

國立政治大學國家發展研究所

碩士論文



人民幣離岸市場的發展前景：  
以香港與台灣為個案分析

指導教授：童振源 博士

研究生：林宜賢

中華民國 一零三 年 一 月

## 謝辭

非常幸運在大學畢業軍旅生涯退伍後，能在指南山下這個美麗的校園再度展開新的一段校園學習生活。相信這段期間的學習，對未來人生的道路將有著很大的助益；而這段期間的朋友，也將是人生道路上互相打氣前進的好友。

在這期間，特別感謝我的指導老師童振源博士，讓我得以一窺國際經濟學奧秘，除了論文寫作及專業知識外，在未來道路的抉擇上，也給了我很多寶貴的意見，讓我更有了走出去的勇氣；感謝葉家興老師，給我許多跨國公司的工作經驗分享，讓我視野更開闊；感謝朱浩民老師，讓我對國內金融產業有更進一步的認識。當然，還要感謝我的家人跟女友，在我求學過程中一路的支持，讓我可以大膽地追尋自己的夢想。

還要感謝這一路互相打氣的同學朋友。心怡、凌霄、佑龍，有你們對我論文寫作的許多提點，讓這篇文章增色不少；意辰、宗翰、榕庭、蔡皮，有你們的經驗分享和打氣，失敗和挫折時才能繼續堅持下去；還有所上的學弟妹，凱源、曜禎、穎容跟碩一的學弟妹，有你們的陪伴，研究室的生活每天都有笑聲和歡樂。

最後要感謝所辦的馬姐和佩琦學姊，想起剛入學時對這個陌生的環境一無所知，有了你們的協助，從入學到離校的一切學校行政程序才能按步就班的完成

研究所生涯轉眼間到了尾聲，回首過去兩年多來，受到許多師長、同學與朋友的幫助，讓這個階段的學習之路一路走來多采多姿。在這本論文即將付梓之際，那過去一路走來的酸甜苦辣在心中忽然異常清晰，也希望陪我一路走來的你們，在每個領域都能繼續發光發熱，打造屬於自己的一片天地。

宜賢

2014年2月25日於政治大學綜合院館

## 摘要

離岸金融市場，早期主要是以非居民為對象提供非本幣交易金融服務的國際金融市場。近幾十年來，國際金融市場規模快速成長，同時國際金融功能也不斷擴大，而離岸市場也隨著它的功能不斷調整、擴充，發展出了許多不同的面貌。許多國際貨幣如美元、日圓、歐元也在倫敦、東京、紐約、香港、新加坡這些國際金融城市頻繁且大量的交易。

人民幣目前還不是主要國際貨幣，國際化程度不若這些國際貨幣高，在境外使用也較主要國際貨幣來的少，較具規模的人民幣離岸市場從 2010 年後在香港漸具雛型。由於中國近年來一系列推動人民幣向境外流動的政策，讓人民幣在全球貨幣的地位逐漸提升，而隨著人民幣在境外流動數量的增加，使得近年來人民幣離岸市場引起國際金融城市的關注，有些地區也加入爭取發展人民幣離岸市場的行列。

由於香港不但是第一個發展人民幣離岸市場的案例，在現今的發展規模上也是最大的境外人民幣中心，因此本研究透過香港發展的條件及路徑，從既有文獻的檢閱、數據的蒐集，並結合對相關人士的訪談，整理歸納國際貨幣離岸市場的發展經驗與香港發展人民幣離岸市場的優劣條件，希望台灣在開放人民幣業務之後，能借鏡當初其他國際貨幣離岸市場與香港發展的一些經驗來做為台灣發展的參考，並結合自身擁有的條件，發揮自身優勢，改善原有劣勢，把握面臨的機會，積極地克服外在的威脅。

關鍵字：境外金融中心、歐洲美元市場、人民幣國際化、兩岸貨幣清算協議

## Summary

In the early period, offshore financial markets provided non-local currency transaction services to non-residents. In recent decades, as the international financial market grows and expands rapidly, the offshore market and its function also constantly adjust, expand, and develop many different aspects. Many international currencies such as the dollar, the yen, and the euro are also hugely demanded and used in those international financial centers such as London, Tokyo, New York, Hong Kong, and Singapore.

RMB is still not a major international currency nowadays. Its degree of internationalization and frequency of usage outside China are not high as other international currencies, but Hong Kong already develops as an offshore financial market after 2010. Due to China government's series policies to promote the internationalization of RMB, the international position of RMB is rising. As RMB's offshore flow increases rapidly, it gets the attention of many international financial cities, and some regions even join to develop as RMB offshore financial markets.

Since Hong Kong is the first offshore financial market and the biggest offshore center of RMB, this study examines its development through reviewing the existing literature, analyzing data, and combining the interviews of stakeholders to sum up the merits of Hong Kong and other international monetary markets. We hope that after opening RMB's business, Taiwan can actively learn from Hong Kong and these markets, promote our strengths, improve the weaknesses, seize the opportunities, and overcome external threats.

**Keywords: offshore financial centers, the Eurodollar market, RMB internationalization, cross-strait currency settlement agreement**

# 目錄

<b>第一章、緒論</b> .....	<b>1</b>
第一節、研究動機與研究問題.....	1
第二節、研究方法.....	6
<b>第二章、文獻回顧</b> .....	<b>11</b>
第一節、國際貨幣離岸市場經驗.....	11
第二節、香港境外人民幣的發展經驗.....	17
第三節、外幣離岸市場發展成功因素的觀察指標.....	25
<b>第三章、香港發展人民幣離岸市場的經驗與前景</b> .....	<b>30</b>
第一節、香港離岸人民幣發展較為重要的政策歷程... ..	31
第二節、香港離岸人民幣發展的途徑.....	37
第三節、香港離岸人民幣發展的成功因素.....	44
第四節、小結.....	51
<b>第四章、台灣發展人民幣離岸市場的機會與挑戰</b> .....	<b>52</b>
第一節、台灣人民幣離岸市場發展現況.....	52
第二節、台灣發展人民幣離岸市場的優勢、劣勢、 機會與威脅.....	59
第三節、小結.....	73
<b>第五章、結論</b> .....	<b>74</b>
第一節、研究發現與貢獻.....	74
第二節、對台灣的政策建議.....	79
第三節、研究限制及未來研究方向建議.....	81
<b>※參考文獻</b> .....	<b>83</b>

## 表目錄

表一	香港離岸人民幣發展的重要歷程.....	34
表二	外匯指定銀行（DBU）及國際金融業務分行（OBU）辦理人民幣業務家數	54
表三	台灣人民幣存款餘額的變化.....	55
表四	台灣全體銀行透過中國銀行台北分行辦理之人民幣結算總金額.....	56
表五	核准陸資來臺投資統計.....	61
表六	台灣與香港人民幣金融市場比較.....	64
表七	跨境貿易以人民幣結算的金額.....	67
表八	SWOT 分析.....	72



## 圖目錄

圖一	與跨境貿易有關的人民幣匯款總額	19
圖二	香港的人民幣活期及定期存款	20
圖三	香港經營人民幣業務認可的機構家數	32
圖四	經香港銀行處理的人民幣貿易結算交易	38
圖五	人民幣債券發行量	40
圖六	海外銀行在香港銀行開設的人民幣代理帳戶數目	42
圖七	香港人民幣存款與利率的變化	46
圖八	香港人民幣 RTGS 系統平均每日成交量	49
圖九	香港港元及外幣存款的變化	50
圖十	臺灣對中國歷年貿易順差統計	59
圖十一	中國人民來台人次	60
圖十二	人民幣利率、港元利率、綜合利率與人民幣存款的變化	68
圖十三	人民幣兌美元匯率中間價的變化	69

# 第一章、緒論

## 第一節、研究動機與研究問題

離岸金融市場 (Offshore Financial Market)，又稱境外金融市場。發展早期主要是以非居民(non-resident)為對象提供非本幣交易金融服務的國際金融市場。近幾十年來，國際金融市場規模快速成長，而離岸市場也隨著它的功能不斷調整、擴充，發展出了許多不同的面貌，出現在世界不同的國家與地區，並將許多城市推向國際金融舞台。像是倫敦、東京、紐約、香港、新加坡這些金融業蓬勃發展的城市，都扮演著重要的離岸金融市場功能，離岸金融的概念也隨著這樣的發展而進一步延伸。在國際金融功能不斷擴大的今天，發展離岸市場的效益，也比以往更加可觀。

離岸市場發展前期較主要的貨幣以美元為主，1950年代在倫敦所發展出來的「歐洲美元」市場就是一個典型的離岸金融市場。到了1970年代，隨著亞洲經濟地位的提升，許多國際資金與跨國企業進駐亞洲，亞洲美元市場逐漸興起，全球境外金融規模日益龐大。不但如此，此時，離岸市場大量流動的貨幣已非單單只有美元，日圓、英鎊、法郎等國際貨幣紛紛躍上離岸市場舞台。自2000年以來，較晚出現的歐元亦在離岸金融市場佔有一席之地。

綜觀過去國際貨幣在歷經國際化的過程中，發展離岸市場都是不可或缺的一環。離岸市場不僅推動貨幣本身的國際化與擴大流動性，且對於發展離岸中心的城市而言，其也提升該地區資金流量，並帶來許多外部效益，像是增加該地區金融及相關產業的國際化；同時，發展離岸市場所引進的國際資金以及國際銀行也會增加該地區的金融競爭力。

近年來中國經濟快速發展，人民幣在國際間的地位也隨著中國對外高額的進出口量及中國政府有意推動下快速提升。中國政府並在十六大報告中提出「走出

去」的戰略，逐漸開放資本帳可兌換項目，加速人民幣的國際化程度，透過與一些國家簽定貨幣清算協議、對外投資、以及作為其他國家的儲備貨幣，使得人民幣在境外流通的數量日益增加。

離岸市場金融商機龐大，且帶來的周邊商業外部效益可觀。魯國強（2008）指出，離岸市場可以從中增加稅收及多項手續費收入，除了增加額外的收入，在吸引國際資金的流入上也較具吸引力，並且有助於提升本國金融產業的國際化程度。Rose 與 Spiegel（2006）分析了 221 個國家與地區的金融產業，提出離岸金融中心的發展可以為當地帶來許多效益，像是增加金融產業彼此的競爭，削弱獨占銀行的獨占能力，進而提高銀行的經營效率。同時，由於發展離岸市場所需，離岸市場的國家或城市必須完善當地金融相關基礎設施，提高本身管理及服務的水準，增加整體金融產業的競爭力。因此，許多國家或城市像是南韓、日本、澳洲、新加坡甚至是倫敦，都積極爭取發展成為人民幣離岸中心的機會，藉此提高自身在國際金融市場中的地位及影響力。

台灣政府近來也表示，由於兩岸人員及經貿往來頻繁，在兩岸貨幣匯兌需求上數量相當可觀，而兩岸貨幣清算機制上路之後，可直接以人民幣作為貿易收付款項，往後透過美元等第三貨幣進行結算的情況將會部分由人民幣結算取代，如此有助於台灣形成人民幣資金池，為台灣發展人民幣離岸市場奠定良好的基礎。金管會也提出將發展具兩岸特色的金融業務，並表示兩岸金融主管機關將透過持續的溝通與協商來擴大人民幣在台灣的發展，將發展人民幣離岸市場作為重要的努力目標。

作為現今最重要的人民幣離岸市場之一的香港，在 2003 年年底中國人民銀行和香港金融管理局簽署了人民幣業務合作的備忘錄之後，也在之後的貨幣清算協議下展開了一連串的人民幣業務。自 2009 年 7 月跨境貿易人民幣結算試點直到 2011 年年底，短短兩年左右的時間，香港銀行的人民幣存量從原本 500 億元

左右上升到接近 6000 億的規模，使得香港成為除了中國本土之外最大的境外人民幣資金池。而後中國更在 2011 年公布的「十二五」中明確規劃擴大人民幣的跨境使用及支持香港發展成為離岸人民幣中心。

Rossi and Jackson (2011) 提出，離岸人民幣業務的發展所帶來一系列衍生金融產品及服務業勞動需求的增加，會創造更多金融專業及其他服務部門的需求，將增加香港整體的勞動力需求，提升香港的就業機會，並產生其他的經濟擴溢效應，對其他產業部門也有所助益，整體更能提升香港在國際金融中心的地位。香港金融管理局在 2012 年的年報也指出，為了因應推動離岸人民幣業務的迅速發展，金管局將致力於香港的金融基礎建設及金融服務的提升，並協助境內及境外金融機構能夠充分利用香港人民幣業務迅速發展的條件，共同發揮人民幣業務增長帶來的機遇。舉例來說，該份報告特別提到，為讓金融機構可在歐洲白天全天時間及美國早上的營業時間透過香港的人民幣 RTGS<sup>1</sup> 系統結算離岸人民幣支付交易，由 2012 年 6 月起該系統運作時間由每日 10 小時延長至 15 小時。此舉有助提升香港人民幣結算平台的競爭力，並進一步鞏固香港作為首要離岸人民幣業務中心的地位。

與香港相同的是，在建立起正式的貨幣清算機制前，台灣在與中國頻繁的經濟貿易、人員往來等互動上已經帶動為數可觀的人民幣在兩岸之間流動，未來兩岸貨幣清算機制的確立，將原本龐大的貨幣流動轉入正式的供給需求管道上，希望藉此得以解決市場原本可能面臨的供需失衡問題。

台灣未來要發展人民幣離岸中心一個很重要的利基，是台灣和中國之間的貿易或投資的交易量非常大且密切。這些交易的結算以人民幣計價交易，跨境人民

---

<sup>1</sup>人民幣 RTGS 系統（人民幣結算所自動轉帳系統）於 2007 年 6 月透過提升人民幣交收系統的功能而成，由中國銀行（香港）擔任清算行。清算行於中國人民銀行設有交收帳戶，並為中國國家現代化支付系統的成員。因此從技術層面而言香港的人民幣 RTGS 系統可視為中國國家現代化支付系統的延伸，但受香港法例監管。人民幣 RTGS 系統不但以即時支付結算方式處理銀行同業人民幣支付項目，亦處理人民幣批量結算及交收支付項目。香港及境外銀行均可於清算行開設人民幣交收戶口，以直接加入該系統。境外銀行及金融機構亦可選擇透過香港的直接成員交收其支付項目，藉此間接加入該系統。

幣數量將非常可觀。曹小衡、劉玉人（2013）在專書《兩岸經貿關係的機遇與挑戰》中提出，中國遊客赴台旅遊、中國對台灣投資，與台灣對中國的貿易順差這三項管道為人民幣流入台灣的主要途徑。在人民幣結算逐步開始後，這三項途徑對於台灣人民幣資金池的累積，將有著相當程度的挹注。回顧過去離岸中心形成的首要條件，可以歸結出一個重要的前提，就是台灣要發展成為繼香港之後第二個人民幣離岸中心，必須先累積足夠的人民幣資金池，有了足夠的人民幣資金，未來才能發展後續各項的人民幣金融業務。

自 2012 年 8 月 31 日兩岸簽署「兩岸貨幣清算合作備忘錄」之後，台灣中央銀行宣布由「台灣銀行上海分行」擔任新台幣清算行，而中國人民銀行則宣布授權「中國銀行台北分行」擔任台灣人民幣業務清算行。接著 2013 年 1 月 25 日中國大陸人民銀行與中國銀行台北分行簽定貨幣清算協議，正式開展離岸人民幣的外匯交易及接受人民幣存款。寫下了兩岸貨幣清算的新頁，加速了人民幣在台灣流動。

然而，離岸市場的發展，貨幣清算機制只是其中一個必要條件，台灣雖然踏出了重要的一步，然而，在許多相關的條件上，包括法規的完善、人民幣商品的創新、人才的培養及經驗的積累都還有許多努力的空間<sup>2</sup>。此外，積極與中國進行金融相關談判及授權，爭取相關政策的儘早開放與落實，例如提高貨幣清算機制額度上限，及貨幣回流管道的開放，才能使台灣在發展人民幣離岸市場上有較為完善的條件。

綜上述可知，發展離岸市場可帶來諸多效益，台灣也正積極往此方向邁進。然而，由於台灣發展人民幣市場尚在起步階段，相關的文獻頗為有限，故本文將檢閱既有國際離岸市場的理論，並檢視現今最具規模的人民幣離岸市場——香港的

---

<sup>2</sup> 以下對台灣發展人民幣離岸市場建議係參考中國廣州中山大學嶺南學院院長劉明康教授等人，於 2013 年 3 月 25 日於台北君悅飯店所發表的「2013 全球金融趨勢論壇：劉明康院長專題講座」演講並歸納其意見所得。

發展經驗及所遇到的障礙，來評估台灣發展人民幣離岸市場的前景，希望能夠做為日後台灣在發展人民幣離岸市場上的一個借鏡。

本文首先檢視國際貨幣發展離岸金融市場的經驗，並分析過去討論香港發展人民幣市場的文獻來討論發展離岸市場的條件，再藉由相關數據檢視人民幣在香港發展的情形與之對照比較。主要藉由 2004 年香港展開人民幣存、匯款等業務至今香港人民幣業務的擴展歷程，來探討其發展人民幣離岸市場的經驗與成果。透過檢視香港人民幣結算匯款、人民幣存款等人民幣的流動數量等相關數據的變化，並比較香港在離岸市場的其他條件，諸如區位、租稅優惠、法令規範，來探討香港作為人民幣離岸市場的功能、進展與未來發展前景。最後比較台灣在一些相關條件諸如金融法規、政府相關政策、人民幣流通數量、對中國貿易經常帳逆差及金融基礎設施等相關投資條件的優勢及劣勢，並希望透過訪問相關產業的研究人員與從業人士，來探討台灣未來發展成為下一個人民幣離岸市場的條件及可能性。

綜上所述，在人民幣離岸市場快速發展，而與台灣鄰近的香港人民幣離岸市場發展熱絡，同時我國在去年與中國簽訂貨幣清算協議的情形下，本文希望藉由香港過去的經驗，研究香港人民幣離岸市場發展前景以及兩岸金融開放對台灣發展人民幣離岸市場的影響。本文研究問題如下：

- 一、 哪些因素促成國際貨幣離岸市場發展成功？
- 二、 香港人民幣離岸市場的成功發展得利於那些因素？
- 三、 台灣發展人民幣離岸市場的優勢、劣勢、挑戰與機會？

## 第二節、研究方法

本研究希望先藉由分析促成離岸市場的重要因素，來探討主要離岸市場的成因及其功能，再檢視香港及台灣在這些條件上具備什麼樣的優勢及劣勢，進而比較兩者在人民幣離岸市場的發展前景。

### 一、文獻分析法

本文將使用文獻分析法來分析香港發展人民幣離岸市場的條件，以及台灣發展人民幣離岸市場的優勢與劣勢。文獻分析的部分，主要對於非量化的指標及歷程進行檢視。

本文將先回顧既有的相關文獻中分析國際貨幣離岸市場的理論以及歷程，從中探討國際貨幣離岸市場發展成功的重要因素。接著，對境外人民幣成長的發展作概略回顧，並從幾個重要網站，包括中國人民銀行、國際貨幣基金會、世界銀行、中國國家統計局、與香港金融管理局等官方網站，來檢閱中國自十六大以來人民幣對外開放的相關研究文獻、重大政策及新聞資料，包括與各國簽訂的貨幣清算機制，及其作為其他國家外匯儲備的發展情形等來討論境外人民幣的發展，作為分析人民幣發展離岸市場的立基。

在研究香港發展人民幣離岸市場的條件上，本研究將分析與香港發展人民幣離岸市場相關的既有文獻、專書、期刊、報章雜誌、論文、官方報告以及重要網站，來探討香港發展人民幣離岸市場成功的因素與條件。包括中國在資本帳開放的情形、租稅減免等優惠措施、地理條件或區位因素、相關監理法規與基礎設施的構建、政府相關政策的推動及人民幣相關金融商品的完備。透過上述的指標來探討香港成功成為人民幣離岸市場的條件與有待提升之處。

在台灣離岸人民幣市場發展前景與優劣評估上，首先，本文希望藉由既有文獻的分析、官方統計的數據與報告，來評估台灣所面對的整體金融環境，包括人

人民幣國際化的狀態，與境外人民幣資金流動情形的評估。並分析台灣在人民幣離岸市場發展上，是否具備發展國際貨幣離岸市場的條件。再者，本文希望透過政府相關單位公布的研究報告與政策，包括金管會、中央銀行、經建會及相關網站所公布的重大相關政策，來作為政府政策支持層面的分析，作為人民幣離岸市場發展的利基。同時，本文也將藉由產業相關人員的看法，並從相關的論文、期刊、研究報告來評估政府所出具的政策、租稅優惠、法規等條件，對於離岸人民幣的發展具備哪些優勢、劣勢、機會與威脅。

分析的重點有以下幾點：

- (一)、 人民幣在境外成長的變化。
- (二)、 香港離岸人民幣的開放及發展過程。
- (三)、 台灣政府對於人民幣離岸市場的政策。

## 二、數據分析法

本文將透過離岸市場發展的量化指標來評估香港與台灣人民幣流動的情況，並對人民幣在境外流通數量的成長進行概略性的回顧，探討人民幣離岸市場發展的條件。由於本文主要探討的對象為香港與台灣，因此將著重於政策開放所引起香港境外人民幣在數量成長的一些相關數據變化，特別是香港人民幣資金池的觀察，包括人民幣存款數量在香港的變化，以及人民幣作為香港跨境貿易等交易結算比例的變化，分析香港跨境貿易結算人民幣數量變化趨勢。同時，本文希望藉由分析人民幣商品數據的成長來探討香港離岸人民幣的使用情況。

### 三、比較分析法

本節將透過分析香港與台灣發展離岸市場的條件，包括兩者人民幣流動規模、經濟發展及對外進出口貿易的規模、金融基礎設施的完善，以及政府政策的推動，來比較雙方發展人民幣離岸市場的優勢與劣勢，特別是從兩者離岸人民幣的絕對規模大小，以及佔本身金融相對規模的比例來進行比較。

### 四、SWOT 分析

SWOT 分析方法，即優勢(Strengths)、劣勢(Weakness)、機會(Opportunities)和威脅(Threats)分析，基於個體自身的條件，與競爭對象進行比較，並分析內部及外部環境變化影響可能帶來的機會與面臨的挑戰，進而制定最佳對應政策的方法。SWOT 分析是將對內外部條件各方面內容進行綜合和概括，進而分析個體自身所具備的優勢、劣勢、及可能的機會和面臨的威脅的一種方法。其中，優劣勢分析主要是著重於自身的實力條件與競爭對手的比較，而機會和威脅分析則將條件放在外部環境的變化的可能影響上。然而，外部環境出現的同一條件變化，對於具備不同條件的競爭者所帶來的機會與威脅卻可能完全不同。舉例而言，假設中國政策轉為在國際市場以市場公開操作方式購回大量境外人民幣，對台灣人民幣市場發展可能會造成相當大的威脅；然而，對香港而言，卻可能因為國外人民幣回流中國而受益，或者受害不明顯。

由於台灣與香港在人民幣離岸市場的發展條件上，皆具備各自的優勢與劣勢，並且因為潛在的人民幣業務上有相當大的客群相互重疊(例如在大陸投資的台商客群)，因而使得台灣在人民幣業務開放之後，引起香港相關部門及產業的關注。未來台灣與香港在互動上有可能出現既競爭且合作的情形。因此，本文希望透過SWOT 分析來對台灣與香港在人民幣離岸市場的發展上，進行兩者優勢、劣勢、機會和威脅的比較。

比較完目前兩者的優勢、劣勢、機會和威脅後，本文希望進一步探討如何擴大台灣在發展離岸人民幣的優勢、縮小劣勢、增加機會及減少威脅，並在這個架構下，提出相關政策的建議。

## 五、深度訪談法

香港離岸人民幣市場方興未艾，由於時間尚短，既有文獻研究有限，為了了解發展人民幣離岸市場對台灣金融等相關產業的發展，本文希望透過深度訪談法 (in-depth interview)，訪問台灣金融相關產業的從業人員，藉由實務操作的層面來了解台灣發展人民幣離岸市場的優勢與劣勢，開放人民幣業務進入後台灣可能會遭遇到的問題，以及發展人民幣離岸市場所帶來的衝擊。

本研究所訪談的對象總共有五位，下面列出受訪者的部分公開訊息，來確認訪談者的代表性，以下如有引述訪談所得到的意見，註釋代號如下：

- A、台灣前三大金融控股公司銀行部門副總經理，該金控在兩岸均有分支機構。
- B、公股行庫國際金融部門經理。
- C、公股行庫資深主管。
- D、台灣大型金融控股公司證券部門副總經理，該金控在兩岸均有分支機構。
- E、中國國務院參事之一。

## 研究架構

人民幣離岸市場的前景：以香港與台灣為個案分析

動機：

1. 人民幣離岸市場快速的發展及其所帶來效益龐大
2. 人民幣離岸市場在香港發展蓬勃
3. 兩岸經貿關係越趨緊密及貨幣清算協議的簽訂

研究問題  
哪些因素影響香港發展人民幣離岸市場

研究問題  
哪些因素促成國際貨幣離岸市場發展成功

研究問題  
台灣發展人民幣離岸市場的優劣勢

文獻回顧：

國際貨幣離岸市場經驗  
香港發展人民幣離岸市場的經驗  
外幣離岸市場發展成功因素的觀察指標

文獻分析法

數據分析

比較分析

SWOT 分析

深度訪談法

國際貨幣離岸市場發展成功的因素評估  
香港發展人民幣離岸市場的經驗與前景  
台灣發展人民幣離岸市場的機會與挑戰

結論與建議

## 第二章、文獻回顧

本文研究問題主要在探討影響國際貨幣離岸市場形成的因素，希望由國際貨幣離岸市場與香港發展人民幣離岸市場過去發展的條件，來比較台灣發展人民幣離岸市場的優劣勢。本部分首先回顧過去研究國際貨幣發展離岸市場的理論與經驗，接著回顧香港發展人民幣離岸市場既有研究及相關研究方法來探討香港人民幣離岸市場的成功條件，最後分析外幣離岸中心之所以成功的重要指標，作為台灣未來發展的參考。

### 第一節、國際貨幣離岸市場經驗

離岸金融出現的因素相當複雜，Song (2008) 認為，全球貿易的成長，以及資金為了規避在岸較嚴格的法規及較高的稅率等，是產生國際貨幣離岸市場的原因。因此，離岸金融中心發展背景，主要是許多先進國家在 20 世紀 60 年代和 70 年代一系列的限制性監管制度所引發資金向離岸中心流動。

根據國際貨幣基金會 (IMF) 對離岸金融市場的定義，離岸金融業務主要為為非境內的居民提供非本幣的金融服務，諸如提供國際貨幣的借貸、結算、投資。相對於在岸市場，離岸市場的運作不受貨幣發行國的金融監管機制所約束，而離岸市場除了寬鬆的法規之外，往往也有著較為優惠的租稅措施。隨著全球金融產業日趨發展，原本的離岸金融開始出現了為非境內居民提供本國貨幣的金融服務。由於離岸市場不會受到貨幣發行國在金融相關政策上的限制，並有著較為優惠的租稅，往往吸引了許多國際資金流入，使得離岸金融市場自上世紀中葉至今有了長足的發展。

二戰結束後，布列敦森林制度的確立使得美元在國際上地位大幅提升，也使得美元在國際上流動的數量大為上升。不久之後，馬歇爾計畫的援助使得大量美

元流入歐洲金融市場，加上韓戰爆發後，美國凍結中國在美國的美元存款，使得蘇聯等共產國家為了規避風險而將自身所擁有的美元存到歐洲銀行，一連串的事件大大提升美元在歐洲流動的數量，而在歐洲大量流動的美元，便促成了歐洲的美元市場雛型開始出現。

1950 年代末期，由於美國國際收支惡化，造成美國對境內金融管理法規轉為嚴謹，在金融環境趨嚴的情況下，美國本土美元大量流向歐洲，更進一步推動了歐洲離岸金融市場的發展。到了 1960 年代，隨著國際跨國公司紛紛崛起，西方許多跨國公司大舉進軍亞洲，一方面加速了亞洲經濟發展，一方面也活絡了亞洲金融市場，使得更多的美元等國際貨幣流入亞洲，刺激了亞洲地區的美元需求，帶動了亞洲金融城市的發展。此時新加坡憑藉政策的主導，加上優越的地理位置及完善的金融法規，成功發展為亞洲美元離岸金融中心。而後 1970 年代的石油危機造成國際石油價格飆漲，許多產油國家紛紛將石油美元（petrodollars）存往歐洲，再度掀起一波國際資金的流動，加速倫敦離岸金融的發展，造成倫敦美元交易量甚至高過美國本土金融大城的情景。沈中華、王儷容（2012）在專書中提及了當時離岸金融中心的發展，反映了各國政府為了強化貨幣政策的操控能力，因而造成國內許多法規不合理而且嚴格的限制，使得國內資金的存貸都轉向法規及限制較少的離岸市場上來進行。到了 1980 年代，包括紐約、日本、香港等城市也紛紛加入離岸金融市場行列，離岸金融市場的發展漸趨成熟。而隨著國際金融日趨緊密，離岸金融市場流動的貨幣也從早期以美元為主的歐洲美元、亞洲美元而越趨多元。

回顧早先歐洲美元離岸市場之所以產生的條件，許多學者提出了不同的重要條件；多數學者都認同政府的政策支持及租稅等優惠措施是國際貨幣離岸市場的重要條件之一。

Johns（1983）在專書 *Tax Havens And Offshore Finance: A Study of*

*Transnational Economic Development* 中對歐洲美元的發展原因進行探討，指出當時歐洲離岸市場的發展，一方面源自於美國政府對市場進行干預所產生的推力，另一方面則導因於歐洲離岸市場本身資本市場具備較寬鬆的環境所產生的拉力，使得當時的美元大量向歐洲流入，推動了歐洲美元市場的成長。而在美元大量流向歐洲之際，同時也帶動了跨國金融機構前往歐洲增設分支機構，對歐洲金融市場產生良性的循環成長。

Focarelli and Pozzolo (2001) 從實證研究發現金融機構可能基於服務顧客的業務需求，因此必須隨著客戶的需求，在不同時區來進行海外的擴張。而 William (2002) 根據追隨顧客理論 (Follow the Customers) 來解釋了銀行海外擴張的行為，他認為當客戶跨國移動時，跨國銀行會出現隨客戶移動的現象，追隨客戶到當地設立分支機構，來提供客戶所需的金融服務，作為維繫與客戶之間關係的一種防禦性策略 (Defensive Strategy)，以避免銀行與客戶間的長期的關係因此而中斷。資金與金融機構的湧入，對歐洲美元離岸市場造成良性的循環。

巴曙松、劉雲釗 (2008) 也認為，優惠的政策與較少的金融管制是吸引各地金融機構匯集離岸市場的重要原因，是發展離岸金融市場不可或缺的重要優勢。同時，國際聲譽和基礎設施也是離岸中心的重要條件，而金融中心的聲譽會隨著自身運作的時間越久，在國際市場上的聲譽累積就會越強。McCann (2006) 也認同此一看法，他提出國際貨幣離岸市場的成功，聲譽對其至關重要，而離岸中心聲譽的建立，主要來自於監管能力、運作穩定性，與市場對其各方面條件的信心程度，經過時間的累積而越加成長。此外，離岸金融市場的形成，還必須具備一些要素，包括地理位置或交通環境優越、政治穩定及政府政策的支持與配合、金融相關基礎設施完善、穩定的經濟發展。

上述這些基本條件的具備，往往是發展離岸金融市場所不可或缺的。然而，要建立哪一類型的離岸市場？如何建立？每個國家或地區在選擇路徑上不盡相

同。多數既有文獻對離岸金融市場型態的分類，大致可以分成以下四種類型：

一、內外一體型：此類型的離岸金融市場和國內金融市場的帳戶為同一體系，可以互相流動。

二、內外分離型：離岸金融市場與國內金融市場帳戶分離，互不相屬。

三、滲漏型：管制程度介於上述兩者之間，國內的居民可以向離岸金融帳戶借貸。

四、避稅型：此種類型離岸市場特點為賦稅低，或是金融管制較為寬鬆，多為國際資金逃避監管及租稅之所。

從國際離岸市場發展的經驗來看，離岸金融市場的建立大致可分為兩種模式。第一類型為自然形成的離岸市場，主要的推動力量是市場機制，典型的例子是以歐洲美元發展起家，至今成為全世界最重要境外美元市場的英國倫敦。當時在前蘇聯、東歐等共產國家、阿拉伯世界的石油美元與美國本土美元相繼湧入而創造出國際資金匯集的前提下，國際資金為了尋求較高的報酬而逐步發展成離岸的金融交易中心。Sarver (1987) 在專書中提及了歐洲美元形成的一個重要因素，即當時歐洲美元的借款利率較美國國內來的低，而存款利率卻較美國國內來的高，說明了當時美元流向歐洲的其中一個重要誘因，就是資本追求套利的一個途徑，促使當時國際資金的流動。

另一種發展類型則是政府政策有意推動形成，最典型的例子即是亞洲的新加坡。新加坡在 1968 年為了爭取成為亞洲美元市場，實施許多優惠的投資政策，吸引國際的資金流入，鞏固自身成為亞洲美元中心的地位。Bhattacharya (1977) 指出，新加坡之所以得以在亞洲金融城市中脫穎而出，成為亞洲美元中心，重要因素之一就是新加坡政府提供了其他地區政府所不願意或無法提供的優惠措施來吸引國際資金的流入。這一系列的措施包括廢除了外國通貨存款必須有 20% 流動能力的限制、取消了存單及匯票面值 0.1% 的印花稅、對新加坡以外地區非

銀行顧客的亞洲通貨單位之貸款利息所得稅由 40% 降為 10%、免除非居民支付的亞洲美元債券所得稅、允許對居民與在亞洲通貨單位銀行之間發行美元面值的可轉讓定期存單、對亞洲通貨所收到的利息、佣金、手續費等課徵的所得稅稅率減至 10%，並對有亞洲通貨單位存款的非居民免除財產稅，非居民持有核准的亞洲美元債券之所得亦可免稅。

隨著國際金融環境變化速度加劇，舊有的離岸金融理論或是離岸金融的形態在未來並不見得同於以往的發展，像是當前左右人民幣境外發展的資本帳管制的開放與否，即出現許多不同的見解。因此，在人民幣發展離岸市場的選擇上，前述幾種現有的離岸市場模式可能是其發展的參考模式，也有可能發展出這些模式的變形。

近 20 年來，隨著中國經濟的快速發展，以及中國政府有意藉由人民幣「走出去」的戰略來提升人民幣國際化的地位，人民幣在國際市場流動的數量不斷攀升，許多國家也增加自身人民幣持有的數量。隨著人民幣境外增長的腳步加快，境外人民幣流動的管控、如何運用成了重要的課題，人民幣離岸市場的發展也漸漸受到重視。人民幣離岸金融中心重要的實質內容包括了初期以人民幣作為進口貿易結算、中國政府及中國或他國企業在中國本土市場以外發行人民幣債券及近年開放的人民幣直接投資與其他人民幣衍生商品等等。

通常一國貨幣要發展成國際貨幣，離岸市場是過程中相當重要的一環。馬駿（2012）在其專書中對歐洲美元市場的形成進行探討，該書指出了，國際上開始使用美元來進行國際貿易或投資，並不是由美國國內金融市場展開，而是在倫敦這些歐洲美元市場等境外中心來進行，他並認為，沒有歐洲美元市場，美元就無法像現在在國際貿易結算、投資和儲備資產中扮演領頭羊的角色，因此，歐洲美元離岸市場的發展，推動了美元的國際化，並加速了美國資本帳項目開放與金融自由化。同樣的，人民幣離岸中心的建立，不但可以促進該離岸中心城市金融產

業的成長，在人民幣國際化以及提升人民幣在國際貨幣的地位上，也可能有相當程度的幫助。

然而，人民幣離岸市場與歐洲美元的類型在本質上有許多差異之處。首先，兩者初期形成因素並不相同。歐洲美元市場的美元來源是在美國本土高度管制下為尋求較高的報酬與較寬鬆的投資環境而向歐洲市場流動，並非美國政府有意推動形成；而現今人民幣離岸市場的發展，以規模最大的香港為例，則是中國政府有意推動，透過貿易結算試點等政策的推動，將人民幣推向境外，在香港累積了一定規模的人民幣存款後的發展。

再者，儘管歐洲美元的發展加速了美元的國際化程度，然而，在歐洲美元發展之際，美元國際化的程度，遠較現今人民幣國際化程度要高得多。因此，在其他因素不變下，境外對人民幣的需求也就遠不如當時對境外美元需求來得強。惟近年對人民幣升值的預期，造成香港人民幣業務開放之際，對人民幣存款需求大量增加，隨著人民幣升值預期漸漸趨緩，境外對人民幣需求的程度能否持續增加，還有待於後續中國政府推動人民幣國際化的力道來觀察。

## 第二節、香港境外人民幣的發展經驗

前一節探討了離岸金融市場的建立與必要條件，本節將接著檢視香港的發展經驗。由於地緣等、經貿、文化等因素，香港向來與中國人員及經貿往來相當頻繁，隨著中國漸漸將人民幣推向國際化，逐步開放經常帳與資本帳，人民幣在香港一直維持可觀的流動數量。自 2003 年來，香港開始發展境外人民幣離岸市場，並歷經許多發展階段。

2003 年香港金管局與中國人民銀行簽署〈關於香港個人人民幣業務發展的合作備忘錄〉，是香港發展境外人民幣離岸市場的第一步。隨後，在 2004 年 2 月香港金融機構開始正式經營存款、匯款、兌換及銀行卡等個人人民幣業務；到 2007 年，中國大陸境內金融機構可在香港發行人民幣債券，開啟了香港銀行業辦理人民幣融資業務；隨著各項業務的展開，香港人民幣清算平台亦發展人民幣即時支付系統，金融機構可進行即時人民幣資金調撥，這為香港金融機構推展人民幣投資商品提供有利的操作環境。同年，香港首批人民幣債券正式發行，自此在香港發行及存放在 CMU<sup>3</sup> 系統的人民幣債券數額不斷上升。根據香港金管局 2013 年在《香港的金融基建》中指出，CMU 系統債券投標平台發行的人民幣國債總發行量，由 2010 年的 50 億元人民幣迅速上升至 2012 年的 155 億元人民幣，發行的國債年期類別亦有所增加。此外，CMU 系統債券投標平台並受到許多人民幣債券發行機構歡迎。由 2010 年起，中國財政部先後透過 CMU 系統債券投標平台發行多批人民幣國債。2012 年，CMU 系統設立「金管局 CMU 央行配售統籌窗口」，藉此將人民幣國債配售的投資者基礎推廣至世界各地央行及貨

---

<sup>3</sup>CMU 系統是金管局負責管理的香港債券結算、交收及託管系統。為香港金管局 1990 年所設立債務工具中央結算系統 (CMU 系統)，為外匯基金票據及債券提供電腦化結算交收服務。之後便推廣至其他港元債券，為港元債券提供較具效率、安全及方便的結算託管系統。自 1994 年 12 月起，CMU 系統逐步與區內及國際系統建立聯網，藉此讓海外投資者參與港元債券市場，有助向海外投資者推廣港元債券。並在 1996 年 1 月將服務進一步推擴至非港元債券，並於 1996 年 12 月與港元即時支付結算系統 (RTGS 系統) 聯網，為系統成員提供即時及日終結算服務。其後，CMU 系統又與美元、歐元及人民幣 RTGS 系統聯網，為債券提供即時結算服務，並為香港的美元及歐元支付結算系統提供即日及隔夜回購設施。

幣管理機構。這推動了香港人民幣債券市場的發展，並鞏固香港作為離岸人民幣業務中心的地位。

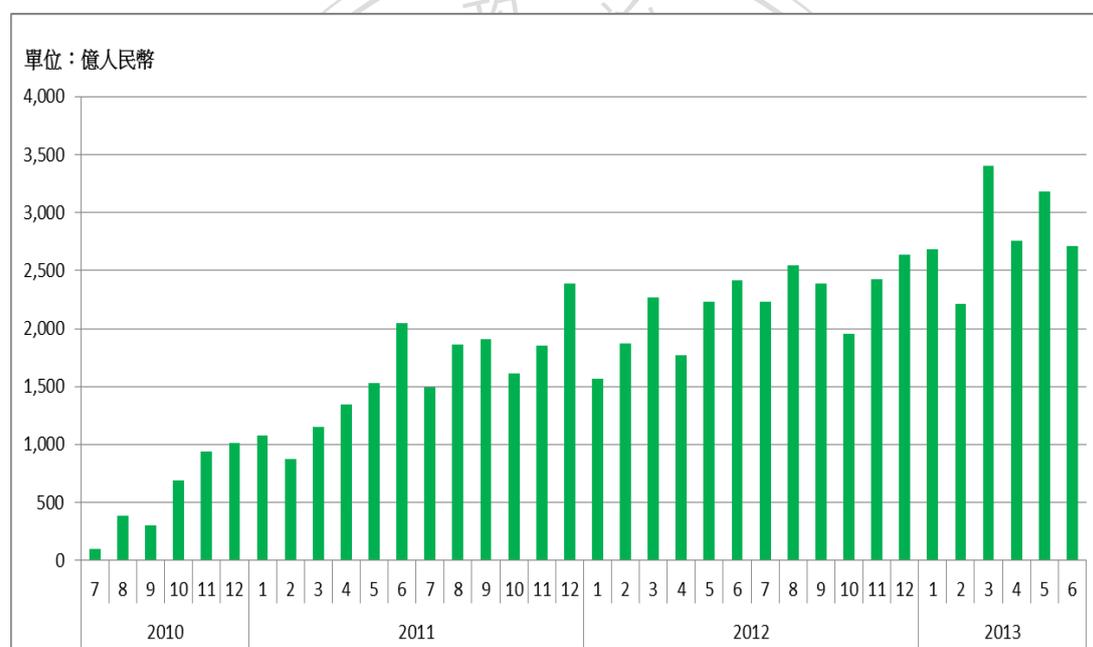
2009年6月，中國大陸與香港簽署備忘錄推動跨境貿易人民幣業務後，香港成為當時跨境貿易人民幣結算的唯一境外試點地區。同年7月，香港成為中國大陸跨境貿易人民幣結算業務的境外試點，使香港人民幣業務的範圍進一步擴大，其中貿易融資為銀行主要新增業務。同時，中國人民銀行與中銀香港簽署修訂有關人民幣業務的清算協議<sup>4</sup>，開放企業戶可以一般用途在銀行開設人民幣帳戶，意即人民幣資金可在個人及企業帳戶之間流動。此外，銀行可提供企業客戶人民幣兌換服務。在香港的人民幣資金若不涉及資金回流至中國大陸，則銀行即可依據香港的法規、監管要求及市場因素，發展人民幣業務，這大大提升香港人民幣存款的數量，並加速香港人民幣業務的擴張，根據香港金融管理局數據顯示，截至2013年6月底，香港平均每月與人民幣貿易結算有關的匯款總額接近3千億元人民幣，而香港人民幣存款則達到6,979億人民幣的規模。香港金管局指出，人民幣存款的攀升，主要原因之一是企業客戶透過貿易結算交易收到的人民幣款額有所增加。而從下圖也可以看出貿易結算匯款金額與人民幣各類存款呈現同步成長的情形。

從下圖一可看出，2010年7月之後，隨著香港作為人民幣貿易的結算的境外試點開啟，香港人民幣貿易結算匯款短期內快速的上升，從原本100億人民幣左右的規模，在半年後的2011年初，已經成長了10倍，達到超過1000億人民幣的規模。同時，從下圖一與圖二也可以看出，香港人民幣存款自2010年以來迅速的上升，與人民幣貿易結算匯款迅速的同步成長。到了2011年年中時到達了階段的高峰，之後，出現了停滯甚至小幅滑落的現象，由下圖二可以看出，2012年的人幣存款不增反減，直到該年年底才逐步回升，探究其原因，可能是因為

---

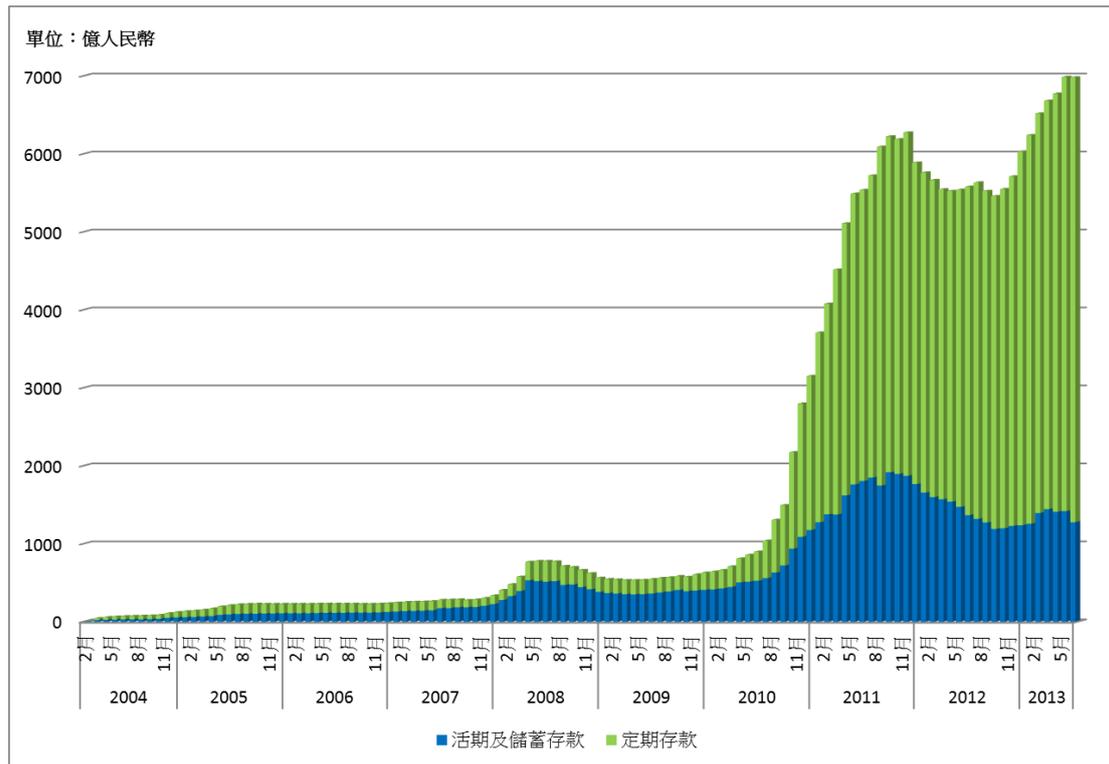
<sup>4</sup>《清算協議》指的是中國銀行（香港分行）在2009年7月與中國人民銀行所簽署的《關於人民幣業務的清算協議》，中銀香港成為跨境貿易人民幣清算銀行。

政策的大幅度開放，市場對人民幣預期報酬的期待，在人民幣業務展開時出現了過度期待（overshooting）的效果，因而產生了一波的人民幣熱潮；在這一波過度反應結束之後，人民幣存款的需求才逐步回到市場反應。再者，2011 年之後，義大利與西班牙信用的降評醞釀歐債危機的風險，使得歐洲各國經濟貿易停滯，並使市場信心趨向保守，這也可能是人民幣存款及貿易結算款停滯的原因。本論文也將深入探究香港人民幣離岸市場在發展這段時間所遇到可能停滯的因素，來做為台灣發展人民幣離岸市場的一個參考借鏡。



圖一 與跨境貿易有關的人民幣匯款總額

資料來源：香港金管局（2013）



圖二 香港的人民幣活期及定期存款

資料來源：香港金管局（2013）

2011年8月，中國國務院副總理李克強在香港出席「國家十二五規劃與兩地經貿金融合作發展論壇」時，宣布中國大陸當局支持香港進一步發展，希望加強香港離岸人民幣市場的功能，之後並開始陸續落實。

綜上所述，香港人民幣離岸市場的歷程至今大致成形。但回顧既有文獻，對香港發展離岸人民幣中心成功的因素與亟待努力之處有諸多不同見解的討論。

巴曙松、劉雲釗（2008）在專書《離岸金融市場發展研究—國際趨勢與中國路徑》中指出，香港在人民幣離岸市場的發展上，具有優越的區位條件、良好的金融環境與優惠的制度安排。該書特別提到，管理和服務水平在離岸金融市場的發展中扮演相當重要的角色，而香港過去長時間發展離岸金融市場為自身累積了

深厚的管理經驗，並建立了相當完備的金融基礎設施及人才，替香港離岸金融市場的發展打下相當好的基礎。

馬駿、徐劍剛（2012）在專書《人民幣走出國門之路》中提到，香港人民幣離岸市場的發展和以往倫敦發展離岸美元市場有許多相似之處。例如早期美國對美元進行諸多管制，進而促成倫敦發展境外美元市場，對照目前中國對資本帳項目的管制，包括對金融產品、利率及匯率還有著相當程度的干預，而鄰近的香港卻沒有外匯管制，金融監管環境相對寬鬆。同時，香港與中國有著大量貿易與投資的資金往來，還有基礎設施、金融商品、人才等方面的優勢。因此，英國發展離岸美元的經驗，可以作為香港發展離岸人民幣的借鑑。

Rossi and Jackson（2011）提出，中國不斷擴大對外貿易的規模，將擴大香港人民幣存款的數量，同時也將推升人民幣在國際上的地位，而香港金融業務在國際上具有一定的吸引力，也將繼續推動香港人民幣金融中心的發展。

沈中華、王儷容（2012）認為，香港作為中國第四大貿易夥伴，在推動跨境貿易交易以人民幣計價的情況下，香港人民幣供給將進一步增加。

根據德意志銀行在 2012 年 6 月的研究報告也提到，香港成功發展成為現今最大的人民幣離岸中心，並且在離岸人民幣存款帳戶上，遠較作為最大美元離岸市場倫敦的離岸美元存款比率還來的高。Chen and Cheung（2011）認為，這種趨勢將使得人民幣在香港漸漸取代美元，成為香港熱門外匯。因此，在發展離岸金融中心最基本的「資金池」條件上，香港具備了良好的條件。

司或鈺（2012）則指出，香港金融發展成熟，因此在金融發展經驗、法律、人才等條件上頗具優勢，而香港與中國相鄰，地緣關係緊密，且不存在語言上的差異，可以在短時間內精確的掌握中國的金融發展政策。

此外，Fung and Yau（2012）認為不可忽視的是，中國政府希望透過香港來

做為人民幣「走出去」的一個管道，使得作為人民幣國際化窗口的香港，在這樣的背景下，具備了政治上的優勢。中國官方在〈國民經濟和社會發展第十二個五年規畫綱要〉表示支持推動香港發展成為離岸人民幣中心。中國國務院副總理李克強也在 2011 年訪港時公開表示對香港發展人民幣離岸市場的支持與政策，並在之後陸續實施。上述政策趨勢皆使得香港發展人民幣離岸市場的政治條件，較其他地區具優勢。

夏斌<sup>5</sup>、陳道富（2011）認為，香港發展的是帶有過渡性質的人民幣離岸市場，其發展的速度與規模取決於中國資本帳開放的速度與力道。因此，香港發展人民幣離岸市場，中國政府可以說扮演了最重要的角色。夏斌並指出，香港做為人民幣的離岸中心，其中一個重要因素就是政治因素。作為中國大陸可以掌控的部份，香港的金融主管當局和中國人民銀行可以進行一些政策上的協調，這點是其他人民幣離岸中心所無法與之相比的。因此，香港離岸人民幣市場的形成與發展，固然存在國際及香港金融市場需求的供給與需求面原因，但不可忽視的是，中國當局基於香港作為重要的國際金融中心的地位，希望以政策支持香港發展離岸人民幣市場，藉此逐步實現人民幣國際化的重要戰略。

綜上所述，造成香港對離岸人民極具吸引力，影響香港發展人民幣離岸市場的動能可能有以下幾點：

1. 中國與香港兩地有共識的政策推動。由於政策的支持，並開放了民間及企業人民幣帳戶的限制，並推動香港以人民幣進行貿易結算等政策，成為香港離岸人民幣增長的重要動能。此外，開放初期個人人民幣兌換享有津貼，人民幣結算銀行（中國銀行香港分行）並提供了相較其他離岸中心銀行較具優惠的存款利率。
2. 作為第一個發行中國境外人民幣債券的城市，香港離岸人民幣固定收益

---

<sup>5</sup> 中國國務院金融發展中心主任

商品不斷的增加，且銀行間的離岸人民幣市場快速發展。

3. 優越的地理位置。香港跟中國經貿頻繁，且因為鄰近中國，中國旅客出入數量龐大，這兩個原因為人民幣提供充足的來源。而香港作為重要貿易港口，有大量的貿易與投資的資金往來，易匯聚國際資金。
4. 香港的離岸金融經驗發展至今已經有 40 年以上的歷史，金融基礎設施完善且相關人才與發展經驗相當充沛，在相關結算系統的運作上，可以負荷龐大的離岸金融業務。
5. 自 2005 年以來，人民幣兌美元價格不斷攀升與國際對中國人民幣升值的要求，造成人民幣升值的預期，成為香港人民幣存款不斷攀升的原因之一。
6. 有別於中國對外匯的管制，香港沒有外匯管制，金融監管環境相對寬鬆。

當然，作為人民幣離岸中心，香港現階段也遭遇到許多困難與亟待改善之處。車德宇（2011）便指出，香港離岸人民幣市場雖然已具有一定的規模，但仍然面臨許多問題。包括人民幣回流機制不夠健全，因而導致大部分人民幣以存款的形式沉澱在香港；也因為人民幣應用管道有限，限制了境外持有人民幣的意願。

何帆（2011）等人<sup>6</sup>在〈香港離岸人民幣金融市場：現狀、前景、問題與風險〉中指出，人民幣運用管道有限，限制了香港離岸金融市場的發展。隨著人民幣存款的增加，人民幣在香港的金融體系的重要性也隨之提升；但由於人民幣資產市場發展的速度不及人民幣存款增長速度，造成人民幣運用管道相當有限。而人民幣貸款則因為對人民幣升值的預期，使得願意貸款的機構或單位較少，導致了人民幣存款與貸款的結構性失衡。何帆等人（2011）認為，要深化香港人民幣

---

<sup>6</sup>中國社科院世界經濟與政治研究所國際金融研究中心在 2011 年所進行的專題研究。

資產市場，擴大香港人民幣債券市場是重要措舉之一，並估計香港人民幣債券市場至少要達到 5000 億的規模才能具有較高的流動性。

綜上所述，本文歸納出香港人民幣離岸市場主要還面臨以下待解決之問題：

1. 香港離岸人民幣存款缺乏完善的回流機制，造成離岸人民幣流動性的不足。

香港人民幣缺乏存款運用的渠道，使得人民幣運用範圍受到侷限，以人民幣計價的金融商品數量有待提升。

2. 香港離岸人民幣業務的發展受到中國人民銀行的限制，人民幣清算業務是由中國銀行香港分行進行而非香港金管局進行。
3. 中國對資本帳的管制依然是香港發展人民幣離岸市場的隱憂。



### 第三節、外幣離岸市場發展成功因素的觀察指標

離岸市場的發展，通常取決於該國經濟對外開放及金融發展成熟的程度。從過去國際離岸市場的發展來看，最早藉由發展歐洲美元市場崛起的倫敦，其最主要成功條件乃是積累了足夠的境外美元，由大量境外美元交易的需求而產生了離岸美元中心的功能。而之後陸續出現的離岸金融市場，包括美國的紐約、日本的東京、以及東南亞的新加坡，多由政府政策的推動與優惠措施的吸引而發展。

這幾個眾所皆知的離岸金融城市，由於發展模式及路徑不同，成功發展成為離岸中心的原因也不盡相同。以下將探討這幾個重大離岸金融中心的發展成因與要素：

首先，倫敦成功成為第一個離岸市場，可以從內外因素來加以探討。倫敦在自身條件上，由於英國在 18 世紀以來挾其強大國力，在國際貿易活動中扮演了積極的領導地位，因此英國銀行在國際金融的業務上經驗相當豐富，這為離岸市場的發展奠定良好的基礎條件；再者，熱絡的國際貿易活動，使倫敦聚集了許多跨國企業、國際銀行以及投資機構，擁有了產業群聚的優勢。除了本身高度的經濟發展以及金融基礎設施等基本條件良善之外，一開始主要得力於國際政治經濟背景下國際美元的湧入。

外部因素上，主要來自美國 1950 年代後期以來一系列的干預政策。包括美國聯準會所頒布的 Q 條例<sup>7</sup>，其中明文規定美國境內本國及外商銀行，收受存款的期間及利率。規定包括，三十天內的存款沒有利息，三十天到八十九天，利息 1%，九十天以上利息 2%。然而，此時在歐洲美元市場的所有國際銀行，包括美系銀行，所接受的美元存款則不受此限制，由市場機制決定。除了利息均衡稅的

---

<sup>7</sup>美聯邦儲備委員會按照字母順序排出了一系列條例，如第一項為 A 項條例，以此類推。而對存款利率進行管制的規則正好是第 Q 項條例。該條例規定，銀行對活期存款不得公開支付利息，並對儲蓄存款和定期存款的利率設定最高限度。後來，Q 條例變成對存款利率進行管制的代名詞。

課徵及利息上限的限制，再加上當時歐洲美元存款利率比美國本土高，貸款利息比美國本土低，這存貸中間利息的落差所造成的套利，使得大量美元資金流向監管較為寬鬆且具套利空間的歐洲市場，讓倫敦累積了大量的境外美元，有了初步的發展基礎。

此外，當時英國政府政策也扮演了很重要的推力，在歐洲美元發展初期，英國政府不同於歐洲各國政府對歐洲美元多所限制的做法。由於擔心歐洲美元市場衝擊國內金融市場，當時的德國、法國、等國家對歐洲美元實施了禁付利息；甚至瑞士銀行除了禁付利息外，更需對歐洲美元存款徵收管理費；法國及義大利則是禁止歐洲美元與本國貨幣的互換。有別於歐洲諸國的限制，當時英國政府並沒有對國內銀行進行限制，寬鬆的金融法規及相對全球其他地區較低的稅率，使得倫敦境外美元市場發展較其他歐洲地區來的具優勢。

Levich (1991) 藉由一個量化指標「淨監管負擔」NRB」，來對當時的幾個金融中心進行量化比較，分析金融中心的金融寬鬆程度。「NRB」主要包含了三項指數，分別為：

1. 銀行存款準備金的要求 (R)，R 越高，淨監管負擔「NRB」值越高，對境外金融中心形成越不利。
2. 居民與非居民在利息收入稅、股利所得及資本所得的稅率 (T)，T 越高，淨監管負擔「NRB」值越高，對境外金融中心形成越不利。
3. 稅務課徵機關對利息及股息等財務公開揭露的程度 (D)，D 越高，淨監管負擔「NRB」值越高，對境外金融中心形成越不利。

Levich 藉由這指標對各大金融中心進行比較的結果顯示，倫敦的「NRB」值最低，代表倫敦具備發展離岸市場的重要條件——寬鬆的金融環境，在銀行存款準備金、利息收入稅等資本所得的稅率，以及徵稅機關對財務公開揭露的程度這三

項重要指標的整體測量上，倫敦的金融環境較其他城市來的寬鬆。而倫敦作為了第一個歐洲美元中心，並且「NRB」這一指標符合離岸金融市場所具備金融環境寬鬆的條件，因此，再次證明了金融監管負擔較低，較寬鬆的金融條件，有助於離岸市場的發展。

Sarver (1987) 在其專書中也認同，歐洲美元藉著較為寬鬆的稅率及相對較低的借款利率與相對較高的存款利率，對歐洲美元的發展影響產生了重大的影響。此外，英國國際貿易發展相當成熟，許多金融機構、跨國公司聚集於此，產生了龐大金融交易需求，對金融業而言，產業的群聚效應帶來了規模經濟效果，這些重要因素為倫敦離岸金融市場的發展建立有利的條件，使得倫敦成為第一個歐洲美元中心。

另外一個境外美元離岸市場，作為亞洲美元中心的新加坡，其美元離岸市場的發展，主要得力於政府政策的推動。自從 1968 年開放美洲銀行新加坡分行設立了亞洲貨幣單位<sup>8</sup>以來，在往後的 10 年裡，新加坡政府採取了一系列的政策來推動新加坡發展亞洲美元中心。包括 1968 年開始，新加坡政府取消亞洲美元市場的外匯管制，1972 年之後陸續實施金融各項印花稅的減免、減少亞洲美元交易的利息以及多項所得稅等優惠措施，並在 1978 年全面開放外匯市場，取消外匯管制，來吸引國際資金流入。此外，包括免除亞洲貨幣單位存款之非居民財產稅、將非本地銀行客戶的亞洲貨幣單位的貸款利息所得稅由 40% 降至 10%、廢除外國通貨存款 20% 的流動性限制等等。這些政策措施推動了新加坡離岸金融市場的發展。而不可忽視的，其地理區位鄰近中國與東協諸國，位居東南亞海空要道，為國際貿易重要港口，因此吸引了充沛的國際資金。

因此，本文歸納影響離岸市場的成功因素，可以發現早期離岸市場的成功，往往離不開優惠的利率與租稅減免的措施，並佐以完善的金融監管制度、法規與

---

<sup>8</sup> 新加坡亞洲貨幣單位 (Asian Currency Unit, ACU)

金融基礎設施。像早期英國的開放利率，稅率減免而成功發展成為歐洲離岸美元市場。在金融產業快速發展的今天，足夠且可供選擇的金融商品在離岸金融市場上流動，也是現代離岸市場發展相當重要的因素。像是發展債券市場來增加離岸市場的商品流動性。

總結歐洲美元、亞洲美元及香港離岸人民幣市場發展的經驗，國際貨幣離岸市場的發展，大多出現在國際政治經濟背景下，一國的貨幣在國際上流動數量快速的上升，促成離岸市場的出現。而離岸市場當地的條件，往往對吸引國際離岸資金起到關鍵性的影響。其中較為重要的因素包括：

1. 政策的主導推動
2. 足夠的外幣資金的積累與充足且具流動性的金融商品
3. 租稅及利率等優惠措施
4. 完善的金融法規與金融相關基礎設施
5. 良好的地理區位

上述現有文獻對外幣離岸市場的觀察指標，大致可以區分為量化與非量化指標。具體的量化指標如外幣在離岸市場資金池的流動數量以及流動性、以及藉由利率、稅率與銀行存款準備金等數字來進行評估得出淨監管負擔「NRB」指標等條件。而非量化指標則有地理區位、金融基礎設施與法規、貨幣發行國對境外自身貨幣流動的態度與政策，以及離岸中心所在國家對當地金融相關產業所進行的政策推動或法規限制。

上述離岸市場條件大體上可以拿來做為探討香港發展人民幣離岸市場指標。然而，人民幣離岸市場與其他貨幣離岸市場不同，大多數離岸市場的貨幣，包含歐洲美元、亞洲美元等，都是在美元已經作為國際貨幣的前提下開始開展。夏斌（2011）等多位學者在文獻中都認為美元在發展離岸市場的過程中鞏固了美元國

際化的程度。儘管中國當局將推動人民幣國際化列為重要方針，但資本帳的逐步開放仍待努力，王國臣（2012）、吳燕婷（2012）分別在其論文中分析人民幣資本帳管制的項目，指出人民幣尚未成為國際貨幣，且對其資本帳仍然存在相當程度的管制。童振源（2013）則指出目前美元及歐元國際化程度有 40% 以上規模，但人民幣占不到 1%，主因在於大陸資本帳尚未完全開放，在人民幣還不是國際主要流通貨幣的情況下，中國與各國簽署貨幣互換協議發揮的功能相當有限。

因此，在人民幣國際化程度尚低，且人民幣資本帳管制的情況下，人民幣離岸市場的發展，是否會與美元等國際貨幣離岸市場的發展走上相同的模式，值得後續觀察。當然，由於人民幣資本帳的管制，任何一個企圖發展人民幣離岸市場的國家或地區，也都必須要能夠確保人民幣的供給無虞，並且在這基礎上更進一步能夠增加人民幣的流動程度及數量。



### 第三章、香港發展人民幣離岸市場的經驗與前景

香港成為國際金融中心，可以追溯到 1980 年代的發展。1981 年 5 月，香港政府為提高香港銀行業的國際地位，放寬對銀行牌照的限制，並宣布接納外資銀行在香港營業的申請，香港銀行業發展明顯加快速度。1984 年底，香港的銀行數目已增至 140 家，總行及其分支機構共達 1,547 家。在這個時期，各國外資銀行雲集香港，使香港銀行業務加速國際化。而香港之所以能成為國際金融中心，最重要的原因是因為香港政府向來採取相對較為自由放任的政策，而金融體系也有足夠的創新能力及彈性，能夠配合經濟發展而調整其服務項目，來吸引許多金融機構到香港發展。

香港從 2004 年展開人民幣業務。一方面，香港自身原本就是一個相當成熟的國際金融中心，另一方面，中國政府基於希望透過人民幣離岸中心的運作與人民幣跨境貿易結算比例的提升，來提高人民幣在境外的使用與交易，進一步提高人民幣國際化的程度，因此在政策上大力的推動人民幣跨境貿易結算與香港人民幣離岸市場的發展，並在 2011 年公布的「十二五」中明確規劃擴大人民幣的跨境使用及支持香港發展成為離岸人民幣中心。這使得香港在人民幣離岸市場的發展上處於一個相對有利的政策條件，到目前為止，香港已經是最大的人民幣境外中心。

本章將探討香港離岸人民幣發展的經驗與前景，首先就政策的開放進行回顧，並藉由香港的發展方式及途徑分析，同時檢視香港在基礎設施的各方面條件的配合，最後藉由香港離岸人民幣市場的發展規模與所遇到的障礙進行探討，以供台灣作為發展的參考。

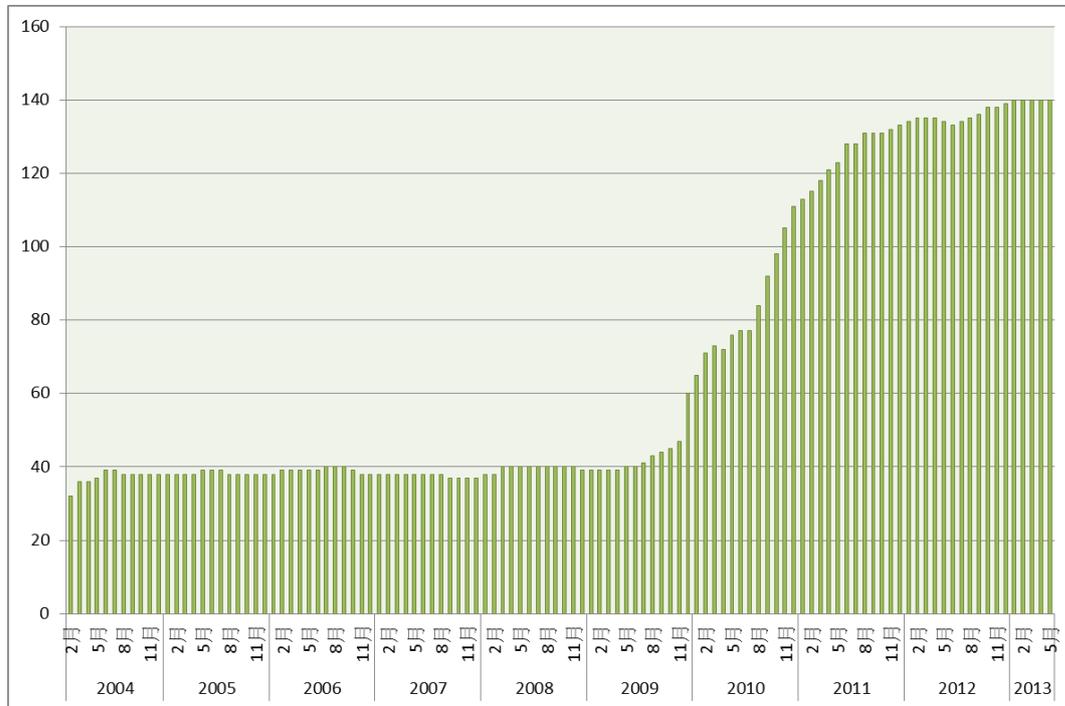
## 第一節、香港離岸人民幣發展較為重要的政策歷程

從發展的階段來看，香港人民幣業務的發展可以分成幾個歷程來討論，主要有個人業務的發展、人民幣融資功能的開啟與貿易結算功能的展開，每個歷程的功能及其影響的範圍如下：

- 一、個人業務的發展：2003 年年底中國人民銀行和香港金融管理局簽署了人民幣業務合作的備忘錄，並與中國銀行（香港分行）簽署《關於人民幣業務的清算協議》。2004 年 2 月正式開起個人人民幣業務。此一階段開放的部分包含了個人的存、匯款及信用卡與兌換等業務，存、匯款與信用卡業務對象主要以香港居民為主，兌換則開放至非香港居民。
- 二、人民幣融資功能的開啟：中國自 2007 年開放金融機構在香港發行人民幣債券，逐步開啟人民幣融資的功能。同時，中國金融機構在香港所募得的人民幣資金，可以透過清算行匯回中國。
- 三、貿易結算功能的展開：2009 年開放香港銀行提供跨境人民幣結算業務。2009 年 7 月中國人民銀行和中銀香港修改《關於人民幣業務的清算協議》，將跨境貿易人民幣結算業務納入清算體系安排。自 2009 年 7 月跨境貿易人民幣結算試點以來，香港銀行人民幣存量出現大幅度的增長，跨境貿易結算的人民幣成了香港人民幣資金的主要來源。此後，從 2009 年直到 2011 年年底，短短兩年左右的時間，香港銀行的人民幣存量從原本 500 億元左右上升到接近 6000 億的規模，使得香港成為除了中國本土之外最大的境外人民幣資金池。

同時，這一階段香港也紛紛投入人民幣業務的經營。在 2004 年香港開啟人民幣業務之初，香港經營人民幣的機構大約只有 40 家左右，從 2009 年年中修改《關於人民幣業務的清算協議》，擴大香港企業、機構人民幣業務後。下半年開始，隨著跨境貿易人民幣結算試點帶來了大量人民幣，越來越多的機構加入了人民幣業務的競爭行列，到了 2011 年底，香港已經有超過 130 家的機構加入經營

人民幣業務的行列。短短兩年時間增加了超過三倍的家數。下圖可以看出香港經營人民幣機構數目自 2009 年下半年以來快速上升的變化。



圖三 香港經營人民幣業務認可的機構家數

資料來源：香港金管局（2013）

四、開放企業在香港發行人民幣債券：2010年7月中國人民銀行和中銀香港再次修改《關於人民幣業務的清算協議》，進一步擴大香港及海外企業、機構人民幣業務，允許一般企業機構在香港發行人民幣債券。這個階段為香港債券市場迎來了快速成長的階段。2010年香港發行的人民幣債券超過了300億人民幣，隔年更快速上升，在2011年與2012年，香港人民幣債券發債規模都達到超過1000億的規模。

五、開放海外直接投資：由於香港人民幣存款漸漸增加，加上人民幣可投資管道不多，在香港人民幣缺乏去路的情況下，中國證監會、中國人民銀行與中國國家外匯管理局在2011年底聯合發布了《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》，以香港為試點，允許人民幣  
外人直接投資（RFDI）<sup>9</sup>與境外人民幣投資境內債券市場（RQFII）。境外投  
資者可透過在香港開設的人民幣帳戶，將人民幣回流中國境內進行直接投資。  
2013年3月，RQFII試點擴大到中國境內的香港金融機構分支，並取消投資  
比例限制。將為推動人民幣離岸市場發展、擴大香港人民幣資本市場的開放  
注入新的動能。



---

<sup>9</sup> RFDI(Renminbi foreign direct investment)，境外人民幣直接投資制度，允許人民幣合格境外投資者按照一定的人民幣額度，投資中國股市及債市。

下表整理了香港離岸人民幣發展較為重要的政策歷程。

表一 香港離岸人民幣發展的重要歷程

<b>2003 年</b>
中國人民銀行將為在港辦理個人人民幣存款、兌換、銀行卡和匯款業務的有關銀行提供清算安排（中國人民銀行公告[2003]第 16 號）。
<b>2003 年</b>
中國人民銀行授權中國銀行（香港分行）作為香港個人人民幣業務清算行（中國人民銀行公告[2003]第 20 號）。
<b>2004 年 2 月</b>
個人人民幣業務開展，包括接受存款、兌換及匯款業務。4 月起提供人民幣銀行卡的清算服務。
<b>2005 年 12 月</b>
擴大為香港銀行辦理人民幣業務清算安排的範圍：接受指定商戶人民幣存款、放寬兌換業務、提供支票服務。
<b>2007 年 1 月</b>
2007 年 1 月 14 日，中國國務院批准，決定擴大為香港銀行辦理人民幣業務提供平盤及清算安排的範圍，中國金融機構經批准可以赴香港發行人民幣債券。
<b>2007 年 7 月</b>
首筆人民幣債券在香港發行。
<b>2009 年 7 月</b>
跨境貿易人民幣結算試點開展。中國人民銀行與中銀香港簽署《關於人民幣業務的清算協議》，為人民幣業務參加行提供人民幣貿易清算服務。香港、澳門及東協國家地區的企業可以使用人民幣作為跨境貿易結算貨幣。
<b>2009 年 9 月</b>
中國財政部首次在香港發行人民幣國債。

<b>2010 年 2 月</b>
金管局向認可機構發出通告，簡化跨境貿易人民幣結算的運作安排。
開放中國大陸非金融機構在香港發行人民幣債券。
<b>2010 年 6 月</b>
跨境貿易人民幣結算試點的地域範圍擴大。
<b>2010 年 7 月</b>
中國人民銀行與中銀香港簽署新修訂的人民幣業務清算協議。人民幣資金可以在離岸人民幣市場自由兌換及轉帳。
中國人民銀行與中銀香港簽署《關於向台灣提供人民幣現鈔業務的清算協議》，授權中銀香港為台灣人民幣現鈔業務清算行，向台灣提供人民幣現鈔供應與回流服務。
新修訂的清算協議將人民幣業務的清算範圍從港澳和東協擴大到全球其他地區，明確規定了香港及海外人民幣業務參加行可按照當地法規和市場需求，向各類企業和機構客戶提供全面的人民幣服務；港澳以外的海外地區，也可以按照當地的法規開展各類個人人民幣業務。
當地及海外發行人可在離岸市場發行人民幣債券，籌集人民幣資金。
<b>2010 年 8 月</b>
允許人民幣業務清算行等境外合資格機構進入中國銀行間債券市場投資的試點安排推出。
<b>2010 年 11 月</b>
人民幣國債透過 CMU 系統發行。
<b>2010 年 12 月</b>
中國可以使用人民幣結算出口貨物貿易的企業數目由 365 間增加 184 倍至

67,359 間。
<b>2011 年 1 月</b>
中國企業可以使用人民幣進行境外直接投資，香港銀行可為這些投資活動提供人民幣資金。
<b>2011 年 8 月</b>
中國國務院副總理李克強在訪問香港時，宣布多項政策。包括將陸續落實 ETF、啟動人民幣直接投資（RFDI）、允許人民幣境外合格機構投資者進入國內證券市場（RQFII） <sup>10</sup> 、擴大境內機構在港發行人民幣債券的規模等。
<b>2011 年 11 月</b>
中國人民銀行開放境外投資者可透過在香港開設人民幣帳戶，將人民幣回流中國進行直接投資。
<b>2011 年 12 月</b>
開放 RQFII。以香港為試點，開放取得資格的境外機構，將海外人民幣投資中國證券市場。
<b>2012 年 8 月</b>
香港銀行可向非居民個人客戶提供人民幣服務。
<b>2012 年 12 月</b>
中國人民銀行批准中國人民銀行深圳支行發佈《前海跨境人民幣貸款管理暫行辦法》，深圳前海地區跨境人民幣貸款業務正式啟動。
<b>2013 年 3 月</b>
RQFII 試點擴大到中國境內的香港金融機構分支，並取消投資比例限制。

資料來源：本研究整理

<sup>10</sup> RQFII(Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor)，人民幣合格境外機構投資者，是中國發布之政策，准許符合資格 RQFII 額度之投資者將在香港籌募的人民幣資金，並將資金匯入中國大陸，募得資金可投資於當地的債券及股票市場，並可發行公眾或私人基金等投資產品。

## 第二節、香港人民幣離岸市場發展的途徑

隨著香港人民幣離岸市場各項業務逐漸發展，在人民幣存款外漸漸出現了人民幣點心債、貸款、即期及遠期兌換、資產管理、同業拆借等市場。

香港人民幣離岸市場的功能主要可以分為以下幾項：

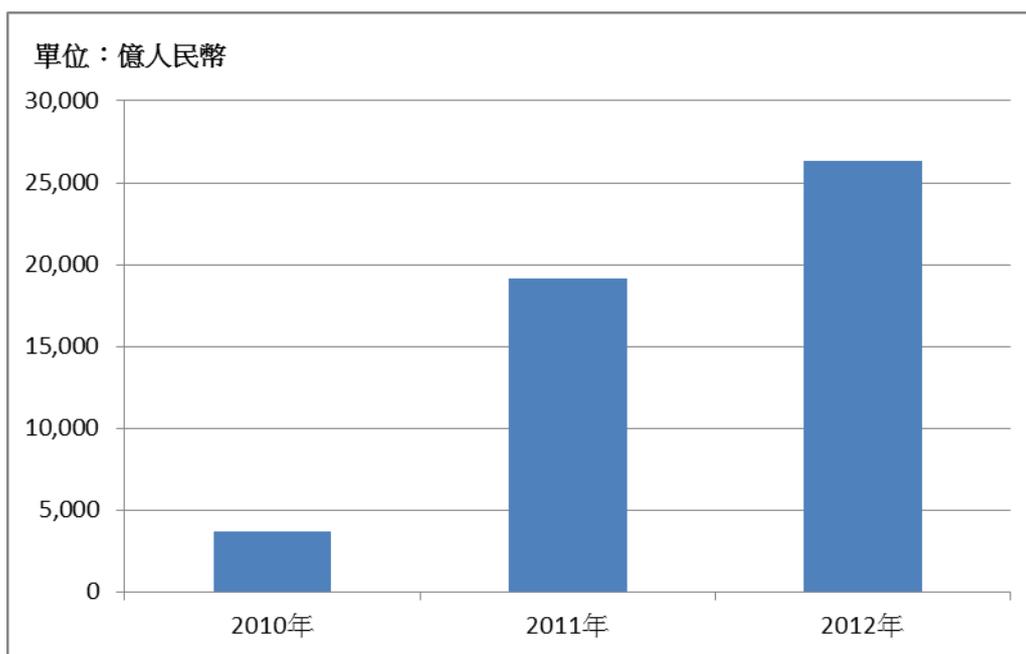
- 一、人民幣貿易結算
- 二、人民幣債券市場
- 三、人民幣金融商品與財富管理

以下將就這些功能的發展途徑逐一討論：

### 人民幣貿易結算

2009年7月6日，香港推行人民幣貿易結算業務試點計劃，是人民幣在境外使用政策的一個突破，而配合人民幣貿易結算的擴大，中銀香港與中國人民銀行也對人民幣業務清算協議進行修改，將跨境貿易結算納入清算範圍，允許香港銀行為與中國貿易結算的企業開立人民幣帳戶。而香港銀行當時稍為調高其人民幣存款利率，以吸引相關金額的存款。而後，人民幣貿易結算的範圍在2010年6月大幅擴大，中國的二十個省市與全球各地的經常交易項目，都可以用人民幣結算。

自人民幣跨境貿易結算試點乃至全面擴大以來，在人民幣貿易結算的部分的金額，現了大幅的成長，經香港銀行處理的人民幣貿易結算額快速上升。截至2012年底，經香港銀行處理的人民幣貿易結算額達到26,325億人民幣，相較2011年的19,149億人民幣增加了37%。下圖可看出經香港銀行處理的人民幣貿易結算額從2010年以來上升了接近10倍。



圖四 經香港銀行處理的人民幣貿易結算交易

資料來源：香港金管局（2013）

## 人民幣債券

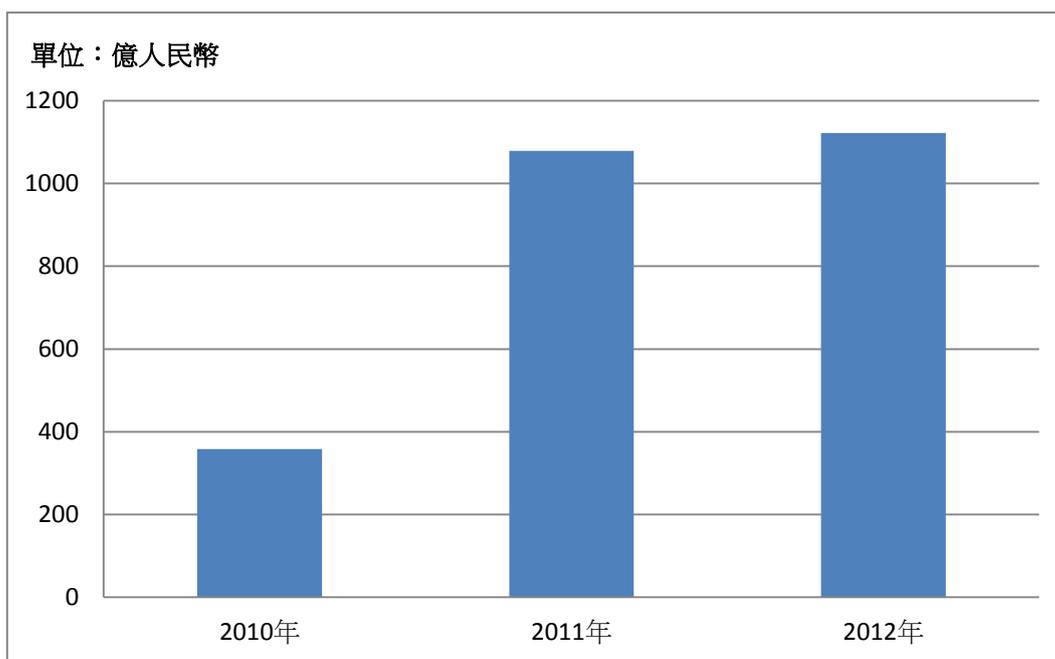
從 2007 年開始，開放中國金融機構陸續在香港發行人民幣債券。然而，這起步階段規模還相當有限，從 2010 年到 2011 年有了爆炸性的進展。在公債市場上，2010 年中國財政部發行的公債總額約 80 億元人民幣，直到 2011 年，香港人民幣債券市場有了更突破性的發展。公債市場方面，中國財政部在香港發行總額 200 億元人民幣國債，其中 150 億元人民幣針對投資機構，50 億元人民幣供零售投資者認購。非公債方面，在 2011 年發行的人民幣債券約值 880 億元人民幣，與 2010 年相比上升 217%。

非公債的發行類別從 2010 年以來越趨向多元化。在 2010 年相當重要部分的人民幣債券是由中國金融機構或香港公司發行。在香港及中國以外地區註冊的公司佔非公債部分的發行額不足一成。到了 2011 年，香港及中國以外地區註冊

的公司佔香港人民幣債券非公債部分的發行額已超過三成。此外，非金融類中國企業亦於 2011 年首次獲准在香港發行人民幣債券。

隨著離岸人民幣債券市場進一步發展，亦吸引更多不同的境外投資者參與投資。由於香港人民幣債券市場的日趨成熟，在香港發債籌資機構的種類也越來越國際化。2010 年在香港發行的人民幣債券的機構中，香港及中國以外地區註冊的企業不足 10%，隔年這數字卻已經超過 30%，顯示國際上漸漸接受香港人民幣債券市場作為人民幣籌資的來源之一。除了籌資者的國際化，投資者也有國際化的現象。舉例來說，2011 年 8 月歐洲某零售公司發行的人民幣債券，有超過半數是由境外投資者買入，當中大部分是投資基金等機構投資者。隨著市場不斷發展，將有更多境外的機構籌資者與投資者參與此市場。有助於香港債券市場的多元及成熟發展。

香港的人民幣債券市場迅速的發展，包括中國財政部、跨國組織，以及境內與境外企業發行的人民幣債券存放於香港的債務工具中央結算系統（CMU 系統）的人民幣債券的年發行量在 4 年間增長 15 倍，截至 2011 年約有 1,720 億元人民幣，同期人民幣債券的年成交量更增加 35 倍至 4,830 億元人民幣。這顯示了人民幣債券市場的發展相當活絡。截至 2012 年，香港人民幣債券市場約有 3,700 億元人民幣的未償還債券。（見圖五）



圖五 人民幣債券發行量

資料來源：香港金管局（2013）

### 人民幣多元商品的出現

人民幣貿易結算試點擴大後，香港金管局與中國人民銀行於2010年7月簽訂備忘錄，加強雙方合作。同時，中國人民銀行與香港人民幣業務清算行亦簽署經修訂的《關於人民幣業務的清算協議》。根據該修訂協議，所有公司、包括證券業者、資產管理公司及保險公司均可開設人民幣帳戶，個人帳戶與企業帳戶之間跨銀行轉撥人民幣資金也解除了限制。造成市場上人民幣金融及理財產品，像以人民幣計價的保險產品及投資基金紛紛出現。

隨著香港人民幣資金流動的規模的逐漸擴大，為香港作為離岸人民幣融資平台的發展提供了有利條件。根據香港金管局的統計，2010年，共有16筆人民幣債券在香港發行，總值約達360億元人民幣。發行債券的機構包括私人公司以至跨國金融機構，反映了市場對透過香港籌集人民幣資金的接受度漸漸提高。此

外，中國財政部也與香港金管局簽訂合作備忘錄，通過 CMU 系統投標平台向機構投資發行共 50 億元人民幣的國債。這也展現了中國藉由與香港的金融合作，來開拓人民幣國債的發行渠道。另外，中國人民銀行於 8 月 17 日公布了境外人民幣清算行及參加行等機構運用人民幣投資中國銀行間債券市場試點安排，為香港的人民幣資金和金融機構開通一條投資的出路，促進香港人民幣貿易結算業務的進一步發展，並由於人民幣的流動性的增加，提高了香港人民幣離岸業務的規模以及種類。提供香港的人民幣資金循環流通的渠道。截至 2010 年底，中國當局已批准 4 間香港銀行參與中國銀行間的人民幣債券市場。

這個階段的發展，人民幣存款的增長扮演了不可忽視的角色，儘管在既有文獻上較少討論到，然而，在實際訪談金融從業人員所得到的經驗可以歸納出，人民幣存款的大量增加，造成了銀行端持有人民幣存款大大的增加，增加了銀行的營運成本，促使銀行業必須為自己手中持有的人民幣存款找到運用的管道，進而帶動了日後各式人民幣金融產品的發展。實證上來看，不論是中國政府機構乃至私人部門及跨國企業到香港發行人民幣債券，都消化了香港銀行持有大量人民幣存款的壓力，進而為香港銀行等各類金融部門創造了利潤。

2011 年初，中國人民銀行推出了試點安排，允許中國企業以人民幣進行海外直接投資。香港銀行可以從中國銀行獲取相關的人民幣資金，透過香港的金融平台為有關直接投資項目提供服務和融資。這將進一步加強人民幣在中國和香港的貿易和投資交易的使用和融通循環。

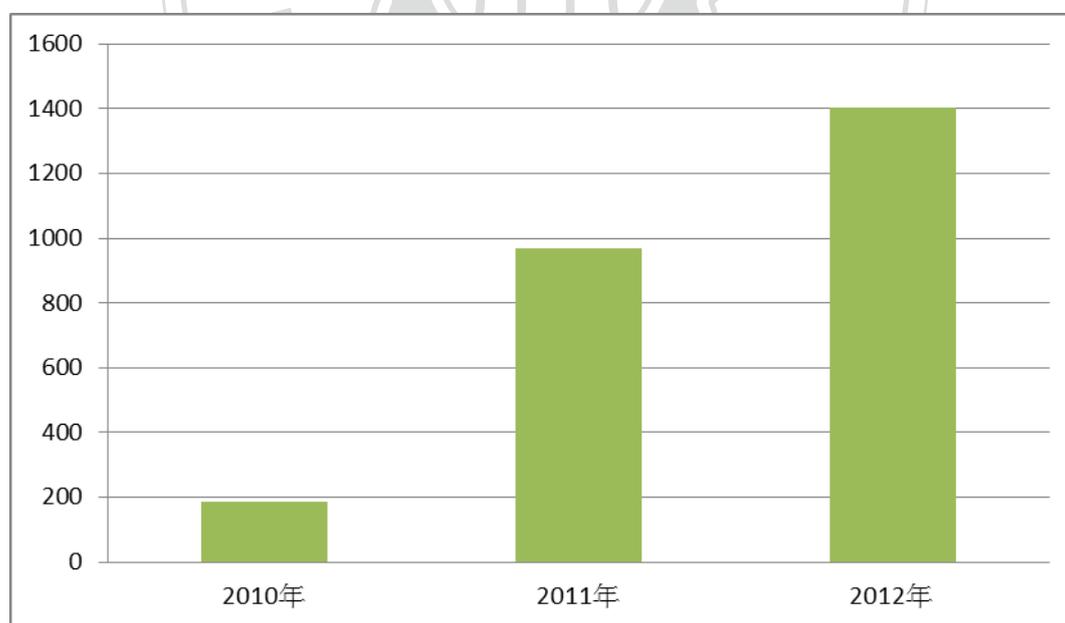
之後，中國政府並在 2012 年 6 月宣布推出一系列措施，來支持香港離岸人民幣業務發展，包括中國財政部以及中國的銀行與企業將繼續在香港發行人民幣債券、支持第三方利用香港辦理人民幣貿易投資結算，以及提高人民幣合格境外機構投資者的額度、擴大試點機構的範圍和放寬投資比例限制等各種政策。這些措施愈加鞏固香港作為面向全球的離岸人民幣貿易結算中心、融資中心和資產管

理中心的地位。

2012年8月1日開始，銀行可向非香港居民個人客戶提供人民幣服務，讓香港銀行有多一種方式吸納人民幣資金，而參與者的增加，也有助於提升市場的多元發展。

香港人民幣銀行業務的整體規模和範圍都日漸擴大，而香港銀行並於2012年8月開始為非香港居民的個人客戶提供人民幣服務。於2012年底，非居民個人客戶已開立的人民幣帳戶約29,000個，存款額超過40億元人民幣。除此之外，海外銀行在香港銀行開設的人民幣代理帳戶數目也呈現逐步增加的趨勢，由2010年的187個，到2011年的968個，到了2012年以增加至1,402個，反映出香港在吸引國際資金的目標上，有了相當程度的進展。

下圖可以看出海外銀行在香港銀行開設的人民幣代理帳戶數目的成長。



圖六 海外銀行在香港銀行開設的人民幣代理帳戶數目

資料來源：香港金管局（2013）

隨著越來越多海外銀行藉由香港的銀行所提供的人民幣代理服務，透過香港作為平台為當地的客戶提供人民幣相關產品和服務。根據香港金管局的估計，截至 2012 年，存放在香港銀行體系的人民幣約有 1,300 億元左右，而香港銀行拆借給海外銀行的人民幣資金也有大約 1,350 億元左右。顯示香港離岸人民幣市場已經跨足海外市場，而非單單侷限於境內與中國。

2012 年 12 月，中國人民銀行批准中國人民銀行深圳支行發佈《前海跨境人民幣貸款管理暫行辦法》。這意味著深圳前海地區跨境人民幣貸款業務正式啟動，為香港人民幣資金的用途多開了一條渠道。一方面，前海跨境人民幣貸款業務為前海的開發建設提供了金融支援，同時，也扮演了人民幣離岸市場參與者角色，增加了境外人民幣資金的用途。如此一來，對於香港銀行擴大人民幣資產負債規模，提升離岸人民幣市場的融通管道與流動程度。

從人民幣存款、跨境貿易以人民幣結算、人民幣的融資功能出現，到發展出多元金融產品。香港一步一步的擴充了自身在人民幣離岸市場上的規模及功能，並在進一步將市場推向海外。看似順利的發展，卻也歷經了接近十年的摸索與試驗。以下將就其成功的因素及其發展遇到的阻礙進行探討。

### 第三節、香港人民幣離岸市場發展的成功因素

香港人民幣離岸市場發展的過程中遇到了許多困難及阻礙，而香港人民幣離岸市場之所以有今日的發展規模，發展過程中所遭遇的阻礙，扮演了很重要的角色，也成為後來發展的推力之一。

探討香港人民幣離岸市場的發展，可以分成兩個部分來看，一方面，既有由外部因素帶來的影響；另一方面，也有自身內部因素的促成。中國推動跨境貿易人民幣結算是影響其發展成功的主要外部因素之一。再者，就是香港本身作為一個金融城市所具備的金融競爭力等內部條件，以下將對這兩部分進行探討。

#### 跨境貿易人民幣結算與香港人民幣存款的變化

香港銀行由 2004 年 2 月起開始接納人民幣個人存款。自 2009 年 7 月推出人民幣貿易結算以來，人民幣存款出現了顯著成長，並於 2011 年年底創下高峰。其後，人民幣存款在 2012 年年中緩慢下降，直至年底才重回成長趨勢。

在 2009 年 7 月推出的跨境貿易人民幣結算試點於 2010 年 6 月及 12 月進一步擴大到中國 20 個省市的企業與全球的經常帳交易可以使用人民幣結算。跨境貿易人民幣結算試點的擴大，使得經香港銀行人民幣結算的貿易額由 2010 年上半年每月平均 45 億元人民幣，大幅上升至下半年每月平均 570 億元人民幣。同時，貿易結算量增加並帶動了香港人民幣存款的大幅成長，由 2009 年底的 620 億元人民幣，上升至 2010 年底約 3,150 億元人民幣。可以發現這時期人民幣存款的上升，人民幣貿易結算扮演了最重要的角色。而這時期香港人民幣存款的快速增長，也為後續各項人民幣業務的展開奠定了重要的基礎。

然而，雖然香港人民幣存款成長相當迅速，但另一方面，人民幣相關產品發展速度並未跟上存款成長的腳步，在人民幣資金缺乏去路的情況下，香港人民幣

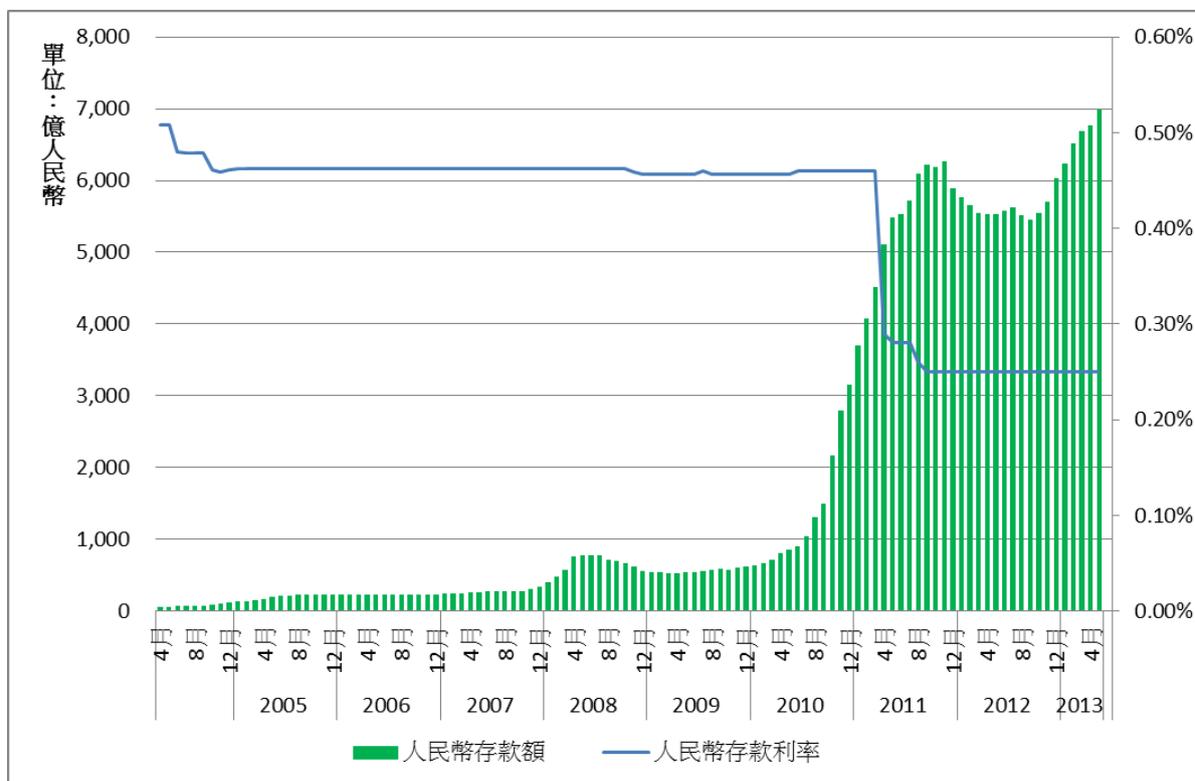
只能以存款形式放於銀行。造成香港銀行人民幣供過於求，使得人民幣的存款利率迅速下降。

從兩個不同角度來看，對於一般存戶來說，隨著人民幣業務的開放，基於使用上的需求或是理財甚至套利的動機，部份存戶會希望持有人民幣存款或其他人民幣資產。加上香港開始發展人民幣業務時，市場對人民幣高存款利率與匯率升值的預期，因此吸引了許多人民幣存戶進入人民幣市場；另一方面，對銀行端來說，吸收了人民幣存款，必須負擔增加利率的成本，而存款利率取決於銀行將存款投入資產市場的報酬，由於吸納存款成本的負擔，銀行資金必須有取得更高收益的去路，才足以支付人民幣的利率。而香港之前人民幣存款下降，便是因為人民幣存款缺乏更高報酬的資產市場供其投入，造成銀行面臨了收存款，不但必需支付利率等成本、存款保險費用、電腦處理等資料作業費及人員開戶作業費用等許多支出。而銀行手上人民幣資金面臨苦無去路的窘境，只能將人民幣借給中國的金融同業或透過中銀香港回流中國人民銀行，賺取少數利差來支付接收存款所帶來的各類成本開銷。

因此，即使銀行都擴增了人民幣存款量，對其經營收益卻無太大提升，反而額外增加許多經營成本。因此，香港銀行公會要求開放人民幣放款與債券等資金用途的產品，希望中國政府或中國人民銀行，允許這些人民幣金融商品慢慢開放，否則，在資金可投入的人民幣金融產品遠少於人民幣存款的情況下，銀行只能賺非常微小的利差，再加上供需失衡，供給只能下降，利率也隨之降低。舉例來說，當時台商在香港發的債券利率就面臨越來越低的情形，再扣掉提存等手續費用，人民幣獲利幾乎微乎其微。

從下圖可以看出，香港人民幣業務開放初期，香港人民幣存款並不高，前四年總數甚至未超過 500 億人民幣，同時，人民幣存款利率也維持在一個穩定的水準。然而，自 2010 年下半年人民幣存款迅速增加後，人民幣在香港供過於求的

情形開始出現，貿易融資累積的存款造成龐大壓力，加上人民幣資金缺乏較高的報酬管道，過多的游資加上產品不足造成了多數人民幣只能以存款的形式放在銀行。



圖七 香港人民幣存款與利率的變化

資料來源：香港金管局（2013）

而銀行也在人民幣資金缺乏更高獲利的途徑下，多數僅能將人民幣透過中銀香港流回中國人民銀行賺取利率差額。在人民幣資金沒有新開拓較高獲利的管道下，銀行吸收人民幣存款的成本相對較高，因此在 2010 年底到 2011 年初這段時間，香港人民幣存款利率迅速下降。這反映了高存款下資金缺乏去向後續所帶來的問題。

為了解決這樣的問題，香港的人民幣清算行中銀分行與中國金融當局開始鼓

勵國內外企業在香港發行人民幣債券，並鼓勵中國一些中小企業來香港離岸市場融資，透過合格境內機構投資者制度(QDII)<sup>11</sup>與離岸人民幣債券市場的發展及其他人民幣金融商品的增加，希望解決香港人民幣存款過高對香港銀行所帶來的經營成本壓力。

即便香港發展人民幣業務已經接近十年，而台灣從今年開始加入人民幣離岸市場行列，依然面臨同樣的問題。存款進到銀行卻缺乏其他用途，面臨無處可去的窘境。因此，人民幣多元商品的發展，不論是對現今發展中的香港抑或剛起步的台灣人民幣市場，都扮演了未來發展相當重要的因素。

### 金融產業的競爭力

離岸市場為國際金融市場的一種型態，因此，在討論離岸市場之前，不能不討論作為國際金融城市的條件。一般國際金融中心通常為匯聚全球各地金融機構，來進行國際資金活動的城市。要成為國際金融中心取決於許多因素所綜合的競爭力，其中包括法規制度、人力資源、規模經濟的聚集、健全的監管制度，以及高效率的會計系統以及其他的金融周邊服務。來確保交易的安全與效率。

根據日內瓦金融中心在 2013 年所作的全球金融中心的最新排名。主要依據人口、商業環境、基礎設施、市場准入和稅收這五大競爭力指標來評比全球各大金融中心排名。該排名透過問卷的方式，在長達 24 個月內，對熟悉各大金融中心的 2379 位全球金融服務部門專業人士進行訪談，並對全球 79 個大小金融中心作出了排名。前十名分別為倫敦、紐約、香港、新加坡、蘇黎世、東京、日內瓦、波士頓、首爾和法蘭克福。香港排名第三，在排名中也在亞洲金融中心中居冠，本身的金融條件及為其離岸人民幣發展奠定良好的基礎。

---

<sup>11</sup> QDII (Qualified Domestic Institutional Investor)，合格境內機構投資者。在某國境內設立並經該國的有關權責部門核准，得以投資境外證券市場的一種證券投資基金。與 QFII 恰恰相反，QDII 是以國內資金投資海外市場。

## 香港金融的基礎設施

香港長時間以來，經營多幣種、多層面的金融運作，對香港發展作為國際金融中心的競爭力發揮極重要作用。長期的經營使得香港的金融支付系統在交易模式上累積了豐富的經驗。以下列出香港在國際貨幣支付系統上的發展過程，從1996年起推出港元的支付系統，並在十年間迅速推廣到多種國際貨幣的結算使用上。

在金融支付系統上：

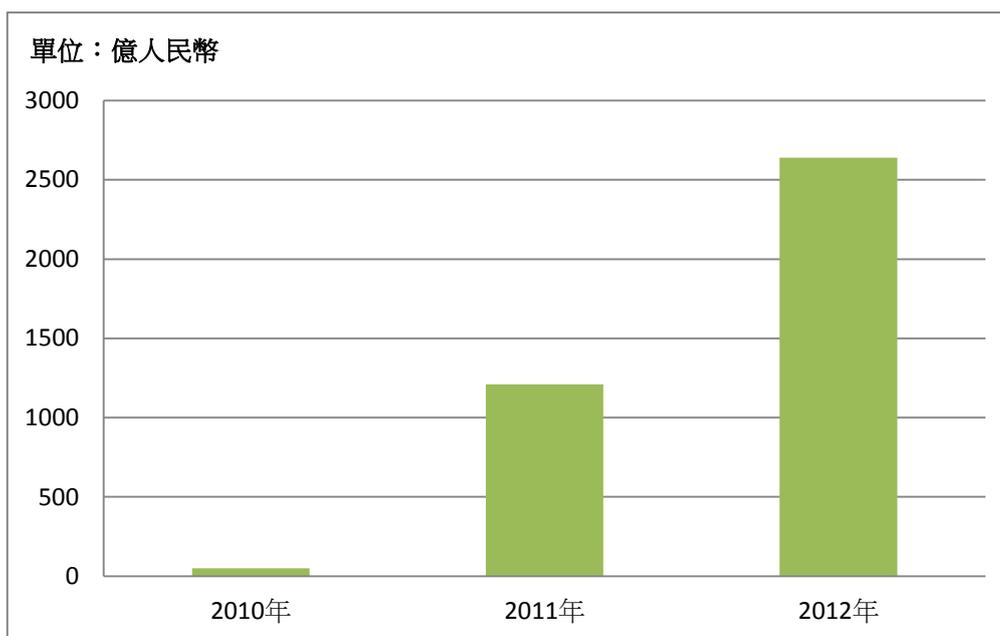
1996年推出港元即時支付結算系統（RTGS系統）

2000年推出美元RTGS系統

2003年推出歐元RTGS系統

2007年推出人民幣RTGS系統

此外，隨著人民幣交易量日益擴大，人民幣即時支付結算(RTGS)系統於2012年6月25日起延長了運作時間，至每日15小時，即由上午8時30分至晚上11時30分。這為全球各地，尤其是在西半球的歐洲時區和北美早段營業時間的金融機構提供更長時間的運作窗口，透過香港的平台結算離岸人民幣支付交易，根據香港金管局所統計的數據，截至2012年12月，香港人民幣RTGS系統平均每日處理的交易額達2,640億元人民幣。下圖可以看出香港人民幣RTGS系統平均每日交易額的變化，由2010年每日平均交易量約50億左右人民幣，到了2011年平均每日交易量上升至1210人民幣，到去年年底所統計的數據每日平均交易量已達2,640億元人民幣。



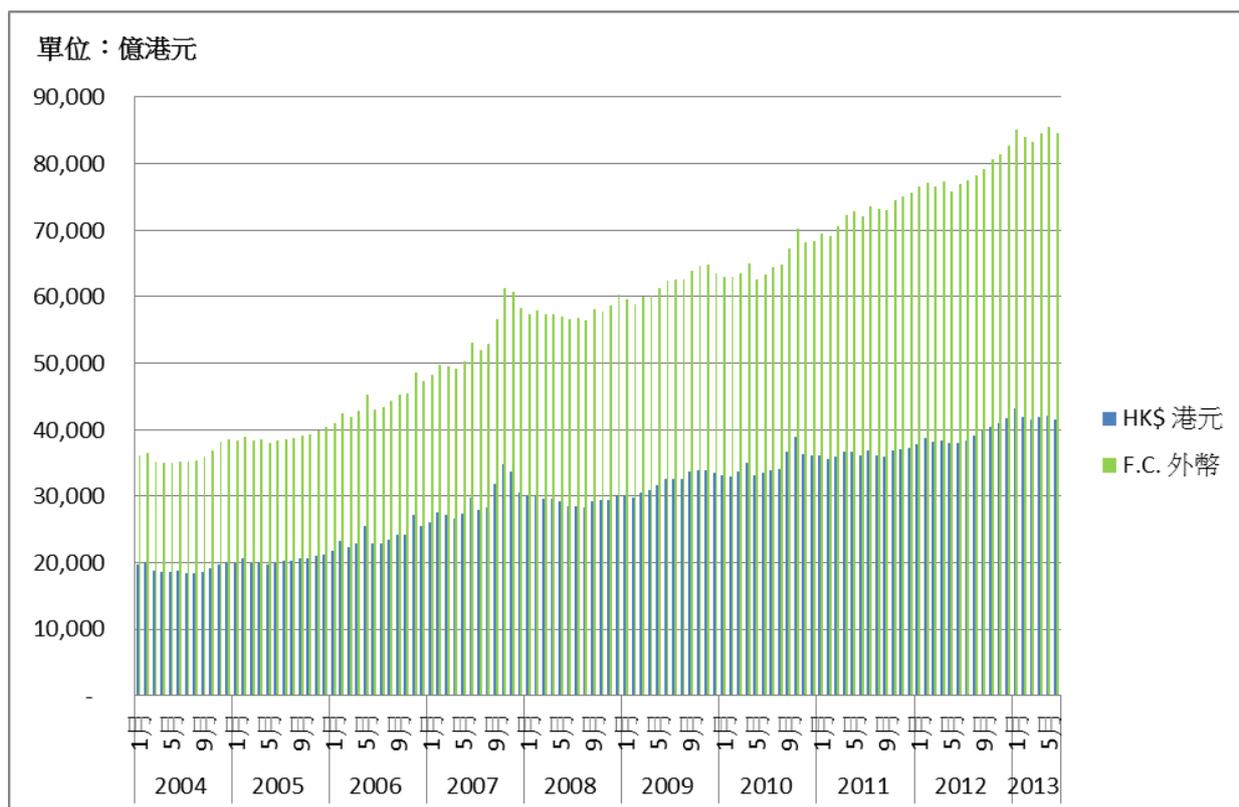
圖八 香港人民幣 RTGS 系統平均每日成交量

資料來源：香港金管局（2013）

### 香港金融規模

雖然人民幣近年在香港發展相當迅速，但實際探討香港金融規模可以發現，離岸人民幣市場其實僅僅佔香港金融市場相當微小的一部分。下圖可以看出香港港元存款規模及外幣存款規模。港元存款與外幣存款各約佔總存款的一半，兩者相加的總數接近 7 兆左右人民幣。而人民幣存款則佔約一成左右的比重。因此，在中國與香港政策的持續推動與香港本身金融條件等內外因素的配合下，人民幣在香港還有持續發展的潛力。

自 2012 年以來，香港的人民幣存款成長速度減緩。根據香港渣打銀行預估，截 2013 年年底，香港的人民幣存款將達 7000 億至 7500 億元。這與年初預測的 8000 億元有所下降。



圖九 香港港元及外幣存款的變化

資料來源：香港金管局（2013）

探究其原因，一方面，可以歸因於人民幣資產市場的發展，隨著多元人民幣商品的出現，像是香港 RFDI、RQFII 腳步的更快推進，ETF 等多元產品的出現，讓人民幣有更多的選擇，而非如發展初期，只能以存款形式持有。同時，RFDI、RQFII、ETF 的發展，也加速了人民幣回流中國本土進行投資，提高了香港人民幣資產的流動性。另一方面，則是由於人民幣升值預期降低，人民幣流入的可能性也在下降中，已不若前幾年強勁的需求。未來香港人民幣成長的動能，主要還是應該以透過香港處理的人民幣貿易結算作為主要的支撐。

## 第四節、小結

從上述香港人民幣離岸市場的發展歷程，包括政策的宣布及出台、資產市場的發展，可以歸納出，香港人民幣離岸市場的成功發展的內外因素有以下幾點：

- 一、政策推動的力量。透過中國政府與香港當局政策的支持，從一開始開放銀行經營人民幣存款，到陸續解除民間及企業人民幣帳戶的限制、推動香港以人民幣進行貿易結算等政策來擴大香港人民幣資金池，甚至中國財政部在香港發行國債及給予 RFDI、RQFII 等投資管道的額度。這一系列的開放，無論在法規、資金的供給、開放幅度上，都必須是要在中國與香港兩地政府及主管當局有共識的協商及推動下才能進行。
- 二、香港本身的金融條件。近幾年香港離岸人民幣收益商品不斷的增加，提供市場及投資者具收益的各類金融商品，為香港的離岸人民幣資金提供了資產市場供其運作。香港金融基礎設施完善且相關人才與發展經驗相當充沛，可以負荷龐大的離岸金融業務。香港沒有外匯管制，金融監管環境相對寬鬆。
- 三、優越的地理位置，與中國人員往來頻繁，且與中國經貿密切。香港與中國人員密切而頻繁的往來及經貿的交流，為香港人民幣資金提供充足的來源。
- 四、持有人民幣資產的預期報酬較高。香港開放人民幣市場初期，人民幣存款利率較港元及綜合利率高；市場對人民幣升值的預期，促成人民幣存款成長動能。

## 第四章、台灣發展人民幣離岸市場的機會與挑戰

### 第一節、台灣人民幣離岸市場發展現況

台灣自 2013 年 1 月 25 日，中國大陸人民銀行與中國銀行台北分行簽定貨幣清算協議後，台灣在 2013 年 2 月迎來了離岸人民幣業務 (DBU)。台灣發展人民幣離岸中心可望為台灣帶來一些機會。像是吸引登陸投資或是在第三地註冊的台商及台灣資金回流台灣，加上若是使用人民幣作為台灣與中國貿易結算貨幣，可以降低透過美元之類的第三貨幣結算所帶來的匯損。另一方面，對有這方面外匯需求的個人則降低了匯兌的匯率，對產業方面則可增加國內金融業的產值，像是人民幣存款、匯款、兌換及承銷人民幣相關衍生業務所帶來的獲益與相關的理財業務對產業產生的挹注。

回顧人民幣業務在台灣的發展，台灣人民幣離岸市場的發展可從 2011 年開放國內銀行的國際金融業務分行 (OBU) 與海外分行辦理人民幣業務開始探討。當時開放允許國內銀行能夠吸收人民幣存款，並能透過人民幣進行授信、押匯與匯款等金融活動，隨著這一開放措施，一方面擴增了 OBU 與海外分行的營業及獲利空間，另一方面，也有助於台灣國內銀行透過人民幣進行兩岸貿易結算業務，並提高台灣企業在中國的籌資能力。

過去兩岸貿易主要以美元作為結算貨幣，但是一方面隨著中國經濟持續發展及人民幣國際化程度逐步上升，另一方面，美國聯準會近年來持續量化寬鬆與美元持續走貶的趨勢下，中國人民幣相對一直升值，由 2005 年的 8.27 兌換一美金，至 2013 年的 6.1 兌換一美金，升值近 30%。越來越多國家支持人民幣結算，除了香港與澳門外，東協與南韓也表示會逐漸擴大人民幣貿易結算的比重。人民幣業務限制的鬆綁，不僅讓台灣具備人民幣貿易結算基礎的有利地位，也帶出新的金融商機。

由於現今人民幣貿易結算大多仍以中國周邊國家為主，而主要使用人民幣交易結算也以亞洲地區經濟體較多。台灣多數銀行境外據點主要集中在亞洲地區，若這些境外台資銀行無法提供人民幣服務項目，將使原有客戶流失至境外他國銀行。因此，境外人民幣業務的開放，將提供我國海外分行與其他境外國際銀行擁有相同的競爭基礎，保持我國銀行境外據點保持獲利來源及原有業務。

另一方面，在授信及融資業務上，由於中國金融法規的限制嚴格控管金融活動，造成許多在中國經營的台資企業往往因為擔保品不足等諸多問題無法像中國的銀行取得足額的人民幣貸款，在融資上面臨相當大的挑戰，造成許多企業必須向母公司尋求財務支援，或向外國銀行借款，對規模不大的中小型的台資企業而言，融資更為困難。人民幣限制放寬後，台商可以直接向 OBU 或是海外分行進行人民幣借款，不僅有助於銀行對台商業務的掌握、加強台資企業在中國的競爭力、長期來看，台灣的銀行甚至能夠以此發展出吸引國外客戶的授信及其他領域的金融商品。最後在財富管理機會部分，由於海外分行與 OBU 吸收人民幣存款沒有金額限制，相較於國內銀行在中國分行吸收存款有人民幣 100 萬元限制，經營的方式更具彈性。

綜上所述，可以看出 OBU 業務開放兩年多以來，成長動能強勁，並為台灣金融產業帶來相當多的機會。隨著 2013 年 DBU 業務的開放，可以預見離岸人民幣業務在台灣未來將會有更蓬勃的發展。下面整理了 2013 年以來人民幣在台灣發展的一些數據，希望對離岸人民幣發展進行一些回顧與未來展望。

從下表可看到，自 2013 年 2 月台灣開放人民幣業務（DBU）以來，從 3 月開始，台灣大多數銀行都加入了人民幣業務的行列。截至 2013 年底，台灣承作人民幣業務的銀行，DBU 的部分擴張到了 65 家，OBU 的部分擴張到了 57 家。顯示了台灣銀行長期看好人民幣市場的潛力。

表二 外匯指定銀行（DBU）及國際金融業務分行（OBU）辦理人民幣業務家數

單位(家數)	DBU	OBU
3 月	53	54
4 月	58	55
5 月	58	55
6 月	60	55
7 月	61	55
8 月	61	55
9 月	62	55
10 月	63	56
11 月	64	57
12 月	65	57

資料來源：中央銀行（2013）

下表呈現了自 2013 年 2 月台灣開放人民幣業務到 12 月底，一年的時間，台灣人民幣存款呈現穩定上升。相較香港在 2004 年開放人民幣業務之初，花了七、八年左右的時間，直到 2010 年底才上升到兩千億人民幣的存款，台灣人民幣存款增加的速度，明顯比香港早期的發展來得更加迅速。從 2013 年 2 月底 DBU 存款不足一百億人民幣的規模，到 12 月底已經有接近一千四百億人民幣的規模，而 OBU 的部分，也由 2013 年 2 月底不到三百億的規模，成長到 12 月底四百多億的規模。兩者相加的數量從年初不到四百億人民幣的規模，到年底已經發展到接近兩千億人民幣的規模。

表三 台灣人民幣存款餘額的變化

人民幣存款餘額 單位(億人民幣)	DBU	OBU	合計
2月	96.3	293.81	390.11
3月	185.04	297.95	482.99
4月	265.29	303.5	568.79
5月	344.17	318.68	662.85
6月	408.34	303.64	711.98
7月	465.64	302.95	768.59
8月	544.51	306.9	851.41
9月	662.8	323.79	986.59
10月	885.04	347.43	1232.47
11月	1,172.85	378.38	1551.23
12月	1,382.19	443.81	1826.01

資料來源：中央銀行（2013）

而下表顯示的台灣全體銀行透過中銀台北分行辦理的人民幣結算總金額也逐月攀升，從2月底不足四百億人民幣的規模，到12月底已經有接近三千多億人民幣的規模，顯示了在台灣流動的人民幣數量正不斷成長，長期將有助於台灣人民幣離岸市場規模的發展。

表四 台灣全體銀行透過中國銀行台北分行辦理之人民幣結算總金額

月份	(億人民幣)
2~3 月	342
4 月	300
5 月	947
6 月	990
7 月	1,188
8 月	1,377
9 月	1,730
10 月	2,035
11 月	3,319
12 月	3,231

資料來源：中央銀行（2013）

中央銀行總裁彭淮南在 2012 年 12 月 12 日，人民幣業務即將在台灣開放前預估，依據香港人民幣存款發展的情形來看，人民幣存款約占香港總存款量的 8% 到 1 成，他並預期台灣開辦人民幣業務，人民幣存款有可能接近 8%。而擔任清算行的台灣銀行則預估，台灣人民幣存款上看存款量的 1 成。以整體存款規模來看，香港 2013 年上半年的存款規模約為 6.7 兆元人民幣左右，人民幣存款約為 7000 億。以台灣中央銀行所公布的 2013 年上半年台灣整體的存款規模換算為人民幣約有 6 兆的規模，若台灣人民幣存款有望達到整體存款比重的 8%，大概可以有接近 5000 億人民幣的規模，從 2013 年一年的發展來看，截至 2013 年底台灣人民幣存款已成長至接近 2000 億人民幣，且每月的成長速度相當強勁，後續的發展相當值得觀察。

企圖作為人民幣離岸中心後起之秀的台灣，香港的發展有許多值得借鏡參考

之處。然而，隨著國際金融時空環境的改變，現今台灣所面臨的條件，與香港在 2003 年底至 2004 年人民幣離岸業務的發展背景有著許多相異之處。以下將針對台灣發展人民幣離岸市場的優勢、劣勢、機會、威脅逐一探討。

在探討台灣離岸人民幣發展之前，就最重要的境外人民幣流動條件來看，現今在人民幣貿易結算、中國與周邊國家紛紛簽屬貨幣互換協議等諸多條件的匯集之下，境外人民幣的數量遠較當時要高。截至 2013 年 6 月底，在與英國央行簽定貨幣互換協議後，中國人民銀行已經與超過 20 個國家和地區的中央銀行和貨幣當局簽署超過 2 兆人民幣的雙邊本幣互換協議。此外，人民幣及俄羅斯盧布、人民幣與日圓更直接實現相互兌換的狀態。

根據 Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication(SWIFT)<sup>12</sup> 在 2013 年 7 月發表的一份報告指出，人民幣作為全球支付貨幣的市場佔有率，在 2013 年 6 月份上升到了 0.87% 的歷史高點，排名超越泰銖及挪威的克朗，排名上升了 2 名來到第 11 名，距離進入 10 名，僅 1 名之差。SWIFT 指出，在過去兩年中，人民幣作為全球支付貨幣的市佔率較以往增加了 2 倍。根據 SWIFT 的統計，在 2011 年 6 月，人民幣作為全球支付貨幣的市場佔有率為 0.24%，到了 2012 年 6 月，則上升為 0.43%。SWIFT 亞太區市場及策略部主管 Patrick de Courcy 指出，人民幣在包括美國等主要市場作為支付貨幣的使用量持續增加，顯示出國際社會對人民幣的接受程度漸漸增加。

除了境外人民幣發展規模較香港當時發展條件成熟外，有了香港在前的發展模式，現今台灣發展人民幣離岸業務的歷程也可少掉許多不必要的摸索期。從實際數字來看，台灣在開啟離岸人民幣業務的前半年，所累積的人民幣存款便遠遠超過香港當時的規模。此外，中國與台灣在 6 月簽署的服務貿易協定，允許台資

---

<sup>12</sup>環球銀行金融電信協會（Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication，SWIFT），為國際銀行間非盈利的國際合作組織，運營遍及全球金融訊息網路，銀行和其他金融機構通過它與同業交換訊息，從而完成金融交易。

金融機構以 RQFII 方式投資大陸資本市場。截至 2013 年上半年中國證監會共批准 11 家；批准額度 1049 億元人民幣，由於目前 QFII 和 RQFII 持股市值約占中國 A 股流通市值的 1.6%，與境外市場的外資持股比例相比仍然相對來的低，由此可以推論，中國在引入境外投資者的部分仍然有很大潛力。

分析香港乃至於台灣人民幣離岸市場上持有人民幣的動機，主要可以從兩個層面來討論。一個是用於貿易的支付，即人民幣支付跨境貿易結算的需求；另一部分則是投資理財的需求，希望藉由持有人民幣資產，在理財上帶來增值收益，甚至進行套利行為。而人民幣所能帶來的收益包括了對人民幣可能升值的預期與人民幣資產的收益率。由於人民幣升值，離岸人民幣產品也必然受益。因此，當市場對人民幣升值有預期心理，往往就會增加對人民幣及其資產的需求；人民幣資產的收益率則取決於人民幣資產市場的發展，不論是銀行存款利率或是債券、基金等資產市場，當人民幣資產收益相對比台灣的台幣資產或台灣的其他外幣資產高，人民幣的需求就會增加。

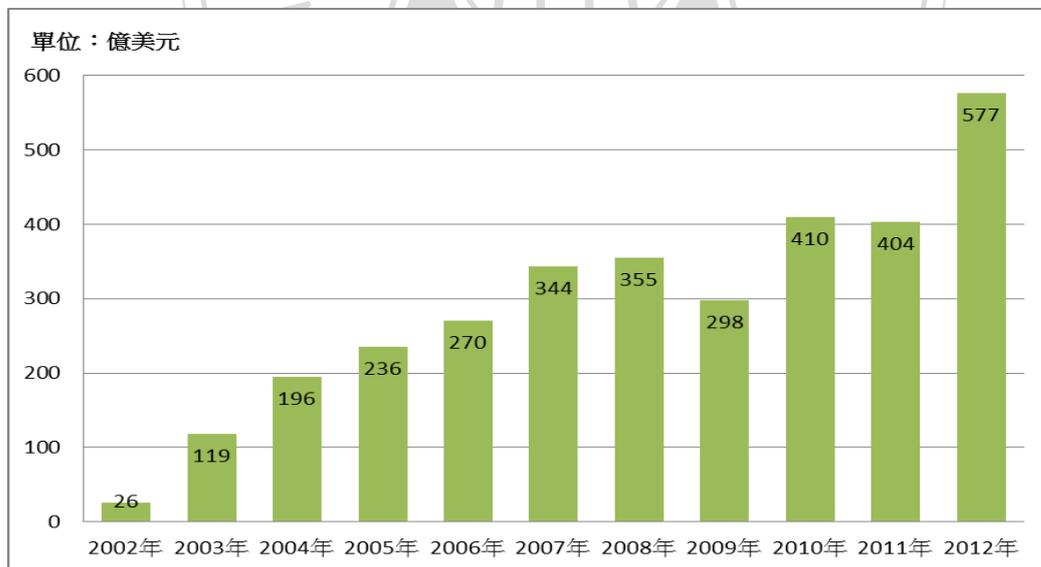
以下將根據這兩個層面的條件與前面章節所討論到離岸市場發展成功的可能因素與香港離岸人民幣成功因素來逐一探討台灣在這些因素中的優勢、劣勢、機會與威脅。

## 第二節、台灣發展人民幣離岸市場的優勢、劣勢、機會與威脅

優勢：

### 人民幣成長動能強勁

從香港人民幣離岸市場的發展經驗來看，充足人民幣的供給量為其發展奠定了穩健的基礎。同樣的，台灣要發展人民幣離岸市場，人民幣資金的累積，將是重要的第一步。整體來說，台灣擁有相當大的優勢是每年對中國的貿易順差規模相當龐大。從下圖可以看出，台灣對中國貿易順差的成長與逐年增加的大量貿易順差金額。以2012年來看，台灣對中國的貿易順差便高達577億美元。現今兩岸貿易計價與結算的主要貨幣雖是以美元為主，若未來隨著兩岸貨幣清算機制的逐步發展與兩岸貿易採以人民幣結算的比例上升，兩岸貿易以人民幣計價的情形逐步增加，則龐大的貿易順差以人民幣轉回台灣，對台灣人民幣資金池的累積將有很大的貢獻。



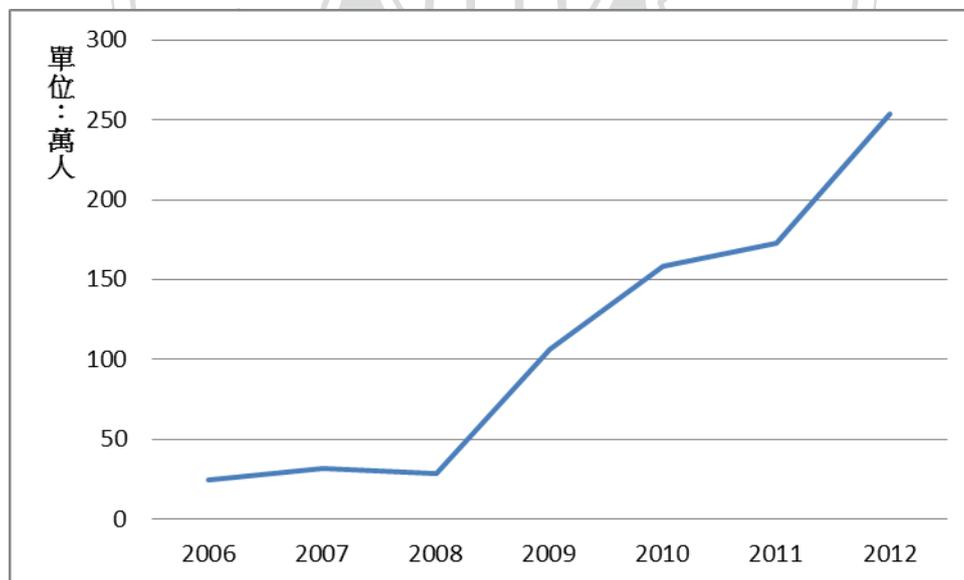
圖十 臺灣對中國歷年貿易順差統計<sup>13</sup>

資料來源：行政院陸委會（2013）

<sup>13</sup> 圖中數據僅包含台灣對中國貿易順差，不含港澳地區。

相較於香港較少製造業等實體經濟，台灣產業實體的經濟基礎，是香港所不具備的優勢，因此台灣的製造業優勢不易為發展重點在金融服務的香港所取代。而即便香港現今與中國之間的貿易量較台灣與中國之間貿易量為高，然而其中不乏轉口貿易，最終目的地並不在於香港或中國，此外，香港對中國貿易經常處於貿易逆差，相較台灣與中國貿易處於順差，台灣在人民幣的累積上，應較香港來得有利。

再者，台灣與中國大量人員的往來，也有助於台灣人民幣的累積。下圖顯示了近六年來中國赴台從事各類活動的人數，正逐年攀升。其中包括了經貿交流、觀光旅遊人口與其他的交流。隨著各類來台人次的增加，其攜帶入境的人民幣對台灣人民幣的累積是一個很大的動能。



圖十一 中國人民來台人次

資料來源：行政院陸委會（2013）

此外，還有台灣所批准的中國對台灣投資的資金，也是人民幣的供給來源。下表列出台灣每年核准陸資來臺投資的數量，由表中也可看出，自 2009 年至今，陸資來台投資金額也在逐步上升，從 2009 年的 0.375 億美元成長至 2013 年(1~11 月)的 3.542 億美元，雖然到目前為止仍相當有限，但仍與台灣對中國貿易順差、中國人員來台人次都呈現逐年成長的趨勢。由此可推估，在人民幣結算比重逐步增加的長期趨勢下，台灣人民幣資金來源透過這三者的管道正逐年上升。

表五 核准陸資來臺投資統計（單位：美元）

2009 年	0.375 億
2010 年	0.943 億
2011 年	0.658 億
2012 年	3.281 億
2013 年(1~11 月)	3.542 億

資料來源：行政院陸委會（2013）

### 台灣籌資成本相對低廉

而在分析了人民幣資金流入台灣的優勢後，便須討論到人民幣在台灣的流動情形。台灣人民幣資金的運用，包括了人民幣債券、基金與放款。台灣在這些方面的資金運用上，相較於不論是香港、新加坡或是倫敦，具備了籌資成本低廉的優勢。舉例而言，香港不論是在發債價格、人力成本上都比台灣來得貴，銀行處理費用也較台灣貴。從這個角度來看，規模較小的中小企業，所需要籌資的規模並不多，因此選擇在香港發債並不符合成本考量。反觀在台灣，人力、資料處理

等固定費用較為便宜，對規模較小、所需籌資金額較小的中小型企業較符合成本考量，在成本方面較有機會吸引中小企業在台灣直接籌資。舉例來說，上海宏匯集團於 2013 年 7 月 29 日在台灣進行第一宗聯貸案，該聯貸由第一銀行、土地銀行、合作金庫及華南銀行等四家共同統籌主辦為期人民幣 5 年期的聯貸案。該筆聯貸規模達 6 億人民幣，為台資銀行統籌主辦大陸地區人民幣聯貸案之首例。且該聯貸案超額認貸比率高達 83%，雖然上海宏匯考量最後考量實際需求，沒有擴大該聯貸金額，仍以人民幣 6 億元簽約，然可看出台灣銀行在人民幣存款快速累積下，積極尋找人民幣投資的出口。

實際訪談該聯貸案承辦銀行之一的國際金融業務部主管，該主管指出，國際聯貸由於涉及層面較廣，所要求的法律規範會比較多，處理成本等各項費用也較高。而國內聯貸法規則相對較單純，同時費用較為便宜；國際聯貸借款規模會比較大，法規較為複雜，處理費用也來得高。香港較多針對大型國際客戶進行放款，加上香港不管在人力費用或是薪資費用上都比台灣高得多，因此香港在處理這些聯貸、發債等籌資案件的成本也會比台灣高得多。本研究訪談公股行庫負責國際金融業務並曾任港澳分行的主管便指出，在香港籌資所涉及的相關法令規範，許多都涉及三國的法令，單在文件費用處理上都要接近台幣一百萬左右，同時，香港在律師費及顧問費等支出額也遠較台灣高。一般小型企業或台商籌資規模往往不大，較不可能支付起如此龐大的籌資成本，通常必須大規模的國際企業的籌資案才付得起如此龐大的資金。

因此，相較於香港、新加坡甚至是倫敦，台灣在人民幣籌資上，具有成本較低的優勢。然而，成本低廉的優勢，對於小型籌資案的吸引力較大，對大型籌資者而言，由於所募金額較龐大，手續費等處理費用佔籌資成本比例較小，往往不是主要考量的主因。

劣勢：

### 資金管制相對嚴格

國際金融市場的運作，資金的移動自由是一個相當重要的影響因素。從香港金融發展經驗上來看，香港在 1973 年取消了外匯管制，吸引了大量國際資本湧入，伴隨其經營外匯業務的金融機構也與日俱增，此後，外匯市場日趨發達，香港外匯市場也漸漸發展成為一個國際性的外匯市場。然而台灣外匯市場規模不若國際大型金融市場，為了防範資金炒作對外匯市場乃至金融市場造成的衝擊，對資金流動有所管制。

對照台灣外匯管制的限制，香港則沒有外匯管制。對企業經營而言，在境外的最重要考量之一來自於較寬鬆的政策。根據台灣中央銀行外匯管理的規定，台幣兌換外幣超過 50 萬要寫申報書，大筆金額更要等央行簽送審批與報備。這類相關規定，相對沒有外匯管制的競爭地區更不利企業籌資。尤其企業在籌資上，往往一募到資金便有許多資金成本須需要開始計算負擔，舉凡考量到法規的限日，申請審批的時間，都會降低企業籌資的意願，即使申報及審批等程序最後都得到主管機關核可，然而一來一往之間的時間成本與程序上的規範，對企業籌資而言也是一個重要考量。因此，台灣若要在人民幣離岸市場上與沒有外匯管制的競爭對手，不管是香港、新加坡或是倫敦競爭，在資金移動自由的部分，包括現有的外匯管制等限制資金移動自由度與增加籌資成本的部分，需要進一步的修改。

### 金融產業較不發達

再者，作為離岸金融市場，本身必須具備金融中心的條件。在日內瓦金融中心 2013 年所公布依據人口、商業環境、基礎設施、市場准入和稅收這五大競爭力指標評比的全球各大金融中心排名中，前十名包含了或積極爭取人民幣離岸中心，或有意進入發展人民幣離岸市場的倫敦、香港、新加坡、東京、首爾這些重要金融城市。而台灣排名則位居 36 名，顯然台灣在這幾項金融中心指標中，整

體而言較為落後。

此外，從離岸金融的核心業務來看，像是在資產管理水平、金融管理創新等條件上，台灣在資產管理規模上仍與香港、新加坡等亞太金融城市有明顯的差距，更無法與倫敦比擬<sup>14</sup>，而許多高階金融人才外流情形也導致台灣金融管理創新的能力日趨不足。

下表實際比較台灣與香港在人民幣金融市場的商品。

表六 台灣與香港人民幣金融市場比較

	台灣	香港
可投資商品	存款、投資型保單、人民幣債券、基金	存款、債券、保險、基金、ETF <sup>15</sup> 、中國 A 股
可投資額度	QFII：15.2 億美元 RQFII：1000 億人民幣 (預計)	QFII：800 億美元 RQFII：2700 億人民幣

資料來源：根據公開資料整理

台灣離岸人民幣市場尚在起步階段，人民幣金融商品種類較香港為少，而香港在 QFII 的額度上有 800 億美元的額度，並能透過 RQFII 的管道，將境外人民

<sup>14</sup>以下對台灣發展人民幣離岸市場優劣比較係參考北威國際，於 2013 年 5 月 10 日於台北國際會議中心所舉辦的「《北威論壇》台灣人民幣商機—香港經驗借鏡」論壇並歸納台灣與香港多位金融主管分享之工作經驗所得。

<sup>15</sup> Exchange Traded Funds，「指數股票型證券投資信託基金」，簡稱「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；換而言之，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。

幣轉入中國證券市場投資。兩岸簽署服務貿易協議後，台灣金融機構也正式獲許以人民幣合格境外機構投資者(RQFII)方式投資中國證券市場，但金額較香港少得多，截至 2013 年底，央行官員表示約預計能取得 1000 億人民幣，但至今仍是未知之數。

**機會：**

### **境外人民幣流動逐年增加**

在訪談金融從業人員的經驗中，負責國際金融業務部門的主管認為如人民幣業務的金流業務，在發展的條件上，一定要有足夠的流通基礎，而最重要得以流通的條件就是金流的暢通性跟自由度<sup>16</sup>。香港在 2004 年開始發展人民幣業務時，在這一方面的條件相較現今的台灣來得更不利。尤其是當時人民幣自由度比現在要更低。香港發展初期，人民幣自由度先僅是開放大陸幾個省市在一定額度可以融通下試點，然後再逐步擴大開放。

相較於當時香港的人民幣資金流動功能受限，台灣所面臨的是資本帳比當時更為自由的人民幣，像是貿易結算的開啟，境外人民幣的增長，整體的人民幣資金受到侷限的情形已經比當時香港好很多。另一方面，香港清算的確立一開始也是先完成清算機制的建立，現今的台灣在清算機制的協商上，有了當時香港的經驗可以參照，加上人民幣經過幾年試點的發展，已非復當年中國與香港初期處於摸索階段的試點階段。當時中國與香港在清算議題上有許多需要探索的細節，有很多議題都要討論，在現今的台灣與中國的貨幣清算協議上都可以較直接的跨過，甚至在商品市場的發展上也有香港的經驗可以作為參考，省去了許多摸索的成本及時間。

---

<sup>16</sup> 受訪者 B。

## 跨境貿易人民幣結算持續成長

繼多國與中國簽署貨幣互換協議之後，兩岸貨幣互換協議由央行總裁彭淮南在 2013 年 6 月 27 日表示，中央銀行一直積極與中國人民銀行協商簽署兩岸貨幣互換協議 (SWAP)，雙方原則上已達成共識，下半年可望取得協議簽署。彭淮南並表示，中央銀行副總裁楊金龍在國際清算銀行於 2013 年 6 月舉行年會期間與中國人民銀行行長周小川會談時，周小川表示歡迎雙方協商簽署 SWAP。此外，2013 年 6 月 13 日中國國家主席習近平也表示，將爭取今年展開協商簽署兩岸貨幣互換協議。兩岸貨幣互換協議的簽訂，有助於中國與台灣提高使用本幣作為雙邊貿易的計價貨幣，進而降低匯率風險。

同時，隨著中國資本管制的調整，推動人民幣國際化。在中國人民銀行擴大了允許中外企業使用人民幣結算貿易的試點項目後，中國以及世界各地更多企業選擇使用人民幣支付和接受付款，使得跨境貿易人民幣結算持續成長。根據 2011 年匯豐銀行出具的報告估計，中國與新興市場國家之間的貿易流動在幾年內將有機會到達半數以人民幣結算，而目前這一比例截至 2012 年底約只有 12%。

王國臣 (2013) 以跨境貿易人民幣結算金額與中國對外貿易總額進行估算，發現跨境貿易人民幣結算額在 2009 年約占大陸對外貿易和經常帳戶交易總額的 0.048%，在中國人行擴大允許人民幣結算貿易範圍後，2011 所估算的比重上升至 8.8。因此可以發現跨境貿易人民幣結算在中國政府政策的推動下，以相當快的速度持續成長。

表七 跨境貿易以人民幣結算的金額

時間	跨境貿易人民幣結算金額（億人民幣）	中國對外貿易總額（億美元）	人民幣對美元即期匯率（CNY/USD）	比重（%）
2009	36	12,596	6.8282	0.04
2010	5,028	29,728	6.6227	2.6
2011	20,800	36,421	6.4614	8.8
2012	29,364	38,669	6.2858	12.1
2013	46,364	41,765	6.1215	18.1

資料來源：王國臣（2013）

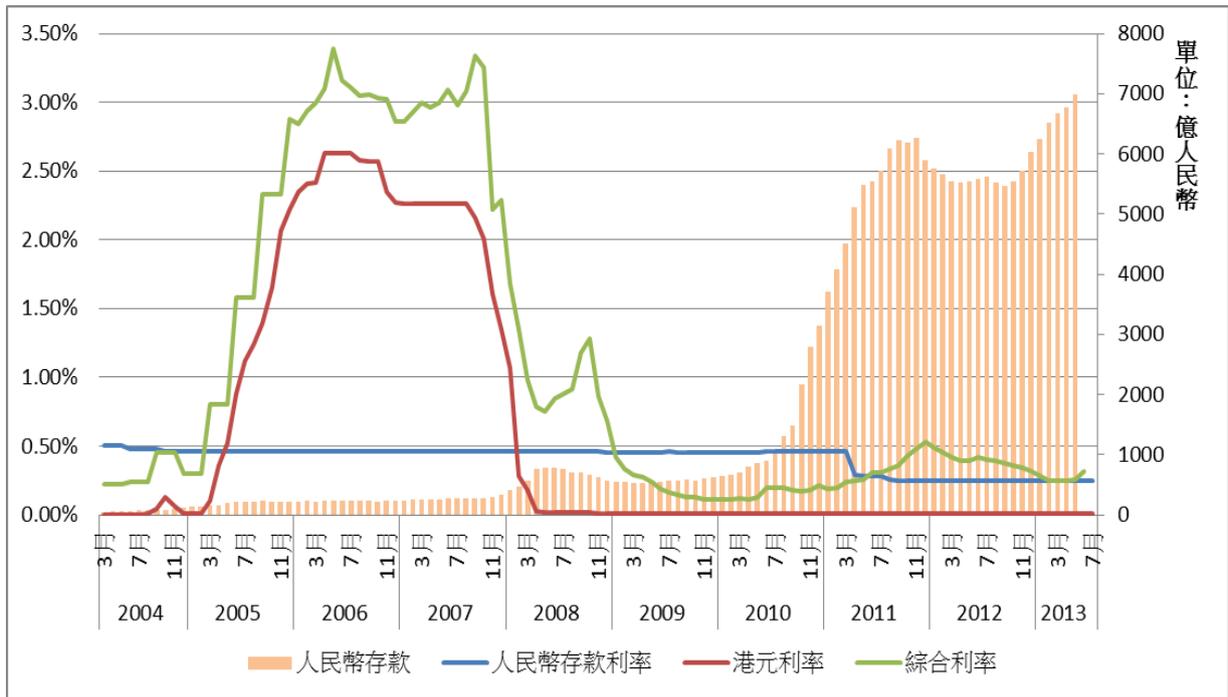
因此，兩岸貨幣互換協議的簽訂後，雙方以人民幣作為跨境貿易結算的規模可以預期將持續擴大。對台灣人民幣資金的累積創造了更加有利的環境。

## 威脅

### 人民幣預期報酬的改變

香港在吸收人民幣存款的過程中，配合了有一些有利的條件。相當值得探討的是，當時全球普遍預測人民幣被低估，尤其在美國及IMF的報告及聲明中，一再指出人民幣嚴重低估的情形相當嚴重，造成人民幣終將升值的呼聲不斷，香港離岸人民幣發展搭上了人民幣升值的順風車，配合市場對人民幣升值趨勢的預期，人民幣需求跟著水漲船高；另一方面，則是利率的誘因，當時美元與港幣利率處在相對較低的位置，此時資金更容易由美元及港元資產轉向人民幣。下圖可

看出港元利率、綜合利率<sup>17</sup>及人民幣利率的變化。



圖十二 人民幣利率、港元利率、綜合利率與人民幣存款的變化

資料來源：香港金管局（2013）

圖中顯示了自 2008 年左右，港元利率及綜合利率迅速下降，此時，由上圖中可以看到香港人民幣存款出現了一波的成長，人民幣存款在 2008 年中一度增加至近 800 億人民幣，比起 2007 年的 250 億人民幣，成長了三倍多。探究其原因，可能是港元及港元其他金融商品的持有者將港元資產轉成人民幣，但此時市場上人民幣金融產品市場尚在起步階段，缺乏多元金融產品，因此大多數的資產只能以人民幣存款形式持有，因此很明顯的看出，當時受到港元及綜合利率下降後人民幣存款迅速的上升。

此時的人民幣，挾其利率較高的優勢，加上匯率看升的條件，吸引很多存款

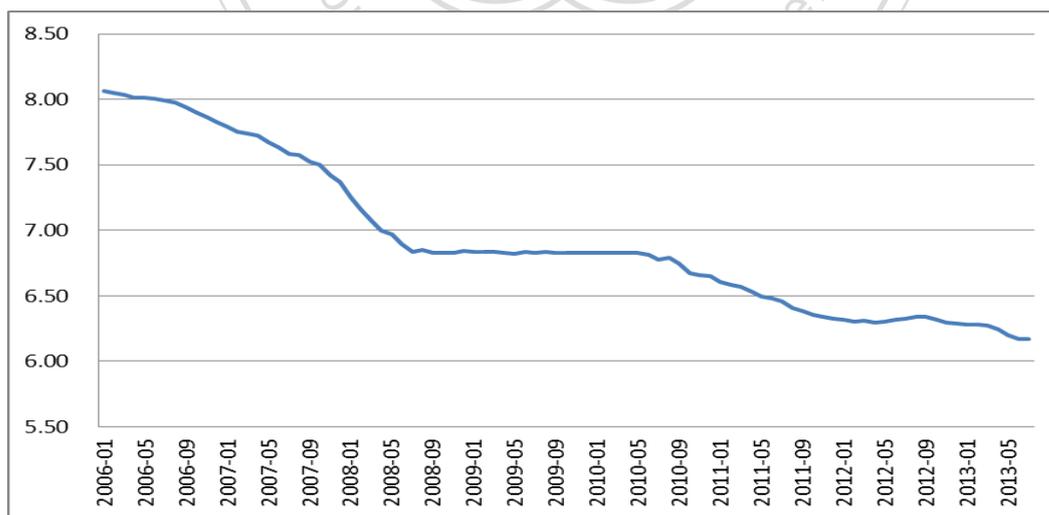
<sup>17</sup> 綜合利率是指銀行帳冊上所有港元附息的負債的加權平均利率，這些負債包括了客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。

者進來，對香港人民幣離岸市場的發展，雖然並非是最主要的因素，但有著不可忽視的重要性，尤其是在 2009 年開放貿易結算試點之前，香港離岸人民幣的成長，人民幣較高的利率及對其升值的預期，扮演了重要的角色。

台灣離岸人民幣發展面臨的潛在威脅，很重要的因素，在於利率及匯率的誘因都不如當時香港發展離岸人民幣時來的強烈。

在利率方面，根據台灣央行的統計資料，台幣的利率約在 0.880%~1.390% 之間，而市場上人民幣的利率約在 2.5%~2.8% 不等，然而，從央行公開的數據可以發現，包括澳幣、南非幣等幣別的存款利率也與人民幣存款利率相近。因此，單就利率的條件上，市場並沒有特別強烈的動機，將其他幣別的資產轉換成人民幣存款持有。

相較香港更不利的是，台灣目前對境外人民幣的需求比香港來的低。許多台商與中國企業透過香港可以發人民幣債券，籌措人民幣資金，再將人民幣移進中國使用。無論是從中國企業或台商角度出發，發行債券籌措人民幣資金，總是優先選擇稅率低，資金自由度高，較低廉的利率與資金容易募得之處來進行籌資。



圖十三 人民幣兌美元匯率中間價的變化

資料來源：中國外匯交易中心（2013）

而匯率方面，從上圖可以看出人民幣兌美元匯率中間價在過去 7 年間的變化。從 2006 年初的升值，到了 2011 年中漸漸趨緩。從上圖可看出，自 2006 年以來，人民幣兌美元匯率中間價由當時的 8.0668 人民幣兌 1 美元，到 2013 年 7 月的 6.1725 人民幣兌 1 美元。

根據國際貨幣基金會(International Monetary Fund)最新發布的一份報告指出，從中國經濟的基本面，經過通膨調整後結果顯示出，中國目前的匯率低估了約 5%-10%。IMF 報告指出，中國外部經濟表現為溫和強勢，而匯率相較中期經濟基本面及穩定的政策環境較為低估，此外，中國的外匯儲備高於 IMF 標準水平。該篇報告並為人民幣近年來的走勢做出綜述：2011 年底到 2013 年 4 月上漲約 5%；2005 年年中匯改以來漲約 35%；對照上圖，可以清楚地觀察到此一趨勢的變化。IMF 還提到了，2005 年匯改以前，實際匯率一直在下跌。十年來上漲幅度與同期貿易夥伴生產力成長相比，匯率漲幅明顯不及生產力成長幅度。

值得一提的是，2013 年 7 月 17 日 IMF 發布的中國年度評估報告指出，人民幣中度低估。相較一年前，IMF 所採用人民幣嚴重低估的說辭法，已有不同。對照中國人民銀行行長周小川在內的一些中國官員所宣稱，人民幣已經接近合理均衡匯率，可以明顯感受到，即便如 IMF 報告所言，人民幣仍處在低估情況下，但預期升值的趨勢相較 2005 年匯改當時，勢必相對降低。加上 2005 年以來升值的幅度已高，此時將其他貨幣資產轉換成人民幣資產的風險相對較高。

由此觀之，自香港離岸人民幣開放以來，人民幣處在一個長期緩慢升值的趨勢下，而市場預期人民幣升值的信心也較強。相較之下，人民幣在經過長期的升值後，已經存在相對可能升值趨緩的風險，在台灣人民幣離岸市場的發展，可能因為人民幣升值預期趨緩而使得發展規模受到限制。對人民幣升值的預期，當然不是香港人民幣離岸市場發展的主要因素，如同倫敦歐洲美元及新加坡的亞洲美元的發展並非對美元升值的預期，然而對人民幣的升值，對香港當時人民幣的發

展造成了一股不可忽視的潛在力量，尤其是存款的穩定成長。

因此，利率和匯率這兩個香港發展人民幣離岸市場時的重要機會，對台灣現今離岸人民幣的發展，已轉變成為威脅。

### 外部競爭者的加入

此外，台灣所面臨的威脅還有外部競爭者的增加。一方面，香港離岸人民幣市場發展蓬勃，市場上的人民幣流動資金占境外之冠，穩居境外最大人民幣離岸中心寶座，挾其近年累積的發展經驗及最早起步的先佔優勢，再加上中國政策的配合與近來在多元金融商品上的創新。相較於台灣，不論是在市場規模、資金自由度等各方面條件都較為領先，因此對國際資金吸引力也較台灣來的大<sup>18</sup>。

另一方面，隨著人民幣在境外流通數量增加，加入角逐人民幣離岸中心的城市及國家也越來越多。在中國陸續與各國家簽訂貨幣互換協議情況下，台灣所面臨的競爭者及潛在對手也越來越多。隨著倫敦、新加坡等各大金融城市表態加入角逐離岸人民幣中心。中國人民銀行在 2013 年 2 月宣布，加強中國與新加坡金融服務領域合作的相關安排，並授權中國工商銀行新加坡分行擔任新加坡人民幣業務清算行；倫敦也在英國政府積極參與下爭取發展離岸人民幣業務，2013 年 6 月 22 日，中國人民銀行與英國央行簽署規模為 2000 億元人民幣/200 億英鎊的雙邊本幣互換協議。儘管目前英國人民幣存量並不高，人民幣產品及業務還在初步發展階段，其時區與地理位置上的優勢，在人民幣業務上仍頗具發展潛力<sup>19</sup>。

相較當時香港發展初期，台灣面臨的是更為競爭的環境，若沒有更大的發展決心及更具吸引境外資金的投資政策，不但無法與香港競爭，與其他人民幣離岸市場競爭也相當不易。

綜合言之，台灣發展人民幣離岸市場現有的優勢為人民幣成長動能強勁與籌

---

<sup>18</sup> 受訪者 C。

<sup>19</sup> 受訪者 A。

資成本相對低廉；劣勢則是資金管制相對嚴格與金融產業較不發達；所面臨的機會有境外人民幣流動逐年增加與跨境貿易人民幣結算持續成長；發展威脅則是外部競爭者的加入與人民幣預期報酬的改變。SWOT 分析整理如下表八。

表八 SWOT 分析

	正向因素	負向因素
	優勢	劣勢
本身條件	人民幣成長動能強勁 台灣籌資成本相對低廉	資金管制相對嚴格 金融產業較不發達
	機會	威脅
外部因素	境外人民幣流動逐年增加 跨境貿易人民幣結算持續成長	外部競爭者的加入 人民幣預期報酬的改變

資料來源：本研究自行整理

### 第三節、小結

就金融市場的角度來看，台灣由於資金管制較其他金融中心為嚴格、加上現有金融產業不夠國際化，同時受限於本身資產市場規模較小，國際化的起步也較其他競爭對手要來的晚，在金融市場的成熟度比不上香港、新加坡、倫敦等國際金融大城。然而，台灣也有著自身獨特的優勢，可發揮自身相對優勢，藉由與中國高度的經貿往來關係所帶來強勁人民幣成長動能來扮演積極的人民幣離岸市場，並善用自身籌資成本較主要國際金融城市來得低廉的優勢，吸引對人民幣有需求的中小型籌資者，特別是跟台灣關係密切的中小型企業及往來兩岸的台商企業，一方面除了發展離岸金融市場，另一方面，則可吸引台商資金回流，並強化台商在大陸的資金優勢，這是其他金融城市所不具備的優勢。

台灣在面對人民幣預期報酬的改變造成對人民幣資產市場規模可能縮小的風險與外部競爭者的加入所帶來分食市場的威脅，最重要的課題，還是人民幣資產的收益問題，因為絕大部分的資產市場，無論是長期還是短期的資金，最關注的還是資產投資所能帶來的收益與報酬，如同當初歐洲美元的發展原因之一也是由於市場上對美元所進行的套利行為而促成後來發展的條件之一。當然，人民幣不論在升值與貶值等外在匯率因素或是人民幣存款與貸款的利率等條件並非台灣單方面所能影響或改變，然而卻能透過增加人民幣資產市場的流動性上來提升人民幣資產市場的多樣化及收益，來增強人民幣資產的吸引力。像是與中國積極進行 QFII 及 RQFII 額度的洽談，降低投資的門檻，並增加可用額度的上限。同時，在各國紛紛與中國簽署貨幣互換協議之際，台灣應加速與中國協商貨幣互換協議的簽署，以確保台灣人民幣的供給需求的流動性無虞，如此才能繼續保有台灣目前的優勢。

## 第五章、結論

### 第一節、研究發現與貢獻

#### 一、研究發現

本研究希望回答三個問題，包括：那些因素促成國際貨幣離岸市場發展成功？香港人民幣離岸市場的成功發展得利於那些因素？台灣發展人民幣離岸市場的優勢、劣勢、挑戰與機會？

觀察過去國際貨幣離岸市場的發展經驗。促成離岸金融市場的成功因素，通常來自資金的自由流動與低廉的成本。資金的自由流動牽涉到了外匯管制措施等資金的限制；如同英國的開放利率，稅率減免而成功發展成為歐洲離岸美元市場。低廉的成本及較高的資金報酬率則取決於當地的經營成本與經營模式。資金的投資報酬率，往往是資金持有者最大的考量，因此，足夠且可供選擇的金融商品在離岸金融市場上流動是必須的。即便是資金自由度再高的倫敦市場，若少了多樣的資金收益，對國際資金而言，進駐意願勢必大打折扣。

因此，總結歐洲美元、亞洲美元等離岸市場的發展經驗，國際貨幣離岸市場的發展，往往取決於：

1. 離岸市場當地政府與離岸貨幣本國政府政策面的主導推動。
2. 足夠的外幣資金的積累與充足且具流動性的金融商品。
3. 租稅及利率等優惠措施。
4. 完善的金融法規與金融相關基礎設施。
5. 良好的地理區位。

然而人民幣有其獨特性，在人民幣還未成為國際貨幣錢，在流通的自由度、

來源的易得性等條件上，跟既有的離岸市場貨幣，包括美元、歐元、日圓等國際貨幣並不盡相同。因此人民幣離岸市場在發展的經驗上，既有與以往國際貨幣離岸市場發展相同的條件與經驗，也有其獨特的發展模式與條件。從上述香港人民幣離岸市場的發展歷程，包括政策的宣布及出台、市場參與者的出現、資金的流動、資產市場的發展等過程，可以歸納出香港人民幣離岸市場的成功發展歸納成外部因素的影響與內部因素的發展及人民幣本身所帶來的影響：

1. 外部因素的推動：外部因素主要來自政策推動的力量。透過中國政府與香港當局政策的支持，從一開始開放銀行經營人民幣存款，到陸續解除民間及企業人民幣帳戶的限制、推動香港以人民幣進行貿易結算等政策來擴大香港人民幣資金池，甚至中國財政部在香港發行國債及給予 RFDI、RQFII 等投資管道的額度。這一系列的開放，無論在法規、資金的供給、開放幅度上，都必須是要在中國與香港兩地政府及主管當局有共識的協商及推動下才能進行。
2. 內部因素的促成：內部因素主要包括了香港本身的金融條件。香港由於沒有外匯管制，金融監管環境相對寬鬆，符合國際資金所需的金融投資環境，加上香港長期發展金融服務相關產業，並且在國際金融業務上具有豐富的經驗與良好的信譽，兼之本身金融基礎設施完善，各類的交易結算系統都行之有年，且相關人才與發展經驗相當充沛，可以負荷龐大的離岸金融業務，甚至從香港境內擴展到海外市場。加上近幾年香港離岸人民幣資產市場收益商品的種類不斷的增加，高度的流動性提供了市場及投資者具收益的各類金融商品，為香港的離岸人民幣資金提供了良好的資產市場供其運作。此外，香港其優越的地理位置，作為中國的特區，與中國人員往來頻繁，且與中國經貿密切。人員的往來及經貿的交流，為人民幣資金提供充足的來源。

3. 人民幣的因素：持有人民幣資產的預期報酬較高帶動了人民幣的需求。  
香港開放人民幣市場初期，人民幣存款利率較港元及綜合利率高；市場對人民幣升值的預期，促成人民幣存款成長動能。

從香港的經驗來看台灣的發展，香港與台灣在某些條件上相同，有些不同。同樣的，台灣人民幣離岸市場的發展，必須要兩岸金融機構先進行合作，然而從香港的經驗來看，光是金融機構的合作不夠，必須有政府支持。從倫敦、新加坡、東京等國際離岸市場的經驗，可以發現只有倫敦是靠市場力量發展而成的。香港、新加坡、東京、紐約都是在以政策力量為主的條件下產生的。由此觀之，市場所扮演的角色雖然重要，但相較政策影響來的要小。人民幣離岸中心的形成，除了考量市場情況和企業偏好，最重要的決定因素，還是中國當局的態度，與台灣政策的考量。

如同 Helleiner (1994) 所指出的，英國及美國政府在歐洲美元的發展上，扮演了不可或缺的角色，雖然未必是最直接的角色，但若是少了英國及美國政府的支持，歐洲美元可能很難有今天的發展規模。同樣的，台灣離岸人民幣市場的發展，除了台灣政府的支持，提供適合發展離岸市場的環境，吸引人民幣資金的流入；中國政府的態度也扮演了相當重要的角色，包括人民幣資金的開放、兩岸貨幣互換協議的簽署，以增加人民幣在台灣流動性。因此，如何與中國在相關平台上進行談判及協議，說服中國政府開放相關的政策與法規，是台灣未來要努力的重要方向。

然而，離岸市場的發展，貨幣清算機制等政策面的配合只是其中一個必要條件，除此之外，本身的金融條件也是一個很重要的因素。台灣在許多相關的條件上，包括法規的完善、人民幣商品的創新、人才的培養及經驗的積累都還有許多努力的空間。

綜上所述，台灣要在香港之後發展另一個人民幣離岸中心，有三個關鍵指標

是相當重要的，包括跨境貿易人民幣結算量、人民幣的存量與流量，以及人民幣金融市場交易量。

其中，重要的第一步必須先累積足夠的人民幣資金池，有了足夠的人民幣存量，未來才能發展後續各項的人民幣金融業務。台灣在兩岸貿易中順差較大，在未來跨境貿易人民幣結算量可望提升的條件下有潛在優勢，中國銀行上海分行國際結算業務中，前廿大就有五家是台資企業，顯示了台灣和中國實際貿易需求比香港和中國還來的大，是台灣作為人民幣離岸中心的重要優勢。目前看來，唯有透過跨境貿易人民幣結算量累積充足的人民幣的存量，台灣離岸市場才有足夠的人民幣資金作為基礎。

當累積了足夠的人民幣存量後，還必須要有適當的管道讓其流通，將其善用，透過人民幣融資、放款與發展多元人民幣資產市場來提升人民幣金融市場交易量，當然，這部分除了人民幣所能帶來的收益條件之外，另一部分則是取決於人民幣的使用程度，唯有人民幣在區域乃至於國際使用的比重提升，人民幣的需求才會繼續上升。但可以預見的，隨著人民幣國際化的程度上升，在區域及國際上使用的比例增加，人民幣融資及籌資的需求將會產生更大的市場，屆時，人民幣離岸市場所產生的經濟效益也會更加上升。

另一方面，中國與台灣特殊的政治關係，對台灣離岸市場的影響有時是推力，有時亦有可能變為阻力。當中國對台政策需要讓利時，推力可能會加強，反之亦然。但無論如何，離岸市場的發展需要時間的累積，香港離岸人民幣發展至今已過了將近十個年頭，倫敦離岸美元與新加坡的亞洲美元市場也絕非一蹴可幾。舉凡資金的累積、法規的完善、政策的修改及雙邊協議的默契，都需要時間的累積，快速的爆發性發展，反而可能會帶來曇花一現的後果。

## 二、研究貢獻

由於過去離岸市場的貨幣，往往都是具一定國際化程度的國際貨幣，因此，過去探討人民幣離岸市場的文獻，大部分都著重於人民幣國際化的角度，將離岸市場視為人民幣國際化的一環。貨幣國際化的確也是離岸市場的一個重要因素，然而人民幣離岸市場的不同在於人民幣國際化程度並未達到如美元、英鎊或日圓等國際貨幣的程度，甚至截至 2013 年初，人民幣作為全球支付貨幣的市場佔有率還不到全球前十名。即便如此，境外流通的人民幣還是大量的增加，至少在東亞區域的部分，特別是香港與台灣及其他周邊國家，呈現了快速的成長，在這背景下，人民幣離岸市場的發展，有著實質的意義。

本文希望嘗試從現狀來進行分析。換言之，在現有的人民幣國際化程度下，來對境外流通的人民幣發展進行探討。透過人民幣過去在香港流動的數量，包括存款、債券、基金等金融商品的變化，加上實際訪談多位包括從事銀行、證券、投資等金融業部門的決策與執行者，並整理既有專家學者對於人民幣離岸市場的觀察與著作。透過實務界與學術界專家們的實務經驗，配合既有數據及香港過去發展的政策來分析台灣在現有條件下具備那些內外的優劣因素。對現有文獻在金融產業實務的操作上不足的論述進行補強。

## 第二節、對台灣的政策建議

目前台灣與中國正就兩岸貨幣互換協議進行協商與談判，包括台灣的中央銀行與中國人民銀行兩方面都釋出願意簽署貨幣互換協議的態度。然而何時簽署，需要多少的貨幣互換額度，仍是未知之數。而中國在 2013 年頻頻出台對金融市場改革的政策，包括擴大人民幣匯率彈性、以及加速人民幣利率市場化等方向，甚至是近期中國金融產業隨著互聯網越趨發達而發展出的互聯網金融產業造成官方監管政策的變化，在在都加劇了金融市場的變化。

有鑑於此，現有政策的方向，本研究提出下列幾項建議：

一、隨著中國近年持續將人民幣推向國際化並密集與多國簽定貨幣互換協議的趨勢，台灣應把握現有的協商進度，爭取在 2014 年上半前簽署兩岸貨幣互換協議，以免現有的優勢隨著越來越多的競爭者進入市場而漸漸消失。實際訪談中國金融相關領域智庫之一<sup>20</sup>，他也指出了，台灣人民幣離岸市場的推動，必須儘速實現，否則在面臨香港、甚至是倫敦的競爭將逐步喪失競爭條件，現今台灣起步已晚，外在環境已不如早期容易進入市場，兩岸必須加速這方面協商的步伐，台灣才有機會跟其他競爭者競爭的空間。

二、現有的 RFDI 與 RQFII 額度及數量的提升：鼓勵金融產業推出多元的人民幣產品，藉由豐富的離岸金融產品，來消化日漸成長的人民幣存款，促進離岸人民幣資金的流動。由於目前 QFII 和 RQFII 持股市值約占中國 A 股流通市值的 1.6%，與境外市場的外資持股比例相比仍然相對來的低，由此可以推論，中國在引入境外投資者的部分仍然有很大潛力，而台灣人民幣存款及各類資金成長仍處在迅速成長的階段，長期以往，若是能累積足夠的人民幣資金並回流中國資產市場，對於在中國台資企

---

<sup>20</sup> 受訪者 E。

業的發展及籌資，將會有很大的幫助，更有利台灣產業在中國的發展，這將使得台灣發展人民幣離岸市場的效益從金融產業外溢到其他的實體製造業或其他產業。

三、在中共十八屆三中全會後，中國人民銀行將配合所提出的深化改革決定，包括退出常態式外匯市場干預、擴大人民幣匯率浮動區間、加快實現人民幣資本項目可兌換，以及取消合格境內機構投資者（QDII）和合格境外機構投資者（DFII）資格和額度審批，由此可見，中國金融市場改革加劇，對台灣人民幣離岸市場未來的發展，一方面由於利率及匯率逐步市場化，讓市場運作空間更具彈性，但另一方面，也加大了金融市場的波動及所帶來的風險，考驗台灣中央銀行及金管局的風險控制應變能力，即便現況台灣人民幣數量有限，風險及波動相對容易控制，但隨著台灣人民幣數量的成長與政策法規的陸續鬆綁，未來對台灣金融市場的影響將會更大，屆時湧入的投機熱錢與不法所得的洗錢資金必然會大為增加。加上台灣金融市場的規模有限，在面臨國際資金衝擊時所受到的影響風險也高，因此，在相關法規上必須有更具彈性的規範管理，像是兌換額度的上限、審批或金額呈報的相關手續，都必須要在維持金融穩定的條件下更有彈性的讓市場自由運作，確保監管與彈性。

### 第三節、研究限制及未來研究方向建議

#### 一、研究限制

回顧過去的離岸市場發展，在以往離岸金融市場的發展上，除了歐洲美元外，無論是亞洲美元或香港人民幣離岸市場，離岸市場當地政府與貨幣發行國政府的決策扮演了至關重要的角色。可以預見的，在台灣人民幣離岸市場上，中國政府跟台灣政府的態度將是關鍵。本文訪談了多名金融從業的決策人員，在台灣人民幣離岸市場的優劣分析上從實務面的角度歸納分析。然而卻無法對中國與台灣政府相關決策人員進行訪談。

以本文為例，除了金融從業人員之外，在重要的政府決策人員方面，如能訪問中國人民銀行行長、香港金管局總裁、與台灣中央銀行總裁等人，抑或其他相關官員，來分析香港發展人民幣離岸市場時背後的決策思維與考量與台灣人民幣離岸市場的建構方向。但在實務上卻有相當的困難而無法達到。因此在第一手的決策過程思維上並無法直接得到，只能就市場訊息以及釋出的政策來進行分析，另一方面，透過整理中國幾位相關學者的論述及著作，藉由不同來源的多重比較確認其真實程度，來分析決策官員的思維及政策目的。

再者，本研究主要針對國際貨幣離岸市場與香港離岸市場發展的因素進行探討，對台灣現況所具備的條件與人民幣在現今資本帳戶仍在保守管制下做優劣分析，由於現今人民幣資本帳管制條件與當初歐洲美元形成時美元在境外流動的管制程度並不相同，有些國際貨幣離岸市場發展因素並不完全適用於台灣離岸人民幣的發展，因此本文還是側重以香港的經驗來做為台灣的參考。

最後，本文研究主要針對離岸市場的優劣因素分析，在人民幣離岸市場的金融商品種類及各種交易形態上較缺乏深入的著墨分析。

## 二、未來研究方向建議

1. 台灣的製造業優勢與發展重點在金融服務的香港由於經濟結構不同，兩者終究無法相互取代，因此，台灣和香港人民幣離岸市場要如何發揮互補的功能，也是未來值得研究的課題。
2. 因本研究主要侷限在離岸市場的優劣條件分析，在離岸市場的商品種類及形態上缺乏深入探討。隨著兩岸貨幣互換協議的簽訂，以及未來服務貿易協議的協商。台灣人民幣流動的型態及產品必然會有所不同。可以深入研究離岸金融市場商品型態，並進一步探討金融等相關產業從中如何扮演適當的角色與台灣未來可因應人民幣離岸市場規模擴大的人民幣資產市場型態。
3. 離岸金融市場固然能為金融產業帶來相當的挹注，提升產業的產值，促進金融產業的成長。然而在提升產值創造就業之外，也會帶來其他的問題，像是洗錢、金融危機波動加劇等問題，可預見在未來監管難度將會提升，因此台灣未來在離岸金融市場的政策及法規各方面的配套上，有待進一步的研究與深化。

## 參考文獻

### 期刊

- Chen, Xiaoli, and Yin-Wong Cheung, 2011/3-4. "Renminbi Going Global," *China & World Economy*, Vol. 19, No. 2, pp. 8-9.
- Fung, Hung-Gay, and Jot Yau, 2012/5-6. "Chinese Offshore RMB Currency and Bond Markets: The Role of Hong Kong," *China & World Economy*, Vol.20, No.3, pp. 108-109.
- Levich, Richard M., 1991. "The Euromarkets after 1992", NBER Working Paper, No. 3003.
- Rose, Andrew K. and Mark M. Spiegel, 2006/2. "Offshore Financial Centers: Parasites or Symbionts?" NBER Working Papers, pp. 22-23.
- Rossi, Vanessa and William Jackson, 2011. "Hong Kong's Role in Building the Offshore Renminbi Market", International Economics Programme Paper, Chatham House.
- Qichao, Song, 2008. "Analysis of Hong Kong to be An Offshore Financial Center of RMB," *Lingnan Journal of Banking, Finance and Economics*, Vol. 1, Article 3, pp. 21-26.
- Dario Focarelli & Alberto Franco Pozzolo, 2001 "The Pattern of Cross-Border Bank Mergers and Shareholdings in OECD Countries," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 25, No. 12, pp. 2323-2328.
- Barry Williams, 2002. "The Defensive Expansion Approach to Multinational Banking: Evidence to Date," *Financial Markets Institutions & Instruments*, Vol. 11, No.2, pp. 130-131.

中國社會科學院世界經濟與政治研究所國際金融研究中心，2011。〈香港離岸人民幣金融市場：現狀、前景、問題與風險〉，《國際經濟評論》，第3期，頁84-108。

巴曙松，2012。〈香港人民幣離岸市場發展的現狀與挑戰〉，《發展研究》，第7期，頁4-6。

巴曙松、沈長征，2012。〈香港人民幣離岸市場：初入道仍需扶持〉，《中國外匯》，第7期。

司或鈺，2012。〈香港離岸人民幣市場在人民幣國際化進程中的作用〉，《中國市場》，第45期，頁81-93。

車德宇，2011。〈香港人民幣離岸市場現狀及發展〉，《中國金融》，第23期，頁85-86。

易憲容，2010。〈香港距人民幣離岸金融中心尚遠〉，《滬港經濟年》，第10期，頁16-17。

魯國強，2008/5。〈國際離岸金融市場對世界經濟的影響分析〉，《當代經濟管理》，第30卷第5期，頁19-22。

### 學位論文

王國臣，2011。《人民幣國際化程度與前景的實證分析》。臺北：國立政治大學國家發展研究所學位論文。

吳燕婷，2011。《人民幣國際化：思維、政策及成效檢討》。臺北：國立政治大學國家發展研究所學位論文。

### 官方文件

中央銀行，2013/4/12。〈102年2-3月銀行辦理人民幣業務概況〉。

中央銀行，2013/5/15。〈102年4月銀行辦理人民幣業務概況〉。

- 中央銀行，2013/6/13。〈102年5月銀行辦理人民幣業務概況〉。
- 中央銀行，2013/7/15。〈102年6月銀行辦理人民幣業務概況〉。
- 中國人民銀行，2012/12/27。〈跨境人民幣業務創新的重要舉措：《前海跨境人民幣貸款管理暫行辦法》正式出臺〉。
- 中國社會科學院世界經濟與政治研究所國際金融研究中心，2011/4/18。〈香港離岸人民幣金融市場：現狀、前景、問題與風險〉。
- 中國證券監督管理委員會，2013/7/12。〈QFII額度增加至1500億美元 RQFII試點在新加坡、倫敦等地進一步拓展〉。
- 行政院大陸委員會，2013/7/15。〈兩岸經濟統計月報第243期〉。
- 香港金融管理局，2013/2/21。〈香港離岸人民幣業務發展的回顧與展望〉。
- 香港金融管理局，2013/8/5。〈金融數據月報第228期〉。
- 國際貨幣基金會，2000/6/23。〈IMF：離岸金融中心背景〉。
- <<http://www.imf.org/external/np/mae/oshore/2000/eng/back.htm>>

## 專書

- Anindya K. Bhattacharya, 1977, *The Asian Dollar Market: International Offshore Financing*. New York: Praeger.
- Eugene Sarver, 1990, *The Eurocurrency Market Handbook*. New York: New York Institute of Finance.
- Helleiner Eric, 1994. *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*. New York: Cornell University Press.
- Johns, R.A. 1983, *Tax Havens and Offshore Finance: A Study of Transnational Economic Development*. New York: St. Martin's Press.
- McCann, Hilton, 2006, *Offshore finance*. Cambridge: Cambridge University Press.

Paul R. Krugman and Maurice Obstfeld 著，林柏生、林淑芬、方誠譯，2005。《國際經濟學：國際金融（第六版）》。台北：華泰文化。

巴曙松、郭雲釗、KVB 崑崙國際離岸金融項目組等著，2008。《離岸金融市場發展研究—國際趨勢與中國路徑》。北京：北京大學出版社。

宋敏、屈宏斌、孫增元著，2011。《走向全球第三大貨幣—人民幣國際化問題研究》。北京：北京大學出版社。

沈中華、王儷容，2012，《人民幣國際化，清算機制與台灣》。台北：台灣金融研訓院出版。

夏斌、陳道富，2011。《中國金融戰略 2020》。台北：財信出版。

馬駿、徐劍剛等著，2012。《人民幣走出國門之路》。北京：中國經濟出版社。

曹龍騏主編，2003。《金融學》。北京：高等教育出版社。頁 198。

童振源，曹小衡主編，2013。《兩岸經貿關係的機遇與挑戰》。台北：新銳文創。

#### 網路新聞

宋振平，2013/1/24。〈李克強：允許境外人民幣投資境內證券市場〉，《新財經》，  
<<http://www.xincaijing.com/html/201301/show-jxth-4061.html>>

郭芝芸，2013/4/27。〈港祭 3 補湯 鞏固離岸 RMB 中心地位〉，《中時電子報》，  
<<http://news.chinatimes.com/mainland/17180504/112013042700441.html>>

曾迺強，2013/4/29。〈學者看法／貨幣邁向國際化 三路障〉，《聯合新聞網》，  
<<http://udn.com/NEWS/MAINLAND/MAI3/7862412.shtml>>

韓化宇，2013/6/27。〈赴北京簽貨幣互換 彭淮南考慮親征〉，《中時電子報》，  
<<http://www.chinatimes.com/realtimenews/20130627005156-260411>>

#### 網際網路

中央銀行全球資訊網，<<http://www.cbc.gov.tw/mp1.html>>最後瀏覽日：2014/2/19。

中華人民共和國國家統計局，<<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsjs/>>最後瀏覽日：  
2013/8/9。

中華人民共和國國務院，2011年，〈國民經濟和社會發展第十二個五年規畫綱要〉，  
《新華網》，頁74，  
<[http://news.xinhuanet.com/ziliao/2011-03/28/c\\_121239866.htm](http://news.xinhuanet.com/ziliao/2011-03/28/c_121239866.htm)>最後瀏覽日：  
2013/7/6。

中國人民銀行，<<http://www.pbc.gov.cn/>>最後瀏覽日：2013/7/9。

中國外匯交易中心，<<http://www.chinamoney.com.cn/>>最後瀏覽日：2013/7/29。

中國經濟網，<<http://www.ce.cn/>>最後瀏覽日：2013/8/11。

中銀香港，<<http://www.bochk.com/web/home/home.xml?lang=tw>>最後瀏覽日：  
2014/2/11。

台灣金融研訓院，<<http://www.tabf.org.tw/Tabf/>>最後瀏覽日：2013/8/11。

香港金融管理局，<<http://www.hkma.gov.hk/eng/>>最後瀏覽日：2014/2/11。

香港政府新聞網，<<http://www.news.gov.hk/tc/index.shtml>>最後瀏覽日：  
2014/2/11。

國際貨幣基金會，<<http://www.imf.org/external/index.htm>>最後瀏覽日：2013/8/11

環球銀行金融電信協會，<<http://www.swift.com/index.page?lang=en>>最後瀏覽日：  
2013/8/11

彭博資訊系統，<<http://www.bloomberg.com/>>最後瀏覽日：2013/8/16