陸境外開展人民幣相關業務的市場，然而談到人民幣離岸中心就必須了解人民幣國際化，因大陸發展人民幣離岸中心就是有步驟地使該貨幣成為國際儲備貨幣，而要成為主要國際貨幣，不外乎須具備的條件包括可 24 小時交易、要有大量的「第三方」⁴¹交易、非居民願意在發行國境外持有該貨幣資產、離岸中心制度的國際化程度等。

大陸開始推展人民幣國際化有其歷史背景與國家政策意義。時間回溯到 2007 年美國次貸危機爆發時，形成全球性的金融危機，接著在歐洲各國又爆發主權債務危機，更令全球經濟復甦面臨嚴峻的挑戰，同時也引發人們對於國際貨幣體系的深度思考，整體經濟環境出現重建新秩序的趨勢。而在新經濟秩序建立的過程中，大陸在經濟實力上的增強推升人民幣的國際地位，故而國際間對人民幣產生需求，人民幣由一種國內貨幣逐漸轉變為國際貨幣。

³⁸ 總額人民幣 5 億元（7,630 萬美元）的定存單，期限 31 天，票息為 2.6%。

³⁹ 由中國工商銀行紐約分行發行，紐約梅隆銀行擔任發行代理。此前駐紐約的中資銀行發行的人民幣計價定期存單皆通過歐洲結算系統（Euroclear）進行結算工作。

⁴⁰ 美國證券集中保管結算公司（Depository Trust & Clearing Corporation, DTCC）是全球最大的金融交易後台服務機構之一，提供股票、債券等各種有價證券的保管與結算。DTCC 並不直接與投資人接觸，它的客戶是券商、保管銀行和法人，均稱呼為「參加人」。美國證券集中保管結算公司簡介詳參該公司網站 <http://www.dtcc.com/about>，最近瀏覽日期 2016 年 7 月 24 日。

⁴¹ 意旨 3rd party transaction，除買賣雙方外的協力廠商。

從其他國際貨幣如美元、日幣與歐元的發展可知，貨幣發行國的經濟實力與該國貨幣國際化的發展速度與程度相輔相成⁴²。大陸的經濟實力從 2001 年加入世貿組織(World Trade Organization, 簡稱 WTO)⁴³後經濟出現迅速增長，到了 2010 年大陸 GDP 接近 40 兆人民幣時，即正式超越日本並成為僅次於美國的全球第二大經濟體，同年外貿總額接近 3 兆美元，成為僅次於美國的第二大貿易國。隨著大陸對外貿易規模的擴大，其國際收支一直保持貿易順差，外匯準備並從 1978 年的 18 億美元一路成長到 2006 時已超過一兆美元成為世界第一大外匯儲備國。雖然 2014 年後外匯準備有呈現下降的狀態，但截至 2015 年 12 月，大陸外匯準備已接近 4 兆美元，根據世界銀行資料庫⁴⁴顯示，應能持續超越其他國家(排名第二的日本約 1.2 兆美元)穩坐第一的寶座。因此這樣的經濟成長實力使國際間投資人認為人民幣長期走勢看漲進而願意持有人民幣，故而在大陸陸續開放額度的節奏下，各國也開始號稱設立人民幣離岸中心，大陸的人民幣國際化之路因此順利並持續地進行。

目前大陸人民幣國際化腳步可從中國人民銀行每年發布的人民幣國際化報告⁴⁵窺知，自 2009 年至今，大陸有步驟及政策性的進行人民幣國際化發展，離岸人民幣儼然已成為外匯市場上的一個新投資及使用貨幣。2013 年大陸國家主席習近平並提出「一帶一路」⁴⁶的戰略構想，其實質就是加強大陸與亞歐大陸其他國家間的貿易和投資往來。為了促進「一帶一路」更好的發展，2014 年 11 月，大陸並宣佈成立絲路基金，為「一帶一路」周邊國家的基礎設施建設和資源開發

⁴² 吳君，人民幣國際化的條件、潛能與推進策略，中國財政經濟出版社，2014 年 12 月，頁 23-46。

⁴³ 世界貿易組織(World Trade Organization, 簡稱 WTO)是負責監督成員經濟體間各種貿易協議執行的一個國際組織，前身是 1948 年起實施的關稅及貿易總協定的秘書處。世貿總部位於瑞士日內瓦。世界貿易組織介紹詳參該組織網址

https://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/whatis_e.htm，最近瀏覽日期 2016 年 7 月 24 日。

⁴⁴ 參世界銀行網站資料庫

http://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.XGLD.CD/countries?order=wbapi_data_value_2014%20wbapi_data_value&sort=asc&display=default，最近瀏覽日期 2016 年 6 月 19 日。

⁴⁵ 參考中國人民銀行於 2015 年 6 月 12 日發布之〈人民幣國際化報告 2015 年〉，頁 24-34。

⁴⁶ 「一帶一路」是指「新絲綢之路經濟帶」和「21 世紀海上絲綢之路」構想的簡稱，主要是建立中國與區域的合作平台，東邊連接亞太經濟圈，西邊進入歐洲經濟圈，以加快中國經濟轉型。一帶一路構想，最早由大陸國家主席習近平在 2013 年提出，作為大陸未來幾年發展區域經濟的首要戰略。

等專案提供資金支援，同時還發起建立亞洲基礎設施投資銀行，共同提供資金保障。這些都是為了推動與實現人民幣國際化。近期人民幣在國際市場上備受關注的程度在 2015 年 12 月 1 日國際貨幣基金組織 (IMF) 宣布人民幣將於 2016 年 10 月 1 日起納入特別提款權 (SDR) 之際達到高峰⁴⁷。

在國際市場上，由於人民幣離岸中心提供人民幣交易的途徑，人民幣已經成為全球第七大支付結算貨幣及第九大外匯交易貨幣，可見人民幣離岸中心在人民幣國際化的腳步中扮演三大重要角色如下：

一、 做為貿易結算貨幣

2009 年 4 月 8 日，國務院決定開展跨境貿易人民幣結算試點工作，設立上海，廣州，深圳，珠海，東莞四個地方為試點。在 2009 年跨境貿易人民幣結算業務試點開展之初，跨境貿易人民幣結算金額僅為 36 億元；到 2011 年，全年跨境貿易人民幣結算業務累計金額達到 2.09 兆元，較 2010 年增長 311%；2012 年為 2.94 兆元，2013 年為 4.63 兆元，2015 年則到達 7.23 兆元且較前年增長 10.4%⁴⁸。環球銀行金融電信協會 (Society Worldwide Interbank Financial Telecommunication，簡稱 SWIFT)⁴⁹ 報告中稱，人民幣自 2013 年起已取代歐元成為僅次於美元的第二大常用國際貿易融資貨幣，雖然其約 10% 的占比仍然遠低於美元的 80%⁵⁰，但在國際化的推展下，其占比應會逐年增加。

⁴⁷ 林建甫、林巍，人民幣國際化進程與影響之分析，兩岸經貿，第 288 期，2015 年 12 月，頁 9-13。

⁴⁸ 各年度金額參考中國人民銀行於 2015 年 6 月 12 日發布之〈人民幣國際化報告 2015 年〉報告中數字，各年度增長比率為筆者使用當年度與前年度金額相比計算。

⁴⁹ SWIFT 中文譯名為環球銀行金融電信協會或環球同業銀行金融電訊協會，其協會營運為提供全球金融電文網路，銀行和其他金融機構通過其提供之系統及服務與同業交換電文，從而完成金融交易，目前全球大部分金融機構都有使用 SWIFT 的服務。根據其官方網站簡介如下：

SWIFT is a global member-owned cooperative and the world's leading provider of secure financial messaging services，關於該協會詳細業務介紹可參 SWIFT 網站 <https://www.swift.com/about-us>

⁵⁰ 參 SWIFT 網站

https://www.swift.com/insights/press-releases/rmb-now-2nd-most-used-currency-in-trade-finance_0vertaking-the-euro 及針對人民幣每月發布之追蹤報告

https://www.swift.com/sites/default/files/resources/swiift_bi_rmbtracker_march2016_en.pdf，最近瀏覽日期 2016 年 6 月 25 日。

二、 做為直接投資用途

大陸在人民幣國際化的進程中，不僅致力於擴大跨境貿易結算的規模，還同時發展人民幣直接投資業務，進一步推動人民幣在國內外的流通。跨境直接投資的過程包括國內投資者到海外進行投資 (Overseas Direct Investment, 簡稱 ODI)⁵¹和境外投資者到大陸進行投資 (Foreign Direct Investment, 簡稱 FDI)⁵²。2011 年起，大陸允許跨境直接投資採用人民幣進行結算，既包括國內投資者使用人民幣到海外進行投資，也包括海外投資者持有人民幣到大陸進行投資，形成人民幣境外直接投資和人民幣外資直接投資。國內投資者用人民幣進行海外投資，促進人民幣的對外輸出，而外資投資者直接使用人民幣到大陸投資則使海外人民幣回流。2013 年起，大陸已經成為全球僅次於美國和日本的第三大對外投資國。當年度人民幣結算對外直接投資金額達到 856.1 億元，2014 年則再增長為 1865.6 億元。隨著人民幣向境外的大量輸出，人民幣外資直接投資也逐漸發展起來。2013 年人民幣外資直接投資金額達 4481.3 億元，2014 年則為 8620.2 億元比去年增長 92.4%⁵³。

三、 證券市場及產品投資

大陸於 2001 年 12 月 11 日正式成為世貿組織(WTO)的第 143 個成員，為因應入世的承諾，2002 年大陸證監會與中國人民銀行聯合頒布《合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法》開始開放合格境外機構投資者(Qualified Foreign Institutional Investors, 簡稱 QFII)⁵⁴

⁵¹ 國內投資者到海外進行投資 (Overseas Direct Investment, 簡稱 ODI) 是指企業、團體在國外以現金、實物、無形資產等方式投資，並以控制國(境)外企業的經營管理權為核心的經濟活動。目前此種對外直接投資方式是大陸「走出去」戰略的重要組成部分，用以吸收國外先進技術和管理經驗以掌握外部資訊。

⁵² 國(境)外投資者到國內進行投資 (Foreign Direct Investment, 簡稱 FDI) 相對本國而言，是指外國投資者將資本用於本國的生產或經營，並掌握一定經營控制權的投資行為。也可以說是外國(地區)的居民實體(對外直接投資者或母公司)在其母國(地區)以外的另一國(相對其母國)的企業(外國直接投資企業、分支企業或國外分支機構)中建立長期關係，享有持久利益並對之進行控制的投資，這種投資既涉及兩個實體之間最初的交易，也涉及二者之間以及不論是聯合的還是非聯合的國外分支機構之間的所有後續交易。

⁵³ 各年度金額參考中國人民銀行於 2015 年 6 月 12 日發布之〈人民幣國際化報告 2015 年〉報告頁 1 數字，各年度增長比率為筆者使用當年度與前年度金額相比計算。

⁵⁴ 合格境外機構投資者 (Qualified Foreign Institutional Investors, 簡稱 QFII) 機制是指外國專業投資機構到境內投資的資格認定制度。在經過證監會的審核之後，境外機構投資者可以在外管局允許的額度內將取得的美元額度換成人民幣進行大陸境內投資。匯出入金額則仍以美元計價。

機制，並同時希望借助合格的境外機構投資進入 A 股市場，以便穩定市場、激發投資者信心，並借助合格境外機構投資者(QFII)的專業分析能力，引導市場理性投資⁵⁵。

2007 年，中國證監會頒佈《合格境內機構投資者境外證券投資管理試行辦法》，符合規定條件的基金管理公司和證券公司可在大陸境內募集資金後進行境外證券投資與管理，此時被業界稱為機構投資者的雙 Q 管理制度(合格境外機構投資者 QFII 和合格境內機構投資者 QDII)。這兩種都是大陸在證券投資市場尚未完全開放情況下，為境內外機構投資者提供有限的投資境內外證券市場的特殊管道，合格境內機構投資者(Qualified Domestic Institutional Investor，簡稱 QDII)⁵⁶施行後可謂資金在離岸與在岸市場間進出可雙向流通。

2011 年，中國證監會、人民銀行與外管局聯合發布《基金公司、證券公司人民幣合格境外機構投資者境內證券投資試點辦法》，允許符合條件的基金公司、證券公司香港子公司即人民幣合格境外機構投資者(RMB Qualified Foreign Institutional Investors，簡稱 RQFII)⁵⁷作為試點機構使用人民幣開展境內證券市場投資業務。人民幣合格境外機構投資者(RQFII)的開放目的是協助去化香港人民幣離岸中心的大量人民幣存款也同時再進一步推展人民幣國際化腳步。2014 年底中

⁵⁵ 在 QFII 進入大陸證券市場前，原本 A 股市場結構幾乎全為散戶，少數投資機構包括各券商自營業務幾乎都是莊家與散戶對作像是賭博一樣，比如有名的南方證券舞弊案即南方證券從 1997 年起陸續炒作股票，直到 2001 年 A 股市場下跌，南方證券的委託理財和自營業務爆出巨額黑洞，而南方證券為維持坐莊的資金需求，大肆挪用客戶保證金，同時挪用客戶託管的巨額國債進行回購交易套取資金，甚至利用下屬營業部違規發售巨額債券，以解決資金缺口。2004 年 1 月 2 日，中國證監會宣佈對南方證券進行行政託管。事後經南方證券接管小組清查，公司的整個「窟窿」總計超過 200 億人民幣。2005 年 4 月 29 日，證監會取消其證券業務許可、責令關閉，並將其行徑正式定性為「挪用巨額客戶交易結算資金、操縱市場」等違法違規行為。南方證券則進入行政關閉後的清算階段。

⁵⁶ 合格境內機構投資者(Qualified Domestic Institutional Investor，簡稱 QDII)，是指在人民幣資本項下不可兌換、資本市場未開放條件下，在大陸境內設立，經主管機關批准允許境內機構投資境外資本市場的股票、債券等有價證券投資業務的一項制度安排。

⁵⁷ 人民幣合格境外機構投資者(RMB Qualified Foreign Institutional Investors，簡稱 RQFII)簡稱中的 QFII 即為合格的境外機構投資者(Qualified Foreign Institutional Investors)的英文簡稱，QFII 機制是指外國專業投資機構到境內投資的資格認定制度，而 R 代表人民幣。取得 RQFII 額度的境外機構投資人可將批准額度內的外匯結匯投資於境內的證券市場。相對於 QFII 以美金計算額度，RQFII 可直接使用人民幣匯出入並以人民幣為計價單位。

國人民銀行發佈《關於人民幣合格境內機構投資者境外證券投資有關事項的通知》更進而放行人民幣合格境內機構投資者(RMB Qualified Domestic Institutional Investor, 簡稱 RQDII)⁵⁸業務,讓境內合格機構投資者可以使用人民幣投資離岸人民幣資本市場⁵⁹,其所涉及的金融機構仍延續合格境內機構投資者(QDII)制度下的四類機構,人民幣合格境內機構投資者(RQDII)與合格境內機構投資者(QDII)的區別主要在人民幣合格境內機構投資者(RQDII)以人民幣資金投資于境外人民幣計價產品更開啟大陸「走出去」的資金流與管道。通過人民幣合格境外機構投資者(RQFII),可以使境外市場上的人民幣資金流通回大陸境內;通過人民幣合格境內機構投資者(RQDII),可以使大陸境內的人民幣流通到境外市場。

截止 2016 年 1 月底,大陸共核准合格境外機構投資者(QFII)投資額度 807.95 億美元,較 2014 年底增加高於 30%,核准合格境內機構投資者(QDII)投資額度 899.93 億美元,較 2014 年底增加 8%,核准人民幣合格境外機構投資者(RQFII)投資額度 4698.25 億元人民幣,較 2014 年底增加超過 56%⁶⁰。但是由於目前大陸的資本項目尚未完全對外開放,離岸人民幣在直接投資國內市場時受到許多限制,發展離岸金融中心可以突破較多業務限制,如提供非居民存貸款業務,債券發行,創新衍生品產品等。

近期除香港外,發展較為成熟的離岸人民幣金融市場有新加坡、倫敦等。2014 年 10 月 14 日,英國政府成功發行了首檔人民幣主權債券,英國成為大陸以外首個發行人民幣計價國債的國家。英國在人民幣國際化進程中扮演著重要角色,倫敦是國際金融中心,同時也是

⁵⁸ 人民幣合格境內機構投資者 (RMB Qualified Domestic Institutional Investor, 簡稱 RQDII) 是允許境內人民幣可以 RQDII 的形式投資境外人民幣計價資本市場,且其與 QDII 額度的審批制不同, RQDII 將以實際募集規模為準。RQDII 可以自有人民幣資金或透過募集境內機構和個人的人民幣資金,投資於境外金融市場的人民幣計價產品(銀行自有資金境外運用除外),亦即個人已可透過向金融機構購買境外人民幣產品間接使用並輸出其境內人民幣資金。

⁵⁹ 參考大陸國家外匯管理局 <http://www.safe.gov.cn/wps/portal/sy/glxx> 於 2016 年 4 月 28 日發布數據,自 2015 年 3 月 QDII 核准的總額度都沒有再增加,2016 年 1 月份的大陸新聞及 2016 年 2 月 1 日的〈經濟日報〉則指出大陸官方為避免資金外流,近期不再核准新 QDII 額度。

⁶⁰ 各年度金額參大陸國家外匯管理局 <http://www.safe.gov.cn/管理信息中各累計審批額度 pdf 檔案>,各年度增長比率為筆者使用當年度與前年度金額相比計算。

僅次於中國香港的第二大離岸人民幣中心，一直以來在人民幣國際化過程中發揮重要角色，在人民幣計價的金融產品的開發、交易等方面在歐洲乃至全球都具有較大優勢，筆者曾經服務過的英商總部金融企業如匯豐金控集團甚至全力表達發展人民幣離岸中心及人民幣業務為其重要集團策略之一。近期的英國「脫歐」事件⁶¹使得人民幣匯率國際影響力再度顯著上升。因英國的退出將進一步削弱歐盟，將對英鎊和歐元產生長期和重大的影響，其標的資產的價格波動風險將大幅上升，在市場尋求風險分散和資產配置的情況下，人民幣的國際重要性再度推升。

2014年11月17日，滬港通正式開通，上海證券交易所和香港證券交易所將允許兩地投資者通過當地證券公司(或經紀商)買賣規定範圍內的對方交易所上市股票。透過滬港通，不但使人民幣有新的對外輸出管道，同時海外人民幣也有新的回流途徑，這是從證券市場層面促進人民幣國際化進程。繼滬港通開通之後，深港通預計在2016年下半年開放⁶²，且滬港通及深港通預計取消總投資額度及每日投資額度，這些行動都將使證券市場投資金額放大。2016年2月4日，大陸更進一步開放合格境外機構投資者(QFII)投資額度的申請限制、個別額度控管和投資限制，目的除推動資本市場進一步開放也想持續提供合格境外機構投資者(QFII)對投資大陸證券市場的便利性和推升流動性。

第二項 人民幣離岸中心面臨問題

大陸能否突破重重障礙實現人民幣國際化很大程度上取決於能

⁶¹ 2013年1月23日，英國首相卡梅倫正式就英國與歐盟關係前景發表講話。卡梅倫承諾，如果他贏得預定於2015年舉行的大選，會在一年內批准所需法律，制定與歐盟關係的新原則，然後就脫歐問題舉行全民公投，讓人民有機會選擇繼續留在或退出歐盟。卡梅倫稱，如果歐盟不採取措施解決核心問題，英國將有可能退出該組織。脫歐公投於英國當地時間2016年6月23日上午7點開始，公投結果同意脫歐51.9%，共1570萬人，同意留歐48.1%，共1458萬人。2016年7月9日，英國政府正式拒絕了逾412.5萬人發起的舉行第二次退歐公投的請願。英國外交部代表官方表示，首相和政府均已經明確，必須尊重此前公投的結果。目前英國政府正在為退歐步驟做準備工作，確保英國民眾利益得到最好的保證。

⁶² 市場普遍預期深港通最快將於2016年第4季開通，港交所已於6月27日進行深港通結算介面測試。深交所副總經理鄒勝曾向媒體表示，深港通、股票期權等新業務都在新系統上開發完成。

否解決問題走出創新之路，除本論文在第三章要討論的法律問題外，目前人民幣離岸中心在發展上主要則面臨以下幾個整體經濟、國情與文化上差異的問題。

一、 人民幣匯率的穩定性

從日圓匯率制度改革及國際化的經驗⁶³可見，貨幣的持續和大幅升值會使貨幣發行國付出極高的社會成本。因此過往美英貨幣政策都選擇與黃金保持穩定連結而沒有選擇讓貨幣持續升值。黃金非貨幣化後，日本被動採用了讓貨幣升值的做法，致使本國出現資產泡沫和泡沫破滅後的經濟長期低迷。

有大陸學者認為⁶⁴人民幣匯率市場化可以實現中國經濟從根本上實行市場經濟的制度以及將中國的經濟同國際經濟融合在一起，使得大陸國內的物價能夠真正反映國家企業的成本或是盈利，使國內的企業能夠瞭解國外產品的價格和成本的差異，從而能夠正確地進行成本和利益的分析 and 比較，便於中國產品在市場上發揮優勢，促進中國貿易的利益。

筆者則以為人民幣國際化應採取以時間換空間的策略，亦即在資本市場尚未完全開放的情況下，先全力發展離岸金融市場，則在國內金融市場尚未完全市場化自由化以及匯率利率尚未自由定價的條件下，仍可以續保持外匯市場的嚴格管制和風險控制，同時避免資本市場過快自由化對金融市場包括實體經濟的衝擊，提高貨幣政策的有效性，以達到長時間內保持人民幣幣值的穩定和長期升值預期。

例如以 2016 年 6 月 24 日的英國脫離歐盟公投來看，筆者認為短期而言，國際貨幣匯率動盪，市場資金尋求避險模式，投資者增持現金，美元、黃金會再次成為避風港。然而長期而言，英國脫歐衍生的未來不確定性，將導致大量資金逃離，新一輪貨幣貶值在所難免。英國脫歐也會波及關係密切的歐盟其他國家，歐元也可能因此受到重創。

⁶³ 成思危，人民幣國際化之路，中信出版社，2014 年 2 月，頁 160-172。

⁶⁴ 孫驍，淺析人民幣匯率變動及匯率市場化改革，現代商業，第 29 期，2015 年 10 月，頁 92-93。

對大陸而言，一方面，英國脫歐將導致歐元相對地位下降，除持有美元外，國際資金尋求貨幣平衡的需求增加，因此為人民幣國際化帶來新的機遇。大陸政府應當利用這個時機大力推進人民幣國際化進程，進一步發展雙邊、多邊貨幣與投資貿易安排，擴大人民幣國際貿易結算範圍，發行人境外人民幣債券以及境內資本市場對外開放，使人民幣成為國際投資貨幣。然而值得注意的是，近期國際短期資本流動將會加速，應因此如前段所言，大陸政府應謹慎應對，同時加強資本流動管理的靈活性安排。

二、 中資企業發展國際化

目前中資企業和中資金融機構的全球佈局雖然在「一帶一路」的政策引導下逐漸加速但是在地區分佈方面仍相對集中⁶⁵，因此人民幣的流通規模尚無法在全球快速發展及累積。而投資策略上中資企業普遍對外資或外國股東參股或參與董事會則仍持保留態度或抵制，帶來較高的經濟和政治成本。

在國際業務發展上，大陸政府積極引進《巴塞爾協議》等國際規範，雖然有學者⁶⁶批評巴塞爾結構存在著不言自明的缺陷並且導致了全球金融危機，並認為理性的觀察者應當期待金融監管者更為謹慎行事，而非在國際監管統一化這條道路上越陷越深。然而筆者與學者看法不甚相同，筆者認同大陸在人民幣國際化過程中期許向國際監管架構學習並合作的精神，因為風險管理在國際金融中已是不可或缺的一環，雖然巴塞爾協議不盡然完美或可能導致核心監管機構權力過大等問題，然而現今大陸國營商業銀行防火牆和風險控制制度的建立⁶⁷仍尚未達到國際水準，也因此限縮部分業務發展，大陸應持續研究並導入國際監管體系如巴塞爾協議III⁶⁸，當然筆者也認為金融監管是個動

⁶⁵ 〈中資銀行國際化報告 2015〉發布稿，參考 <http://rmb.xinhua08.com/a/20150921/1554630.shtml>，最近瀏覽日期 2016 年 5 月 14 日。

⁶⁶ 蘿勃塔羅曼諾，尋求金融機構國際監管的多樣性對巴塞爾結構的批評與再校準(上)，財經法學，第 1 期，2016 年 1 月，頁 19-33。

⁶⁷ 巴曙松，客觀看待中國銀行業發展前景，參考 <http://bashusong.baijia.baidu.com/>，最近瀏覽日期 2016 年 5 月 7 日。

⁶⁸ 巴塞爾協議III的主要內容：(一)提高資本適足率要求。巴塞爾協議III對於核心資本適足率、一級資本適足率的最低要求有所提高，引入資本留存資本，提高銀行在經濟衰退時期抵禦和吸收損失的能力，建立與信貸增長連結的反週期超額資本區間，對大型銀行提出附加資本要求，降低「大

態調整過程，一套金融監管不會永遠不過時，大陸政府與主管機關在進行國際金融監管的建置過程中當然可以擇優適用，以達到整體監管除弊興利的效果。

三、 資本市場資金流向

很明顯地，合格境內機構投資者(QDII)⁶⁹ 額度使用及發行金額遠低於合格境外機構投資者(QFII)及人民幣合格境外機構投資者(RQFII)，顯然資本市場及人民幣在證券投資運用上呈現單向輸入，再加上2015年3月後大陸政府為防止資本外流，合格境內機構投資者(QDII)額度更呈現停滯狀態⁷⁰。雖大陸努力到歐洲及中東推廣人民幣合格境外機構投資者(RQFII)，但在鼓勵東南亞和中西亞地區中低收入國家和新興市場經濟體政府和企業到各離岸中心發行人民幣國債和公司債券等施力仍不足，此單向結果可能將導致人民幣在流通上出現淨流入，接著進而影響人民幣貨幣政策施行及其匯率的穩定性。

兩岸學者及業界均一致認為⁷¹促進人民幣雙向循環是大陸政府最容易著手且對人民幣國際化也很重要的政策。完善的回流機制不僅促進人民幣跨境流動機制的完善(支付結算資產交易儲備貨幣)並與人民幣資本市場開放的總體戰略密切相關。

而不能倒」帶來的道德風險。(二)嚴格資本扣除限制。對於少數股權、商譽、遞延稅資產、對金融機構普通股的非合併報表投資、債務工具和其他投資性資產的未實現收益、提撥額與預期虧損差、固定收益養老基金資產和負債等計入資本的要求改變。(三)擴大風險資產覆蓋範圍。提高「再資產證券化風險暴露」的資本要求、增加壓力狀態下的風險價值、提高交易業務的資本要求、提高場外衍生品交易(OTC derivatives)和證券融資業務(SFTs)的交易對手信用風險(CCR)的資本要求等。(四)導入杠桿率。為彌補資本適足率要求下無法反映表內外總資產擴張情況的不足，減少對資產通過加權係數轉換後計算資本要求所帶來的漏洞，推出杠桿率，並逐步將其納入第一支柱。(五)加強流動性管理，降低銀行體系的流動性風險，引入流動性監管指標，包括流動性覆蓋率和淨穩定資產比率。同時，巴塞爾委員會提出其他輔助監測工具，包括合約期限交錯配置、融資集中度、可使用的無變現障礙資產和與市場有關的監測工具等。

⁶⁹ 參考大陸國家外匯管理局 <http://www.safe.gov.cn/wps/portal/sy/glxx> 於 2016 年 4 月 28 日發布數據。

⁷⁰ 參考大陸國家外匯管理局 <http://www.safe.gov.cn/wps/portal/sy/glxx> 於 2016 年 4 月 28 日發布數據，自 2015 年 3 月 QDII 核准的總額度都沒有再增加，2016 年 1 月份的大陸新聞及 2016 年 2 月 1 日的〈經濟日報〉則指出大陸官方為避免資金外流，近期不再核准新 QDII 額度。

⁷¹ 參國際財經專業雜誌亞洲銀行家(The Asian Banker)於 2015 年 11 月 4 日至 11 月 5 日在北京舉辦的人民幣峰會(Renminbi Conference 2015)會議內容摘要 <http://gallery.theasianbanker.com/photos/photos-2015/renminbiworld-conference-2015/>，新浪財經中文版專題討論實錄參考網址為 http://finance.sina.com.cn/money/bank/bank_hydt/20151105/162723688420.shtml，最近瀏覽日期 2016 年 6 月 27 日。

四、 國際形象與關係

近年來大陸對外投資增長迅速，與 1983 年相比，大陸出境旅遊人次也以 10 倍速度增長，根據大陸國家旅遊局統計，2015 年出境旅遊人次已達 1.2 億並預計 2020 年達到 5 億人次⁷²。但是大陸投資者和消費者的國際形象卻未以同等比例正向發展。中資企業由於在非洲破壞環境⁷³，與政府高官形成權力與金錢交易關係以及以大陸工人替代當地就業等行為都受到國際的議論和當地的抵制。由於大陸實行社會主義，整體國情處於長期由政府主導一切，雖然大陸自 2010 早已超越日本成為全球第二大經濟體，但是人均收入水準卻只排名全球第 79 位⁷⁴。人民幣離岸中心的國家和地區中除印度和俄羅斯以外都屬於高收入或已開發國家和地區，若大陸企業要贏得當地社會和民眾的尊重和平等對待，加強人民的基礎教育勢在必行。

第三節 香港人民幣離岸中心

中國人民銀行每年發布的人民幣國際化報告顯示大陸對人民幣成為國際貨幣的信心。該報告中使用環球銀行金融電信協會(SWIFT)的統計，到 2014 年底人民幣已是全球第二大貿易融資貨幣、第五大支付貨幣及第六大外匯交易貨幣⁷⁵。報告中並強調隨著「一帶一路」等國家戰略，人民幣國際化的腳程將會穩步成長。

大陸政府同時關注各人民幣離岸中心的發展，從前述報告中目前揭露的各項數字來看，香港應屬全球所有人民幣離岸中心內發展最亮眼的，截至 2014 年底與大陸進行跨境人民幣收付的國家和地區共有 192 個(加上港澳台)，其中與香港的跨境人民幣收付金額佔比為 52.7%，

⁷² 參考中華人民共和國國家旅遊局網站發布之〈中國旅遊發展報告(2016)〉
http://www.cnta.gov.cn/xxfb/jdxwnew2/201606/t20160606_773397.shtml，最近瀏覽日期 2016 年 6 月 26 日。

⁷³ 中國在非洲遇上麻煩，天下雜誌(編譯自〈經濟學人〉)，第 565 期，2015 年 1 月。

⁷⁴ 參考世界銀行

http://data.worldbank.org.cn/indicator/NY.GDP.PCAP.CD/countries?order=wbapi_data_value_2014+wbapi_data_value+wbapi_data_value-last&sort=desc 公佈統計至 2014 年數字，最近瀏覽日期 2016 年 5 月 13 日。

⁷⁵ 參考中國人民銀行於 2015 年 6 月 12 日發布之〈人民幣國際化報告 2015 年〉報告頁 1 數字。

佔據半壁江山。以存款數字來看，2014 年底港澳台、新加坡及盧森堡等主要離岸中心人民幣存款為 19867 億元，香港佔 50.5%。人民幣國際債券金額為 5304.8 億元，香港佔 71.7%。此外，香港人民幣合格境外機構投資者(RQFII)額度為 2700 億元，亦為所有獲得額度國家和地區之首⁷⁶。因此香港發展歷程和現況非常值得各國發展離岸中心參考。

香港人民幣離岸中心的發展⁷⁷歷程可初分為三個階段，即開發階段、發展階段和快速成長階段，各階段的說明及分析整理如下。

一、 開發階段（2004 年~2008）

2004 年 1 月 1 日正式生效的《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》(Closer Economic Partnership Arrangement, 簡稱 CEPA)⁷⁸以及中國人民銀行與香港金融管理局簽署的《合作備忘錄》的簽署，奠定香港離岸中心發展的政策基礎。《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》(CEPA)更是大陸和香港首次在制度上規範雙邊經貿合作事務。2003 年 11 月於北京簽署的《合作備忘錄》中，中國人民銀行決定開始由中銀香港負責香港離岸人民幣業務(包括個人人民幣存款、匯兌和匯款等業務)的清算工作，促進離岸人民幣存款發展。

2005 年 11 月，大陸政府再開放香港個人人民幣業務範圍，進一步提高個人現鈔匯兌的上限。同年 12 月，中國人民銀行發布《中國人民銀行關於內地銀行與香港銀行辦理人民幣業務有關問題的補充通知》提高人民幣由香港匯入大陸的金額上限。2007 年，香港的即

⁷⁶ 各年度金額參考中國人民銀行於 2015 年 6 月 12 日發布之〈人民幣國際化報告 2015 年〉報告數字，各國占比為筆者使用該國該年度與當年度總金額相比計算。

⁷⁷ 有關香港發展離岸中心的文獻可參考：鄂志寰，香港離岸人民幣市場的發展特徵及前景分析，中銀經濟月刊，2014 年 7 月；王儷容，臺灣成為人民幣境外中心之限制與前景，展望與探索月刊，第 9 期，第 9 卷，2011 年 9 月，頁 7-10；巴蜀松，人民幣國際化：進程、挑戰與路徑，2012 年 7 月，頁 6-7；李曉、付爭，香港人民幣離岸市場的發展與預期風險，世界經濟研究，第 9 期，2011 年 9 月，頁 16-21。

⁷⁸ 《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》(Closer Economic Partnership Arrangement, 簡稱 CEPA) 是內地與香港簽訂的自由貿易協議，涵蓋貨物貿易、服務貿易及貿易投資便利化三大範疇。CEPA 是大陸與港澳制度性合作的新路徑也是大陸第一個全面實施的自由貿易協定。CEPA 的基本目標是：逐步取消貨物貿易的關稅和非關稅壁壘，逐步實現服務貿易自由化，促進貿易投資便利化，提高大陸與香港、澳門之間的經貿合作水準。

時全額支付系統(Real Time Gross Settlement, 簡稱 RTGS)⁷⁹加入人民幣並應用於香港離岸金融中心, 人民幣與港幣、美元、歐元可進行即時匯率結算。

二、 發展階段 (2009 年~2011 年中)

在開發階段, 香港人民幣離岸中心大多都是靠政策推動, 為延續政策施行, 大陸政府在發展階段時仍不斷提供政策開放與支持, 包括中國人民銀行提供給香港的上限為 2000 億元的人民幣流動性額度, 及人民銀行宣佈擴大跨境貿易人民幣結算境內試點範圍促進大陸境內與香港間人民幣的流通及不再限制境外地域範圍等利多政策, 都在為香港發展人民幣離岸中心創造重要的優勢條件。

在此階段, 因政策性推動下, 香港離岸人民幣業務也迅速發展, 主要表現在跨境貿易推動人民幣結算業務迅速發展, 因此香港離岸人民幣的資產也隨之擴大, 故而資金流動性得到保障; 並且在存款資產擴大的情況下, 基於需求及資金流動, 離岸人民幣的產品也開始發展多元化。

三、 快速成長階段 (2011 年 8 月至今)

在快速成長階段, 香港人民幣離岸中心則開始面臨越來越多的挑戰。大陸「十二五」規劃中⁸⁰, 明確提出希望香港成為離岸人民幣業務中心和資產管理中心的戰略, 此舉則進一步宣布並奠定香港作為人民幣離岸中心的地位。

⁷⁹ 香港的即時全額支付系統 (Real Time Gross Settlement, 簡稱 RTGS) 是按照國際標準建立的跨銀行電子轉帳系統, 專門處理付款人開戶銀行主動發起的跨銀行轉帳業務。RTGS 為香港重要的金融結算系統, 目前可支援港元、美元、歐元及人民幣的外匯同步交收。其中, 人民幣 RTGS 於 2007 年投入使用, 其每日平均交易金額在近 4 年持續成長, 在 2015 上半年增加至大約 8,000 億元, 至 2015 年 7 月時正式突破 1 兆元人民幣。根據香港金管局於 2016 年 4 月 26 日發布的 2015 年報 <http://www.hkma.gov.hk/chi/publications-and-research/annual-report/2015.shtml>, 2015 年 RTGS 系統平均每日處理的交易額增至 9470 億元人民幣, 較 2014 年增加 29%。

⁸⁰ 大陸政府在 2010 年 10 月 18 日的第 17 屆五中全會審議制定「十二五規劃」, 以大力培育及發展戰略性新興產業為重點之一, 加快經濟結構調整與促進產業轉型。十二五規劃目標及重點: 1.2015 年七大產業增加值佔 GDP 比重 8% 2.單位 GDP 能耗下降目標 17.3% 3.經濟結構調整要實現重大突破 4.繼續擴大內需政策 5.提高個人收入在國民收入分配中所佔比重。

2012年12月發布的《前海跨境人民幣貸款管理暫行辦法》中，開放廣東前海灣註冊企業從香港的銀行進行人民幣貸款的管道並給予較低的貸款利率。

2014年4月大陸證監會核准滬港通⁸¹的施行並於同年11月17日正式開通，滬港通使得上海及香港兩地資本得以交流，此舉亦是除貨幣市場開放外對資本市場的重要開放政策，在大陸與香港多年的共同推動下，2014年香港不只具備離岸金融中心的框架，該年底的人民幣存款達到1.16兆人民幣，儼然已成為重要的人民幣離岸中心。

自滬港通開通至今，雖然截至2016年3月底，實際使用額度約才總額度(3000億人民幣)的47.32%⁸²，但大陸政府對此資本開放方向未變，市場預期2016年下半年將再開通深港通，並同時優化其款券交割的模式以吸引外資透過香港交易所進行滬港通及深港通投資。前述開放對於香港離岸中心來說，香港股市將可迎接大陸大量人民幣資金，有利於增強港股市場交易量，對鞏固香港人民幣離岸中心的地位意義重大。同時，滬港通及深港通的啟動也有利於大陸資本市場的改革。

在未來發展上，香港則仍具備在大陸國際貨幣戰略政策中特殊地位的優勢，香港已是大陸的離岸金融中心，同時由於歷史因素，香港同時具有可藉英美法系法律制度和人民幣中長期強勢地位的雙重優勢成為以人民幣為主體的亞洲國際金融市場中心的核心價值。由於大陸和香港的地緣及領土關係，香港透過大陸制度引導、本身金融創新和風險管理技術等途徑可以幫助上海等大陸金融市場體系提升其效率和現代化水準。因此只要香港在大陸金融戰略和全球金融平衡發展過程中的保持其戰略地位，其人民幣離岸中心的寶座或難以動搖。

⁸¹ 香港聯合交易所有限公司(聯交所)與上海證券交易所(上交所)實現兩地市場買賣盤相互傳遞及設立相關技術基礎設施，從而讓各自市場的投資者能夠買賣在對方市場上市的指定股本證券。香港中央結算有限公司(香港結算)與中國證券登記結算有限責任公司(中國結算)將負責為各自市場的投資者的交易提供結算、交收、存管、名義持有人和其他相關服務。

⁸² 參香港證券交易所網站 <http://www.hkex.com.hk/chi/csm/dailystat/d20160530c.htm>，最近瀏覽日期2016年4月2日。

然而香港回歸後因為東南亞金融危機衝擊以及《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》(CEPA)政策的實施，近年來已形成其對大陸優惠政策的依賴。大陸期待香港做好大陸與外部世界之間的金融仲介，及成為東南亞和中西亞各國的國際金融中心。並預期香港將重點放在吸引這些國家和地區的企業和政府在香港上市融資和發行債券，為這些國家或地區的經濟發展提供各種投融資工具和金融服務，逐步實現人民幣成為國際貨幣的價值。





第三章 人民幣離岸中心的法律制度與問題

為促進人民幣國際化的發展與實踐，法律制度須有完整的配套措施才能促進資金流動，以人民幣離岸中心的業務項目來說，大陸在貨幣市場含跨境貨幣結算與存貸款業務及資本市場含直接投資與證券投資等業務範圍都經歷過立法與修法。因此在討論人民幣離岸中心的法律問題前，本章第一節將先說明大陸目前針對人民幣離岸中心在貨幣市場及資本市場的法律制度現況再進行問題分析與討論。

第一節 人民幣離岸中心的法律制度

在大陸頒布的法規中，早期較少有針對離岸金融市場進行監管的法律，主要是1998年1月開始施行的《離岸銀行業務管理辦法》（簡稱《管理辦法》）1998年5月發布並實施的《離岸銀行業務管理辦法實施細則》（簡稱《實施細則》），以及2006年2月實施的《中資商業銀行行政許可事項實施辦法》和《合作金融機構行政許可事項實施辦法》（簡稱《兩部實施辦法》），這四部法規是大陸對離岸金融市場進行法律監管的基礎⁸³。

這四部法規從市場准入、交易對象、監管機關、業務範圍、監管模式等方面進行規定。在市場准入方面，管理辦法和實施細則規定可從事離岸金融業務的銀行主體範圍必須是國家外匯管理局批准經營離岸銀行業務的中資銀行及其分支機構。兩部實施辦法則再分別對中資銀行、中資農村合作銀行以及農村商業銀行申請開辦離岸銀行業務的資格進行規定。而在交易對象方面，規定離岸銀行業務的交易對象是非居民。主管機關部分則在管理辦法第六條中明定負責監管離岸銀行業務的國家機關為國家外匯管理局及其分局，並採取內外分離型⁸⁴（分離滲透型⁸⁵）監管模式⁸⁶。

⁸³ 沈雨竹，離岸金融市場法律監管的基本問題研究，現代婦女，第7期，2014年7月，頁95-96。

⁸⁴ 離岸銀行業務管理辦法第19條：「銀行對離岸銀行業務應當與在岸銀行實行分離型管理，設立獨立的離岸銀行業務部門，配備專職業務人員，設立單獨的離岸銀行業務帳戶，並使用離岸銀行業務專用憑證和業務專用章。」

自 2009 年大陸開始推行人民幣國際化，上述辦法至今仍未進行大規模翻新，針對交易對象及業務範圍等亦無放寬，雖引發業界與學界討論⁸⁷，但在此舊法架構下，大陸則針對與人民幣資金流通相關的法律法規陸續頒布與制定相關規範以推動人民幣在離岸貨幣市場以及資本市場的規模擴大，由於離岸貨幣市場與資本市場適用的法律制度存有差異，因此分述說明如下。

第一項 離岸貨幣市場運作的法律制度

如前文第二章第一節所述，依離岸金融市場由 1960 年代以來的發展背景與沿革⁸⁸，離岸貨幣市場因其貨幣交換用途又被視為《離岸信用(借貸)市場》⁸⁹，主要是以貨幣發行國及其金融體系外的貨幣與資金為交易標的，以市場所在地/國的非居民為交易對象，因借貸關係而形成的市場。在該市場中，離岸銀行作為吸收存款，供給貸款的中介機構。所以，在該市場上，離岸資金的供給主要表現為離岸銀行吸收離岸存款。其存款主要來源從跨國公司、各國政府等主體或從其他離岸銀行拆借的銀行間存款。離岸資金的需求主要表現為離岸銀行的貸款，一般分為兩個流向，一是向其他非離岸銀行的金融機構提供貸款，另一個是向其他離岸銀行提供貸款。

因此，由於離岸貨幣市場主要透過離岸銀行進行資金吸收與貸放，也就如同其他在岸貨幣市場業務⁹⁰，主要貨幣工具⁹¹則包括存款和貸款(一般為信用貸款業務)。離岸存款業務可以分為短期存款業務和中

⁸⁵ 離岸銀行業務管理辦法第 26 條：「非居民資金匯往離岸帳戶和離岸帳戶資金匯往境外帳戶以及離岸帳戶之間的資金可以自由進出。」

⁸⁶ 詳本論文第二章第一節第二項之離岸金融中心的特性與分類說明。

⁸⁷ 相關討論請參考：李真，離岸金融與人民幣國際化關聯機制研究，廣西大學學報，第 36 期，第 5 卷，2014 年 10 月，頁 26-32；張帥梁，大陸離岸金融監管存在的法律制度與對策，蘭州商學院學報，第 26 期，第 4 卷，2010 年 8 月，頁 122-126；嚴佳佳、孫莉莉、黃文彬，基於成本收益分析法的香港人民幣離岸市場反洗錢監管，浙江金融，第 10 期，2014 年 10 月，頁 25-30。

⁸⁸ 參 OECD 網站在 1980 年代發表針對 Eurocurrency Banking(其為離岸金融市場之前身)，其多種貨幣交換功能主要即為銀行間之借貸，<https://www.oecd.org/eco/monetary/35496317.pdf>，最近瀏覽日期 2016 年 6 月 25 日。

⁸⁹ 柳復起，現代貨幣銀行學，三民書局，1987 年 2 月，頁 806-808。

⁹⁰ 林鐘雄，貨幣銀行學，三民書局，1993 年 8 月，6 版，頁 221-224。

⁹¹ 林鐘雄，貨幣銀行學，三民書局，1993 年 8 月，6 版，頁 93-142 及頁 213-221。

長期存款業務；離岸貸款業務則可以分為短期信貸業務、中長期信貸業務(一般採取離岸銀團貸款的形式)。在離岸貨幣市場中要進行存放款業務最重要的環節會是在貨幣結算與清算制度的運作架構和方式，唯有在貨幣結算與清算運作有效率的架構與制度下，該離岸貨幣市場才有擴大的可能性。

一、 跨境貿易人民幣結算的法律制度

根據《跨境貿易人民幣結算試點管理辦法》⁹²，跨境貿易人民幣結算業務是指以人民幣或外幣報關並以人民幣結算的進出口貨物貿易、服務貿易、其他經常項下等允許以人民幣進行計價和結算的業務，以及經監管部門核准的有關境內、外投資等資本項下的業務。

跨境貿易人民幣結算試點自 2009 年開始設立，跨境貿易人民幣結算業務也正式開始運作，為使跨境貿易人民幣結算業務有法可循，國務院六部委於同年針對這些試點的工作發布《跨境貿易人民幣結算試點管理辦法》，同時發布與之對應的配套規定《跨境貿易人民幣結算試點管理辦法實施細則》，提供相關做法的補充說明。接著大陸並陸續宣布多項與跨境貨幣結算有關的法律和法規，如《關於跨境貿易人民幣結算大陸際收支統計申報有關事宜的通知》、《關於跨境貿易人民幣結算出口貨物退（免）稅有關事項的通知》、《關於跨境貿易人民幣結算試點有關問題的通知》等。隨著跨境貿易人民幣結算業務在相關試點的順利開展，2010 年 6 月，國務院六部委再發布《關於擴大跨境貿易人民幣結算試點有關問題的通知》，中國人民銀行於 2011 年 1 月 13 日公布《境外直接投資人民幣結算試點管理辦法》，境內機構因境外投資企業增資、減資、轉股、清算等人民幣收支，從此可以憑境外直接投資主管部門的核准直接辦理人民幣資金匯出入手續⁹³，境外直接投資的境內企業可以將其境外直接投資獲利以人民幣匯回

⁹² 中國人民銀行、財政部、商務部、海關總署、國家稅務總局、中國銀行業監督管理委員會共同發布之公告〔2009〕第 10 號。

⁹³ 《境外直接投資人民幣結算試點管理辦法》第 13 條：「境內機構因境外投資企業增資、減資、轉股、清算等人民幣收支，可以憑境外直接投資主管部門的核准檔到銀行直接辦理人民幣資金匯出入手續。在辦理上述業務時，銀行應當向人民幣跨境收付資訊管理系統報送有關人民幣跨境收付資訊。」

境內⁹⁴。2011年7月中國人民銀行等部門聯合發布了《關於擴大跨境貿易人民幣結算地區的通知》⁹⁵，同年10月，中國人民銀行再頒布《外資直接投資人民幣結算業務管理辦法》⁹⁶，自此，跨境貿易人民幣結算實質上算是在大陸全境雙向開展，不僅包括進口貨物貿易，還包括跨境服務貿易和其他經常項目下的結算服務。人民幣跨境貿易結算至今已具相當規模，而與該業務相關的基本法律框架亦已成形。為提高結算效率，人民銀行於2013年再頒布《關於簡化跨境貿易人民幣業務流程和完善有關政策的通知》⁹⁷，其通知說明中開宗明義就提到此通知發布目的就是為更加便利銀行與企業間的資金流動。

從監管架構來看，在目前的跨境人民幣結算業務制度中，商業銀行承擔交易真實性審核和多種外匯政策代位監管的職責，中國人民銀行和國家外匯管理局等機構則採取重點跨境訊息監測分析和事後管理。此外，根據《跨境貿易人民幣結算試點管理辦法》第二十六條的相關規定⁹⁸，跨境人民幣的監管機構包括中國人民銀行、商務部、國家外匯管理局等三個部門。其中，中國人民銀行和國家外匯管理局主

⁹⁴ 《境外直接投資人民幣結算試點管理辦法》第12條：「境內機構可以將其所得的境外直接投資利潤以人民幣匯回境內。經審核境內機構提交的境外投資企業董事會利潤處置決議等材料，銀行可以為該境內機構辦理境外直接投資人民幣利潤入帳手續，並應當向人民幣跨境收付資訊管理系統報送人民幣利潤匯回資訊。」

⁹⁵ 參中國人民銀行、財政部、商務部、海關總署、國家稅務總局、中國銀行業監督管理委員會共同發布之銀髮[2011]203號〈關於擴大跨境貿易人民幣結算地區的通知〉說明第1及第2點：「一、跨境貿易人民幣結算地區增加河北省、山西省、安徽省、江西省、河南省、湖南省、貴州省、陝西省、甘肅省、青海省、寧夏回族自治區，地區範圍擴大至全國。二、上述新增11個省（自治區）的企業可按照《跨境貿易人民幣結算試點管理辦法》（中國人民銀行、財政部、商務部、海關總署、國家稅務總局、中國銀行業監督管理委員會公告[2009]第10號）規定，以人民幣進行進口貨物貿易、跨境服務貿易和其他經常專案結算。」

⁹⁶ 參中國人民銀行公告〔2011〕第23號〈外商直接投資人民幣結算業務管理辦法〉第5條：「境外投資者辦理外商直接投資人民幣結算業務，可以按照《人民幣銀行結算帳戶管理辦法》、《境外機構人民幣銀行結算帳戶管理辦法》（銀髮〔2010〕249號文印發）等銀行結算帳戶管理規定，申請開立境外機構人民幣銀行結算帳戶。其中，與投資專案有關的人民幣前期費用資金和通過利潤分配、清算、減資、股權轉讓、先行回收投資等獲得的用於境內再投資人民幣資金應當按照專戶專用原則，分別開立人民幣前期費用專用存款帳戶和人民幣再投資專用存款帳戶存放，帳戶不得辦理現金收付業務。」正式宣佈境外投資者有權將持有的境外人民幣依法在中國境內開展直接投資活動並辦理相關人民幣結算業務。

⁹⁷ 參中國人民銀行銀髮[2013]第168號：「為進一步提高跨境人民幣結算效率，便利銀行業金融機構（以下簡稱銀行）和企業使用人民幣進行跨境結算，現就簡化跨境人民幣業務流程和完善有關政策等事項通知。」

⁹⁸ 參〈跨境貿易人民幣結算試點管理辦法〉第26條：「中國人民銀行與財政部、商務部、海關總署、稅務總局、銀監會、外匯局等相關部門建立必要的資訊共用和管理機制，加大事後檢查力度，以形成對跨境貿易人民幣結算試點工作的有效監管」。

要負責跨境人民幣結算業務的監管，涉及其他涉外部門的監管事宜則由相關部門負責，而中國人民銀行會協調與配合。而跨境人民幣結算業務的監管包括現場檢查和非現場檢查監督。其中，非現場檢查主要是對商業銀行和企業報送的人民幣跨境收付訊息與國際收支申報數據的統計、分析和監測，主要是以事後監管為主⁹⁹。而 2013 年 7 月發布的《關於簡化跨境人民幣業務流程和完善有關政策的通知》¹⁰⁰，也要求中國人民銀行的各分支機構充分利用人民幣跨境收付訊息管理系統，定期對銀行和企業跨境人民幣業務依法進行非現場檢查監督和現場檢查，以防範相關訊息洩漏或錯誤等風險。

筆者則認為在事後監督的力道可以在銀行真實性審核情況部分再加強，分析貨物貿易下資金流與實物流的差異變化，了解各類貿易下單筆資金流較大或資金流每筆數額雖小但交易頻繁的項目與理由，必要時對企業進行直接審查；其次，持續積極建設人民幣離岸金融中心，將境外流通的人民幣納入銀行體系，引導人民幣循環，便於主管機關統計境外人民幣流通狀況。

二、 跨境人民幣清算的法律制度

跨境人民幣結算業務範圍已從單純的貨物貿易擴展到服務貿易、直接投資和境內銀行境外貸款等專案。雖然為銀行帶來了新的發展契機，但同時也為銀行的清算能力帶來挑戰。因此研究並改進清算模式，以及提高清算效率已成為商業銀行刻不容緩的任務。

自從人民幣開放跨境貿易結算業務以來，人民幣的結算依循《跨境貿易人民幣結算試點管理辦法》¹⁰¹及《境外機構人民幣銀行結算帳

⁹⁹ 參〈跨境人民幣收付資訊管理系統管理暫行辦法〉第 2 條：「中國人民銀行建立人民幣跨境收付資訊管理系統，收集人民幣跨境收付及相關業務資訊，對人民幣跨境收付及相關業務情況進行統計、分析、監測」。

¹⁰⁰ 參中國人民銀行、財政部、商務部、海關總署、國家稅務總局、中國銀行業監督管理委員會共同發布之銀髮[2011]203 號〈關於擴大跨境貿易人民幣結算地區的通知〉說明：「八、人民銀行各分支機構要充分利用人民幣跨境收付資訊管理系統，做好資訊監測分析，定期對銀行和企業跨境人民幣業務開展情況依法進行非現場檢查監督，並根據實際需要進行現場檢查，防範風險。發現銀行違反有關規定的，應要求銀行限期整改。」

¹⁰¹ 《跨境貿易人民幣結算試點管理辦法》第 6 條：「試點企業與境外企業以人民幣結算的進出口

戶管理辦法》¹⁰²的規定，跨境貿易人民幣結算可以透過境外清算行，也可透過境內代理行代理境外參加銀行進行人民幣資金的跨境結算和清算，還可透過境外機構境內外匯帳戶(Non-Resident Account，簡稱 NRA 帳戶)¹⁰³這三種管道進行清算。因此大陸銀行業界¹⁰⁴普遍將之稱為三種跨境人民幣結算的《清算行》模式、《代理行》模式和《非居民帳戶(NRA 帳戶)》模式。第一種清算行模式最初出現在香港和澳門地區，主要適用於境內銀行與其境外分支行間人民幣資金的跨境清算與結算。境外企業在中資銀行境外分支行(清算行)開設人民幣帳戶，清算行做為中國人民銀行跨行支付系統的直接參與者，與境內銀行互通，完成跨境人民幣資金的清算與結算。清算行模式下，境外參加行在境外指定清算行開立人民幣清算帳戶，通過境外的人民幣業務清算行進行清算，就是獲得授權的境外人民幣清算行在中國人民銀行開立人民幣清算帳戶，直接通過中國現代化支付系統(China National Advanced Payment System，簡稱 CNAPS)¹⁰⁵與境內銀行傳遞清算訊息，並透過其開立的人民幣結算帳戶與境內銀行進行跨境人民幣資金的清算與結算。第二種則是代理行模式，始於邊境貿易人民幣結算，是指具備國際結算能力的大陸境內銀行與境外銀行簽署《人民幣代理結算清算協議》¹⁰⁶，並為其開立人民幣同業往來帳戶，通過境內銀行代

貿易，可以通過香港、澳門地區人民幣業務清算行進行人民幣資金的跨境結算和清算，也可以通過境內商業銀行代理境外商業銀行進行人民幣資金的跨境結算和清算。」

¹⁰² 《境外機構人民幣銀行結算帳戶管理辦法》第 4 條：「境外機構依法辦理人民幣資金收付，可以申請在銀行開立銀行結算帳戶，用於依法開展的各項跨境人民幣業務。」

¹⁰³ 《境外機構人民幣銀行結算帳戶管理辦法》第 6 條：「銀行應對境外機構的本、外幣帳戶以及境外機構與境內機構的銀行結算帳戶進行有效區分、單獨管理。銀行在編制境外機構人民幣銀行結算帳戶帳號時，應統一加首碼“NRA”。」NRA 帳戶為 Non-Resident Account 的簡稱，中文全稱為「境外機構境內外匯帳戶」，是指境外機構按規定在境內銀行開立的境內外匯帳戶，與境外機構境內離岸帳戶(OSA, Offshore Account)不同。

¹⁰⁴ 許非，跨境人民幣清算網路建設研究，金融市場，第 2 期，2015 年 2 月，頁 37-41；朱珊珊，跨境人民幣清算體系存在的問題及立體式發展思路，國際金融，第 11 期，2014 年 11 月，頁 37-41。

¹⁰⁵ 中國現代化支付系統(China National Advanced Payment System，簡稱 CNAPS)是中國人民銀行按照大陸支付清算需要，利用現代電腦技術和通信網路自主開發建設的，能夠處理各銀行辦理的異地、同城各種支付業務及其資金清算和貨幣市場交易的資金清算的應用系統。它是各銀行和貨幣市場的公共支付清算平臺，是中國人民銀行發揮其金融服務職能的重要的核心支援系統。根據《跨境貿易人民幣結算試點管理辦法》第 7 條：「經中國人民銀行和香港金融管理局、澳門金融管理局認可，已加入中國人民銀行大額支付系統並進行港澳人民幣清算業務的商業銀行，可以作為港澳人民幣清算行，提供跨境貿易人民幣結算和清算服務。」

¹⁰⁶ 《跨境貿易人民幣結算試點管理辦法》第 9 條：「試點地區內具備國際結算業務能力的商業銀行（以下簡稱境內代理銀行），可以與跨境貿易人民幣結算境外參加銀行（以下簡稱境外參加銀行）簽訂人民幣代理結算協定，為其開立人民幣同業往來帳戶，代理境外參加銀行進行跨境貿易人民幣支付。境內代理銀行應當按照規定將人民幣代理結算協定和人民幣同業往來帳戶報中國人

理並借助境內銀行支付清算系統完成人民幣的跨境支付。代理行模式是國際通用的方式，即境外人民幣業務參加銀行可以在境內代理銀行開立清算帳戶(即人民幣同業往來帳戶)，通常透過環球銀行金融電信協會(SWIFT)系統跨境傳遞清算信息，境外參加銀行再經由境內代理銀行，透過中國現代化支付系統(CNAPS)完成人民幣業務的最終結算。第三種是非居民帳戶模式(帳戶模式)，是指經中國人民銀行當地分支行核准，境外企業或個人在境內銀行開立非居民人民幣的境外機構境內外匯帳戶(NRA 帳戶)，通過境內銀行的行內清算系統和中國人民銀行跨行支付系統¹⁰⁷完成人民幣資金的跨境清算與結算。為規範非居民帳戶的開立和使用，須遵循《境外機構人民幣銀行結算帳戶管理辦法》。

清算行和代理行均是代理境外銀行和境內銀行進行資金劃撥，兩種模式均需借助大額即時支付系統完成資金劃撥。2014 年以來，中國人民銀行先後與英國、德國、韓國、法國、盧森堡、卡達、加拿大、澳大利亞、馬來西亞、泰國和智利等 11 個國家的中央銀行簽署了關於在當地建立人民幣清算安排的合作備忘錄，約定雙方將充分協商和合作，做好相關業務監督管理、資訊交換、持續評估等工作。接著，人民銀行在上述國家確定一家中資銀行作為當地人民幣清算行進行業務開展，因此人民幣清算行也成為三種方式中最廣為國際知曉的方式。根據中國人民銀行於 2015 年 6 月發布的人民幣國際化報告¹⁰⁸，截至 2015 年 5 月，人民銀行共在 15 個國家和地區建立了人民幣清算安排¹⁰⁹，覆蓋東南亞、西歐、中東、北美、南美和大洋洲等。人民幣

民銀行當地分支機構備案。」

¹⁰⁷ 《境外機構人民幣銀行結算帳戶管理辦法》第 15 條：「銀行應按有關規定將境外機構銀行結算帳戶的開立、變更、撤銷以及資金結算收付資訊報送人民幣跨境收付資訊管理系統。」

¹⁰⁸ 參考中國人民銀行於 2015 年 6 月 12 日發布之〈人民幣國際化報告 2015 年〉，頁 2。

¹⁰⁹ 人民幣清算安排主要包括以下內容：

- 離岸人民幣清算行接入方式。主要有兩種：一是港澳人民幣清算行在人民銀行分支機構開立人民幣清算帳戶，直接接入境內大額支付系統。二是其他離岸人民幣清算行選擇在其總行(母行)或其總行(母行)指定的大陸境內分行開立人民幣清算帳戶，通過開戶行間接接入境內大額支付系統。
- 人民幣流動性支持政策。一是離岸人民幣清算行可按規定為境外參加行提供貨物貿易結算項下的人民幣購售服務，相應的人民幣頭寸可在銀行間外匯市場平盤。二是離岸人民幣清算行可以進入全國銀行間同業拆借市場，拆入和拆出資金實行餘額和期限管理。三是離岸人民幣清算行進入銀行間債券市場投資後，可在投資額度內開展債券回購交易。四是離岸人民幣清算行可從其總行(母行)或其總行(母行)指定的大陸境內分行獲取人民幣流動

清算安排的建立，有利於上述國家和地區的企業和金融機構使用人民幣進行跨境交易。

上述三種模式雖實行多年但在跨境清算上卻存在許多挑戰與問題¹¹⁰，包括使用增加大額支付系統的負擔降低其效率、對環球銀行金融電信協會(SWIFT)系統的控制力以及清算行模式(港澳模式)的獨佔性等，因大陸政府對於推動人民幣國際化也一直不遺餘力，醞釀三年，2015年10月8日，中國人民銀行宣佈人民幣跨境支付系統(Cross-border Interbank Payment System，簡稱CIPS)¹¹¹一期上線。人民幣跨境支付系統(CIPS)被諸多金融專家貼上《支付高速公路¹¹²》的標籤，如上所述，人民幣跨境支付系統(CIPS)上線前是指定部分商業銀行在境外進行清算，清算機制是分散的，這些商業銀行用的基本都是各自獨立的支付系統，並不統一。人民幣跨境支付系統(CIPS)上線後，這些清算支付業務交由統一的系統來做。央行相關負責人介紹，人民幣跨境支付系統(CIPS)後，清算業務將集中進行，不僅縮短了清算路徑，也將提高清算效率¹¹³。

人民幣跨境支付系統(CIPS)的相關法規與制度主要包括¹¹⁴：《人民幣跨境支付系統業務暫行規則》、《人民幣跨境支付系統參與者服

性。

- 當地人民幣現鈔供應和回流管道。依託離岸人民幣清算行在當地建立人民幣現鈔供應和回流管道，辦理當地人民幣現鈔配送業務。

¹¹⁰ 許非，跨境人民幣清算網路建設研究，金融市場，第2期，2015年2月，頁37-41；朱珊珊，建設跨境人民幣清算系統的思考，福建金融，2014年第19期，頁14-19；朱珊珊，跨境人民幣清算體系存在的問題及立體式發展思路，國際金融，第11期，2014年11月，頁37-41。

¹¹¹ 人民幣跨境支付系統(Cross-border Interbank Payment System，簡稱CIPS)目的在整合現有人民幣跨境支付結算管道和資源，提高跨境清算效率，滿足各主要時區的人民幣業務發展需要，提高交易的安全性。CIPS分兩期建設：一期主要採用即時全額結算方式，為跨境貿易、跨境投融資和其他跨境人民幣業務提供清算、結算服務；二期將採用混合結算方式，提高人民幣跨境和離岸資金的清算、結算效率。2015年10月8日CIPS一期正式啟動，標誌著人民幣國內支付和國際支付統籌兼顧的現代化支付體系取得重要進展。

¹¹² 劉錚，CIPS：人民幣國際化高速公路，金融世界，2015年第11期，頁106-107；閔洲民，CIPS正式亮相 人民幣駛入跨境高速路，恆生財富，2015年12期，頁44-47。

¹¹³ 現有人民幣跨境清算模式也有一條「高速公路」已運作十餘年，即人民幣大額即時支付系統(HVPS)。但因其主要為境內支付清算等人民幣業務設計，在時間上難以照顧到其他時區，與環球銀行金融電信協會(SWIFT)系統的報文代碼的轉換也難以有效相容，因此延緩了人民幣跨境結算的速度。

¹¹⁴ 中國人民銀行於2015年10月8日發布之答記者問

<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2960456/index.html>。

務協定》、《人民幣跨境支付系統業務操作指引》、《人民幣跨境支付系統運行規則》以及《人民幣跨境支付系統技術規範》。其中，《人民幣跨境支付系統業務暫行規則》¹¹⁵，主要規定參與者¹¹⁶的加入條件、業務處理要求、帳戶管理要求等。經人民銀行批覆後，人民幣跨境支付系統(CIPS)運作機構¹¹⁷制定並發布《人民幣跨境支付系統參與者服務協定》和《人民幣跨境支付系統業務操作指引》，以法律文本的形式約定了人民幣跨境支付系統(CIPS)運作機構和參與者的權利與義務，操作指引規定主要業務流程及具體要求。

總而言之，人民幣跨境支付系統(CIPS)縮短清算路徑，提升清算效率和安全性，從金融安全的角度考慮，筆者則認同人民幣跨境支付系統(CIPS)降低大陸銀行體系對國際銀行間結算工具(如環球銀行金融電信協會，SWIFT)的依賴，同時方便主管機關對威脅國家金融安全的支付活動進行監督控制，創造更安全的金融環境。不過筆者建議大陸在人民幣國際化的腳程中，應注意人民幣跨境支付系統(CIPS)服務的延伸與建置，也就是人民幣跨境支付系統(CIPS)的服務應延伸到所有使用人民幣的國家或地區。因為若人民幣跨境支付系統(CIPS)覆蓋面廣度不夠，會導致人民幣雖有使用需求，但因沒有支付清算服務而影響業務拓展。此外，在開展業務的過程要時時檢視與控制系統風險，確保資金安全，因為當人民幣在海外市場越來越大，海外交易越來越複雜，清算支付規模也會變得越來越大，支付系統的安全性、保障性、風險控制等的重要性都將顯得異常重要。

¹¹⁵ 中國人民銀行發布之銀辦發[2015]210號

<http://www.pbc.gov.cn/zhengwugongkai/127924/128038/128109/2966462/index.html>。

¹¹⁶ 首批參與者共有 19 家，分別為：工商銀行、農業銀行、中國銀行、建設銀行、交通銀行、華夏銀行、民生銀行、招商銀行、興業銀行、平安銀行、浦發銀行、滙豐銀行(中國)、花旗銀行(中國)、渣打銀行(中國)、星展銀行(中國)、德意志銀行(中國)、法國巴黎銀行(中國)、澳大利亞和紐西蘭銀行(中國)和東亞銀行(中國)。這 19 家參與者是人民銀行根據其參與意願，結合境內各銀行跨境和離岸人民幣業務量、技術開發能力和外資銀行國別地域分佈情況等，經過技術檢驗統籌確定。

¹¹⁷ CIPS(一期)由跨境銀行間支付清算(上海)有限責任公司負責，該機構為公司制企業法人。2015 年 9 月 8 日在上海正式成立，全面負責 CIPS(一期)的系統運作維護、參與者服務、業務拓展等各方面工作。未來，CIPS 運作機構還將加強與國際其他清算組織和金融基礎設施運作機構的溝通與合作，拓展國際市場。該公司接受人民銀行的監督和管理，人民銀行已制定和發布《人民幣跨境支付系統運營機構管理辦法》(銀辦發[2015]290 號)，對經營範圍、業務運營進行規範。

第二項 離岸資本市場運作的法律制度

資本市場呈現在國家的國際收支平衡表¹¹⁸即指資本與金融項目，主要在紀錄資產在國家或地區間的轉移。所謂資本市場開放是指不對資本跨國交易進行限制、允許居民與非居民持有跨境資產及從事跨境資產交易的過程¹¹⁹。資本市場開放是人民幣國際化的必要條件，而人民幣國際化又可以促進資本市場開放，這是一個擴大資金流通的循環。目前大陸政府對於資本市場資金流通管制仍相對嚴格¹²⁰，對於人民幣國際化的程度，具有相當的影響。目前國際上對於資本市場自由兌換即所謂完全開放並沒有統一的定義，但是通過國際貨幣基金組織(IMF)以往的工作報告¹²¹可以總結出：《資本帳戶可完全兌換是指消除對國際收支資本和金融帳戶下各項交易的外匯管制，如數量限制、課稅及補貼等，且不對因交易而產生的匯兌行為進行干預。》

傳統的資本市場定義¹²²將其分為股票與債券市場，而參照國際貨幣基金組織(IMF)的國際收支平衡表編制指南與手冊¹²³則將金融帳下類別分為直接投資、證券投資、金融衍生產品（儲備除外）和雇員認股權、其他投資與儲備資產五大類。雖然至今大陸的資本市場尚未完全開放，若不以國際角度而以大陸自身對比過往貨幣市場開放的進程來看，大陸政府對於資本市場的開放速度在近幾年來並不緩慢¹²⁴。根據整理中國人民銀行2015年6月發布的人民幣國際化報告大事記¹²⁵，2011年1月，境內機構可以使用人民幣進行對外直接投資。2011年

¹¹⁸ 參國際貨幣基金組織2009年針對國際收支平衡表編制發布的第6版編制指南與手冊 <http://www.imf.org/external/chinese/pubs/ft/bop/2007/bopman6c.pdf>，最近瀏覽日期2016年6月26日。

¹¹⁹ 成思危，人民幣國際化之路，中信出版社，2014年2月，頁24。

¹²⁰ 吳君，人民幣國際化的條件、潛能與推進策略，中國財政經濟出版社，2014年12月，頁90。

¹²¹ 國際貨幣基金組織

<http://www.imf.org/external/ns/search.aspx?NewQuery=%E8%B3%87%E6%9C%AC%E5%B8%82%E5%A0%B4%E9%96%8B%E6%94%BE&Lan=chi&col=EXTCHI&submit=>，最近瀏覽日期2016年5月15日。

¹²² 謝劍平，金融市場，三民書局，1995年6月，頁101-110。

¹²³ 參國際貨幣基金組織2009年針對國際收支平衡表編制發布的第6版編制指南與手冊，頁86-103，<http://www.imf.org/external/chinese/pubs/ft/bop/2007/bopman6c.pdf>，最近瀏覽日期2016年6月26日。

¹²⁴ 成思危，人民幣國際化之路，中信出版社，2014年2月，頁288-302。

¹²⁵ 參考中國人民銀行於2015年6月12日發布之〈人民幣國際化報告2015年〉，頁27-34。

10月，境外投資者可以使用人民幣到境內直接投資。2013年9月，境外投資者可以使用人民幣在境內設立、併購和參股金融機構。2014年6月，直接投資跨境人民幣結算業務办理流程進一步簡化。2014年11月，符合一定條件的跨國企業集團可以開展跨境雙向人民幣資金池業務。在證券投資部分，2010年8月，境外中央銀行或貨幣當局、離岸人民幣清算行和境外參加行等境外機構可以進入銀行間債券市場投資。2011年12月，發布實行人民幣合格境外機構投資者(RQFII)制度，符合一定條件的境內基金管理公司和證券公司的香港子公司可以運用其在香港募集的人民幣資金在經批准的投資額度內開展境內證券投資業務。2013年3月，人民銀行、證監會、外匯局修訂人民幣合格境外機構投資者(RQFII)試點辦法，擴大試點機構範圍，放寬投資比例限制。2014年11月，發布人民幣合格境內機構投資者(RQDII)制度，合格的境內機構投資者可以運用來自境內的人民幣資金投資境外金融市場的人民幣計價產品。同月，滬港股票市場交易互聯互通機制正式啟動，兩地投資者可以買賣在對方交易所上市的股票。2015年5月，已獲准進入銀行間債券市場的離岸人民幣清算行和境外參加行可以開展債券回購交易。

在大陸歷年的國際收支平衡表¹²⁶，直接投資與證券投資為資金移轉兩大主要投資方式，由上述大陸在資本市場開放腳步而言，該兩種投資方式也是大陸近期著重的逐步開放項目，因此本文接著將就離岸人民幣資本市場中的直接投資與證券投資法律制度加以說明。

一、 離岸人民幣直接投資的法律制度

人民幣的流通除了通過跨境貿易的管道，還可以通過境外直接投資的方式。所謂直接投資，簡單來說是指投資者通過參與所投資企業的經營管理而獲得長期的股權投資收益的活動¹²⁷。

¹²⁶ 參中國國家外匯管理局

http://www.safe.gov.cn/resources/wcmpages/wps/wcm/connect/safe_web_store/safe_web/whxw/sjdd/node_news_sjdd_store/1aed99804ab4d723a135ff883ebd8752/，最近瀏覽日期2016年6月26日。

¹²⁷ 根據國際貨幣基金組織(IMF)定義：「直接投資是跨境投資的一種，特點是，一經濟體的居民對另一經濟體的居民企業實施了管理上的控制或重要影響。除了帶來控制或影響的股權外，直接

大陸涉及資本市場的直接投資法律¹²⁸主要由《中華人民共和國外匯管理條例》、《外國投資者境內直接投資外匯管理規定》《境內機構境外直接投資外匯管理規定》和《個人外匯管理辦法》、以及國家外匯管理總局與中國人民銀行頒布的相關部門規章組成來進行境內對外直接投資以及境外對內直接投資。為促進人民幣國際化，關於境內對外投資相關規範自 2011 年中國人民銀行發布《境外直接投資人民幣結算試點管理辦法》，對於試點內大陸境內機構開展人民幣境外直接投資以及銀行業金融機構辦理境外直接投資人民幣結算業務才有明確規定人民幣對對外投資的規範基礎。而在人民幣境外直接投資的過程中，銀行除了為境內企業提供結算服務，還能夠為其提供融資服務，實施境外直接投資的企業能夠向銀行申請人民幣貸款，故而大陸政府為規範銀行於該項業務運作，2011 年 10 月，中國人民銀行發布《關於境內銀行業金融機構境外項目人民幣貸款的指導意見》。隨著境外直接投資業務的發展，為進行更具規範化的管理，2014 年，國家發改委發布《境外投資項目核准和備案管理辦法》¹²⁹大幅下放境外投資的審批許可權，還改變審核模式，使企業境外投資更便利及提高投資效率。

人民幣境外直接投資的發展使離岸人民幣存量開始增加，也因此需要多種回流管道，其中之一就是外資使用離岸人民幣對境內直接投資。其實外資對大陸境內直接投資，在 80 年代就可參考《中外合資

投資還包括與這種關係有關的投資，包括投資於其間接影響或控制的企業、聯屬企業、債務和逆向投資。可將直接投資關係框架（FDIR）作為標準，根據控制和影響情況，來確定跨境所有權是否會導致直接投資關係。」

此處的直接投資相對於本文接下來要說明的證券投資可簡單將證券投資理解為間接投資；間接投資是指投資者以其資本購買公司債券、金融債券或公司股票等，各種有價證券，以預期獲取一定收益的投資，由於其投資形式主要是購買各種各樣的有價證券，因此也被稱為證券投資。與直接投資相比，間接投資的投資者除股票投資外，一般只享有定期獲得一定收益的權利，而無權干預被投資對象對這部分投資的具體運用及其經營管理決策；間接投資的資本運用比較靈活，可以隨時調用或轉賣，更換其他資產，謀求更大的收益。然而直接投資如前段說明，身為直接投資的投資人對於其投資公司與項目具有經營權及決策權，對投資公司則負有更長遠的股東責任與義務。

¹²⁸ 景建國、汪竹松，商業銀行離岸業務精析，中國金融出版社，2014 年 11 月，頁 166-196。

¹²⁹ 《境外投資項目核准和備案管理辦法》第 8 條：「本辦法第七條規定之外的境外投資專案實行備案管理。其中，中央管理企業實施的境外投資專案，地方企業實施的中方投資額 3 億美元及以上境外投資專案，由國家發展改革委備案；地方企業實施的中方投資額 3 億美元以下境外投資項目，由各省、自治區、直轄市及計畫單列市和新疆生產建設兵團等省級政府投資主管部門備案。」

經營企業法》《中外合作經營企業法》和《外資企業法》等外資投資法律體系，但是因立法早，其中未涉及人民幣的跨境流通。因此 2011 年 6 月中國人民銀行發布《關於明確跨境人民幣業務相關問題的通知》¹³⁰，其中即已提及外資直接投資可採用人民幣結算，但其仍定位該業務只是處於個案試點階段，仍對其規範較為嚴格的要求。同年 10 月，商務部發布《關於跨境人民幣直接投資有關問題的通知》¹³¹，明確提出允許境外投資者(含港澳台投資者)以合法取得的人民幣進行直接投資活動。同一時間，中國人民銀行也發布了《外資直接投資人民幣結算業務管理辦法》，對銀行辦理外資直接投資人民幣結算業務進行統一規定。自此，人民幣外資直接投資在大陸確定其合法性。接著在 2012 年 6 月，中國人民銀行發布《關於明確外資直接投資人民幣結算業務操作細則的通知》，規範外資人民幣直接投資業務的操作流程。2014 年 5 月國家發改委為改革並深化外資的投資管理，再發布《外資投資項目核准和備案管理辦法》。在對外開放的初期，大陸的外資產業政策並不明確，1987 年擬訂《指導吸收外商投資方向暫行規定》，其後正式頒布外商產業政策和投資指導目錄，於 1995 年編制《指導外商投資方向暫行規定》和《外商投資產業指導目錄》¹³²，並於 1997、2002、2004、2007、2011 和 2015 年分別對目錄進行更新和修改，在這七次外資產業政策中，將外商投資項目劃分為鼓勵、允許、限制和禁止四類，通常該等目錄被用來預測未來幾年大陸產業調整的方向及各產業的發展方向¹³³。

不論是外資直接投資或大陸對外直接投資，近年來則有許多討論在於外資直接投資的反壟斷立法¹³⁴以及拉高位階設立大陸對外直接

¹³⁰ 《關於明確跨境人民幣業務相關問題的通知》說明：「一、銀行可按照有關規定，通過境內代理銀行、港澳人民幣業務清算行或境外機構在境內開立的人民幣銀行結算賬戶辦理跨境貿易、其他經常項目、境外直接投資、境外貸款業務和經中國人民銀行同意的其他跨境投融資人民幣結算業務。」

¹³¹ 參商務部關於跨境人民幣直接投資有關問題的通知商資函[2011]第 889 號：「一、本通知所稱“跨境人民幣直接投資”是指外國投資者以合法獲得的境外人民幣依法來華開展直接投資活動。」

¹³² 參中華人民共和國國家發展和改革委員會網站發布之 2015 年外商投資產業指導目錄 <http://www.sdpc.gov.cn/zcfb/zcfbl/201503/W020150402620481787669.pdf>，最近瀏覽日期 2016 年 6 月 26 日。

¹³³ 楊璐、王希元、李名揚，我國引進 FDI 的產業流向變化趨勢及原因 - 基於外商投資產業指導目錄的分析，中國經貿導刊，第 35 期，2015 年 12 月，頁 4-5。

¹³⁴ 喻紅陽、凌沖，外商投資對我國經濟的影響及其策略探析，智富時代，第 11 期，2015 年 11

投資法¹³⁵。一言以蔽之，在大陸經歷開放過程中，因資本流動引發的相關實務作業困難、監管問題和國際平等種種聲浪，筆者以為大陸政府應綜合審視其對直接投資的支持是否引發惡性的市場競爭(良性的市場競爭是市場經濟必要因素)，並應完善促進和保護外商直接投資的法律和規章制度、規範市場秩序，並同時健全對外直接投資法律制度規範、對外直接投資行為的秩序，提升政策的透明度以抑制低價競爭。同時大陸對外投資法律位階較低且類別也不夠完備，應訂立相關的法律來保護投資企業的合法權益。

筆者尤其特別建議的是盡速立法，目前在大陸，在對外投資領域法治管理的最高層級是國務院下屬部門制定的行政規章¹³⁶，而法律層面的立法除可提供法治規範也有助於解決多頭管理問題。從中國海外投資立法的現狀可以看出，商務部、國家發改委、國資委、外交部、保監會、中國人民銀行、外匯管理局等國務院下屬部門均參與對外投資行政規章的制定，難免出現重複監管的狀況。此外，行政規章的實施需要各部門之間的配合，單獨的部門規章無法獨當一面，上位法的缺失無法降低職能部門間過高的協調成本，因此通過全國人大及其常委會制定對外投資法的好處在於其較強的權威性，有助於解決多頭管理的問題。

二、 離岸人民幣證券投資的法律制度

在證券投資方面，大陸為機構投資者專案實行雙 Q 管理制度，所謂雙 Q 即合格境外機構投資者(QFII)和合格境內機構投資者(QDII)。這兩種都是大陸在證券投資市場尚未完全開放情況下，為境內外機構

月，頁 9。

¹³⁵ 相關討論參考文獻：張金矜，中國對外直接投資立法的必要性分析，中國市場，第 39 期，2015 年 9 月，頁 58-59；劉天怡，中國對外直接投資的現狀及趨勢研究，湖北經濟學院學報，第 12 卷第 8 期，2015 年 8 月，頁 39-57；嚴雯，我國對外直接投資發展特點及問題研究，全國商情，第 13 期，2015 年 7 月，頁 34-35。

¹³⁶ 在大陸，雖然〈立法法〉規定行政規章是正式法律淵源的一種，但在行政訴訟法中僅將行政規章作為判案的參照；此外，諸如〈中華人民共和國合同法〉中對於合同法基本原則的規定，合同訂立的形式，合同的效力等，均要求遵守法律或法規的規定，即間接否定行政規章的法律屬性；同樣見於〈中外合資經營企業法〉第 2 條：「合營企業的一切活動應遵守中華人民共和國法律、法規的規定。」由此可見，在民商領域中，行政規章的法律地位往往受到排斥。

投資者提供有限的投資境內外證券市場的特殊管道。至於在個人證券投資方面，境內外個人都可以通過合格機構投資者購買 B 股¹³⁷，境內個人可以通過境內合格投資者(個人或法人)投資境外權益類和固定收益類等金融產品，但境外個人不能購買境內的此等產品。

在合格境外機構投資者(QFII)管理部分，2002 年大陸證監會與中國人民銀行聯合頒布《合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法》¹³⁸，其中規定境外的證券公司、保險公司、基金管理機構以及其他資產管理機構經過證監會的核准並取得外匯管理局的額度核准後可以在境內證券市場從事投資活動，符合上述條件的境外機構被稱為合格的境外投資者。根據 2009 年外匯管理局頒布的《合格境外機構投資者境內證券投資外匯管理規定》規定，對合格境外投資者實行投資額度管理¹³⁹；合格境外投資需要境內託管的商業銀行或其他商業銀行開立與外匯帳戶相對應的人民幣專用存款帳戶用來辦理結售匯款、收付匯款和人民幣資金結算業務，帳戶內資金不得從事證券投資以外的業務(包含人民幣存款也受有限制)¹⁴⁰；在開立帳戶後，由受託管理資產的銀行(託管行)向外匯管理局申請辦理外匯登記¹⁴¹。2010 年 8 月，中國人民銀行發布《關於離岸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》，特別核准港澳清算行、境外參加行及參加跨境服務貿易試點的其他境外金融機構(包括境外保險公司)運用跨境貿易和投資人民幣業務獲得的人民幣資金投資於境

¹³⁷ 參中國證券監督管理委員會關於證券經營機構從事 B 股業務若干問題的補充通知(證監發[2001]26 號)

http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgf/zjgs/yw/201101/t20110111_190369.html，最近瀏覽日期 2016 年 6 月 26 日。

¹³⁸ 《合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法》第 2 條：「本辦法所稱合格境外機構投資者(以下簡稱合格投資者)，是指符合本辦法規定的條件，經中國證券監督管理委員會(以下簡稱中國證監會)批准投資於中國證券市場，並取得國家外匯管理局(以下簡稱國家外匯局)額度批准的中國境外基金管理機構、保險公司、證券公司以及其他資產管理機構。」

¹³⁹ 《合格境外機構投資者境內證券投資外匯管理規定》第 5 條：「國家對合格投資者的境內證券投資實行額度管理。國家外匯管理局批准單個合格投資者的投資額度，鼓勵中長期投資。」

¹⁴⁰ 《合格境外機構投資者境內證券投資外匯管理規定》第 11 條：「合格投資者外匯帳戶的收入範圍是：合格投資者從境外匯入的本金、利息收入、從人民幣特殊帳戶或專用存款帳戶(以下簡稱人民幣帳戶)購匯劃入的資金及經國家外匯管理局核准的其他收入；支出範圍是：結匯劃入合格投資者人民幣帳戶的資金、原路匯回境外的資金及經國家外匯管理局核准的其他支出。**合格投資者外匯帳戶和人民幣帳戶內的資金不得用於境內證券投資以外的其他目的。**」

¹⁴¹ 《合格境外機構投資者境內證券投資外匯管理規定》第 2 條：「合格投資者應當委託其境內託管人(以下簡稱託管人)代為辦理本規定所要求的相關手續。」

內銀行間債券市場；2011年12月，大陸證監會、中國人民銀行、國家外匯管理局又聯合發布《基金管理公司、證券公司人民幣合格境外機構投資者境內證券投資試點辦法》¹⁴²核准境內基金管理公司、證券公司的香港子公司運用在香港募集的人民幣資金投資於境內證券市場並進行統一要求(即人民幣合格境外機構投資者，RQFII)，2013年3月，證監會發布《人民幣合格境外機構投資者境內證券投資試點辦法》¹⁴³將人民幣合格境外機構投資者(RQFII)範圍進一步擴展至境內基金管理公司、證券公司、商業銀行、保險公司等香港子公司，或者註冊地及主要經營地在香港地區的金融機構，三大主管機關除廢止2011年的相應法律規定及補充相關內容，也修訂針對投資過程中的帳戶管理問題像是中國人民銀行發布《境外機構人民幣銀行結算帳戶管理辦法》和《關於境外機構人民幣銀行結算帳戶開立和使用有關問題的通知》等，大陸針對人民幣合格境外機構投資者(RQFII)業務的規定更加趨於完整。儘管合格境外機構投資者(QFII)也可以使用人民幣投資境內證券市場，且2016年2月外匯管理局也放寬QFII的額度及投資規定¹⁴⁴，但由於其操作模式仍為從境外匯入美元，在境內兌換為人民幣後進行投資，不涉及人民幣跨境流動，故不屬於離岸人民幣資金的回流管道，人民幣合格境外機構投資者(RQFII)的施行才正式提供人民幣資金直接回流進行證券投資的合法途徑。

合格境外機構投資者(QFII)施行至今已超過13年，筆者認為關於資訊揭露¹⁴⁵部分仍可再持續精進發展。如合格境外機構投資者(QFII)

¹⁴² 《基金管理公司、證券公司人民幣合格境外機構投資者境內證券投資試點辦法》第2條：「本辦法適用於境內基金管理公司、證券公司的香港子公司（以下簡稱香港子公司），運用在香港募集的人民幣資金投資境內證券市場的行為。」

¹⁴³ 參中國國家外匯管理局發布關於為做好人民幣合格境外機構投資者（以下簡稱人民幣合格投資者）境內證券投資試點工作，現就實施《人民幣合格境外機構投資者境內證券投資試點辦法》的有關問題規定如下：「一、申請人民幣合格投資者資格的，註冊地、業務資格等應當符合下列條件：（一）境內基金管理公司、證券公司、商業銀行、保險公司等香港子公司，或者註冊地及主要經營地在香港地區的金融機構；（二）在香港證券監管部門取得資產管理業務資格，並已經開展資產管理業務。」

¹⁴⁴ 放寬單一QFII機構投資額度上限，對基礎額度內的額度申請採取備案管理，對QFII投資本金不再設置匯入期限要求。並簡化額度審批管理，對QFII機構基礎額度內的額度申請採取備案管理，超過基礎額度的，才需外匯局審批；資金匯出入方面，新規定對QFII投資本金不再設置匯入期限要求，允許QFII開放式基金按日申購、贖回；新規將鎖定期從一年縮短為三個月，保留資金分批、分期匯出要求，QFII每月匯出資金總規模不得超過境內資產的20%。

¹⁴⁵ 資訊揭露目的在於使投資者能及時掌握證券真實有效的訊息，維護證券市場的交易安全並制

資訊揭露要求雖然已在 2006 年發布的《合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法》中相對 2002 年的《合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法》加強對在境內投資行為的監管，明確規定背後實際投資人的資訊揭露義務¹⁴⁶。但目前也只有主管機關才可以獲取投資的揭露資訊，而一般投資者只能通過上市公司或證監會的官方網站間接了解部分訊息，這些信息也存在某種程度的遲延性。所以，大陸應建立一套公平、透明且有效的資訊揭露體系，各金融機構除必須向監管當局揭露或申報相關投資訊息外，應向一般投資揭露有關資訊，提高透明度及接受大眾的共同監督。而法律是資訊揭露體系的核心，所以應不斷改進現有的法律條文，增加有關資訊揭露的細節規定，促進大陸證券市場有秩序地發展。

在合格境內機構投資者(QDII)管理部分，2007 年 6 月大陸頒布《合格境內機構投資者境外證券投資管理試行辦法》¹⁴⁷中規定經大陸證監會核准的境內證券公司、商業銀行、保險公司、信託公司以及基金管理公司可以在境內募集資金，並運用該資金以資產組合方式進行境外證券投資管理，這樣符合上述條件的境內機構被稱為境內合格投資者。2013 年頒布的《合格境內機構投資者境外證券投資外匯管理規定》中規定國家外匯管理局對合格境內機構投資者的投資額度實行餘額管理¹⁴⁸；合格投資者應委託境內具有相關業務資格的商業銀行或其他金融機構作為境內託管人，並由境內託管人為其在境外託管人處開立境外帳戶¹⁴⁹；合格投資者境外投資本金及收益，除法律規定不允許結匯外，可以以外匯形式保留或劃轉至境內機構和個人外匯帳戶，也可

裁違反資訊揭露要求的行為。

¹⁴⁶ 根據管理辦法第 16 條規定：「合格投資者可以在證券登記結算機構申請開立證券帳戶。該證券帳戶可以是實名帳戶，也可以是名義持有人帳戶。名義持有人應當將其代理的實際投資者或基金的名稱、註冊地、資產配置、證券投資情況於每個季度結束後的 8 個工作日內，報告中國證監會和證券交易所。」第 21 條則規定：「境外投資者履行信息披露義務時，應當合並計算其持有的同一上市公司的境內上市股和境外市股，並遵守信息披露的有關的法律法規。」

¹⁴⁷ 《合格境內機構投資者境外證券投資管理試行辦法》第 2 條：「本辦法所稱合格境內機構投資者（以下簡稱境內機構投資者），是指符合本辦法規定的條件，經中國證券監督管理委員會（以下簡稱中國證監會）批准在中華人民共和國境內募集資金，運用所募集的部分或者全部資金以資產組合方式進行境外證券投資管理的境內基金管理公司和證券公司等證券經營機構。」

¹⁴⁸ 《合格境內機構投資者境外證券投資外匯管理規定》第 6 條：「國家外匯管理局對投資額度實行餘額管理，合格投資者境外投資淨匯出額（含外匯及人民幣資金）不得超過經批准的投資額度。」

¹⁴⁹ 《合格境內機構投資者境外證券投資外匯管理規定》第 9 條：「託管人應在境外託管人處為合格投資者相關產品開立境外託管帳戶。」

以結匯劃轉至其境內人民幣託管帳戶¹⁵⁰。開放人民幣海外證券市場投資，能夠促使境內人民幣流向海外資本市場，有利人民幣國際化的規模擴大，鼓勵其他國家使用並儲存人民幣。然而由於海外證券市場競爭異常激烈且各國法律法規針對此等資金的投資方式亦有不同規範，再加上大陸境內投資者投資經驗仍不夠國際化，該項業務一直無法有效擴大。直到 2014 年 11 月中國人民銀行頒布《關於人民幣合格境內機構投資者境外證券投資有關事項的通知》¹⁵¹，經核准通過的人民幣合格境內機構投資者 (RQDII) 可以採用合法取得的人民幣資金投資於境外以人民幣計價的產品，相關業務才算開始進展。由於合格境內機構投資者(QDII)近期出現額度控管¹⁵²，而人民幣合格境內機構投資者(RQDII)原本不限額而近期的額度審批也暫停¹⁵³；合格境內企業投資者(QDIE¹⁵⁴)投資範圍延伸到境外非上市公司股權、債權、對沖基金以及不動產、實物資產等經備案通過的其他標的資產，但僅在深圳試點。在政策引導下，相較於人民幣合格境內機構投資者境外證券投資業務的緩慢發展，境外投資者採用人民幣對境內證券投資的業務似乎較為積極。

在雙向投資(允許大陸境外到境內與大陸境內到境外)部分，2012 年 12 月，中國人民銀行深圳中心分行發布《前海跨境人民幣貸款管

¹⁵⁰ 《合格境內機構投資者境外證券投資外匯管理規定》第 12 條：「合格投資者境外投資本金及收益，可以外匯或人民幣形式匯回。合格投資者以外匯形式匯回的本金和收益，可以外匯形式保留或劃轉至境內機構和個人外匯帳戶，也可以結匯劃轉至其境內人民幣託管帳戶。法規規定不予結匯的除外。合格投資者可憑國家外匯管理局投資額度批准檔到銀行辦理相關資金結匯及劃轉手續。」

¹⁵¹ 參中國人民銀行關於人民幣合格境內機構投資者境外證券投資有關事項的通知(銀髮[2014]331 號)中說明：「人民幣合格投資者可以自有人民幣資金或募集境內機構和個人人民幣資金，投資於境外金融市場的人民幣計價產品(銀行自有資金境外運用除外)。」

¹⁵² 參考大陸國家外匯管理局 <http://www.safe.gov.cn/wps/portal/sy/glxx> 於 2016 年 4 月 28 日發布數據，自 2015 年 3 月 QDII 核准的總額度都沒有再增加，2016 年 1 月份的大陸新聞及 2016 年 2 月 1 日的〈經濟日報〉則指出大陸官方為避免資金外流，近期不再核准新 QDII 額度。

¹⁵³ 通過 RQDII (人民幣合格境內機構投資者)，境內人民幣可以投資境外人民幣計價產品，且與 QDII 額度的審批制不同，RQDII 以實際募集規模為準，不佔用 QDII 額度。但近日人民幣匯率波動較大，根據各媒體報導，中國人民銀行透過管區指導業者暫停新申請 RQDII 業務。有市場人士向記者分析稱，不排除人民銀行發現有些機構將 RQDII 資金投資境外後，直接兌換成美元投資美元資產，變相押注美元升值人民幣貶值，這是央行不願看到的局面。

¹⁵⁴ QDIE 的英文全稱，是 Qualified Domestic Investment Enterprise，目前仍未有法律對 QDIE 作出明確定義，也未就 QDIE 制定任何全國性法規政策。市場一般將其理解為：在人民幣資本項自由兌換尚未實現之時，符合條件投資管理機構經大陸有關部門批准，面向境內投資者募集資金，對境外投資標的進行投資。截至 2015 年 12 月，QDIE 共核准額度僅 20 億美元。

理暫行辦法》¹⁵⁵，人民銀行核准在深圳前海註冊成立並在前海實際經營或投資的企業可以從香港經營人民幣業務的銀行借入人民幣資金進行人民幣證券投資包括境內人民幣向海外資本市場的投資和離岸人民幣向境內資本市場的投資若其符合為發展前海企業經營目的。2014年4月10日，大陸證監會和香港證監會簽署《滬港通項目下大陸證監會與香港證監會加強監管執法合作備忘錄》，大陸正式通過同意發展滬港通¹⁵⁶。2014年9月26日，上海交易所發布《滬港通試點辦法》，同年11月14日，大陸財政部、國稅總局及證監會聯合發布《關於滬港股票市場交易互聯互通機制試點有關稅收的通知》，11月17日即為滬港通開展的第一天，上海證券交易所與香港聯合交易所正式允許兩地投資者(或在兩地開戶的外國投資者)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股票。在雙向證券投資上，滬港通提供開放及便捷的管道，堪稱大陸證券市場開放投資的一大步。

2015年7月中國證監會發布《香港互認基金管理暫行規定》，就香港互認基金在大陸的註冊、銷售及資訊披露等規則做出明確規定，但並沒有涉及資金帳戶管理以及資金匯出額度等方面的內容。2015年11月6日，中國人民銀行及外管局再發布《內地與香港證券投資基金跨境發行銷售資金管理操作指引》¹⁵⁷，為基金互認在外匯管制上做出明確指引，要求兩地基金管理人發行互認產品實行專戶資金管理，定期資料報送及明確額度上限等要求，顯示互認基金規模管理上仍沿用滬港通的總額度管理方式¹⁵⁸。

在兩地基金的資金申購贖回環節，該指引要求基金管理人設立專

¹⁵⁵ 《前海跨境人民幣貸款管理暫行辦法》第2條：「本辦法所稱前海跨境人民幣貸款是指符合條件的境內企業從香港經營人民幣業務的銀行借入人民幣資金。符合條件的境內企業（以下稱借款企業）是指在前海註冊成立並在前海實際經營或投資的企業。」

¹⁵⁶ 參上海證券交易所網站 <http://www.sse.com.cn/marketservices/hkexsc/intro/>，最近瀏覽日期2016年4月11日。

¹⁵⁷ 參中國人民銀行網站 http://www.gov.cn/xinwen/2015-11/06/content_2962192.htm 最近瀏覽日期2016年5月15日。

¹⁵⁸ 指引中央行及外管局明確互認基金的雙邊規模，即所有香港基金內地發行募集資金淨匯出規模上限、所有內地基金香港發行募集資金淨匯入規模上限，初期均為等值3000億元人民幣。該規模與滬港通規模基本相當，滬港通每年跨境交易總額度港股通為2500億元人民幣，滬股通3000億元人民幣。此外，互認基金規模資料按月公佈，而滬港通則是按日公佈。

用資金帳戶，不限於人民幣或外匯帳戶，鼓勵互認基金跨境發行銷售以人民幣計價，使用人民幣進行跨境收付。從指引的表述來看，人民幣募集資金專戶與外匯募集資金專戶內的資金可結匯、購匯後相互劃轉，因而資金專戶可以包括人民幣和外幣，若港元或美元計價的香港互認基金在大陸銷售，則可能有外幣或人民幣兩種貨幣進行計價銷售，有利於人民幣國際化¹⁵⁹，提供大陸投資者資產配置選擇。基金互認雖有利於大陸與香港資本市場共同發展、使全球資本流入香港市場，然而因香港市場中海外投資者比例非常高，且香港基金中，真正在本地註冊的香港製造基金僅約占總數 30%，剩下的是可在香港銷售的離岸基金。按照互認標準，由於跨國資產管理公司的交易或投資決策並不在香港，這些全球大型基金公司的產品暫不能進入互認行列，雖然香港的基金產品成熟又新穎¹⁶⁰，但短期內都沒辦法輸出這些技術到大陸。此外，香港的基金產業發展超過三十年，各種法規繁瑣、成本和費率定價迥異以及相關申報要求不同等¹⁶¹，恐怕都是大陸資產管理公司到香港銷售基金的挑戰。

筆者認為大陸金融機構如基金公司在符合香港金融法規的部分需十分注意香港的金融法規繁多，建議若大陸公司在香港無法設有法令遵循人員，也應聘請全職營運人員負責管理香港公司業務。此外，大陸母公司的人員可能會與香港子公司存在頻繁的業務往來，或不定期到訪子公司，需注意的是，未持牌的大陸母公司人員在香港從事金融業務，如與客戶簽署文件、發表投資顧問意見，甚至從事資產管理服務等，有可能被視為無牌在港經營金融業務，不排除會對香港子公司牌照造成負面影響，所以應協同香港子公司持牌人員進行相關業務。

第二節 人民幣離岸中心在資本市場的法律問題

¹⁵⁹ 據外匯局公佈的數據顯示，截至 3 月底，香港基金在大陸發行銷售金額累計淨匯出 7.2 億元人民幣，與 1 月底累計淨匯出的 4017.67 萬人民幣相比，增加近 17 倍。

¹⁶⁰ 張揚，基金互認加深內地香港資金融合，中國金融家，第 8 期，2015 年 8 月，頁 114-115。

¹⁶¹ 相關討論參考文獻：鍾婉怡，中港基金互認的機遇與挑戰，新理財，第 11 期，2015 年 11 月，頁 36-37；基金互認開闢 投資優劣並存，金融博覽，第 8 期，2015 年 8 月，頁 66-68；劉亦千，展望基金互認“新氣象”，中國外匯，第 14 期，2015 年 7 月，頁 60-61。

承上所述，人民幣離岸中心主要由離岸貨幣市場和離岸資本市場構成，人民幣離岸中心已發展多年，而資本市場開放又是人民幣成為主要國際貨幣的必要條件，因此，著重對人民幣離岸資本市場的法律問題分析，是突破及促進人民幣離岸中心發展的關鍵。因此本論文在下面章節將分析目前人民幣離岸中心在建構資本市場的法律問題。

一、 監管架構

自 2008 年金融海嘯後，國際市場間的高連動性引發國際金融監管的討論，各國包括已開發和新興市場都意識到金融監管重要性。資本市場的發展因牽涉到國家金融安全，即便在資本自由化、市場化的國家也需要適度及合理的監管以維持金融穩定。金融監管目標¹⁶²是預防金融市場的動亂與系統性金融危機；維護消費者不受金融服務提供者及其他金融市場參與者的投機活動侵犯；維持金融市場的整體性效率；防治不誠信行為與金融犯罪問題等。

故而，同時維持金融監管的獨立性與創新並符合國際監管慣例對大陸發展人民幣國際化顯得非常重要。因為在人民幣國際化的過程，資本與金融主體進入資本市場門檻會降低，參與主體除數量變多也更多元，資本市場流動量也會擴大，如此一來，大陸的資本市場勢必無法從國際金融市場的波動免除，因此若大陸金融市場在監管架構穩定性不足，恐怕就抵擋不住資本市場開放帶來的挑戰。

大陸在目前法律制度下的監管架構存有隱憂，前文中談到大陸離岸帳戶和在岸帳戶之是內外分離型監管模式，即專案允許在岸資金向離岸帳戶流動¹⁶³，但嚴格限制離岸資金向在岸帳戶流動。選擇這種模式是因為大陸政府認為在岸資金較充足，可以彌補離岸帳戶資金不足。但在實務市場中，該模式因允許在岸資金向離岸帳戶流動，使銀行放

¹⁶² 行政院監督管理委員會的成立宗旨為：「維持金融穩定、落實金融改革、協助產業發展、加強消費者與投資人保護與金融教育以建立公平、健康、能獲利的金融環境，全面提升金融業競爭力。」；根據 IMF 在金融海嘯後發布多篇的工作報告及研究報告，金融監管要獨立客觀的制定並監控法規以維持金融穩定及預防金融海嘯(Financial Crisis.)

¹⁶³ 離岸銀行業務管理辦法第 26 條：「非居民資金匯往離岸帳戶和離岸帳戶資金匯往境外帳戶以及離岸帳戶之間的資金可以自由進出。」

大對離岸帳戶的資金流，從而導致離岸帳戶貸款規模得以擴大，在離岸資金無法有效消化資金回到在岸帳戶則會使離岸帳戶的存款與貸款的差異拉大，當離岸貸款出現壞帳時，反而只能繼續追加在岸資金，以彌補離岸帳戶缺口，結果反而增加離岸帳戶的金融風險。

有大陸學者¹⁶⁴提出美國國際銀行設施(IBF)的經驗認為境內離岸銀行應該嚴格遵守內外分離原則經營離岸業務，控制離岸市場與在岸市場相互滲透。然而筆者認為雖然大陸仍是政策導向的治理環境，但在資本市場朝向逐步開放的過程中，在監管架構下應更趨向內外合一型的監管方式，逐漸統一離岸與在岸業務的法規監管項目和方式，才不會產生投機或套利的熱錢。

針對人民幣離岸資本市場的監管上，主管機關的監管任務和水準都應延伸至國際市場。因此要不斷創新國際監管的合作方式，因人民幣國際化不僅意味著國內金融市場會不斷地受到外資的影響，也包括大陸的利率、匯率等政策及監管措施也會對其他國家產生越來越大的影響，為儘量避免出現貨幣金融危機¹⁶⁵，大陸則應加強國際金融監管合作。在 2008 年金融海嘯後，美國監管失靈的議題被世界組織及各國學者不斷討論，有大陸學者¹⁶⁶藉由分析美國監管問題提出借鏡，筆者非常認同其觀點 - 大陸金融體系正在逐漸市場化，雖然中美基本制度與政治環境全然不同，但美國金融監管數十年發展歷程是歷史上寶貴的課程，應謹慎思考政府在金融發展中的角色與作用，政府若長期控制和引導市場可能在長期產生意想不到的負面影響，一旦產業和市場得以反過來影響和操控監管者時，金融監管將會在市場發展中被無聲瓦解。

二、 主管機關

離岸金融業務包括離岸銀行業務、離岸保險業務以及離岸證券業

¹⁶⁴ 嚴佳佳、江波、黃文彬，上海自貿區人民幣離岸市場的有效性研究-美日內外分離型離岸市場的經驗借鑒，中國商論，2015 年第 23 期，頁 158-163。

¹⁶⁵ 曹悅，試析金融全球化下的貨幣金融危機及應對策略，東方企業文化，第 11 期，2012 年 6 月，頁 196-200。

¹⁶⁶ 周淳，論美國金融監管法律制度變遷的政治邏輯，法學評論，第 6 期，2015 年 11 月，頁 53-60。

務，隨著衍生性金融商品的創新與發展，許多國家針對離岸中心法律規範都做出相應的調整，以適應離岸金融發展的新趨勢。

以現有大陸業務線來說，現行大陸法律僅針對外匯方面規範，其他方面則尚無明確的規定。因此，可以說目前關於離岸金融業務方面的法律規範大多限於離岸銀行業務。而就主管機關來看，根據《離岸銀行業務管理辦法》¹⁶⁷，大陸離岸業務的主管機關是國家外匯管理局及其分局。但實務上，離岸業務主要由中國人民銀行負責。銀監會也在某些業務項目享有監管職權。因此大陸的離岸金融市場就形成以國家外匯管理局、中國人民銀行以及銀監會這樣的「多頭分管」現狀。

大陸金融業目前實行分業經營，銀行僅能代理保險和基金業務，對於離岸證券和保險業務基本上沒有規範效力。即便三大主管機關分頭多管¹⁶⁸，負責離岸銀行業務的審批、管理、監督和檢查。但實際上離岸金融業務的發展涉及到更多金融主管機關包括證監會等。所以主要由國家外匯管理局來管理大陸的離岸金融業務並不全面，目前檯面上一系列金融相關的法律法規，更分割了貨幣市場與資本市場的聯繫。而在這些的管理辦法及其實施細則中又沒有規定這幾個主管機關間的互動機制，導致實務上普遍缺乏溝通而出現監管效率低下的狀態。

除了沒有一體化的監管制度¹⁶⁹，法規還出現互相衝突的情形。例如關於是否禁止中資銀行離岸銀行業務接受境內居民擔保的問題，《境內機構對外擔保管理辦法》及其實施細則中並未禁止，但《中國人民銀行關於深圳發展銀行開辦離岸銀行業務的批複》則規定中資銀行的離岸銀行業務都不得接受境內居民擔保。這類法規相衝突的情形說明大陸目前離岸金融法律監管的問題，沒有統一的法律法規將會使

¹⁶⁷ 《離岸銀行業務管理辦法》第 6 條：「國家外匯管理局及其分局（以下簡稱“外匯局”）是銀行經營離岸銀行業務的監管機關，負責離岸銀行業務的審批、管理、監督和檢查。」

¹⁶⁸ 香港商報在 2016 年 4 月 5 日指出最快在 2016 年 6 月大陸將宣佈參考英國的超級央行監管模式改革目前一行三會的監管模式，參考網址：<http://www.hkcd.com/content/2016-04/05>，最近瀏覽日期 2016 年 4 月 16 日。

¹⁶⁹ 相關討論可參考文獻：王可，由法蘭克福離岸中心看人民幣國際化的發展，金融市場，第 1 期，2016 年 1 月，頁 100；魏雪梅，人民幣國際化進程中本外幣一體化監管問題研究，河北金融，第 2 期，2015 年 2 月，頁 60-62。

市場參與者在實際操作中產生困惑，不利於實現法律的預期作用及資本市場的發展。人民幣國際化相關立法集中在中國人民銀行法和外匯管理條例等基礎性立法，雖然司法解釋實務上仍有法律效力，但是這種層次較低的規範已不能滿足人民幣國際化進程對規則和制度的需求，因此，應該將使用頻繁的規範提升為部門規章，並同時制定相應的配套法規。

三、 配套措施

資本市場開放是指不對資本跨國交易進行限制或不對其採取可能影響其資金成本的相關措施，放鬆資本管制、實現貨幣自由兌換、允許居民與非居民持有跨境資產及從事跨境資產交易的過程¹⁷⁰。

對於國際性金融機構而言要能自由移動資金首先要有完整的進入和退出機制¹⁷¹，若金融機構或國際投資人進入或退出機制不健全，整體資本市場將缺乏應對金融危機的防範以及危機處理機制。大陸在對金融機構准入條件雖有明確規範，但沒有對開立離岸帳戶提出具體要求¹⁷²。由於離岸公司註冊地不同，國家地區千差萬別，銀行在實際執行離岸帳戶開戶時的標準也不盡相同。而退出管理存在更大的問題，目前沒有明確的金融機構退出規範，若發生風險或者金融機構無力繼續經營的情況，投資者利益將會受到損害。此外因為大陸資本市場尚未完全開放，因此也尚未建立風險監測、預警以及危機處理機制。該等機制建立主要是透過靈活使用貨幣、財政政策，防止金融危機蔓延和減輕金融危機的影響¹⁷³。

大陸雖鼓勵外資投資者採用離岸人民幣到境內從事直接投資活動。對於外資投資者而言，採用人民幣進行直接投資能規避匯率風險。而為了保證外資所籌集的離岸人民幣來自合法管道，大陸在人民幣外資直接投資的流程中，會要求外資對於投資的人民幣資金進行資金來

¹⁷⁰ 謝劍平，當代金融市場，智勝文化事業有限公司，2004年3月，頁17-20。

¹⁷¹ 魯國強，離岸金融市場的風險與監管研究，理論經緯，第3期，2008年3月，頁18-21。

¹⁷² 王文杰，中國金融市場與法致發展-兼評我國金融業西進中國的前瞻與現況，財經法學的新趨勢，2012年10月，頁135-144。

¹⁷³ 陳春山，國際金融法律-政策及法制，五南圖書出版有限公司，1999年5月，頁153-177。

源說明¹⁷⁴，還需要對該筆資金進行驗資活動。2011年10月大陸商務部發布的《關於跨境人民幣直接投資有關問題的通知》中的第二條明確說明外資投資者所籌集的合法化人民幣主要有兩類，一是外資投資者在開展跨境貿易採用人民幣作為結算資金時所獲取的人民幣資金，以及在大陸境內投資所獲人民幣或由境內轉出的人民幣，二是外資投資者從境外通過合法管道獲取的人民幣資金，可採取在境外發行債券或股票方式但不限於此。前者採列舉方式說明較清楚，而後者的說法則較為籠統，雖明提出是在境外發行人民幣債券或股票的方式，但關於「合法管道獲取」的表達則非常模糊，而之後頒布的法律法規也沒有對此有詳細說明。

雖然資本市場的開放有其必要性，但根據其他國家資本市場的開放經驗來看，離岸資本市場的建設與開放建立於在岸資本市場的主導與支撐¹⁷⁵。因此在岸市場要先建立健全的市場制度(包括保護私有財產權，維護市場的公平、公正和公開等)，讓資本市場有穩定的制度保障¹⁷⁶。接著在健全的市場制度上建立具有足夠深度、廣度和流動性的金融市場體系如建立國際化的業務準則與會計制度，像是擬定符合《巴塞爾協議Ⅲ》¹⁷⁷的新《商業銀行法》以及參考國際經驗完善2015年5月1日正式實施的存款保險制度¹⁷⁸等。再由在岸金融機構主導資金融通和資源配置以降低交易成本。此外資本市場開放還要考慮的配套包括反洗錢¹⁷⁹、反恐融資、打擊避稅天堂等重要的國際事件，大陸對於離岸帳戶的洗錢風險監管存在只規定辦理離岸業務的銀行須具備的條件，但對離岸公司開戶條款等具體措施不明確，實務運作性不

¹⁷⁴ 筆者在為服務之前資產管理公司申請 QFII 額度時除被中國外匯管理局要求資金來源書面說明外，尚須提供台灣主管機關核可文件如基金發行之公開說明書與核准函等以證明資金來源確為來自大陸境外。

¹⁷⁵ 胡志浩、楊承亮，人民幣離岸與在岸市場資本流動的管道，農村金融研究，第3期，2015年3月，頁22-27。

¹⁷⁶ 吳壽山，從金融政策與金融監理談市場發展-以甚麼引導兩岸金融合作，財經法學的新趨勢，2012年10月，頁100-112。

¹⁷⁷ 馬園園，巴塞爾協議Ⅲ的資本監管改革及其影響，黑龍江科學，第7卷，2016年1月，頁46-47。

¹⁷⁸ 高群，關於我國商業銀行存款保險制度的研究，金融市場，第519期，2016年1月，頁97；冉偉、毛淑珍，對我國建立銀行存款保險制度的探討，會計改革與創新，第24期，2015年12月，頁75-76。

¹⁷⁹ 劉殿環，離岸帳戶洗錢風險及反洗錢對策，區域金融研究，第11期，2015年11月，頁9-16。

強，所以對離岸公司的監管缺乏規範要求，也加大監管難度，資本市場開放從法律建立開始，才能兼顧經濟發展及金融健康。

四、 匯率制度

匯率制度是指一國貨幣當局所建立用來決定一國貨幣對其他貨幣價值的機制，用以調控與管理匯率¹⁸⁰。因此實現貨幣國際化時，通常匯率制度必須改革。人民幣離岸中心的外匯管制問題依然存在，離岸銀行業務經營的幣種僅限於可自由兌換的貨幣，然而，大陸實行嚴格外匯管制，不允許貨幣間自由兌換，這樣會束縛人民幣成為離岸金融市場主要流通貨幣並可能導致離岸金融市場充斥過多外國貨幣，反而不利於人民幣的流通及國際化的發展。

此外，分離型監管模式除上述第一點談到的問題外，另一個不利影響就是一些企業利用法律漏洞進行外匯套利活動。由於大陸仍實行嚴格外匯管制導致國內外間的外匯價格不一致，部分企業利用這點通過將在岸資金轉移到離岸帳戶套利。《境內機構對外擔保管理辦法》¹⁸¹則提供把在岸資金轉移到離岸帳戶的途徑，透過境內機構為境外機構提供擔保，通過使境外機構破產而使境內機構的資金轉移到離岸帳戶上，然後再進行匯率投機活動。

資本市場的開放牽涉到貨幣的流通以及匯率制策的改革¹⁸²，所謂國際貨幣體系改革的內容就是推動國際貨幣的多元化，包括儲備貨幣的多元化、國際貿易交易貨幣的多元化、國際大宗商品計價貨幣的多元化，

¹⁸⁰ 黃昱程，國際金融：市場、理論與實務，華泰文化事業股份有限公司，2013年2月，3版，頁126-131；柳復起，現代貨幣銀行學，三民書局，1987年2月，頁730-733；林鐘雄，貨幣銀行學，三民書局，1993年8月，6版，頁580-584。

¹⁸¹ 《境內機構對外擔保管理辦法》第2條：「本辦法所稱對外擔保，是指中國境內機構（境內外資金融機構除外，以下簡稱擔保人）以保函、備用信用證、本票、匯票等形式出具對外保證，以《中華人民共和國擔保法》中第三十四條規定的財產對外抵押或者以《中華人民共和國擔保法》第四章第一節規定的動產對外質押和第二節七十五條規定的權利對外質押，向中國境外機構或者境內的外資金融機構（債權人或者受益人，以下稱債權人）承諾，當債務人（以下稱被擔保人）未按照合同約定償付債務時，由擔保人履行償付義務。」

¹⁸² 呂軒昊，亞投行背景下的人民幣國際化與匯率制度改革，金融市場，第866期，2015年12月，頁74-75；孫武軍、張楚清，匯率制度改革動因影響與應對，共產黨員，第21期，2015年11月，頁38-39；孫驍，淺析人民幣匯率變動及匯率市場化改革，現代商業，第29期，2015年10月，頁92-93。

形成國際貨幣相互制約和相互競爭的機制。從歷史經驗來看，每次國際貨幣體系改革都意味著經濟實力的角逐，國際經濟與政治關係的調整。

目前大陸人民幣匯率實質上還是盯住美元尚未市場化，人民幣不完全自由兌換，大陸政府在不開放外匯管制的情況下，透過與其他央行間的貨幣互換協議將大陸的大量外匯存底一部分轉換到其他國家以擴大內需並防止經濟減速。此外貨幣互換協議也間接推動人民幣國際化，大陸目前身為全球第二大經濟體但因人民幣不能完全自由兌換，透過貨幣互換協議為市場提供人民幣的資金流動性，促進貿易發展。但貨幣互換協議僅能緩解市場流動性不足，促進貿易投資提供間接的信用支撐作用，整體資本市場的開放以及還需要匯率制度的改革包括與跨境貿易人民幣結算以及人民幣離岸市場等政策搭配，才能促使人民幣的境內外流通並降低人民幣的投機活動與國際化。

2015年12月1日，國際貨幣基金組織(IMF)宣佈人民幣將正式納入特別提款權(SDR)，這無疑是對人民幣國際地位的認同。然而，自2014年以來，基於上述種種原因人民幣國際化的速度似乎顯著放緩，大陸政府應繼續改革人民幣利率匯率形成機制，儘快確定新的基準利率，加快債券市場發展來構建更完整的收益率曲線。就匯率改革¹⁸³而言，重點在於如何更加及時與有效地釋放當前貶值壓力¹⁸⁴，同時避免匯率過度調整，必要時加強對短期資本流動的監測與管理。

第三節 小結與建議

隨著金融市場與產品不斷創新變化，世界各國的金融呈現愈加開放之勢。隨之而來的金融風險也在不斷地增加，也迫切需要在開放趨勢和架構下透過法律制度來對金融業務進行保障和防範。在本章小結中提出以下幾點建議解決當下人民幣離岸資本市場面臨的問題。

¹⁸³ 高海紅，人民幣國際化的基礎和政策次序，東北亞論壇，第1期，2016年1月，頁11-20。

¹⁸⁴ 張明，人民幣國際化面臨的挑戰與對策，當代金融家，第1期，2016年1月，頁24-25。

一、 依現況及未來發展重新建置法律法規及監管架構

目前使用的主要法律制度頒布至今已超過 18 年，金融與資本市場瞬息萬變，原有制度有必要因應時代變遷。同時，大陸在稅收、保險、信託、匯率等方面又缺乏統一的法律規範進行規制。部門規章、聯合部門規章、行政法規以及新舊法律規範並存甚而抵觸的現象時而存在。大陸應針對離岸金融市場各方面制定一部完善的法律，同時釐清不同法律位階及效力的問題，防止出現法律適用混亂的情形。參考馬來西亞或美國的離岸金融市場法律法規體系幾乎涵蓋所有類型的金融服務，包括銀行、信託、保險、證券等方面。大陸需將目前法律法規、政策性規定進行整合，重新制定一系列專門的法律法規，形成離岸金融市場的基本法律框架。

法律重建的同時，也應透過立法同時改革目前離岸金融監管主體制度，對各監管主體職責明確劃分。目前離岸金融市場享有監管職權的主管機關有中國人民銀行、銀監會、國家外匯管理局，但現存大陸法律明文規定對於離岸銀行業務的監管由國家外匯管理局行使。這樣的權利(力)分散使各部門職責重疊導致效率低下。還出現某些領域重疊管理，而某些業務範圍無人監管，無形中增加金融風險可能性。

因此當離岸證券業務和離岸保險業務要大力發展時，就需要改革金融監管架構，大陸應當借鑒國際慣例，設立統一的監管機構¹⁸⁵。可借鑒金融穩定委員會(Financial Stability Board，簡稱FSB)¹⁸⁶在2013年提出的影子銀行監管建議中關於新設一個專門的機構負責對非銀行系統金融部門的監管，以解決監管缺失問題或可參考英國金融監管體

¹⁸⁵ 李紅權、杜曉薇，金融系統性風險與金融監管變革，經濟體制改革，第6期，2015年11月，頁152-157。

¹⁸⁶ 金融穩定委員會(Financial Stability Board，簡稱FSB)的前身為金融穩定論壇(Financial Stability Forum，簡稱FSF)，是七個先進國家(G7)為促進金融體系穩定而成立的合作組織。在大陸等新興市場國家對全球經濟增長與金融穩定影響日益顯著的背景下，2009年4月2日在倫敦舉行的20國金融峰會(G20)決定，將委員會成員擴展至包括大陸在內的所有G20成員國，並將其更名為FSB。FSB組織介紹及運作內容詳參其網站<http://www.fsb.org/what-we-do/>，最近瀏覽日期2016年7月24日。

制在 2008 年金融海嘯後反思¹⁸⁷後的改革，由最初財政部英格蘭銀行和金融服務局組成的三方監管架構演變為以英格蘭銀行為主導，明確其在金融監管中處於核心地位，強化宏觀審慎管理、建立特殊處置機制，並將宏觀和微觀監督功能有效結合。

此外，應於法律法規中訂定明確的離岸金融機構市場進入和退出條件。目前實務運作上有兩種方式，一是傳統的審核制，一是牌照控管方式。從新加坡採用牌照控管的方式來看，同時可以對離岸金融市場監管，也同時快速有效為市場注入資金活力。考量大陸的現實情況，或許可以考慮同時採用牌照控管和審核制結合的方式依照業務需要控管的程度來訂定標準。更要提出有效措施預防離岸金融風險。在市場准入部分，擴大法律適用範圍、明確市場准入條件，加速引進外資銀行，可以考慮在控管範圍內放寬對外資銀行的待遇，並實行分類管理，同時引進外資並適當保護本地金融機構的競爭地位。在市場退出機制部分可參考美國經驗，建立破產清算機制，除公司股東承擔破產所帶來的損失外，還將追究公司管理階層的責任。

二、 發展國際監管模式並與國際監管機構合作

離岸金融是真正意義上的國際金融，大陸應加強與國際監管¹⁸⁸主體的合作，參考國際監管標準，制定與國際監管接軌的法律規範，還要遵守國際保險監督管理協會、國際證監會組織、離岸銀行監管委員會等國際監管組織的國際標準。大陸還應制定資訊揭露制度，積極與其他國家的監管部門進行訊息交流，從而對離岸金融市場實施有效監管。

¹⁸⁷ 相關討論參考文獻：王信、羅婧，確立中央銀行在金融監管中的核心地位 - 危機後英國金融監管新架構及評價，金融與經濟，第 10 期，2015 年 10 月，頁 4-8；張曉晨，我國金融監管的立法選擇：以英國危機應對為鑒，浙江工商大學學報，第 133 期，2015 年 7 月，頁 55-64；張曉樸，如何打造高質量的金融監管，經濟導刊，第 1 期，2016 年 1 月，頁 27-33；陳宇、葉睿，英國監管體制改革路徑：雙峰監管模式與金融行為監管局運行機制，中國銀行業，第 7 期，2015 年 7 月，頁 40-42。

¹⁸⁸ 李藝婷，人民幣離岸金融中心發展模式及策略選擇，科技經濟市場，第 10 期，2015 年 10 月，頁 40。

從大陸目前開展人民幣國際化的情況來看，跨境貿易人民幣結算的發展勢必會隨之產生新的金融產品，乃至金融市場的革新，同時也可能導致某些金融風險的出現，防範跨境貿易人民幣結算業務不斷發展所帶來的各種金融風險，必須不斷健全和完善跨境貿易人民幣結算的清算系統和統計監測體系，建立健全中國人民銀行、銀監會、證監會、海關、稅務等多個部門共同管理的制度安排並建立風險預警機制，針對尚未發生的金融風險進行預防和控制，將風險發生的可能性以及發生時的損失降到最低。

同時大陸應加強與其他國家與地區的監管合作，自 2008 年金融海嘯以來，各國已開始走向共識，共同致力保障離岸金融市場的有序運行。近期，相應的國際制度也陸續制定及發布，但這些規則也多為大架構和原則上的協議，各國主管機關須互相合作並加強溝通，發揮國際組織的引導性。同時，大陸應注重國際組織在監管中的作用並對應配合，實現本國金融監管與世界金融監管的對接，並同時密切關注離岸人民幣流通和交易狀況，以便及時應對突發狀況。

三、 著重在岸與離岸市場間的配合與監管

離岸市場能有多大發展，關鍵取決於在岸市場的經濟規模和金融市場的深度。在岸金融市場的穩定和利率水準對於貨幣國際化、離岸市場利率波動有著決定性影響，隨著人民幣國際化進程的明顯加快，需要人民幣匯率的穩定，一個持續貶值或被預期貶值的人民幣匯率有悖人民幣國際的目標。

而擴大離岸市場的人民幣供給，是人民幣離岸市場發展的基礎，只有在人民幣產品和規模達到一定程度後，金融機構才會有動力開發和拓展人民幣產品。加強以人民幣為計價貨幣的對外貿易、直接投資和貸款；鼓勵境內企業使用人民幣對外貸款和投資；擴大金融機構《走出去》的支持力道，鼓勵其加快海外佈局，提升對全球客戶的人民幣整體金融服務能力；鼓勵在岸企業在離岸市場發行以人民幣計價的股票和基金產品。

同時完善人民幣離岸與在岸市場連接的基礎設施包括市場、產品、網路、支付結算體系等並加強在岸與離岸間的協調監管¹⁸⁹，健全建立大陸與各離岸中心主管機關間資訊交流和政策協商機制，就離岸業務的重大政策和事項進行充分有效的溝通、協作。同時加強國際交流與合作。鑒於離岸金融市場對全球金融體系和金融穩定帶來的潛在風險，吸取國際組織制定的有關離岸金融市場監管的原則和措施，提高監管有效性。

四、 加速及加深匯率制度改革

貨幣的價值¹⁹⁰包括對外價值和對內價值兩方面，分別展現在兌換匯率和物價水準上，此兩者對於跨境貿易人民幣結算及人民幣國際化皆有著舉足輕重的意義。而人民幣保持穩定，境外企業和居民的認可度與持有意願就會得到加強，幣值穩定¹⁹¹更有利於企業規避匯率風險、降低損失，增強投資人對人民幣的信心及使用人民幣進行跨境貿易結算的意願。

因而推進人民幣匯率利率市場化，建立有彈性的人民幣匯率形成機制，適應人民幣區域化、國際化需要，並進一步推進人民幣匯率形成機制改革，提高人民幣匯率波動幅度，才能穩定發展人民幣資本市場開放並增加投資人結售匯意願，逐步發揮市場機制在匯率決定中的基礎作用，促進市場均衡匯率¹⁹²形成。因此加快在岸利率市場化進程，建立由市場供需決定的利率形成機制¹⁹³，使利率和匯率能夠真正展現本外幣的相對價格。

¹⁸⁹ 魯國強，離岸金融市場的風險與監管研究，理論經緯，第3期，2008年3月，頁18-21；沈雨竹，離岸金融市場法律監管的基本問題研究，現代婦女，第7期，2014年7月，頁95-96；魏雪梅，人民幣國際化進程中本外幣一體化監管問題研究，河北金融，第2期，2015年2月，頁60-62。

¹⁹⁰ 謝劍平，金融市場，三民書局，1995年6月，頁67-77。

¹⁹¹ 李森介，國際金融與匯兌，華泰文化事業，2008年2月，頁142-144。

¹⁹² 李森介，國際金融與匯兌，華泰文化事業，2008年2月，頁178-183。

¹⁹³ 謝劍平，當代金融市場，智勝文化事業有限公司，2004年3月，頁80-91。

加快發展跨境貿易人民幣結算的目標，是不僅要使人民幣成為大陸與其他國家和地區的雙邊貿易結算貨幣，而且要使其成為國際貿易結算¹⁹⁴中的重要貨幣，最終目標是要實現人民幣國際化，而為逐步實現這個目標，加強與加深匯率制度改革、進一步擴大跨境貿易人民幣結算範圍，才能使人民幣真正為世界所接受成為國際使用貨幣。



¹⁹⁴ 華沁園，跨境貿易人民幣結算的現狀及政策建議，對外經貿，第 239 期，2014 年 5 月，頁 17-19。

第四章 臺灣發展人民幣離岸中心研究

臺灣發展人民幣離岸中心的最大優勢應該是兩岸頻繁的貿易投資合作和人員往來。臺灣是大陸的主要貿易對象，若越來越多的兩岸貿易轉為以人民幣計價進行貿易結算，人民幣的資金累積將會加速。

大陸除了是臺灣第一大出口地區(佔總量 39.4%)，第二大進口地區(佔總量 19.7%)，2015 年臺灣對大陸的貿易順差有 900 億美元¹⁹⁵，同時也是臺灣核准對外投資金額¹⁹⁶最高的國家。在兩岸相互貿易和投資以及探親訪友、商務、旅遊往來的直接推動下，臺灣自然而然會成為全球人民幣的集散中心。銀行透過加強對企業提供人民幣貿易清算、資金管理及相關服務，可衍生出人民幣商機。加上臺灣擁有發展已久的金融基礎設施並且已經在香港、大陸及其他金融中心設有眾多分支機構，可作為建構人民幣業務的完整網絡。兩岸雖政治生態不同，基於特殊歷史背景及情勢，臺灣無法單純以國際一般情況與大陸簽署自由貿易協定或是加入自由貿易區，而必須依靠外交的折衝搏俎簽訂各式協議來規範及進行貿易或投資，但隨著大陸經濟崛起，產業結構的調整，技術快速創新，以及資訊產業的興盛，除上述特殊困境外，在兩岸經貿往來和人員互通的需求下，人民幣在臺灣還是在政策及法規陸續開放下增長，臺灣企圖發展人民幣離岸中心規劃也可望逐步形成與實現。

第一節 臺灣發展人民幣歷程與現況分析

第一項 人民幣在臺灣發展歷程

有鑒於兩岸間的特殊關係及頻繁往來，過往兩岸貨幣合作主要目

¹⁹⁵ 參經濟部

http://www.ey.gov.tw/state/News_Content3.aspx?n=1DA8EDDD65ECB8D4&s=8A1DCA5A3BFAD09C 2016 年 4 月 26 日發布之 2015 年進出口貿易量報告，最近瀏覽日期 2016 年 5 月 21 日。

¹⁹⁶ 參經濟部投資審議委員會

http://www.moeaic.gov.tw/system_external/ctrl?PRO=NewsLoad&id=1108 每月發布之核准僑外投資、陸資來臺投資、國外投資、對中國大陸投資統計速報，最近瀏覽日期 2016 年 5 月 21 日。

的是消弭兩岸間因使用貨幣不同引起的不便，以增強兩岸間經貿關係緊密度。人民幣在臺灣從非法到逐漸合法化，經歷四大階段¹⁹⁷：

一、 人民幣進出臺灣被視為非法階段 (1949-2002)

臺灣自 1949 年起禁止人民幣在台進出，直至 1991 年，臺灣高等法院在偽鈔案判決中，認定偽造人民幣構成違反偽造有價證券罪¹⁹⁸，人民幣首次被認定為是外幣，視為有價證券。1992 年 7 月實施的《兩岸人民關係條例》則明確規定大陸地區發行的幣券不得進出臺灣。該階段，人民幣進出臺灣被視為非法，現鈔主要通過海上小額貿易、往來大陸台胞零星攜帶和地下匯兌等管道在兩岸間跨境流動。

二、 人民幣進出合法化 (2003-2008)

2003 年 8 月 6 日，中央銀行開放銀行之國際金融業務分行(OBU)開辦《無本金交割之美元對人民幣遠期外匯交易》(Non-deliverable Forwards, 簡稱 NDF)¹⁹⁹及《無本金交割之美元對人民幣匯率選擇權》(Non-Delivery Option, 簡稱 NDO)²⁰⁰業務，2004 年 3 月並開放個人入關時最多可攜帶 6000 元人民幣，此時雖然人民幣進出開始合法化，但仍然不能自由兌換與交易。2005 年 10 月，金門、馬祖地區的金融機構開始試點人民幣與新臺幣兌換業務，2008 年 6 月，臺灣修正《兩

¹⁹⁷ 嚴思屏，閩台跨境人民幣業務推進策略探析，福建師範大學學報，第 189 期，2014 年 6 月，頁 39-45。

¹⁹⁸ 就法院實務上的見解而言，經查歷年來的判決針對觸犯刑法第 195 條的構成要件為偽造及變造新臺幣而針對偽造及變造其他貨幣包括美金及人民幣等非臺灣通用貨幣則判決為觸犯刑法第 205 條「偽造、變造之有價證券、郵票、印花稅票、信用卡、金融卡、儲值卡或其他相類作為提款、簽帳、轉帳或支付工具之電磁紀錄物及前條之器械原料及電磁紀錄，不問屬於犯人與否，沒收之。」之偽造變造有價證券罪，由此可知雖然法律條文中未明文規定，然而在實務見解上，臺灣視人民幣為有價證券。

¹⁹⁹ 無本金交割遠期外匯(Non-deliverable Forwards, 簡稱 NDF) 屬於遠期外匯商品，具有避險功能。當合約到期時，交易雙方不需交割本金，只就合約議定遠期匯率與到期時的即期匯率間的差額，進行交割。因為 NDF 交割採差價的方式，具高槓桿的效果，有時被用以進行投機套利操作。

²⁰⁰ 無本金交割外匯選擇權(Non-Delivery Option, 簡稱 NDO)，是一種以匯率為標的物的選擇權，其作法是雙方議定於特定到期日前，買方有權利(但無義務)以事先議定的匯率履約價，向賣方買入或賣出特定匯率及名日本金的交易，但雙方僅依差額交割，而非以實際金額交割的一種金融交易工具。在選擇權市場中，買入的權利即稱為匯率買權，賣出的權利即匯率賣權，因此，反過來說，賣方有義務(但無權利)依照買方的決定來履行該義務。

岸人民關係條例》，並發布《人民幣在臺灣地區管理及清算辦法》²⁰¹ 開放銀行辦理人民幣現鈔買賣業務和人民幣在臺灣管理及清算，開放我國民眾進行新台幣與人民幣之現鈔雙向兌換，自然人持有效身分證件每人每次兌換額度為人民幣 2 萬元²⁰²，人民幣才正式取得在臺灣兌換的法源，合法化登台。

三、 人民幣現鈔匯兌業務發展階段 (2009-2012)

2009 年 4 月，兩岸順利簽署海峽兩岸金融合作協定，在兩岸貨幣管理合作方面初步達成共識，兩岸人民幣與新臺幣回流可透過香港，2010 年 10 月 14 日，中國銀行香港分行開始向臺灣提供人民幣現鈔兌換及回流服務，鑒於台商與我國銀行之國際金融業務分行(OBU)往來密切與台商對人民幣業務之需求，2011 年 7 月開放我國銀行之國際金融業務分行(OBU)及海外分行辦理人民幣業務，為臺灣包括大陸台商在內的境外客戶開立人民幣帳戶以及提供人民幣清結算服務。2010 年 1 月開放台資銀行香港分行開辦人民幣業務。2012 年 8 月 31 日中央銀行與大陸中國人民銀行簽署《兩岸貨幣清算合作備忘錄》，之後中央銀行授權臺灣銀行上海分行擔任新台幣清算行，中國人民銀行授權中國銀行台北分行為人民幣清算行。

同年 9 月，行政院核定《發展具兩岸特色之金融業務計畫》顯示台灣發展人民幣相關業務的策略方向，該計畫從外匯、銀行資本與保險，結合貿易業務拓展兩岸金融市場。並隨後廢止《台灣地區銀行辦理人民幣業務規定》，將人民幣業務回歸《國際金融業務條例的管理架構》，然而當時雖然政策方向底定，但許多細節法規的規定卻未同步發展或放寬，例如筆者服務的投信業務在發行多幣別業務時是否含括人民幣則在與主管機關往返並等待數月後才有較明確的回覆與答案，也因此呈現業界與政府策略上的落後性。

²⁰¹ 《人民幣在臺灣地區管理及清算辦法》第 4 條：「金融機構經許可後，得辦理人民幣與新臺幣現鈔間之買賣業務；外幣收兌處僅限於辦理人民幣現鈔買入業務。」

²⁰² 原先人民幣現鈔的拋補，是由匯豐銀行及美國銀行兩家外商銀行辦理，2010 年 10 月 26 日改由臺灣銀行與兆豐銀行的香港分行與中國銀行(香港)簽署協議並辦理拋補。

四、 兩岸貨幣清算制度建立階段(2013 年至今)

2013 年 1 月 25 日，根據中國人民銀行與中國銀行台北分行簽訂的《關於人民幣業務的清算協議》，中國銀行台北分行成為在台人民幣業務清算行，同天金管會通過新聞聲明，依照《臺灣與大陸地區人民關係條例》第 38 條規定，在兩岸貨幣清算機制建立後，人民幣在臺灣的管理參照執行《管理外匯條例》²⁰³。因此中央銀行開放銀行之外匯指定銀行(DBU)辦理人民幣業務²⁰⁴；2 月 5 日國內外匯指定銀行(DBU)及境外金融機構與中國銀行台北分行簽署清算協議並完成開戶手續之家數共計 46 家；2 月 6 日國內之外匯指定銀行(DBU)正式開辦人民幣業務。為進一步擴大人民幣跨境貿易業務及增進人民幣清算效率，中央銀行於 2013 年 4 月進一步放寬相關規定，擴大預收付貨款項目得為企業跨境貿易平倉之範圍，放寬發票或提單正、影本及銀行掣發單證得為跨境貿易平倉之憑辦文件。

另中國銀行台北分行亦推出以清算行人民幣定期存款為質押基礎之日間透支服務，加強港台間離岸清算運作服務；並就參加行匯款作業提出改善建議，以提升參加行資金運用、收益及匯款效率等，並為加強提供人民幣流動性，中央銀行亦與中國人民銀行初步協商《貨幣交換協議》，並列入未來合作議題。

下表整理最主要的發展內容與進程：

時間	簽署文件	主要發展
----	------	------

²⁰³ 依「臺灣地區與大陸地區人民關係條例」第 38 條第 3 項規定，兩岸貨幣清算機制建立完成後，人民幣在臺灣之管理運用，準用管理外匯條例有關之規定。適用管理外匯條例亦即人民幣視同外幣的一種，今後 DBU 辦理人民幣存、放款業務等相關業務，不再須要向金管會申請許可。至於人民幣衍生金融商品，各金融機構可向中央銀行申請許可，DBU 將可銷售人民幣計價且連結中國大陸利率、匯率、股票等等的金融商品，有利於人民幣金融商品流通。

²⁰⁴ 參中央銀行網站 2013 年 4 月 1 日發布之人民幣業務問答集

<http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/34210404671.pdf> 中的 1.1 銀行業得辦理涉及人民幣外匯業務之範圍？答：(一) 指定銀行：兩岸貨幣清算機制建立後，人民幣準用「管理外匯條例」有關規定，指定銀行依「銀行業辦理外匯業務管理辦法」(以下簡稱本辦法)第四條規定，得辦理涉及人民幣之外匯業務將可擴及：出口外匯、進口外匯、一般匯出及匯入匯款、人民幣存款、人民幣貸款、人民幣擔保付款之保證、衍生性人民幣商品(本行另有規定)等業務。

2003 年 8 月		開放國際金融業務分行 (OBU)美元兌人民幣之無本金交割遠期外匯(NDF)和無本金交割遠期外匯(NDO)
2005 年 10 月		試辦金門、馬祖之金融機構人民幣現鈔買賣業務。
2008 年 6 月		開放臺灣本島民眾進行新台幣與人民幣之現鈔雙向兌換。
2009 年 4 月 26 日	《海峽兩岸金融合作協定》	建立兩岸金融合作框架，由商業銀行等機構辦理人民幣現鈔兌換及回流業務。
2009 年 11 月 16 日	《兩岸金融監理合作備忘錄》 (Memorandum of Understanding, 簡稱 MOU)	兩岸銀行業、證券及期貨業、保險業監管制度進行對接，建立監管合作機制。
2010 年 6 月 29 日	《海峽兩岸經濟合作架構協議》 (Economic Cooperation Framework Agreement, 簡稱 ECFA)	兩岸市場開放優惠措施，兩岸銀行、證券期貨、保險機構互設分支機構，深化業務合作。
2010 年 7 月 13 日	《關於向臺灣提供人民幣現鈔業務的清算協議》	授權中銀香港為臺灣人民幣現鈔業務清算行，中銀香港與臺灣銀行香港分行、兆豐銀行香港分行簽訂人民幣現鈔業務協議，由這些分行通過總行向臺灣當地金融機構提供人民幣現鈔供應及回流

		服務。
2011 年 7 月		開放國際金融業務分行 (OBU)及海外分行辦理人民幣業務。
2012 年 8 月 31 日	《海峽兩岸貨幣清算合作備忘錄》	雙方各選擇一家貨幣清算機構，為對方開展自方貨幣業務提供結算及清算服務。
2012 年 9 月		臺灣銀行上海分行為臺灣在大陸的新台幣清算行，兌換現鈔金額上限為每人每次 6 萬元新台幣。
2012 年 12 月		中國銀行臺北分行擔任臺灣地區人民幣業務清算行。
2013 年 1 月 25 日	《關於人民幣業務的清算協議》	中國銀行臺北分行作為臺灣人民幣業務清算行，正式為參加行開立人民幣帳戶、辦理人民幣清算和結算業務、提供人民幣購售及人民幣拆借等服務。
2013 年 1 月		開放銀行之外匯指定銀行 (DBU)辦理人民幣業務。
2013 年 2 月 6 日	臺灣 46 家金融機構與中國銀行臺北分行簽訂人民幣清算協議	46 家金融機構在中行臺北分行開立了清算及結算帳戶，辦理人民幣業務，包括人民幣存款、貸款、貿易結算和理財產品等。
2013 年 2 月		人民幣投資型保單准予備查。 開放證券商自行買賣及接受專業投資人委託買賣大陸地

		區證券市場有價證券。
2013 年 3 月		中國信託商業銀行發行之首檔寶島債掛牌。
2013 年 4 月		央行放寬擴大預收付貨款項目得為企業跨境貿易平倉之範圍，放寬發票或提單正、影本及銀行掣發單證得為跨境貿易平倉之憑辦文件。
2013 年 5 月		放寬保險公司取得及投資大陸不動產、投資人民幣計價商品。
2013 年 9 月		財金公司外幣結算平台加入人民幣
2014 年 11 月		放寬指定銀行辦理人民幣貸款，得比照其他外幣貸款，所徵提之國外交易文件，其價款不以人民幣收付為限。
2015 年 1 月		簡化指定銀行與顧客辦理人民幣跨境貿易，相關之人民幣買賣得向臺灣地區人民幣清算銀行辦理平倉之憑辦文件。
2015 年 11 月		中央銀行放寬 ²⁰⁵ 《人民幣參加行得與人民幣清算行平倉》之規定，外匯指定銀行(人民幣參加行)得與人民幣清算行(中國銀行台北分行)進行平倉，廠商將可在 CNY (在岸)或 CNH (離岸)選擇最

²⁰⁵ 參中央銀行外匯局 <http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/65131411371.pdf> 2015 年 11 月 2 日公佈之人民幣業務說明，最近瀏覽日期 2016 年 5 月 22 日。

		有利的價格進行平倉
--	--	-----------

資料來源：筆者參考²⁰⁶並整理

由上表可知，臺灣在人民幣發展上與相關協議內容息息相關，幾個重要協議在影響人民幣業務甚至影響臺灣發展人民幣離岸中心的整理如下：

一、 《兩岸金融監理合作備忘錄》（MOU）

金融監理合作瞭解備忘錄(Memorandum of Understanding，簡稱MOU)是金融機構從事跨境經營業務時，母國監理機關與地主國監理機關同意相互交換意見，協助彼此履行金融監理職責，並以備忘錄方式將雙方意見保留，是國際間建立監理合作關係最常見的方式²⁰⁷。根據金管會最近期相關新聞稿²⁰⁸，截至2014年底，臺灣已與各國金融監理機關簽署48個監理合作備忘錄或換函，對象遍及美洲、歐洲、亞洲等主要國家，在亞洲方面，合作對象包括中國大陸、香港、日本、新加坡、馬來西亞、菲律賓、越南、印度、泰國以及澳洲等。

而三項兩岸金融監理合作瞭解備忘錄的主要內容如下：

- （一）資訊交換：範圍限於對金融機構進行合併監理所需資訊、金融監理法規制度相關資訊，但不包括客戶帳戶資料。
- （二）資訊保密：對於所取得資訊，僅供監理目的使用，並應予保密。
- （三）金融檢查：雙方可對己方金融機構在對方境內分支機構進行檢查。
- （四）持續聯繫：雙方可舉行會談，並鼓勵進行人員交流互訪。
- （五）危機處置：對於一方金融機構在對方境內的分支機構發生經營

²⁰⁶ 鍾銘泰、張凱君，從人民幣國際化進程談兩岸金融合作契機，兩岸金融季刊，第4期，第3卷，2015年12月，頁133-159。

²⁰⁷ 此為國際間使用的慣例，參考相關國際法學研究組織給予的定義為：

A MOU is generally considered 'an agreement to agree' or an agreement to enter into a more specific and comprehensive contract or agreement at a later time after further negotiations. A MOU will typically establish a framework for the collaboration between the organisations and express the common goals or vision of the parties to the MOU. In general, an MOU will not deal with the specific details of particular projects. A MOU will typically be used when organisations wish to co-operate and/or share information with each other allowing each to make the most of the other's specialist skills or knowledge.

²⁰⁸ 參金管會網站 <http://www.fsc.gov.tw/ch/index.jsp>，最近期瀏覽日期 2016年5月21日。

困難時，雙方應協調共同解決所面臨的問題與障礙²⁰⁹。

《兩岸金融監理合作備忘錄》就像入場券，讓臺灣金融業者得以進入大陸市場。而相關明確規範則在 2010 年 3 月，臺灣正式公布《兩岸金融業務往來及投資許可管理辦法》，面向涵蓋銀行、證券及保險業，為臺灣金融業前進大陸以及大陸金融業來台提供明確法律規範。

二、 《海峽兩岸經濟合作架構協議》（ECFA）

兩岸於 2010 年 6 月簽訂《海峽兩岸經濟合作架構協議》（Cross-Straits Economic Cooperation Framework Agreement，以下稱 ECFA），其性質在於其採循序漸進之方式，避免一開始即須全面性開放貿易項目，雙方各自提出所需事項進行協商，再訂出協商後會實行之順序及時間表²¹⁰。

因 ECFA 簽訂的關係，兩岸金融業才又有了更大幅進展。ECFA 揭示兩岸經貿正式進入《制度化合作》時代，同時也將金融服務業列入 ECFA 的早期收穫清單；之後，兩岸央行再於 2010 年 7 月授權中國銀行(香港)、臺灣銀行及兆豐銀行為大陸和臺灣方面的人民幣現鈔拋補銀行²¹¹，以提供人民幣供應量。

按世界貿易組織(WTO)架構，ECFA 屬過渡協定，雖無強制性，但通常在 10 年內，兩邊必須完成約 90% 的商品服務免關稅(自由貿易協定，簡稱 FTA)，臺灣與大陸將互相大幅開放市場給對方。大前研一說，ECFA 是布局大陸內需市場的機會，東協盼於 2020 年，打造出一個逾三十億人口的「亞太經濟共同體」。這個占全球人口近半數的超大經濟體，將對其他國家堆起零關稅壁壘，同屬亞太地區的臺灣如被摒棄門外，將成為新貿易孤兒。當然從 ECFA 簽署至今反對聲浪未曾斷過，然而批判總是比建設容易許多，筆者認為產業在批判賣國的

²⁰⁹ 參行政院金融監督管理委員會，<http://www.fsc.gov.tw/ch/index.jsp>，最近瀏覽日期 2016 年 4 月 23 日)。

²¹⁰ 參 ECFA 兩岸經濟協議，<http://www.ecfa.org.tw/index.html>，最近瀏覽日期 2016 年 4 月 23 日。

²¹¹ 2010 年 7 月 13 日，中國人民銀行決定授權中國銀行(香港)有限公司向臺灣提供人民幣現鈔清算服務，即指定中國銀行(香港)作為人民幣現鈔拋補銀行。同日，中央銀行也會同金管會同步修正〈人民幣在臺灣地區管理及清算辦法〉，開放符合條件之金融機構得與中國銀行(香港)簽訂人民幣拋補協議。

同時，應該更積極提供有效經濟或修法建議，因大陸經濟體的崛起已不容忽視，若臺灣產業希望創造雙贏勢必不是坐而批判可以達成的。

三、 《海峽兩岸貨幣清算合作備忘錄》

2012年8月31日，臺灣中央銀行與大陸中國人民銀行簽署《貨幣清算備忘錄》，就建立兩岸貨幣清算機制，包括選定清算行、訊息交換、危機處置及兩岸雙方有關之監管合作等事宜達成共識。

依據《貨幣清算備忘錄》第一條之規定，雙方各自同意指定一家貨幣清算機構，為對方提供本方貨幣結算與清算服務，並可依照兩岸相關監管法規辦理兩岸貨幣的現鈔調運。對此，臺灣中央銀行依《大陸地區新台幣清算行遴選規定》，於2012年9月17日遴選臺灣銀行上海分行為大陸新台幣業務清算行²¹²；中國人民銀行則於2012年12月11日指定中銀台北擔任臺灣人民幣業務清算行²¹³。臺灣中央銀行並於2013年2月6日許可外匯指定銀行正式開辦人民幣業務，同時也宣告臺灣銀行業人民幣業務邁向嶄新階段。

兩岸貨幣清算機制建立後，依《臺灣地區與大陸地區人民關係條例》第三十八條第三項規定²¹⁴，人民幣在臺灣之管理，準用《管理外匯條例》有關規定，依照《管理外匯條例》第三條規定²¹⁵，外匯業務主管機關為中央銀行，人民幣視同外幣的一種，銀行業辦理人民幣業務等相關業務，應向中央銀行申請許可。中央銀行於2013年1月25

²¹² 中央銀行，「台央外柒字第1010034588號令」，2012年9月7日

²¹³ 中國人民銀行，「公告[2012]第18號」，2012年12月11日。

²¹⁴ 《臺灣地區與大陸地區人民關係條例》第38條：「大陸地區發行之幣券，除其數額在行政院金融監督管理委員會所定限額以下外，不得進出入臺灣地區。但其數額逾所定限額部分，旅客應主動向海關申報，並由旅客自行封存於海關，出境時准予攜出。行政院金融監督管理委員會得會同中央銀行訂定辦法，許可大陸地區發行之幣券，進出入臺灣地區。大陸地區發行之幣券，於臺灣地區與大陸地區簽訂雙邊貨幣清算協定或建立雙邊貨幣清算機制後，其在臺灣地區之管理，準用管理外匯條例有關之規定。前項雙邊貨幣清算協定簽訂或機制建立前，大陸地區發行之幣券，在臺灣地區之管理及貨幣清算，由中央銀行會同行政院金融監督管理委員會訂定辦法。第一項限額，由行政院金融監督管理委員會以命令定之。」

²¹⁵ 《管理外匯條例》第3條：「管理外匯之行政主管機關為財政部，掌理外匯業務機關為中央銀行。」根據中央銀行頒布人民幣業務問答集

<http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/34210404671.pdf>，人民幣業務管理則視同外幣的一種。

日發布修正《銀行業辦理外匯業務管理辦法》²¹⁶，增訂第四章人民幣業務管理以規範人民幣清算行辦理清算業務，及外匯指定銀行辦理人民幣業務之管理規範。

為因應 ECFA 之後兩岸金融發展及《兩岸貨幣清算協議》之簽訂，行政院更於 2012 年 9 月 6 日核定《發展具兩岸特色之金融業務計畫》²¹⁷，總共包括全面啟動外匯指定銀行(DBU)人民幣業務、兩岸現代化金流平台、兩岸電子商務金流業務、一卡兩岸通、協助金融機構大陸佈點服務台商、開放具台商背景之優質企業回台上市(櫃)、開放國內公開發行公司發行人民幣計價之債券及其籌資工具、發展大中華區資產管理及理財業務、擴大保險相關業務及服務，以及監理合作排除障礙，爭取有利條件進入大陸市場等 10 項執行項目。希望從外匯、銀行、資本及保險市場等面向，協助金融業者發揮其兩岸互設據點之特色，有效結合中國大陸台商經貿業務，拓展兩岸金融市場發展之經營利基。

該業務計畫發展至今，每年行政院都會發布年度成效報告²¹⁸，雖在金融業的推展上有些進展如上線外幣結算平臺、開放投信事業得募集發行人民幣計價之國內基金等，然而筆者認為該計畫擬定時未考量到部分措施須待兩岸服務貿易協議生效後才能推動，金管會、經濟部及陸委會等相關部會應該共同積極向立法院及大陸政府爭取支持或部分金融項目如人民幣合格境外機構投資者(RQFII)脫鉤，方能持續推動相關金融業務與人民幣離岸中心的發展。

第二項 人民幣在臺灣發展現況

依渣打人民幣環球指數統計²¹⁹的 7 個人民幣離岸市場，臺灣占比

²¹⁶ 中央銀行，「台央自外柒字第 1020000110 號令」，2013 年 1 月 25 日。

²¹⁷ 參金管會網站 <http://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=372&parentpath=0,2,310>，最近瀏覽日期 2016 年 5 月 21 日。

²¹⁸ 參金融監督管理委員會網站 <http://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=384&parentpath=0,2,379>，最近瀏覽日期 2016 年 7 月 2 日。

²¹⁹ 渣打人民幣環球指數是 2012 年開始編制每個月中之前在渣打銀行的網站上發布。渣打定位該指數在多方位追蹤離岸人民幣發展，所設計的指標。指數覆蓋七個主要的人民幣離岸市場，包

自 2015 年 7 月被紐約超越後，截至 2016 年 3 月居全球第五，雖然臺灣地理位置緊鄰全球最大人民幣離岸市場香港，且與大陸的貿易投資往來最密切，但發展人民幣離岸市場成長速度卻遠輸給新加坡、倫敦等地。

渣打人民幣環球指數同時蒐集各地人民幣存款、人民幣債券發行、跨境支付，以及外匯交易等市場資訊，渣打銀行指出，臺灣離岸中心的強項在於人民幣存款，相關數據從 2014 年一直往上加，原預估 2015 年可望達 4,000 億人民幣，但去年 11 月開始下修，減少到人民幣 3,400~3,500 億元，主要就是人民幣匯價走貶，對臺灣投資人的吸引力降低。臺灣發展人民幣離岸中心的區域競爭對手新加坡，在 2011 年 8 月加入指數時的占比為 9%，2015 年底已增加到 11.2%；而原本積極尋求臺灣共同發行人民幣債券的倫敦金融中心，2015 年底占比達 14.8%，已是歐洲第一離岸人民幣市場，未來的目標設定移轉更多的香港人民幣商機到倫敦營運。

根據中央銀行發布的資料²²⁰，截至 2016 年 3 月底，整體臺灣銀行業辦理人民幣結算的金額達 3523 億人民幣，人民幣存款餘額累計則占大宗約有 90%，達到 3143.1 億元，雖然存款占比高，但與歷月資料相比卻為 2015 年 2 月以來新低水準，人民幣兌美元匯率去年 8 月開始大幅波動，似乎因此造成對人民幣需求程度降低。

可見自兩岸貨幣清算機制建立以來，礙於兩岸法令的雙重限制，臺灣的人民幣產品類型發展及人民幣回流的管道似乎仍受限太多，數量及規模都還是比不上其他離岸中心尤其是香港。例如人民幣合格境外機構投資者(RQFII)至今大陸仍不同意與服貿協議脫鉤，就筆者在業界經驗，不管是透過官方管道協商或是台灣業者組團拜訪說明，大陸主管機關至今仍不願開放，人民幣合格境外機構投資者(RQFII)對業界

括香港、倫敦、新加坡、台北、紐約、首爾和巴黎。主要計算四項業務的增長，包括存款、點心債券和存款證、貿易結算和其他國際付款（國際商貿）以及外匯（交易管道）。香港是最早由中國官方指定的市場，該指數成立後，最先加入的是倫敦和新加坡，占比分別 9.7%、9%，香港約 81.4%。及至 2013 年 7 月，渣打集團看好臺灣開放人民幣 OBU、DBU 業務，且央行大力推動臺灣成為離岸人民幣中心的相關政策，該指數納入臺灣，首年占比 3.4%。

²²⁰ 參中華民國中央銀行全球資訊網，<http://www.cbc.gov.tw>，最近瀏覽日期 2016 年 4 月 23 日。

的重要性在於其可實質免除匯率風險，不需像合格境外機構投資者(QFII)一般需在美金與人民幣間互換，因美金與人民幣間的避險商品又有限，若只能透過合格境外機構投資者(QFII)而不開放人民幣合格境外機構投資者(RQFII)當然就嚴重限制產品的開發及法人投資意願。又例如寶島債為何在台灣總是只聞樓梯響，主要原因就在於稅制，台灣債券市場交易之國際債券(含寶島債)針對投資人獲配利息所得之扣繳稅款，相較於香港、新加坡均毋須扣繳稅款，外國投資人投資台灣公司發行之寶島債利息所得不僅須扣繳稅款且扣繳制度複雜，扣繳稅率亦高(15%)，降低外國投資人的投資誘因，不利台灣成為離岸人民幣中心。

如中央銀行在 2014 年 3 月 14 日發布之臺灣人民幣市場穩健發展之說明²²¹，台灣政府開放銀行辦理人民幣業務之主要目的，即為促進兩岸經貿活動、金融合作與發展，透過增加兩岸經貿活動可使用的幣別(人民幣)，提升廠商資金調度之靈活性。開放初期在集體金融業全力衝刺下，各金融業別在人民幣相關業務或產品的發行都有快速發展，然而到了 2015 年第四季，由於 A 股市場及人民幣匯率的不穩定及市場對貶值預期的萌生，相關業務發展開始出現停滯，更多相關問題與建議會在後續章節說明，先就人民幣目前在臺灣發展現況依不同金融業別分析說明如下：

一、 銀行業發展人民幣業務現況

(一) DBU 業務

如前文所述，為進一步促進兩岸貿易直接以人民幣結算，自兩岸貨幣機制建立並發布修正開放《銀行業辦理外匯業務管理辦法》²²²增修第四章人民幣業務管理規範外匯指定銀行(DBU)辦理人民幣業務並

²²¹ 參中華民國中央銀行全球資訊網之臺灣人民幣市場穩健發展
http://www.cbc.gov.tw/sp.asp?q=%E4%BA%BA%E6%B0%91%E5%B9%A3%E5%AD%98%E6%AC%BE&x&durl=mp%2FsearchList.asp&mp=1&send_btn=%E6%9F%A5%E8%A9%A2，最近瀏覽日期 2016 年 7 月 9 日。

²²² 中央銀行，「台央自外柒字第 1020000110 號令」，2013 年 1 月 25 日。

發布相關通知說明²²³臺灣銀行業已可辦理人民幣存放款、匯款、跨境貿易人民幣結算、兌換、衍生性金融商品、保險及基金等相關業務；主管機關對相關人民幣業務之法規並完成訂定或修正，以符實際需要。外匯指定銀行(DBU)人民幣業務服務項目，包括人民幣現鈔、出口外匯、進口外匯、一般匯出及匯入匯款、人民幣存款、人民幣貸款及人民幣擔保付款之保證業務等各項金融商品，服務對象遍及企業及個人。

外匯指定銀行(DBU)開放後，根據中央銀行的統計數字，初開放時(2013年2月)人民幣在外匯指定銀行(DBU)的存款金額為96.3億，推展3年後截至2016年2月的統計金額則為2740.24億人民幣，成長超過28倍。然而2015年8月開始人民幣無預警貶值及近期大陸一年期存款利率由去年的3%掉到今年約1.75%，雖然還是高於臺灣的利率(約1%)，台灣民眾對於持有人民幣的意願開始下降，或許這也是今年以來人民幣存款餘額不增反降的原因，下表可見近期銀行人民幣業務發展的各項數字²²⁴。

單位：億人民幣

業務項目	DBU	OBU	合計
存款餘額	2,728.57	414.58	3,143.15
(2016年2月底)	(2740.24)	(429.94)	(3,168.18)
(2013年2月底)	(96.30)	(293.81)	(390.11)
貼現及放款餘額	20.95	119.30	140.25
(2016年2月底)	(7.14)	(137.58)	(144.72)
(2013年2月底)	(0.05)	(66.16)	(66.21)

²²³ 參金管會 2013 年 1 月 25 日新聞稿

http://www.banking.gov.tw/ch/home.jsp?id=294&parentpath=0,8,109&mcustomize=newsarea_view.jsp&dataserno=201301250003&aplistdn=ou=data,ou=newsarea,ou=chbanking,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&toolsflag=Y 說明內容：「一、金管會前已陸續完成修正有關銀行辦理人民幣業務之主管法規，包括兩岸金融業往來業務得以人民幣辦理之相關規定暨商業銀行與工業銀行得投資大陸地區政府及公司發行之有價證券等規定，爰 DBU 依上述相關規定即得辦理人民幣存、放、匯款等業務，並得投資大陸地區政府或公司發行之有價證券，無須向金管會申請許可。」

²²⁴ 參中華民國中央銀行全球資訊網，<http://www.cbc.gov.tw>，最近瀏覽日期 2016 年 4 月 23 日。2016 年 3 月全體銀行透過中國銀行臺北分行辦理之人民幣結算總金額為 3,523 億人民幣。括弧內數字為上月及初開放人民幣業務時之統計金額。

匯款總額	669.84	651.10	1,320.94
(2016年2月底)	(552.85)	(501.15)	(1,054.00)
(2013年2月底)	(22.24)	(150.83)	(173.07)

(二) OBU 業務

2011年7月，央行已就國際金融業務分行(OBU)開放辦理人民幣業務²²⁵，人民幣業務指銀行得進行人民幣存款、放款、匯兌、進出口、授信等業務。就上述限制下，在國際金融業務分行(OBU)欲提領現金或就其外幣兌換新台幣，可先將國際金融業務分行(OBU)帳戶的外幣匯至外匯指定銀行(DBU)帳戶中再由外匯指定銀行(DBU)提領現金或兌換新台幣；臺灣目前外匯指定銀行(DBU)業已全面開放人民幣業務，故得將國際金融業務分行(OBU)中的人民幣直接匯入外匯指定銀行(DBU)帳戶內。

2012年9月，為使國際金融業務分行(OBU)間可相互拆借人民幣，金管會公告廢止《台灣地區銀行辦理人民幣業務規定》，國際金融業務分行(OBU)或海外分行辦理人民幣業務，回歸《國際金融業務條例》或當地金融法規，不再另行規範。因而國際金融業務分行(OBU)可依《臺灣地區與大陸地區金融業務往來及投資許可管理辦法》第11條辦理兩岸金融往來人民幣業務²²⁶。

²²⁵ 早期兩岸貨幣清算因未有「直接」的清算機制，而係透經由香港之「間接清算境外之個人、法人、政府機關或金融機構之外幣匯兌、外匯交易、資金借貸及外幣有價證券或其他經主管機關核准外幣金融商品之買賣，其成本較高，不利銀行間競爭。於2012年12月，兩岸貨幣清算機制正式啟動，由OBU直接與中銀台北進行清算，使雙方貿易成本降低，亦使臺灣DBU辦理人民幣業務可加速進行。為擴大國際金融業務分行(OBU)及海外分支機構的業務發展空間，金管會於2011年7月21日與中央銀行會銜發布《臺灣地區銀行辦理人民幣業務規定》，開放OBU及第三地區分支機構，申請辦理人民幣業務，此項措施也有助於解決大陸臺商的人民幣融資問題。參金管會銀行局網站

http://www.banking.gov.tw/ch/home.jsp?id=294&parentpath=0,8,109&mcustomize=newsarea_view.jsp&dataserno=201301250003&aplistdn=ou=data,ou=newsarea,ou=chbanking,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&toolsflag=Y，最近瀏覽日期2016年7月9日。

²²⁶ 《臺灣地區與大陸地區金融業務往來及投資許可管理辦法》第11條：「臺灣地區銀行經主管機關許可者，其在第三地區設立之分支機構及國際金融業務分行，得與大陸地區人民、法人、團體、其他機構及其在第三地區設立之分支機構為業務往來，其範圍如下：一、收受客戶存款。二、匯出及匯入款業務。三、出口外匯業務，包括出口押匯、出口託收、出口信用狀通知及保兌業務。四、進口外匯業務，包括簽發信用狀、匯票承兌、進口結匯及進口託收業務。五、代理收付款項。六、授信業務。七、應收帳款收買。八、與前七款業務有關之同業往來。九、其他經主管機關核准辦理之業務。」

根據金管會銀行局發布之台灣地區辦理銀行業在臺灣境內承辦國際金融業務分行(OBU)的銀行或分行，所承辦的是外國人（持外國護照者）的外匯業務，但不得涉及新台幣業務；然國際金融業務分行(OBU)帳戶的隱密性相對較高，不受外匯管制。國際金融業務分行(OBU)自 2013 年外匯指定銀行(DBU)人民幣業務開放後雖在匯款金額部分有增加，但在存款與放款金額部分增加幅度不大。在臺灣發展人民幣離岸中心的優勢當中，人民幣存款因人民幣貶值而使一般投資人卻步，寶島債的發行在大陸銀行業的需求不再，至於跨境支付，也受到目標可贖回遠期契約(Target Redemption Forward，簡稱 TRF)²²⁷ 客戶大虧，銀行和企業金融客戶均減少部位，預估臺灣人民幣市場的規模會在今年再度萎縮。

二、 證券業發展人民幣業務現況

(一) 證券商銷售人民幣計價產品

兩岸貨幣機制建立前，證券商原已自 2007 起開始可依照《證券商受託買賣外國有價證券管理規則》替投資人開立證券帳戶，從事外幣受託買賣海外有價證券，並可依央行公布之《證券商辦理涉及股權、外幣債券及外幣利率之衍生性外匯商品相關業務規範》在臺灣設計連結海外有價證券以台幣或外幣計價商品提供給臺灣投資人。

而自兩岸清算機制建立後，2013 年 12 月 26 日金管會及央行²²⁸則聯合發布修訂《國際金融業務條例施行細則》及訂定《國際證券業務分公司管理辦法》新增人民幣業務之經營與管理章節，明定證券商在進行人民幣業務時須遵行的規範，近 2 年的證券商透過複委託收受外幣資產投資海外的業務發展狀況如下表，2015 年整體海外證券成交

²²⁷ 一種衍生性金融商品，中央銀行將其分類為選擇權類的商品。交易方式為由銀行與客戶對「未來匯率走勢」進行押注。主要是客戶和銀行買一個選擇權、賣一個選擇權，國內銀行盛行銷售以人民幣為標地的 TRF 商品。當客戶進行匯率單邊走勢的押注，押對方向，獲利為「本金 X 匯差」；猜錯方向，虧損除了價差乘上本金外，還須乘上槓桿倍數，也就是「本金 X 匯差 X 槓桿倍數」。

²²⁸ 參金融監督管理委員會，金管證券字第 1020053236 號，2013 年 12 月 26 日及參中央銀行，台央外拾壹字第 1020050903 號，2013 年 12 月 26 日。

金額成長約 16%而大陸證券的投資金額則大幅成長 14 倍²²⁹，可見自兩岸清算機制建立後，人民幣業務在證券交易方面因貨幣兌換方便性及來源都增加也因此成長許多。

交易地區	成交金額 (億台幣)	該國占當年度總成交金額比率 (%)
美國	5993.42 (5374.31)	35.64 (37.08)
盧森堡	5864.42 (5693.99)	34.88 (39.29)
香港	3128.91 (2613.55)	18.61 (18.03)
大陸	936.12 (64.62)	5.57 (0.45)
英國	255.28 (201.49)	1.52 (1.39)
日本	213.15 (174.73)	1.27 (1.21)
法國	70.93 (27.88)	0.42 (0.19)
德國	67.89 (32.55)	0.40 (0.22)
新加坡	64.38 (22.87)	0.38 (0.16)
愛爾蘭	63.54 (120.33)	0.38 (0.83)
其他歐洲地區	48.11 (27.66)	0.29 (0.19)
其他亞洲地區	36.79 (43.66)	0.22 (0.30)
韓國	36.38	0.22

²²⁹ 以 2015 年度的成交金額與括弧內之 2014 年度的成交金額相比。

	(54.27)	(0.37)
澳洲及紐西蘭	18.12 (18.47)	0.11 (0.13)
其他地區	11.63 (12.24)	0.07 (0.08)
加拿大	5.28 (9.44)	0.03 (0.07)
總計	16,814.34 (14,492.05)	2015年相對2014年 成長率為16.02%

資料來源：中華民國證券商業同業公會，括弧內數字為整理 2014 年度之金額，各年度資料加總至年底。

(二) 投信發行人人民幣計價產品

金管會於 2013 年 3 月發布之金管會對《投信產業興利與除弊並重之相關措施》提出：「投信產業係金融產業發展不可或缺之一環，經查截至 2013 年 1 月底止，國內公私募基金規模為新臺幣 1.98 兆元、全委資產管理規模為 0.9 兆元，國內投信事業管理資產規模合計已達 2.88 兆元，管理規模逐年成長²³⁰，且隨著近年國內人口老化趨勢、退休理財需求殷切，故國內對資產管理確有龐大需求。投信產業除可滿足國人投資理財需求並為投資人創造投資效益外，因其具備高附加價值優勢，能連帶提升其它產業之業務發展，如銀行保管業務、證券商受託買賣及資產評價業務等，有助於提升整體經濟產值。...為扶植國內投信產業發展，金管會於近期推動之「發展具兩岸特色之金融業務」及「以臺灣為主之國人理財平臺」等計畫中已納入多項投信法規鬆綁政策，如：簡化基金審核程序，逐步採基金申報生效制，並放寬相關投資限制(如開放投信事業得募集人民幣基金及多幣別基金等)²³¹。另在 2013 年 1 月 29 日兩岸證券監理合作平臺會議中，亦積極向陸方爭

²³⁰ 根據中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會公布數據

²³¹ 參金管會 2012 年 10 月 11 日發布開放投信事業得募集發行人人民幣計價基金、多幣別基金及外幣計價基金得以新臺幣收付

http://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201210110003&toolsflag=Y&dtable=News，最近瀏覽日期 2016 年 7 月 9 日。

取放寬對我國投信產業之相關限制，如：放寬臺資證券機構投資大陸基金管理公司持股比例可達 50% 以上及開展人民幣合格境外機構投資者試點(RQFII)投資額度為 1000 億人民幣等。」

因此，自 2013 年 2 月 46 家金融機構與中國銀行台北分行簽訂人民幣清算協議後，金管會也在同年 4 月核准國內第一檔人民幣計價的投信基金，不過當時仍有人民幣計價基金必須部份投資於人民幣資產限制²³²(如點心債、大陸 A 股)，使得當年度的相關基金成長狀況有限。2014 年 7 月金管會解除人民幣計價基金必須投資人民幣資產的限制²³³，讓各類型基金也可以採用人民幣計價，使得國人可以投資的人民幣計價基金在 2015 年 1 月即迅速成長至 70 檔以上，也藉此提供投資人關於人民幣資產的配置管道，比較 2013 年 5 月與近期投信業在人民幣計價產品的發行產品數量與規模如下表，足見自開放以來，該等產品確有大幅成長。

兩岸貨幣清算機制建立後，筆者服務的投信業充滿期待也積極開發人民幣計價產品，然因臺灣的人民幣合格境外機構投資者(RQFII)申請在業界期盼與呼籲下至今仍未與服貿協議脫鉤，故而基金雖以人民幣計價但合格境外機構投資者(QFII)須以美元匯入大陸投資，因在匯率及避險成本等考量下難以做到投資人預期的績效，加上 2015 年 A 股市場震盪以及人民幣貶值，因此由下表可窺見，2016 年 4 月與 2015 年 1 月相比，明顯可看出過去一年多雖然人民幣計價基金發行數量增加 3 倍但整體規模成長幅度卻始縮減，與其他金融業別如銀行業的發展狀況出現同樣的趨勢，因為投信業基金屬於理財產品一環，當投資人對貨幣需求降低因而存款累積金額下降時(參前文 DBU 人民幣業務現況說明)，對理財產品的需求自然也跟著下降。

²³² 因當時金管會認為若沒有 QFII 額度的業者發行人民幣計價基金將使投資組合與收受幣別無法對應，再加上當時人民幣在台灣或國際市場可能與投資組合幣別間無法透過匯率工具有效避險，將因此致使人民幣計價基金淨值波動過大，因此當時僅有取得 QFII 額度的投信業者得以發行人民幣計價基金且須實質投資在大陸市場。

²³³ 因金管會考量香港人民幣(CNH)流通數量且香港已是全球最大的人民幣離岸中心，應有足夠的匯率工具讓台灣投信業者發行的人民幣計價基金用以避險，因此放寬需有 QFII 額度的限制讓所有類型的基金均得以發行人民幣計價級別。

	2013 年 5 月	2015 年 1 月	2016 年 4 月	2013 ~ 2016 成長倍數
人民幣計價基金數量	12	70	217	18 倍
人民幣計價基金規模 (億台幣)	78.62 (占整體基金規模 0.38%)	357.99 (占整體基金規模 1.75%)	396.08 (占整體基金規模 1.82%)	5 倍 (整體基金規模成長 5.97%)

資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會

三、 保險業發展人民幣業務現況

同樣地，為配合兩岸貨幣清算機制之建立以及提供國人多元保險商品及資產配置選擇，金管會於 2012 年 12 月開放保險業辦理人民幣收付之投資型保單，次年度即核准 15 家壽險公司發行人民幣投資型保單；並於 2013 年 12 月修正「人身保險業辦理以外幣收付之非投資型人身保險業務應具備資格條件及注意事項」，開放保險業辦理以人民幣收付之非投資型保險商品業務(傳統保單)²³⁴，並於 2014 年 4 月一次核准 6 張人民幣傳統型保單²³⁵以提供壽險業外幣保單設計的選擇。

然而人民幣保單銷售狀況不如預期，投資型保單和傳統型保單整體加總的新契約保費在每季的統計數字都不超過保費新契約金額的 1%²³⁶，筆者認為人民幣保單未大受臺灣保戶歡迎主要是因為人民幣投資型保單可連結或可供投資標的(僅有投信基金可發行人民幣計價

²³⁴ 參金管會保險局網站於 2013 年 12 月 19 日發布之新聞稿

http://www.ib.gov.tw/ch/home.jsp?id=34&parentpath=0,2&mcustomize=multimessage_view.jsp&dataserno=201312190003&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&toolsflag=Y&dtable=News。

²³⁵ 參金管會保險局於 2014 年 4 月 1 日發布之新聞稿

http://www.ib.gov.tw/ch/home.jsp?id=34&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201404010007&toolsflag=Y&dtable=News。

²³⁶ 依照新聞之人民幣保單銷售金額(非官方固定揭露數字)與壽險公會每月公布之保費新契約金額相比 http://www.lia-roc.org.tw/index03.asp?item=/indexasp/asp_data/index03/105/壽險公會新聞稿.htm。

基金)遠少於其他外幣保單(可連結在台註冊的超過 1000 檔境外基金)，根據筆者在投信業經驗曾嘗試與壽險公司合作開發人民幣保單，然而人民幣理財商品環環相扣，因壽險業需倚賴投信業先發行人民幣計價基金方可進行投資型保單連結或投資，投信業要發行基金則先要有市場需求方能募集足夠金額成立，然而因投信業去化人民幣管道受限(如前文所述，目前 RQFII 未開放)，在發行產品的規格和成本自然受限，進而也使得投資型保單的可投資標的受到侷限；而在傳統型保單銷售量增加的困難則是美元保單的費率便宜，人民幣保單保費比美元貴，加上壽險公司同樣擔心資金去化問題，人民幣保單的費率不敢訂太低，當然無法設計出產品條件吸引保戶的保單。

此外，受限於中央銀行目前每人每天只能兌換人民幣 2 萬元的規定，除非原本就有大量人民幣的投資人否則想投資大額人民幣保單程序相當複雜，也限制人民幣保單的發展動能。綜觀各壽險公司，資金可以回流到大陸的境外合格機構投資者(QFII)額度相當有限。國泰與富邦人壽額度最多也僅只有 10~15 億美元，絕大部分的壽險公司額度都在 10 億美元以下²³⁷，加上能夠轉投資標的有限，僅包含寶島債和點心債等，保費流入對壽險公司來說反而是一種負擔。

四、 人民幣債券(寶島債)發展現況

因應兩岸人民幣機制建立及積極發展《發展具兩岸特色之金融業務計畫》²³⁸，金管會於 2012 年 11 月核備櫃買中心所報「外幣計價國際債券管理規則」修正草案，開放國內外發行人於國內發行人民幣債券於櫃買中心掛牌交易，櫃買中心於同年同月即公告實施。2013 年 3 月 12 日中國信託商業銀行發行的第一檔寶島債²³⁹正式於櫃檯買賣中

²³⁷ 參大陸國家外匯管理局網站

[http://www.safe.gov.cn/wps/wcm/connect/5de310804dc4fdaea779a7a46e1b18c9/合格境外机构投资者\(QFII\)投资额度审批情况表\(截至2016年5月30日\).pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=5de310804dc4fdaea779a7a46e1b18c9](http://www.safe.gov.cn/wps/wcm/connect/5de310804dc4fdaea779a7a46e1b18c9/合格境外机构投资者(QFII)投资额度审批情况表(截至2016年5月30日).pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=5de310804dc4fdaea779a7a46e1b18c9)，最近瀏覽日期 2016 年 5 月 31 日。

²³⁸ 參金管會網站 <http://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=372&parentpath=0,2,310>，最近瀏覽日期 2016 年 5 月 21 日。

²³⁹ 寶島債是除人民幣定存外，在臺灣可直接以人民幣計價的投資工具之一。與點心債最大差異是點心債是在香港掛牌的人民幣計價債券；寶島債是在臺灣掛牌，兩者同樣都是人民幣計價債

心掛牌，同年 11 月金管會為擴大寶島債券發行規模及參與範圍，同時提供人民幣商品投資渠道及資金回流管道，開放大陸註冊法人在臺發行僅銷售予專業投資機構之人民幣計價普通公司債(寶島債)，然而目前尚有許多大陸地區發行人遭排除於現行得發行寶島債之資格條件²⁴⁰，美資金融企業在 2015 年 7 月透過美僑商會向金管會建言建議放寬發行人資格，以容許符合條件且具規模之大陸地區發行人得發行寶島債，然金管會則未給予正面回應。在該白皮書中美商銀行業同時建議簡化台灣債券利息所得之扣繳制度及稅率²⁴¹，以利寶島債業務之發展亦未獲得金管會正面回應。

由於上述發展限制，截至 2015 年底²⁴²，在臺灣發行的人民幣有價債券(即寶島債)規模 615 億人民幣，原本發行機構規模最大宗為中資銀行，但去年的占比已從 2014 年的 73%降至約 40%。自 2015 年第四季以來，寶島債發行市場清淡，從 2015 年 12 月直至 2016 年 4 月才有外資銀行發行今年首檔²⁴³寶島債，而因人民幣仍存在貶值預期，投資人要求較高的報酬率，該檔票面利率高達 5.15%，對有籌資需求的企業來說籌資成本似乎偏高，寶島債若以這樣的利率水準發行該等債券發行量能否持續下去，筆者存有疑慮。

筆者同時認為，寶島債近期發行市場清淡除上述制度上限制，其

券。

²⁴⁰ 參金管會

http://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201311260004&toolsflag=Y&dttable=News 2013 年 11 月 26 日發布開放大陸註冊法人在臺發行僅銷售予專業投資機構之人民幣計價普通公司債通知：「三、發行人資格條件：櫃買中心將併同公告得在臺發行前開寶島債券之發行人資格條件如下：(一)大陸地區境內政策性銀行、國有商業銀行或股份制商業銀行等 3 類銀行及其海外分行或子行。(二)臺灣金融機構於大陸地區設立之子行。(三)大陸地區註冊公司且為我國股票上市(櫃)公司之從屬公司，並已編列於上市(櫃)公司最近一期之合併財務報表中。」

²⁴¹ 參國家發展委員會 http://www.ndc.gov.tw/Content_List.aspx?n=65A3A67E1278FD7 美國商會

「2015 年台灣白皮書」中說明：「台灣債券市場交易之國際債券(含寶島債)針對投資人獲配利息所得之扣繳稅款，相較於香港、新加坡均毋須扣繳稅款，外國投資人投資台灣公司發行之寶島債利息所得不僅須扣繳稅款且扣繳制度複雜，扣繳稅率亦高(15%)，降低外國投資人的投資誘因，不利台灣成為離岸人民幣中心。」

²⁴² 參金管會網站

http://www.fsc.gov.tw/pda/home.jsp?prg=news_view.jsp&dataserno=201512310012，最近瀏覽日期 2016 年 5 月 22 日。

²⁴³ 發行機構為東方匯理銀行，發行條件為 5 年期，金額僅人民幣 3.24 億元，但發行利率高達 5.15%，是寶島債在台發行以來最高，也是首見利率達 5%以上之寶島債。

中一個主要原因仍然與人民幣匯率相關，自 2015 年 8 月無預警貶值以來，目前貶值預期仍存在，因此投資人投資意願低落，因此在沒有買方的情形下，企業自然沒有發行動力。此外，則是 2015 年下半年大陸公布的經濟數據不如預期，部分避險基金在香港放空人民幣，導致離岸人民幣短期利率飆升；因此到香港賺人民幣短期利率有利可圖，短期自然缺乏投資寶島債的誘因²⁴⁴。

根據櫃買中心的資料²⁴⁵，截至 2016 年 4 月底，共有 94 檔寶島債發行，其中只有 3 檔可供一般投資人購買，除德意志銀行發行的 2 檔寶島債面額為 5 萬新台幣起之外，其他往往動輒數百萬元以上，門檻高，散戶投資不易。櫃買中心表示為進一步發展寶島債市場²⁴⁶，寶島債 ETF²⁴⁷預計在 2016 年上市，債券檔數的發行國家多元，票面利率多數高於 3%，未來可望再跨境掛牌，希望提供更多人民幣投資管道。然而筆者認為，ETF 通常做為法人投資者被動投資或避險標的，短期來說這類新種產品發行或許可以吸引投資人注資，然而長期來說若人民幣貶值預期並未改變，則臺灣投資人對於持有人民幣的意願難以提升，那麼整體人民幣業務和產品成長則不易恢復動能。

第三項 臺灣發展人民幣離岸中心優勢

如本文第二章所述，離岸金融中心是指在高度自由化的金融管理體制和優惠的稅收制度下，不受市場所在國法律限制以可自由兌換貨幣為工具，由非居民參與的資金融通市場和獨立的自由交易中心。離

²⁴⁴ 國際投資銀行來台發行寶島債用途多為財務操作。由寶島債取得人民幣資金，再透過換匯換利操作（CCS）換成美元，經由此流程籌措的美元資金，成本會比直接發美元債低。

²⁴⁵ 參櫃買中心網站

http://www.tpex.org.tw/web/bond/publish/international_bond_search/memo_org.php?l=zh-tw 最近瀏覽日期 2016 年 5 月 22 日。

²⁴⁶ 參櫃買中心網站發表吳壽山董事長 2015 年 12 月發表之文章

http://www.tpex.org.tw/web/inc/search_website.php?l=zh-tw&query=寶島債 etf。

²⁴⁷ 參臺灣證券交易所網站 <http://www.twse.com.tw/ETF/introduce.php>

ETF 英文原文為 Exchange Traded Funds，中文稱為「指數股票型證券投資信託基金」，簡稱為「指數股票型基金」，ETF 即為將指數予以證券化，由於指數係衡量市場漲跌趨勢之指標，因此所謂指數證券化，係指投資人不以傳統方式直接進行一籃子股票之投資，而是透過持有表彰指數標的股票權益的受益憑證來間接投資；因此簡而言之，ETF 是一種在證券交易所買賣，提供投資人參與指數表現的基金，ETF 基金以持有與指數相同之股票為主，分割成眾多單價較低之投資單位，發行受益憑證。

岸金融中心的主要功能包括為非居民提供境外資金借貸、外匯買賣、證券交易、離岸基金與保險等金融服務。因此發揮這些功能需要具備一定的基礎條件包括：具有政府的支持與推動，暢通的資金雙向流動機制以及存在貨幣需求與供給。本文認為臺灣具備建設人民幣離岸金融市場的基礎如下說明：

一、 主管機關政策推動發展

如前文說明，自兩岸貨幣清算機制建立以來，行政院於 2012 年 9 月 6 日即核定《發展具兩岸特色之金融業務計畫》²⁴⁸並每年進行計畫成果檢討與發表，近幾年除金管會積極拓展國際金融業務分行(OBU)及國際證券業務分公司(Overseas Securities Unit，簡稱 OSU)²⁴⁹等離岸金融中心之業務外，臺灣證券交易所也積極對於人民幣買賣之交易和結算方式進行規劃²⁵⁰，其中包括考慮採取類似香港雙櫃檯的方式進行交易和結算並在投資人的開戶與信用交易及證券商的管理外幣結算作業方式上均正在研擬相應的規劃，期望能透過外幣交易的方便性提高投資人對於人民幣的持有與使用意願。

2016 年適逢台灣兩大政黨朝野互換，而從金管會於 2016 年 5 月 17 日發布之《金融產業發展政策白皮書》²⁵¹可確認臺灣發展人民幣業務以及成為人民幣離岸中心的政策目標並未改變，白皮書中並進而提出如加速亞太區域布局、發展亞太資產管理業務、突破障礙持續推進兩岸金融合作、積極推動加入區域經濟整合等推動人民幣離岸業務之作法，筆者認為臺灣的人民幣業務未來可望在由上而下的政策推動及《發展具兩岸特色之金融業務計畫》持續進行與檢視下，在法規制

²⁴⁸ 參金管會網站 <http://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=372&parentpath=0,2,310>，最近瀏覽日期 2016 年 5 月 21 日。

²⁴⁹ 國際證券業務分公司(Overseas Securities Unit，簡稱 OSU)又稱為離境證券業務，即證券商可以申設國際證券業務分公司，比照銀行的國際金融業務分行(OBU)，發展海外有價證券業務並享有租稅優惠。

²⁵⁰ 章友馨、謝依紋、梁延丞、張銀成、周晨瑾，臺灣發展人民幣離岸金融中心之芻議(下)，證券服務，第 638 期，2015 年 6 月，頁 45-60。

²⁵¹ 參金管會網站

http://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201605170002&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=News，最近瀏覽日期 2016 年 7 月 9 日。

度上可望有更多鬆綁和突破。

建立離岸金融中心特別是由政策推動的內外分離型的離岸金融中心，其貨幣發行國和離岸金融中心所在地之間的溝通配合相當重要，尤其基於大陸與臺灣長期特殊政經關係，更需要雙方主管機關的溝通與合作。回顧過往臺灣在人民幣業務的發展歷程，可見臺灣政府一直都有心推動跨境人民幣業務。由於全球金融市場的資金都有趨利的特性，因此外匯管制較鬆及有稅收優惠的離岸中心就較有優勢，因此筆者建議金管會參酌前文提及美國商會「2015年台灣白皮書」中提案參酌開放關於寶島債券稅制簡化及發行人資格限制等以進一步推動人民幣產品的吸引力，進而再創造人民幣業務成長和既有人民幣存款去化的動能。

二、 雙向流動機制建立

離岸人民幣市場需要暢通的人民幣雙向流動機制，從下表中可看出，似乎與其他幾個主要的人民幣離岸市場相比，臺灣目前除了人民幣合格境外機構投資者(RQFII)回流管道未建立外，其他方式並未少於其他市場²⁵²。然即便從法規層面上來看，臺灣人民幣回流管道種類不遜於香港與新加坡等離岸中心，且具有特殊的基本面經貿往來優勢、累積大量貿易順差，然實務上目前人民幣回流主要使用管道仍以轉存在中國銀行臺北分行，以存款形式(下表第一項)為主。大陸已陸續推出新台幣與人民幣雙向兌換業務試點城市，如南京、福建省、北京、上海、廈門、昆山，因此在《放款至上海自貿區等》及《其他管道》之人民幣回流，未來預期應較過往會有所增加。

雖然法規上回流管道看似多元，然如筆者前文說明，投信業是帶動金融業務重要的一環，人民幣合格境外機構投資者(RQFII)對投信業產品發展及操作績效至關重要，人民幣合格境外機構投資者(RQFII)因以人民幣計價除產品操作上匯率成本可降低外，大陸在額度管制上對

²⁵² 王儷容，金融監督管理委員會 104 年度委託研究計畫 - 大陸債券市場改革與大陸金融業因應策略，2015 年 12 月，頁 107~108。

人民幣合格境外機構投資者(RQFII)的審批相對合格境外機構投資者(QFII)還是較具彈性(如額度可每日申請)，因此臺灣政府仍應持續致力協助人民幣合格境外機構投資者(RQFII)與服務協議脫鉤，否則臺灣在資產管理產品的開發與發將大幅落後其他離岸金融中心如香港。

此外，即便大陸法規允許臺灣進行下表中的回流方式，實務上許多執行細節上仍舊窒礙難行，例如投資中國銀行間債券市場，要投資此市場需要另行取得中國人民銀行的審批額度，然如前文說明臺灣尚不能運用人民幣合格境外機構投資者(RQFII)，雖然投資人也可運用合格境外機構投資者(QFII)身分申請投資中國銀行間債券市場，但受限於額度申請時間較長以及大陸在外匯控管上較為嚴格²⁵³，其可投資於中國銀行間債券市場額度取得的時間和金額就不如人民幣合格境外機構投資者(RQFII)有彈性，也因此即便表面上有此管道回流，實際上運用的臺灣投資人則很少。

	香港	新加坡	倫敦	臺灣
轉存清算行	V	V	V	V
拆放其他境外銀行同業	V	V	V	V
跨境貿易	V	V	V	V
中國銀行間債券市場	V	V	V	V
個人匯款	不限區域，限同名帳戶	工行新加坡分行	X	不限區域，不限同名帳戶
購買金融商品	V	V	V	V
企業以人民	V	V	V	V

²⁵³ 合格境外機構投資者(QFII)以美元計價，人民幣合格境外機構投資者(RQFII)以人民幣計價，以筆者參加與中國外匯管理局官員的座談會中官員們曾表示合格境外機構投資者(QFII)的額度審批與大陸的外匯存底變化以及每月的經貿狀況有關，其決定審批的額度與時間都會考量這些總體項目，然人民幣合格境外機構投資者(RQFII)以人民幣計價為其發行貨幣，相關考量項目自然比較單純。

幣做境外直接投資 (RFDI)				
放款至上海自貿區等	V	V	V	V
RQFII (人民幣)	2,700 億	1000 億 ²⁵⁴	800 億	1,000 億，待服貿協議通過
其他管道	香港經營 RMB 業務之銀行可貸放至前海港深合作區	新加坡銀行機構可貸放至蘇州工業園、天津生態城	X	可透過貸款給國內企業，經由昆山管道再融資集團境內企業成員

資料來源: 金融監督管理委員會 104 年度委託研究計畫

資料更新: 筆者整理

三、 貨幣需求與供給

貨幣供給需由貨幣需求來驅動，過往幾年由於人民幣升值預期明顯，通過投資人民幣來增值的需求也增加。由投資角度來看，外幣存款對一般投資人來說，是作為理財的資產配置，對企業則有資金調度的需求，例如央行公布之3月外匯指定銀行(DBU)的貼現及放款餘額、匯款總額，都有較大的變動，與科技業的兩岸短期資金管理有關，也有業界提前還款大額融資部位，這部分看來，人民幣已如同其他外幣，列為一般資金運用管道之一。

在人民幣存款需求部分，各銀行過去幾年一直祭出人民幣優利存款專案也是主要支持人民幣存款增加的原因，以2016年4月的統計

²⁵⁴ 中國人民銀行 2015 年 11 月 17 日發布公告稱經大陸國務院批准，給予新加坡人民幣合格境外機構投資者 (RQFII) 的額度，由人民幣 500 億元擴大至 1,000 億元。

來看，各銀行申報的人民幣優利存款專案中²⁵⁵存款利率最高的 1 年期達 3.5%，甚至還有本國銀行提供 1 個月期 4.0% 的市場最高利率，與目前台幣 1 年期定存約只有 1.1% 的利率²⁵⁶相比還是引發許多投資人的理財需求。

在結算貨幣需求部分，由於歷史原因，兩岸貿易在計價結算中都將美元作為結算貨幣，透過人民幣做貿易結算則可以減少匯兌風險，人民幣的貿易結算需求也將因為兩岸的貿易活動頻繁往來而可望持續。台商若在大陸和東南亞做投資，在亞洲地區就可使用人民幣做清算，尤其在大陸持續推動人民幣國際化的政策下，預計人民幣可成為亞太地區很活耀的貨幣，亦可為整體區域經濟減少許多匯兌成本²⁵⁷。

人民幣離岸市場的形成必須具備充沛的人民幣資金存量，才能從而衍生出種類多樣的金融產品，並擴大市場的各式各樣服務及投資人。臺灣自開放人民幣業務以來，如前文所述，各金融業別在人民幣業務雖在近期減緩但與幾年前相比，臺灣的人民幣資產已累積相當存量。如前文說明銀行業人民幣業務發展現況中分析，截至 2016 年 3 月底人民幣存款 3143 億人民幣，已有充沛資金來源。再加上臺灣去年對大陸貿易順差達 900 億美元，若未來可以轉換用人民幣清算，更有利臺灣發展人民幣離岸中心。

第二節 臺灣發展人民幣離岸中心的法律問題與風險

有研究指出，臺灣發展離岸人民幣市場的最大障礙可能來自一些非經濟層面因素²⁵⁸，比如兩岸服務貿易協定的通過與否決定未來臺灣人民幣離岸市場的發展，因臺灣的人民幣合格境外機構投資者(RQFII)

²⁵⁵ 工商時報，人民幣存款餘額 14 月最低，A9 版金融市場，2016 年 4 月 16 日。

²⁵⁶ 參央行公布金融機構牌告存放款利率分析

<http://www.cbc.gov.tw/sp.asp?xdURL=gopher/chi/busd/bkrsa/bankdata.asp>，最近瀏覽日期 2016 年 5 月 22 日。

²⁵⁷ 王春源、王昭偉、邱振森、程大洋，臺灣成為人民幣離岸中心的潛力分析，海峽科學，第 101 期，2015 年 5 月，頁 69-72。

²⁵⁸ 王儷容，臺灣成為人民幣境外中心之限制與前景，展望與探索，第 9 卷第 9 期，2011 年 9 月，頁 11。

運用通道仍未敞開，要成為人民幣離岸中心恐怕還有一段距離。但也有研究認為，一個離岸市場的吸引力最終取決於同樣風險條件下報酬率的高低²⁵⁹，只要在臺灣的人民幣存款利率和人民幣債券利率高於新台幣，就能吸引投資者和金融業的進入，形成人民幣供需循環，回歸市場經濟。

從離岸金融市場與在岸金融市場的關係角度來看，雖然從本質上看離岸金融市場是與在岸金融市場是相互獨立的，但實際上離岸金融市場對在岸金融市場的隔離性是相對的，即使是內外分離型模式也不能從根本上解決離岸資金與在岸資金的相互滲透問題²⁶⁰。因此不管是經濟或政治因素的爭辯，可以確定的是，綜觀中外金融史，經濟體制的建立根本還是來自於法治，尤其在離岸金融市場對在岸金融市場存在滲透的情況下，如果不具備完善的金融體系、成熟的調控機制和適時的市場干預能力，也就是缺乏法律架構健全的情況下發展的金融市場勢必無法永續經營，因此本文接下來要就臺灣發展人民幣離岸中心面臨的法律問題與風險進行分析並提出建議。

第一項 大陸方面規範引發的法律問題與風險

如第二章所述，離岸金融中心除要遵守本國對離岸金融的相關法規外，在資金流通上也要遵守資金回流國家對境外資產的相關規範，以人民幣離岸中心的建置而言，臺灣對人民幣回流管道除有如上一節中整理說明的方式，還須遵循大陸針對離岸人民幣資產流入的規範。

從大陸的角度來看人民幣回流的機制大致分兩大類，一是經常項目下的回流，一是資本項目下的。經常項目就是貿易，包括實物貿易和服務貿易。目前大陸在經常項目，基本上人民幣無論是匯出匯入都沒有任何限制，但是根據《中華人民共和國外匯管理條例》規定則須

²⁵⁹ 湯莉、翁東玲，全球人民幣離岸市場的比較與前景，亞太經濟，第3期，2015年3月，頁47。

²⁶⁰ 胡志浩、楊承亮，人民幣離岸與在岸市場資本流動的管道，農村金融研究，第3期，2015年3月，頁22-27。

滿足幾個條件²⁶¹，包括確實是經常專案的，法規上要求錢進出的時候要有真實的貿易背景，由銀行負責審查相關單據和憑證，在此項目存在的實務問題就是若是貨物貿易有進出口單據容易證明，然而服務貿易提供諮詢，該如何定價及如何證明真實性？

在回流過程問題更大的是資本項目的匯出或者回流，目前大陸法律架構將資本專案分兩大類，一是直接投資(初級市場投資)，人民幣直接投資大陸有一些限制，如商務部頒布的《關於跨境人民幣直接投資有關問題的公告》²⁶²明確規定境外投資的人民幣不能做次級市場如股票、期貨和委託貸款等次級市場投資。而資本項目下的回流限制更多的是在次級市場的部分，如貸款，依照《外債管理暫行辦法》第十八條規定²⁶³，如果是外商投資企業其外匯在投注差範圍內，就可以借境外的人民幣；但若純中資企業想借境外的人民幣，限制就很多²⁶⁴。因為離岸的人民幣如香港的人民幣比較便宜，大陸境內人民幣融資成本較高。外商投資企業，雖然投入差有優勢，但是只能在差額範圍內行使，但大陸政府卻不希望中資企業把香港基金任意導入。

本文整理及比較目前人民幣幾種主要匯入及回流機制等重要規範後提出在大陸方面可能存在的法律問題與風險如下：

²⁶¹ 《中華人民共和國外匯管理條例》

第 12 條：「經常項目外匯收支應當具有真實、合法的交易基礎。經營結匯、售匯業務的金融機構應當按照國務院外匯管理部門的規定，對交易單證的真實性及其與外匯收支的一致性進行合理審查。外匯管理機關有權對前款規定事項進行監督檢查。」

第 13 條：「經常項目外匯收入，可以按照國家有關規定保留或者賣給經營結匯、售匯業務的金融機構。」

第 14 條：「經常項目外匯支出，應當按照國務院外匯管理部門關於付匯與購匯的管理規定，憑有效單證以自有外匯支付或者向經營結匯、售匯業務的金融機構購匯支付。」

²⁶² 參中華人民共和國商務部 2013 年 12 月 3 日發布之《關於跨境人民幣直接投資有關問題的公告》<http://www.mofcom.gov.cn/article/b/c/201312/20131200426357.shtml> 中第三點說明：「外商投資企業不得使用跨境人民幣直接投資的資金在中國境內直接或間接投資於有價證券和金融衍生品（戰略投資上市公司除外），以及用於委託貸款。」

²⁶³ 《外債管理暫行辦法》第 18 條：「外商投資企業舉借的中長期外債累計發生額和短期外債餘額之和應當控制在審批部門批准的專案總投資和註冊資本之間的差額以內。在差額範圍內，外商投資企業可自行舉借外債。超出差額的，須經原審批部門重新核定專案總投資。」

²⁶⁴ 然而中國人民銀行宣佈自 2016 年 5 月 3 日起，本外幣一體化的全口徑跨境融資宏觀審慎管理試點擴大至全國範圍內的金融機構和企業。相關內容值得後續持續研究追蹤，本論文因礙於篇幅及時間限制，尚未將此開放之法規研究分析納入本論文中。

一、 關於離岸人民幣回流途徑的法律法規規定過於原則

規範中往往缺乏詳細具體的流程。例如缺乏境內企業境外開戶的具體操作流程、外匯核銷的操作辦法。最近期如中國人民銀行 2014 年 6 月份的《關於貫徹落實《國務院辦公廳關於支持外貿穩定增長的若干意見》的指導意見》僅惜墨如金地提及《六、開展個人跨境貿易人民幣結算業務。銀行業金融機構可為個人開展的貨物貿易、服務貿易跨境人民幣業務提供結算服務。銀行業金融機構在「瞭解你的客戶」、「瞭解你的業務」、「盡職審查」三原則的基礎上，可憑個人有效身份證件或者工商營業執照直接為客戶辦理跨境貿易人民幣結算業務，必要時可要求客戶提交相關業務憑證。但後續則因為缺乏相關細則支撐，故至今仍很少有銀行正式開展此項業務。

二、 限制和流程繁瑣不符合離岸金融市場的國際化原則

大陸對於外資投資者以離岸人民幣的形式進入大陸的方式設定嚴格的條件，且核准流程十分繁瑣，雖可有效防止「熱錢」²⁶⁵流入，但同時阻礙了人民幣雙向流動，不利於離岸人民幣的回流。如回顧銀行間債券市場對境外開發的步伐，首先是 2009 年為配合跨境人民幣試點，對境外清算行(主要中銀香港、工行新加坡)可以在其存款的 8% 範圍內投資銀行間債券市場。2010 年發布《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》(銀髮[2010]217 號)允許境外參加行在央行審批的額度內投資銀行間債券市場。這些都是放寬有限的參與空間，主要且在嚴格資格審查(尤其是三類機構和境外清算行)，以及給予有限額度及限制投資標的(局限於債券市場，無法到其他資金市場如回購，互換等)。目前合格境外機構投資者(QFII)、人民幣合格境外機構投資者(RQFII)進入銀行間債券市場需要三步：一是獲得證監會資格審查；二是向外管局申請投資額度(外管局實行雙額度，即先給一個地區總額度，比如香港 2700 億，

²⁶⁵ 國際定義其為追求短期投資報酬的資金。

Hot money is money invested in an economy by foreign investors. Unlike FDI, it is not a long-term investment, quite the opposite. Hot money is a short-term concept that revolves around speculation of interest rates and exchange rates

然後對該區域的金融機構逐一給予額度)；三是向中國人民銀行申請銀行間債券市場開戶許可，再去中債登和上清所開戶。每個步驟都是嚴格管理；雖然 2015 年 5 月份大陸有進一步放寬境外機構參與銀行間交易的債種，而同年 7 月中國人民銀行發布《關於境外央行、國際金融組織、主權財富基金運用人民幣投資銀行間市場有關事宜的通知》，對境外的央行、主權基金及多方開發金融機構投資銀行間債券市場無需資格審查和額度審批，只要備案即可；但其他實質大量使用合格境外機構投資者(QFII)及人民幣合格境外機構投資者(RQFII)的機構卻仍是採取上述三步驟的嚴格審查制。

三、 缺乏配套機制以配合離岸人民幣資金安全有效回流

目前離岸人民幣以人民幣存款方式清算回流是目前回流的主要管道。香港、新加坡、倫敦三大人民幣離岸市場人民幣清算佔據人民幣回流量的 85% 以上，僅香港地區清算人民幣占全球人民幣支付的 70% 以上。跨境人民幣清算高度集中在香港²⁶⁶。

以香港解釋人民幣跨境清算機制，根據中國銀行(香港)官網說明²⁶⁷，中國銀行(香港)為香港的唯一清算行，該清算行獲中國人民銀行指定為中國外匯交易中心暨全國銀行間同業拆借中心於香港的唯一境外直接會員，可直接進入內地銀行間外匯市場進行人民幣平盤交易，並為參加行提供符合清算協議規定的、合資格的人民幣兌換業務平盤服務。包括實質貨物貿易、服務貿易，以及直接投資業務而產生的兌換。清算行提供的兌換平盤匯率以內地銀行間外匯交易市場的交易匯率作為基礎進行報價。清算行並獲准加入內地全國銀行間同業拆借中心，可按照中國人民銀行的有關規定從境內銀行間同業拆借市場拆借資金，為境外參加行提供短期的人民幣資金融通服務。因此若排除人民幣離岸市場由於短期供求關係因素變動，CNH(香港離岸人民幣)一年期存款利率與 CNY(大陸在岸人民幣)一年期存款利率基本相同。故

²⁶⁶ 參考中國人民銀行於 2015 年 6 月 12 日發布之〈人民幣國際化報告 2015 年〉。

²⁶⁷ 參中國銀行香港分行網站 <http://www.bochk.com/tc/rmb/clearing/service.html>，最近瀏覽日期 2016 年 7 月 10 日。

理論上境外人民幣可以通過清算機制獲得同天期大陸人民幣存款收益率。

而當中國人民銀行實施緊縮貨幣政策時，大陸境內利率將會上升，人民幣存在升值空間，此時離岸人民幣可能通過地下錢莊非法流入境內套利，進而對緊縮貨幣政策造成衝擊²⁶⁸。人民幣因實施跨境貿易結算，地下錢莊更可能透過虛構的進出口貿易進行人民幣在大陸和香港之間的流動。一國貨幣跨境結算要保持健康發展，應維持離岸市場向在岸市場一定比例的安全及真實需求(非投機套利)的回流。當人民幣幣值趨於合理，人民幣匯率呈現雙向波動，投資者透過人民幣套利動機下降，因此筆者要強調回流管道與配套機制的重要性，如果不能拓寬更多管道的人民幣回流方式及加強防範投機交易回流的機制，人民幣作為結算貨幣的國際吸引力將會降低，或將變成短期套利的外匯工具而已。

第二項 臺灣方面的規範引發的法律問題與風險

人民幣離岸中心的建置除上述資金回流要考量的問題外，臺灣目前對離岸中心的架構及規範現況則有下列須考量的法律問題與風險：

一、 分業經營監管限制整體離岸中心發展

相對於鄰近國家/地區，只有臺灣的金融業是發展分業經營，分成《三大金融產業》：銀行、證券與保險，即各項業務執照係依照業務形態去分類經營。在現行法規架構上，一旦金融機構被歸屬到《三大金融產業》的某類分業²⁶⁹，基本上就只能做與該分業相關業務。三大金融產業機構各有其主管機關，小分業在其對應主管機關下亦各自有分組與公會²⁷⁰。

²⁶⁸ 姚文寬，跨境人民幣結算的現狀、問題及對策，改革與戰略，第 268 期，2015 年 12 月，頁 54-59。

²⁶⁹ 小分業例如銀行業內分專業銀行、信託投資公司、票券，信合社；證券業內分為證券商、期貨商、資產管理公司、還有顧問公司，保險業內分為壽險、產險、保經與保代。

²⁷⁰ 如投信就有投信投顧公會，證券商即證券商公會，期貨商即期貨公會。而銀行業則分為銀行、

目前，政府雖然也注意到此一《金融產業區隔制內的分業》²⁷¹現象將限縮產業發展，已漸放寬再分業的限制，但此現象仍是存在。例如臺灣證券業者之公司規模無法做大就是因為在分業路線下業務發展較不靈活，像是申請大陸合格境外機構投資者(QFII)時，受限於資產規模或資產規模在世界排名不佳導致信評的地位無法提升，又進一步影響到業務發展等。

在分業架構下，每種機構只能在指定框架下活動，其優點是有層層防火牆，但各機構之業務被高度限縮沒有綜效，如果沒有經營更多種業務，只有縮減規模，可能導致減資裁人，進而造成金融環境不安定。

二、 人民幣結算與清算規範的限制

兩岸貨幣清算機制建立後，依《臺灣地區與大陸地區人民關係條例》第三十八條第三項規定，人民幣在臺灣之管理，準用《管理外匯條例》有關規定，人民幣視同外幣的一種，銀行業辦理人民幣業務等相關業務，應向臺灣中央銀行申請許可。中央銀行於 2013 年 1 月 25 日發布修正《銀行業辦理外匯業務管理辦法》(以下簡稱《管理辦法》)²⁷²，增訂人民幣清算行辦理清算業務規範，管理辦法的修正發布，使人民幣在臺灣被視同外幣，銀行業向臺灣中央銀行申請許可後即可辦理人民幣相關業務，雖然依管理辦法規定，開辦人民幣業務，必須是外匯指定銀行，但臺灣大多數的銀行分行都已具備該資格，因此臺灣銀行業辦理人民幣業務實務上門檻不高。

然而進一步參考香港經驗，針對目前臺灣各項人民幣結算貿易業務的規範和程序的規定，管理辦法有幾項值得注意的問題：

(一)信用風險控管

信託、票券等金融機構，所屬公會分別為銀行公會、信託公會、票券金融公會等。

²⁷¹ 王儷容、沈中華，中華民國證券商業同業公會委託研究〈如何具體有效加速發展臺灣證券國際證券業務 OSU 之研究〉，2015 年 12 月，頁 103-104。

²⁷² 中央銀行(2013)，「台央自外柒字第 1020000110 號令」，2013 年 1 月 25 日

相對於香港之人民幣清算行－中國銀行(香港)為子行(子公司)型態，中國銀行台北為分行(分公司)型態，在人民幣清算程序中，中國銀行(香港)是由中國人民銀行深圳擔任其在大陸的清算行²⁷³，藉以辦理香港與大陸之人民幣清算業務，中國銀行(香港)之參加行可透過託管帳戶機制，將其人民幣存款轉存中國人民銀行深圳支行，以避免風險過於集中在清算行，妥善管理清算行的信用風險²⁷⁴，但中國銀行台北為分行(分公司)型態，故無此設計，參加行無法直接將存款轉存中國人民銀行，也因此信用風險將集中於中國銀行台北分行，對臺灣的參加行來說當透過中國銀行台北進行清算的金額越大時，信用風險的集中度就越高。而中國銀行若再將這些資金拿去融資給其大陸的客戶，在大陸企業財務透明度不高的情況下，臺灣投資人的人民幣資金流向這些大陸企業融資，一旦大陸企業財務出現狀況，臺灣投資人自然處於風險當中。尤其值得注意根據筆者對大陸公司債的違約率觀察，自2014年上海超日太陽能科技公司宣布無法支付人民幣10億元公司債的第二期8980萬元利息成為大陸首宗公司債違約事件後，彭博數據統計今年以來已有12件違約，再加上2016年5月6日國務院國有資產監督管理委員會進行國資委組織對中央企業債券情況進行風險盤查²⁷⁵，顯示債券違約風險已延燒至國有企業，中國銀行台北若向大陸企業進行融資，當然也可能間接影響臺灣在中國銀行臺北的超過1兆台幣存款的安全性。

(二)交易時間限制

雖然臺灣外幣結算平台已納入人民幣支付交易，但相對於香港人民幣即時支付結算系統運作時間為每日20.5²⁷⁶小時，由上午8時30分至翌日凌晨5時，涵蓋歐洲及北美營業時間，提供全球各地金融機構完整的運作時間；且香港已建立港元、美元、歐元及人民幣即時支付系

²⁷³ 參香港銀行同業結算有限公司 <https://www.hkicl.com.hk/clientbrowse.do?docID=2193&lang=chi>，最近瀏覽日期2016年7月10日。

²⁷⁴ 沈中華(2012)，香港的人民幣離岸中心演化，臺灣經濟金融月刊，第48卷，第4期，頁2；唐鑫，我國離岸金融市場風險分析，武漢金融，第11期，2015年11月，頁31-33。

²⁷⁵ 參國務院國有資產監督管理委員會網站 <http://www.sasac.gov.cn/n85881/n85901/c2322245/content.html>，最近瀏覽日期2016年7月10日。

²⁷⁶ 自2015年7月20日起，香港人民幣即時支付結算系統運作時間自15小時(上午8時30分至下午5時30分)延長至20.5小時。

統²⁷⁷，並已與歐洲等境外清算系統連結²⁷⁸。臺灣的外幣結算平台雖在 2015 年已陸續加入日圓及歐元的貨幣交易支付²⁷⁹，且央行自 2014 年以來在官網甚或不同與業者洽談的會議都回應業者建言將會研議延長平台營業時間以提升國際競爭力²⁸⁰，然而截至目前為止外幣結算平台的營業時間仍是朝九晚五，雖然過去幾年可看到平台上不斷加入交易外幣幣別，顯見央行預計先建置功能完整性才考慮延長平台之營運時間，筆者建議為能提升臺灣外幣交易及結算的國際化程度，近期至少須延長開放到跨及歐洲完整交易營業時間(約到晚間 8~9 時)。

(三) 衍生性商品

對於銀行業辦理衍生性人民幣商品業務，管理辦法第五十條之三第七款²⁸¹規定，外匯指定銀行亦應遵循中央銀行對衍生性人民幣商品業務範圍及相關管理規定。中央銀行對銀行業辦理該業務的商品範圍及業務重要規定如下：

1. 涉及人民幣匯率、利率之本金交割及無本金交割商品，及與之結合之結構型商品。
2. 與大陸相關之公開上市股價指數，或個股連結之衍生性金融商品及結構型商品。
3. 辦理自然人購買人民幣結構型金融商品，仍應遵循管理辦法第五十條之三第四款²⁸²規定，每人每日買賣金額，不得逾人民幣二萬元之限額內辦理。

²⁷⁷ 參香港金融管理局網站

<http://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/international-financial-centre/infrastructure/payment-systems.shtml>，最近瀏覽日期 2016 年 5 月 28 日。

²⁷⁸ 參香港金融管理局

http://www.hkma.gov.hk/media/chi/publications-and-research/annual-report/2012/C17_Calendar_of_Events_2012.pdf，2012 年年報，頁 83-90。

²⁷⁹ 參中央銀行 <http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=50642&ctNode=1059&mp=1>，最近瀏覽日期 2016 年 5 月 28 日。

²⁸⁰ 參央行網站 <http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=50400&ctNode=784&mp=20>，最近瀏覽日期 2016 年 7 月 10 日。

²⁸¹ 銀行業辦理外匯業務管理辦法第五十條之三：「銀行業辦理人民幣業務之管理，除應遵循下列規定外，準用本辦法及其他有關外匯業務之規定：...七、其他經本行對衍生性人民幣商品業務範圍及為妥善管理人民幣業務所為之規定。」

²⁸² 銀行業辦理外匯業務管理辦法第五十條之三：「銀行業辦理人民幣業務之管理，除應遵循下列規定外，準用本辦法及其他有關外匯業務之規定：...四、承作自然人買賣人民幣業務，每人每次買賣現鈔及每日透過帳戶買賣之金額，均不得逾人民幣二萬元。」

由於衍生性金融商品多與股市、匯率有關，然後擴及其他商品，惟上述規定僅是對現行銀行業可操作的衍生性金融商品，開放增加人民幣計價衍生性外匯商品或大陸股市標的等業務。然而臺灣對於人民幣利率訂價卻仍缺乏，或可參考香港發展《香港銀行同業拆款利率》人民幣利率訂價之經驗²⁸³，籌備建立臺灣銀行同業拆款市場的人民幣訂價機制，並逐步建立臺灣離岸人民幣市場的指標利率曲線，以做為未來臺灣人民幣利率相關商品之訂價、評價及風險管理基礎。如此，才可活絡臺灣人民幣業務市場及避險工具外，並可豐富臺灣人民幣市場金融工具及產品的類別，滿足企業與投資人之需求。

三、 離岸中心架構限制人民幣發展

2014年3月5日行政院宣布開放證券商設立國際證券業務分公司(OSU)，及銀行辦理國際金融業務分行(OBU)金融業務改採負面表列，是臺灣金融業納入自由經濟示範區最重要的開放內容。

然而根據金管會²⁸⁴的資料，雖然銀行在國際金融業務分行(OBU)業務獲利因開放在近幾年增加，證券商國際證券業務分公司(OSU)之開放效益則未能顯現。如本論文第二章提到，香港的離岸與在岸業務沒有分開，離岸和在岸資金之間可以自由調度，即是所謂的「內外合一型」。其離岸金融服務只是在岸市場較為成熟的金融體制和監管體系下的自然延伸，兩個市場有機結合，協調運作，有利於提高市場的效率。又如前文所述，臺灣離岸金融中心發展採取離岸和在岸帳戶分開模式，即所謂「內外分離型」。採取分割的好處是，可防止海外資金大規模進出影響金融體系的穩定；目前亞洲地區除臺灣外，新加坡與大陸也屬此類型。但臺灣在此架構下運作仍有以下幾個值得注意的問題：

²⁸³ 自2013年6月24日起，人民幣香港銀行同業拆息定價共設8個期限，包括隔夜、1個星期、2個星期、1個月、2個月、3個月、6個月及12個月。8個定價有利香港確立人民幣債券孳息曲線，從而為全球離岸人民幣產品提供定價基準。

²⁸⁴ 參行政院第3481次會議金融監督管理委員會曾主任委員銘宗之金融創新成果報告，頁24，2015年12月31日。

(一) 在離岸中心內的台幣與外幣間之業務未開放交易

因整個離岸金融之設計仍以不能涉及本國貨幣為原則，相較於香港不管離岸與在岸都可以使用港幣的彈性，導致產品設計無法滿足需求，也使離岸中心內資產累積速度很慢。此外即便僅在外幣間交易，證券商國際證券業務分公司(OSU)與客戶間外的外幣交易仍要求實需原則²⁸⁵，例如當客戶僅有港幣，但想買入紐約證交所掛牌之股票，而需向證券商買入美金時，之後賣出該股票拿回美金，但想換回港幣時，基於實需原則，因沒有規定之交易憑證，故不可行。這些情況造成之交易不順暢或不得而行，且進而影響投資人進行相關交易意願。

(二) 離岸中心內的投資人或客戶身分嚴格限制

國際金融業務分行(OBU)架構裡，外國人可以參與承作業務，但國際金融業務分行(OBU)帳戶最大的進入障礙就是身分限制，主管機關嚴格要求自然人必須符合外國人資格，也不允許雙重國籍。而國際證券業務分公司(OSU)架構中，外國人及本國專業投資人(PI)亦皆可參與離岸金融市場業務，但本國PI可從事之商品業務比照境內證券外匯業務(Domestic Securities Unit, 簡稱DSU)²⁸⁶，無法比照外國人可以從事國際證券業務分公司(OSU)所有業務與全球商品，國際證券業務分公司(OSU)限制參與者身分，相對於鄰近競爭對手新加坡或香港，其金融業蓬勃發展的原因在於：不論管不管資金，但皆不管人，但臺灣管資金亦管人，且國內PI在國際證券業務分公司(OSU)還是必須課10%扣繳所得稅，且因其在國際證券業務分公司(OSU)可交易之商品也與境內證券外匯業務(DSU)相同，此等問題造成離岸金融業務並無實質開放²⁸⁷。

²⁸⁵ 參中央銀行發布「證券業辦理外匯業務管理辦法」預定草案新聞稿 <http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=43371&ctNode=302&mp=20>，最近瀏覽日期 2016 年 5 月 28 日。

²⁸⁶ 境內證券外匯業務(Domestic Securities Unit, 簡稱DSU)是透過證券分公司進行外匯相關證券交易，目前除美國政府公債之外，證券商不可直接與國內個人或法人，從事外國有價證券自行買賣及相關之附條件交易。

²⁸⁷ 王儷容、沈中華，中華民國證券商業同業公會委託研究〈如何具體有效加速發展臺灣證券商國際證券業務 OSU 之研究〉，2015 年 12 月，頁 15。

(三) 離岸中心內的稅制與鄰近國家相比處於劣勢

根據國際金融業務分行(OBU)與國際證券業務分公司(OSU)在租稅方面的比較²⁸⁸，可見即便國際金融業務分行(OBU)有較國際證券業務分公司(OSU)較多的稅務優惠，然而國際金融業務分行(OBU)並沒有提供類似香港及新加坡發行人給付利息所得免稅優惠，而 2013 年 6 月 19 日修正開放之國際證券業務分公司(OSU)辦理國際證券業務，租稅誘因雖參照現行銀行國際金融業務分行(OBU)規定，惟為避免境內業務移轉，對境內客戶辦理業務之營利事業所得稅仍應課徵。

就現況分析，日、韓、港、星等外資券商，發行的外幣衍生性金融商品，都已被當地主管機關認定為有價證券，交易相對人均免申報所得稅。反觀臺灣的國際證券業務分公司(OSU)若對境外投資人承作外幣衍生性金融商品時，對境外投資人的交易所得，卻被財政部認定為財產交易所得，該投資人還需申報所得稅，讓國際證券業務分公司(OSU)無法和外資券商競爭。

而就境外所得的稅率而言，臺灣對於陸股的稅制制定上非常不合理，依照兩岸關係人民條例²⁸⁹，臺灣居民購買大陸股票，皆要轉回境內所得，雖然大陸無證交稅，但在台卻必須依照個人稅基課徵財產交易所得稅，但若購買港股則屬國外所得，不必像購買陸股課財產交易所得稅，依上所述，相對於購買其他境外股票，更加限制人民幣資產的活化管道。

四、 歷史的政經關係導致 RQFII 始終無法與服貿脫鉤

2016 年 5 月份，中國資產最大的工商銀行在美國紐約發行人民幣計價的定存單，成為首個透過美國證券託管結算中心結算的人民幣

²⁸⁸ 許耕維，境外金融中心之租稅誘因機制比較，當代財政，第 33 期，2013 年 9 月，頁 61-73。

²⁸⁹ 臺灣地區與大陸地區人民關係條例第 24 條：「臺灣地區人民、法人、團體或其他機構有大陸地區來源所得者，應併同臺灣地區來源所得課徵所得稅。但其在大陸地區已繳納之稅額，得自應納稅額中扣抵。...但該部分大陸地區投資收益在大陸地區及第三地區已繳納之所得稅，得自應納稅額中扣抵。前二項扣抵數額之合計數，不得超過因加計其大陸地區來源所得，而依臺灣地區適用稅率計算增加之應納稅額。」

計價產品，反映美方對於爭取人民幣交易中心的地位日益重視²⁹⁰，美國人民幣交易和清算工作小組也正式成立。

環球銀行金融電信協會(SWIFT)的統計指出，到2016年3月為止，香港仍是目前全球最大的離岸人民幣中心，當地人民幣收取與支付的總額佔全球離岸人民幣的72.5%，英國倫敦則以6.3%的比重從新加坡手中奪得第2大離岸中心地位，而在1年前還位居全球第4大離岸中心的臺灣則是被美國取代，成為第5名，也反映美方在爭取人民幣交易與清算的實力堅強，短短1年內就超越臺灣。

反觀臺灣，由於人民幣合格境外機構投資者(RQFII)被置於服貿開放項目且服貿尚未通過民意機關通過之程序，故臺灣目前尚未得到人民幣合格境外機構投資者(RQFII)額度；也因此，國內大量人民幣資金仍無法透過人民幣合格境外機構投資者(RQFII)投入大陸資本市場。合格境外機構投資者(QFII)與人民幣合格境外機構投資者(RQFII)最主要差異在計價幣別，由於合格境外機構投資者(QFII)是以美金計價反而讓臺灣的人民幣資產無用武之地，臺灣的人民幣資產如果要透過合格境外機構投資者(QFII)投資大陸的股票或債券反而面臨雙重匯出與匯回的風險，增加使用合格境外機構投資者(QFII)產品(如投信基金)發行的成本。

在人民幣國際化的趨勢下，發展人民幣離岸業務中心最主要除了兩岸政策上的支持外，包括人民幣境外產品的規模化、多樣化與高收益率；人民幣境內流入與流出的暢通性及安全性，以及人民幣產品的二級市場交易的開發等，均為重要關鍵因素。在大陸離岸人民幣回流大陸方面，大陸持續推動人民幣合格境外機構投資者(RQFII)人民幣回流試點，進一步擴大資本市場改革開放，並且不斷鞏固香港國際金融中心以及離岸人民幣中心的地位。臺灣在人民幣合格境外機構投資者(RQFII)已遠落後鄰近國家，假若人民幣合格境外機構投資者(RQFII)管道因為服貿協議未過致遲遲無法運用，或許可考慮在香港設立私募基

²⁹⁰ 工商時報，紐約爭當人民幣離岸中心，A5版兩岸焦點，2016年5月22日。

金²⁹¹，再以透過與臺灣證券商基金往來之方式(如由臺灣證券商下單給該私募基金)，運用香港人民幣合格境外機構投資者(RQFII)額度進入大陸市場。

如上所述，臺灣目前在整體境內外的稅制與鄰近國家相比都居於劣勢，但在未來稅制改革上，宜再審慎思考國際熱錢可能通過跨境貿易、跨境融資或跨境證券交易流入境內金融市場。例如，外貿企業以低價進口貨物，又以高價出口貨物的方式引入熱錢；使用假合約以人民幣跨境結算方式引進離岸人民幣資金；通過收益項下的假境外捐贈、超額支付職工工資等途徑又流入境內。

此外，健全的金融市場應該主力在吸引長期投資者，然而短期投機者受稅制或收益差等誘惑可能先將短期逐利資本轉至臺灣人民幣離岸市場，並利用回流機制將人民幣引入大陸境內資本市場，從而導致熱錢與非法資金大規模流入大陸的風險。大陸雖然目前在資本管制上仍採取核准制，但是在鼓勵離岸人民幣流通的政策引導下，國際熱錢或非法資金通過回流管道流入大陸將對臺灣經濟發展秩序與金融穩定留下隱患。

第三節 小結與建議

面對香港、新加坡及倫敦甚至美國也加入戰場之強勢競爭，臺灣除應汲取香港等地發展人民幣業務經驗外，更應積極建設人民幣離岸中心，才能有助於臺灣銀行業及其他金融機構人民幣業務全面性發展。而在人民幣離岸中心的設置上，建議臺灣應戮力於下述四點：

一、 改良三大金融產業的監管架構

根據金管會的委外研究分析報告²⁹²，迄今相對於亞洲鄰近國家/

²⁹¹ 非指臺灣法規規範之私募基金，方可以此管道進行。

²⁹² 王儷容、沈中華，中華民國證券商業同業公會委託研究〈如何具體有效加速發展臺灣證券商國際證券業務 OSU 之研究〉，2015年12月，頁111。

地區，香港、新加坡、韓國、大陸皆已(或正在)採用金融產業的跨業(混業)經營，只有臺灣的金融業是發展分業經營，即各項業務執照是依照公司形態去分類經營。即使是金融發展較為落後之大陸，其近來亦以整合概念在做開放；如基本上只要是金融機構都可以從事資產管理業務，比如信託業也可以發陽光私募，業務發展較為靈活有效率。

事實上臺灣國際證券業務分公司(OSU)已有混業精神，可是實務上無法運作，因為在分業的架構下投顧歸投顧法規管、資產管理歸投信法規管。在邁向更自由化的離岸中心發展下，筆者建議在加速金融業發展之同時，應同時考慮如本文第二章第三節建議，重新建構監管架構與主體，此舉不但有助於整體金融產業合作發展並能同時建立符合國際的監管體制，與國際接軌。

二、 積極爭取 RQFII，幫助資金回流

就香港人民幣離岸業務的發展進程來看，從 2004 年香港正式取得開辦個人(限香港居民)人民幣業務的資格以來，後續人民幣業務的開放都循序漸進。對照之下，目前臺灣在人民幣業務的開放方面，以本章第一節第二項的資料顯示，在臺灣人民幣產品匱乏的絕大部份原因是缺乏人民幣合格境外機構投資者(RQFII)提供成本低的人民幣回流機制。

目前看來，存款部分各行大都轉存中國銀行，雖然仍會有利息收入，但各行之間也就沒有所謂的差異化經營，且臺灣所累積的人民幣資產越大，對於本國銀行而言，非但不是對營運的挹注，反而造成支付龐大人民幣存戶利息的負擔。因此，讓人民幣資金活絡應是藉由人民幣合格境外機構投資者(RQFII)靈活配置人民幣的投資，雖然臺灣贏在起跑點，在 2013 年初爭取 1000 億元人民幣合格境外機構投資者(RQFII)額度，可惜雷聲大雨點小，至今仍無法使用，已較其他亞洲國家甚至歐洲國家如英國落後許多。

參酌香港發展人民幣業務的經驗，可以發現離岸人民幣業務的推

動要能成功，除了自身相關法令需配合鬆綁外，最重要的還是需要大陸政府的首肯²⁹³。因為人民幣並非國際流通貨幣，在結算與清算的部份自然就需雙方政府白紙黑字加以規範，其是否同意開放以及開放程度多寡取決於兩岸金融談判，筆者再次建議臺灣在策略上應向大陸積極爭取人民幣合格境外機構投資者(RQFII)與服貿脫鈎先行並增加兩岸人民幣回流管道，以順暢兩岸人民幣資金流通。

三、 爭取簽署兩岸貨幣互換協議

2008 年金融海嘯發生後，為強化區域貨幣合作機制並刺激人民幣跨境貿易的使用，大陸積極地與鄰近亞洲國家及新興市場簽署雙邊本幣互換協定²⁹⁴。同時，隨著雙邊貨幣互換協定的積極簽署，更有諸多國家(特別是東南亞國家)表示已經將人民幣納入或準備納入外匯儲備的資產組合²⁹⁵，因此筆者認為面對此趨勢，若臺灣想成為人民幣離岸中心甚或亞洲金融中心，央行應採取積極的態度，與中國人民銀行協商兩岸貨幣互換協議的簽署以減少透過美元交易的匯率風險與成本。

尤其回顧 2015 年兩岸貿易高達 1,550 億美元²⁹⁶，兩岸匯款亦達約 4120 億美元²⁹⁷，臺灣銀行業提供之人民幣貿易結算、匯款、金流管理及相關服務，已應可衍生龐大人民幣商機，因此筆者認為若兩岸可簽署互換協議並延長臺灣外幣結算平台的營運時間，再與香港、

²⁹³ 金管會於 2016 年 5 月 17 日發布之《金融產業發展政策白皮書》也提出相同論點，詳白皮書頁 38-39，白皮書參金管會網站

http://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201605170002&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=News，最近瀏覽日期 2016 年 7 月 9 日。

²⁹⁴ 雙邊本幣貨幣互換即結算時可以使用本國貨幣或是對方國家貨幣，不用使用美元交易。兩國達成協議後，以約定的時間、匯率、數量換取對方本幣貨幣，從而減低美元下跌的匯率風險及交易成本 (Transaction Cost)。

²⁹⁵ 參新加坡金融主管機關(Monetary Authority of Singapore，簡稱 MAS)於 2016 年 6 月 22 日發布將人民幣納入其外匯準備之聲明

<http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2016/MAS-Renminbi-Investments-to-be-Part-of-Official-Foreign-Reserves.aspx>，最近瀏覽日期 2016 年 7 月 10 日。

²⁹⁶ 同註 87。

²⁹⁷ 參中央銀行網站 <https://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/48810595271.pdf>，最近瀏覽日期 2016 年 5 月 28 日。

新加坡等亞洲離岸中心的人民幣清算系統連結，以提升人民幣金流的處理效率，則更可進一步擴大交易量與商品的多元發展。

四、 國際洗錢與金融犯罪的防治

離岸中心通常會涉及經濟金融犯罪防制、匯率與利率自由化等相關議題，雖然金融管制鬆綁確實會為臺灣金融服務業帶來許多新商機，但是也必須提高對於金融犯罪與洗錢²⁹⁸等管控與配套措施。

建議在金融犯罪與洗錢防治上的作業可參考國際上監管的原則，著重在以下幾個方面的監控：

(一) 加強離岸帳戶的 KYC

為了對離岸客戶身份的真實性進行審核，各商業銀行通常運用各種途徑對離岸公司的真實性進行審查，但在執行過程中往往存在三個問題：一是對於部分地區的離岸公司，在取得途徑方面多有限制；二是重複審查現象，離岸公司在多家不同銀行開戶，各家銀行都在審查，浪費人力物力；三是由於離岸中心的保密性比較強，銀行不一定能夠獲得離岸公司的真實資訊。因此，針對以上問題，建議國家級的國際犯罪與洗錢防制中心可介入成為統一的資訊平台，方便隨時可通過外交途徑及時瞭解各國、各地區對企業註冊的管理規定，取得離岸公司在註冊地的可靠資訊。如果離岸客戶在境內開立離岸帳戶，各銀行則可以透過此統一資訊平台進行資料收集與審查，通過這種資訊共用方式，除可減少各銀行重複的工作，方便離岸客戶辦理相關業務，又同時可加強資訊的可靠性。

(二) 加強國際反洗錢合作

離岸公司洗錢犯罪有跨國性，因此同第二章第三節提出的建議，國際間須互相合作打擊犯罪才能促進國際金融安定。國際間的合作主

²⁹⁸ 所謂「洗錢」是指明知是毒品犯罪、黑社會性質的組織犯罪、恐怖活動犯罪、走私犯罪、貪污賄賂犯罪、破壞金融管理秩序犯罪、金融詐騙犯罪的所得及其產生的收益，為掩飾、隱瞞其來源和性質，而以存入金融機構、轉移資金等方式使其在市場上合法化的行為。

要有兩個方面：一是司法協助共同打擊國際金融犯罪；二是國際間反洗錢資訊和技術交流。隨著離岸公司的非法經營案越來越多，需要更多的國家進行案件協查、追捕逃犯、引渡罪犯等方面的司法協助，以有效預防和打擊離岸帳戶業務進行洗錢等違法犯罪活動。

離岸帳戶是反洗錢工作的重要前線，須從源頭管理和監督才能防範跨境洗錢活動，因此，各主管機關與金融機構需要緊密合作，才能真正建立有效的反洗錢防線。





第五章 結論與建議

人民幣國際化議題在 2015 年 10 月人民幣跨境支付系統(CIPS)開始運行及 2015 年 12 月人民幣被宣布將納入特別提款權(SDR)後可說是無庸置疑的議題，再也沒有人懷疑大陸預計將人民幣成為國際儲備貨幣的決心，只是時間問題。

美國在 2016 年 5 月份發行人民幣計價的定存單，反映美方對於爭取人民幣交易中心的地位也日益重視，到 2016 年 3 月為止，臺灣從 1 年前還位居全球第 4 大離岸中心被美國取代成為第 5 名，顯示在競爭的環境下若臺灣只是等待兩岸人民的日常經貿與頻繁往來優勢自然成為可媲美香港成績的人民幣離岸中心根本是鞭長莫及。

第一節 大陸發展離岸資本市場的建議

在透過第三章分析人民幣離岸中心的現況與問題後，本文建議大陸在發展人民幣離岸資本市場時可透過下述幾個面向來改革進而更迅速且安全開放資本市場做到人民幣自由的國際化。

一、 重新建置法律法規及監管架構

參考馬來西亞或美國的離岸金融市場法律法規體系幾乎涵蓋所有類型的金融服務，包括銀行、信託、保險、證券等方面。大陸需將目前法律法規、政策性規定進行整合，重新制定一系列專門的法律法規，形成離岸金融市場的基本法律框架。法律重建的同時，借鑒國際慣例，新設一個專門的機構負責對非銀行系統金融部門的監管，以解決監管缺失問題，明確其在金融監管中處於核心地位，強化宏觀審慎管理、建立特殊處置機制，並將宏觀和微觀監督功能有效結合。

並於法律法規中訂定明確的離岸金融機構市場進入和退出條件。考慮同時採用牌照控管和審核制結合的方式依照業務需要控管的程

度來訂定標準。在市場准入部分，擴大法律適用範圍，明確市場准入條件，加速引進外資銀行並實行分類管理。在市場退出機制部分可參考美國經驗，建立破產清算機制，除公司股東承擔破產所帶來的損失外，還將追究公司管理階層的責任。

二、 發展國際監管模式

參考國際監管標準，制定與國際監管接軌的法律規範，還要遵守國際保險監督管理協會、國際證監會組織、離岸銀行監管委員會等國際監管組織的國際標準。

加強與其他國家與地區的監管合作，共同致力保障離岸金融市場的有序運行。大陸應注重國際組織在監管中的作用並對應配合，實現本國金融監管與世界金融監管的對接，並同時密切關注離岸人民幣流通和交易狀況，以便及時應對突發狀況。

三、 著重在岸與離岸市場間的配合

離岸市場能有多大發展，關鍵取決於在岸市場的經濟規模和金融市場的深度。在岸金融市場的穩定和利率水準對於貨幣國際化、離岸市場利率波動有著決定性影響，隨著人民幣國際化進程的明顯加快，需要人民幣匯率的穩定，一個持續貶值或被預期貶值的人民幣匯率有悖人民幣國際的目標。

同時完善人民幣離岸與在岸市場連接的基礎設施包括市場、產品、網路、支付結算體系等並加強在岸與離岸間的協調監管，健全建立大陸與各離岸中心主管機關間資訊交流和政策協商機制，就離岸業務的重大政策和事項進行充分有效的溝通、協作。同時加強國際交流與合作。鑒於離岸金融市場對全球金融體系和金融穩定帶來的潛在風險，吸取國際組織制定的有關離岸金融市場監管的原則和措施，提高監管有效性。

四、 加速及加深匯率制度改革

人民幣的價值包括對外價值和對內價值兩方面，分別展現在人民幣的兌換匯率和物價水準上，兩者對於跨境貿易人民幣結算及人民幣國際化有著舉足輕重的意義。而人民幣幣值保持穩定，境外企業和居民的認可度與持有意願就會得到加強，也有利於企業規避匯率風險、降低損失，增強投資人對人民幣的信心及使用人民幣進行跨境貿易結算的意願。

應推進人民幣匯率利率市場化，建立有彈性的人民幣匯率形成機制，適應人民幣區域化、國際化需要，並進一步推進人民幣匯率形成機制改革，提高人民幣匯率波動幅度，才能穩定發展人民幣資本市場開放並增加投資人結售匯意願，逐步發揮市場機制在匯率決定中的基礎作用，促進市場均衡匯率形成。因此加快在案市場利率市場化進程，建立由市場供需決定的利率形成機制，使利率和匯率能夠真正展現本外幣的相對價格。

第二節 臺灣發展人民幣離岸中心的建議

依渣打人民幣環球指數統計的 7 個人民幣離岸市場，臺灣占比自 2015 年 7 月被紐約超越後，截至 2016 年 3 月居全球第五，雖然臺灣地理位置緊鄰全球最大人民幣離岸市場香港，且與大陸的貿易投資往來最密切，但發展人民幣離岸市場成長速度卻遠輸給新加坡、倫敦等地。

根據中央銀行發布的資料，截至 2016 年 3 月底，整體臺灣銀行業辦理人民幣結算的金額達 3523 億人民幣，人民幣存款餘額累計則占大宗約有 90%，達到 3143.1 億元，雖然存款占比高，但與歷月資料相比卻為 2015 年 2 月以來新低水準，可見自兩岸貨幣清算機制建立以來，礙於兩岸法令的雙重限制，臺灣的人民幣產品類型發展及人民幣回流的管道似乎仍受限太多，數量及規模都還是比不上其他離岸中心尤其是香港。

在透過第四章分析臺灣發展人民幣離岸中心的現況與問題後，本文建議臺灣在發展人民幣離岸中心時應同步考量下述下述面向的建置與發展才能穩步發展人民幣離岸中心共同佔有一席之地。

一、 改良三大金融產業的監管架構

迄今相對於亞洲鄰近國家/地區，只有臺灣的金融業是發展分業經營，即使是金融發展起步較晚的大陸，其近來亦以整合概念在做開放。

事實上臺灣離岸中心已有混業精神，可是實務上無法運作，在邁向更自由化的離岸中心發展下，建議在加速金融業發展之同時，應同時考慮如本章第一節的第一點建議，重新建構監管架構與主體，此舉不但有助於整體金融產業合作發展並能同時建立符合國際的監管體制，與國際接軌。

二、 積極爭取 RQFII 幫助資金回流

臺灣目前人民幣資產絕大部分集中在存款，各行大都轉存中國銀行，沒有所謂的差異化經營，且臺灣所累積的人民幣資產越大，對於本國銀行而言，反而造成支付龐大人民幣存戶利息的負擔。因此，讓人民幣資金活絡應是藉由人民幣合格境外機構投資者(RQFII)靈活配置人民幣的投資。

參酌香港發展人民幣業務的經驗，可以發現離岸人民幣業務的推動要能成功，除了自身相關法令需配合鬆綁外，最重要的還是需要大陸政府的首肯。因為人民幣並非國際流通貨幣，在結算與清算的部份自然就需雙方政府白紙黑字加以規範，其是否同意開放以及開放程度多寡取決於兩岸金融談判，臺灣在策略上應向大陸積極爭取人民幣合格境外機構投資者(RQFII)與服貿脫鉤先行並增加兩岸人民幣回流管道，以順暢兩岸人民幣資金流通。

三、 爭取簽署兩岸貨幣互換協議

2008 年金融海嘯發生後，為強化區域貨幣合作機制並刺激人民幣跨境貿易的使用，大陸積極地與鄰近亞洲國家及新興市場簽署雙邊本幣互換協定。同時，隨著雙邊貨幣互換協定的積極簽署，更有諸多國家(特別是東南亞國家)表示已經將人民幣納入或準備納入外匯儲備的資產組合，面對此趨勢，央行應採取積極的態度，與中國人民銀行協商兩岸貨幣互換協議的簽署。

參酌過往臺灣銀行業提供之人民幣貿易結算、匯款、金流管理及相關服務等數據，應可衍生龐大人民幣商機，因此應延長臺灣外幣結算平台的營運時間，並與香港、新加坡等人民幣清算系統連結，以提升人民幣金流的處理效率，擴大交易量與商品多元發展。

四、 離岸中心的放寬與鬆綁

國際間發展成功的金融中心大多不區分境內或境外，而若有所區分，境外又是大幅鬆綁相關限制，故臺灣除加速自由經濟示範區之相關配套立法外，境內與境外金融法規同步鬆綁以及推出優惠租稅方案更是不可或缺。

目前臺灣金管會對每一項產品都要詳細審核及核准，未來應以干預性較小的方式來進行審查，透過市場機制來達成產品創新及效率，包括：

- (一) 強化資訊揭露、法規鬆綁、以虛擬化方式將三大金融業均納入自由經濟示範區
- (二) 佈局大陸市場，結合金融機構在大陸市場佈局與金融商品開發，發揮綜效與規模經濟
- (三) 稅制競爭，目前金融商品的課稅包括對大陸投資的不合理稅制，使臺灣競爭力遠低於香港及新加坡。

五、 國際洗錢與金融犯罪的防治

離岸中心通常會涉及經濟金融犯罪防治、匯率與利率自由化等相關議題，雖然金融管制鬆綁確實會為臺灣金融服務業帶來許多新商機，但是也必須提高對於金融犯罪與洗錢等管控與配套措施。

在金融犯罪與洗錢防治上的作業可參考國際上監管的原則，著重在國家級的國際犯罪與洗錢防制中心可介入成為統一的資訊平台協助加強離岸帳戶的 KYC 及政府與各金融機構均加強與國際反洗錢組織或監管機構合作打擊犯罪，共同促進國際金融安定。

六、 主管機關加強與產官學界的交流

筆者因身處金融業，深切體會主管機關在金融法規放寬及業務拓展的努力，然而部分放寬在實務運作上或有運作之困難，原因是金融產品在設計或推展上，甚或金融產品在銷售及服務上往往牽涉不僅是單一金融業別的規範，如投資海外的投信基金光是資金流向就會同時牽涉由終端客戶到終端標的的數個主體如投信、銀行、券商、壽險等。

因此，筆者建議日後主管機關應定期與金融業者進行跨業交流，以了解金融業者在本業甚或跨業進行產品發展的實務運作困難，或至少在相關規範研議修訂或放寬前，可以進行產官學界座談會討論與確認其預定進行的法規修訂與放寬是否有其他配套措施應擬定或隨之放寬，以及了解是否符合業界實務運作需求，以期金管會的這些努力能讓產業及投資人真正體現到政府與主管機關的美意，共同打造完善的金融市場與平台。

參考文獻

一、 書籍

1. 王文杰，嬗變中之中國大陸法制，國立交通大學出版社，2014年1月，4版。
2. 成思危，人民幣國際化之路，中信出版社，2014年2月。
3. 吳君，人民幣國際化的條件、潛能與推進策略，中國財政經濟出版社，2014年12月。
4. 周沅帆，離岸(香港)人民幣債券，中信出版社，2013年3月。
5. 林鐘雄，貨幣銀行學，三民書局，1993年8月，6版
6. 施能仁，金融市場學理與實務(修訂版)，華立圖書股份有限公司，2000年1月，6版。
7. 柳復起，現代貨幣銀行學，三民書局，1987年2月。
8. 陳春山，國際金融法律-政策及法制，五南圖書出版有限公司，1999年5月。
9. 徐俊民、黃原桂，金融市場，東華書局，2013年2月，2版。
10. 黃昱程，國際金融:市場、理論與實務，華泰文化事業股份有限公司，2013年2月，3版。
11. 景建國、汪竹松，商業銀行離岸業務精析，中國金融出版社，2014年11月。
12. 李森介，國際金融與匯兌，華泰文化事業，2008年2月。
13. 謝劍平，金融市場，三民書局，1995年6月。
14. 謝劍平，當代金融市場，智勝文化事業有限公司，2004年3月。
15. 中華開發金融控股份有限公司，理論與實務的交會:財經法學的新趨勢，財團法人臺灣金融研訓院，2012年10月。
16. Park Yoon S. & Essayya Muso (1989). INTERNATIONAL BANKING AND FINANCIAL CENTERS.
Bonston: Klumer Academic Publishers

二、 期刊論文

1. 王可，由法蘭克福離岸中心看人民幣國際化的發展，金融市場，第1期，2016年1月，頁100。

2. 王信、羅婧，確立中央銀行在金融監管中的核心地位 - 危機後英國金融監管新架構及評價，金融與經濟，第 10 期，2015 年 10 月，頁 4-8。
3. 王春源、王昭偉、邱振淼、程大洋，臺灣成為人民幣離岸中心的潛力分析，海峽科學，第 101 期，2015 年 5 月，頁 69-72。
4. 王儷容，臺灣成為人民幣境外中心之限制與前景，展望與探索月刊，第 9 期，第 9 卷，頁 7-10。
5. 巴蜀松，人民幣國際化：進程、挑戰與路徑，2012 年 7 月，頁 6-7。
6. 冉偉、毛淑珍，對我國建立銀行存款保險制度的探討，會計改革與創新，第 24 期，2015 年 12 月，頁 75-76。
7. 朱珊珊，建設跨境人民幣清算系統的思考，福建金融，2014 年第 19 期，頁 14-19。
8. 朱珊珊，跨境人民幣清算體系存在的問題及立體式發展思路，國際金融，第 11 期，2014 年 11 月，頁 37-41。
9. 沈中華(2012)，香港的人民幣離岸中心演化，臺灣經濟金融月刊，第 48 卷，第 4 期，頁 2。
10. 李蕓婷，人民幣離岸金融中心發展模式及策略選擇，科技經濟市場，第 10 期，2015 年 10 月，頁 40。
11. 李紅權、杜曉薇，金融系統性風險與金融監管變革，經濟體制改革，第 6 期，2015 年 11 月，頁 152-157。
12. 李真，離岸金融與人民幣國際化關聯機制研究，廣西大學學報，第 36 期，第 5 卷，2014 年 10 月，頁 26-32。
13. 沈雨竹，離岸金融市場法律監管的基本問題研究，現代婦女，第 7 期，2014 年 7 月，頁 95-96。
14. 呂軒昊，亞投行背景下的人民幣國際化與匯率制度改革，金融市場，第 866 期，2015 年 12 月，頁 74-75。
15. 李曉、付爭，香港人民幣離岸市場的發展與預期風險，世界經濟研究，第 9 期，2011 年 9 月，頁 16-21。
16. 林建甫、林巍，人民幣國際化進程與影響之分析，兩岸經貿，第 288 期，2015 年 12 月，頁 9-13。
17. 周淳，論美國金融監管法律制度變遷的政治邏輯，法學評論，第 6 期，2015 年 11 月，頁 53-60。

18. 姚文寬，跨境人民幣結算的現狀、問題及對策，改革與戰略，第 268 期，2015 年 12 月，頁 54-59。
19. 胡志浩、楊承亮，人民幣離岸與在岸市場資本流動的管道，農村金融研究，第 3 期，2015 年 3 月，頁 22-27。
20. 陳宇、葉睿，英國監管體制改革路徑：雙峰監管模式與金融行為監管局運行機制，中國銀行業，第 7 期，2015 年 7 月，頁 40-42。
21. 孫武軍、張楚清，匯率制度改革動因影響與應對，共產黨員，第 21 期，2015 年 11 月，頁 38-39。
22. 高海紅，人民幣國際化的基礎和政策次序，東北亞論壇，第 1 期，2016 年 1 月，頁 11-20。
23. 高群，關於我國商業銀行存款保險制度的研究，金融市場，第 519 期，2016 年 1 月，頁 9。
24. 馬園園，巴塞爾協議Ⅲ的資本監管改革及其影響，黑龍江科學，第 7 卷，2016 年 1 月，頁 46-47。
25. 孫驍，淺析人民幣匯率變動及匯率市場化改革，現代商業，第 29 期，2015 年 10 月，頁 92-93。
26. 唐鑫，我國離岸金融市場風險分析，武漢金融，第 11 期，2015 年 11 月，頁 31-33。
27. 章友馨、謝依紋、梁延丞、張銀成、周晨瑾，臺灣發展人民幣離岸金融中心之芻議(下)，證券服務，第 638 期，2015 年 6 月，頁 45-60。
28. 鄂志寰，香港離岸人民幣市場的發展特徵及前景分析，中銀經濟月刊，2014 年 7 月。
29. 許非，跨境人民幣清算網路建設研究，金融市場，2015 年 2 月，頁 37-41。
30. 張明，人民幣國際化面臨的挑戰與對策，當代金融家，第 1 期，2016 年 1 月，頁 24-25。
31. 張金矜，中國對外直接投資立法的必要性分析，中國市場，第 39 期，2015 年 9 月，頁 58-59。
32. 張帥梁，大陸離岸金融監管存在的法律制度與對策，蘭州商學院學報，第 26 期，第 4 卷，2010 年 8 月，頁 122-126。
33. 曹悅，試析金融全球化下的貨幣金融危機及應對策略，東方企業文化，第 11 期，2012 年 6 月，頁 196-200。

34. 許耕維，境外金融中心之租稅誘因機制比較，當代財政，第 33 期，2013 年 9 月，頁 61-73。
35. 張揚，基金互認加深內地香港資金融合，中國金融家，第 8 期，2015 年 8 月，頁 114-115。
36. 張曉晨，我國金融監管的立法選擇：以英國危機應對為鑒，浙江工商大學學報，第 133 期，2015 年 7 月，頁 55-64。
37. 張曉樸，如何打造高質量的金融監管，經濟導刊，第 1 期，2016 年 1 月，頁 27-33。
38. 華沁園，跨境貿易人民幣結算的現狀及政策建議，對外經貿，第 239 期，2014 年 5 月，頁 17-19。
39. 閔洲民，CIPS 正式亮相 人民幣駛入跨境高速路，恒生財富，2015 年 12 期，頁 44-47。
40. 喻紅陽、凌沖，外商投資對我國經濟的影響及其策略探析，智富時代，第 11 期，2015 年 11 月，頁 9。
41. 湯莉、翁東玲，全球人民幣離岸市場的比較與前景，亞太經濟，第 3 期，2015 年 3 月，頁 47。
42. 楊璐、王希元、李名揚，我國引進 FDI 的產業流向變化趨勢及原因 - 基於外商投資產業指導目錄的分析，中國經貿導刊，第 39 期，2015 年 12 月，頁 4-5。
43. 劉天怡，中國對外直接投資的現狀及趨勢研究，湖北經濟學院學報，2015 年 8 月，頁 39-57。
44. 劉亦千，展望基金互認“新氣象”，中國外匯，第 14 期，2015 年 7 月，頁 60-62。
45. 劉殿環，離岸帳戶洗錢風險及反洗錢對策，區域金融研究，第 11 期，2015 年 11 月，頁 9-16。
46. 劉錚，CIPS：人民幣國際化高速公路，金融世界，2015 年第 11 期，頁 106-107。
47. 魯國強，離岸金融市場的風險與監管研究，理論經緯，第 3 期，2008 年 3 月，頁 18-21。
48. 鍾婉怡，中港基金互認的機遇與挑戰，新理財，第 11 期，2015 年 11 月，頁 36-37。
49. 鍾銘泰、張凱君，從人民幣國際化進程談兩岸金融合作契機，兩岸金融季刊，第 4 期，第 3 卷，2015 年 12 月，頁 133-159。

50. 魏雪梅，人民幣國際化進程中本外幣一體化監管問題研究，河北金融，第2期，2015年2月，頁60-62。
51. 嚴佳佳、孫莉莉、黃文彬，基於成本收益分析法的香港人民幣離岸市場反洗錢監管，浙江金融，第10期，2014年10月，頁25-30。
52. 嚴思屏，閩台跨境人民幣業務推進策略探析，福建師範大學學報，第189期，2014年6月，頁39-45。
53. 嚴雯，我國對外直接投資發展特點及問題研究，全國商情，第13期，2015年7月，頁34-35。
54. 蘿勃塔羅曼諾，尋求金融機構國際監管的多樣性對巴塞爾結構的批評與再校準(上)，財經法學，第1期，2016年1月，頁19-33。

三、 碩博士論文

1. 樊輝，資本項目下人民幣可兌換的法律監管，山西財經大學法學院碩士論文，2015年6月。
2. 陳蘭，離岸貨幣金融市場法律監管問題研究，上海社會科學院法學研究所碩士論文，2014年4月。
3. 申亭宇，離岸金融的法律監管制度研究，西北大學法學研究所碩士論文，2014年4月。
4. 楊亞男，離岸金融市場法律問題研究，中國海洋大學法政學院碩士論文，2013年6月。
5. 車朝暉，臺灣地區人民幣資金回流的法律問題，華東政法大學碩士論文，2014年4月。
6. 方健銘，人民幣資本項目可兌換法律問題研究---以上海自貿區為中心，中國社會科學院研究生院法律碩士教育中心碩士論文，2014年4月。
7. 金宸，人民幣離岸貨幣市場若干法律問題研究，外交學院國際法系碩士論文，2015年6月。

四、 官方公告數據與文件

1. 中國人民銀行，〈人民幣國際化報告〉，2015年6月。
2. 王儷容，金融監督管理委員會104年度委託研究計畫〈大陸債券市場改革與大陸金融業因應策略〉，2015年12月。

3. 王儷容、沈中華，中華民國證券商業同業公會委託研究〈如何具體有效加速發展臺灣證券商國際證券業務 OSU 之研究〉，2015 年 12 月。
4. 經濟部 2016 年 4 月 26 日發布之 2015 年進出口貿易量報告
5. 經濟部投資審議委員會每月發布之核准僑外投資、陸資來臺投資、國外投資、對中國大陸投資統計速報。
6. 中央銀行外匯局 2015 年 11 月 2 日公佈之人民幣業務說明

五、 網路資源

(一)國際組織

1. 世界銀行 (World Bank) <http://www.worldbank.org/>
2. 國際貨幣基金組織 (IMF) <http://www.imf.org/>
3. 環球銀行金融電信協會 (SWIFT)
<http://big5.hhlink.com/website/www.swift.com>
4. 經濟合作與發展組織 (OECD) <http://www.oecd.org/>

(二)國家政府官方網站

1. 上海證券交易所網站：<http://www.sse.com.cn/marketservices>
2. 中央銀行全球資訊網：<http://www.cbc.gov.tw/mp1.html>
3. 中央銀行：<http://www.cbc.gov.tw/personnel/>
4. 中華人民共和國國家外匯管理局網站：<http://www.safe.gov.cn>
5. 中華人民共和國國家旅遊局網站：<http://www.cnta.gov.cn>
6. 中華人民共和國國家發展和改革委員會：<http://www.sdpc.gov.cn>
7. 中華人民共和國商務部：<http://www.mofcom.gov.cn/>
8. 中華民國行政院：<http://www.ey.gov.tw/>
9. 中華民國經濟部：
<https://www.moea.gov.tw/Mns/populace/home/Home.aspx>
10. 中華民國經濟部投資審議會：<http://www.moeaic.gov.tw/>
11. 中華民國經濟部國際貿易局經貿資訊網：
<http://www.trade.gov.tw/>
12. 行政院金融監督管理委員會：<http://www.fsc.gov.tw/ch/index.jsp>
13. 英國政府網站：<http://www.gov.uk/>

14. 香港銀行同業結算有限公司：<https://www.hkicl.com.tw>
15. 香港證券交易所網站：<http://www.hkex.com.hk/chi>
16. 國務院國有資產監督管理委員會：<http://www.sasac.gov.cn/>
17. 臺灣證券交易所網站：<http://www.twse.com.tw>
18. 櫃買中心網站：<http://www.tpex.org.tw/>
19. ECFA 兩岸經濟協議：<http://www.ecfa.org.tw/index.html>

(三)學術資源網站

1. 中國大陸期刊網 <http://cnki.csis.com.tw/>
2. 國家圖書館 <http://www2.ncl.edu.tw/>
3. 法源法律網 <http://www.lawbank.com.tw/>
4. 月旦法學知識庫 <http://www.lawdata.com.tw/>
5. 全國碩博士期刊網
<http://ndltd.ncl.edu.tw/cgi-bin/g32/gswweb.cgi/ccd=ddi5td/webmge?mode=basic>

(四)新聞媒體網站

1. 工商時報，〈人民幣存款餘額 14 月最低〉，A9 版金融市場，2016 年 4 月 16 日。
2. 工商時報，〈紐約爭當人民幣離岸中心〉，A5 版兩岸焦點，2016 年 5 月 22 日。
3. 巴曙松，〈客觀看待中國銀行業發展前景〉，
<http://bashusong.baijia.baidu.com/>，最近瀏覽日期 2016 年 5 月 7 日。
4. 〈中資銀行國際化報告 2015〉發布稿，
<http://rmb.xinhua08.com/a/20150921/1554630.shtml>，最近瀏覽日期 2016 年 5 月 14 日。
5. 亞洲銀行家(The Asian Banker)於北京舉辦的人民幣峰會(Renminbi Conference 2015)會議內容摘要
<http://gallery.theasianbanker.com/photos/photos-2015/renminbiworld-conference-2015/>，最近瀏覽日期 2016 年 6 月 27 日。
6. ICIJ (The International Consortium of Investigation Journalists)，臺灣

媒體翻譯為《國際調查記者聯盟》) 網站，
<https://panamapapers.icij.org/graphs/>，最近瀏覽日期 2016 年 6 月
25。

