
中華民國證券商業同業公會委託專題研究

海外人民幣債券市場之研究

計劃主持人：廈門大學王亞南經濟研究院 洪永淼院長

廈門大學王亞南經濟研究院 鄭 鳴教授

2013年2月

目 錄

前言	5
第一章 人民幣海外債券之營運模式.....	7
一、 市場主要參與者.....	7
(一) 發行者.....	7
(二) 投資者.....	18
(三) 金融監管機構.....	22
(四) 仲介服務機構.....	28
二、 募集資金流向.....	30
(一) 募集資金的使用.....	30
(二) 海外人民幣債券的償還.....	32
(三) 資金清算.....	33
三、 香港與大陸人民幣債券市場的發展比較.....	35
第二章 海外人民幣債券的發行與承銷.....	41
一、 香港發行一般債券的條件及過程.....	42
(一) 香港發行債券的基本流程.....	42
(二) 香港債券的發行及上市法律機制.....	44
二、 大陸機構赴香港發行人民幣債券的條件及過程.....	45
(一) 境內註冊的公司在境外發行債券的一般實務.....	46
(二) 境內金融機構赴香港發行人民幣債券的特別規定.....	47
(三) 境內非金融機構赴港發行人民幣債券.....	50
(四) 涉及大陸境內權益的境外註冊公司在港發行人民幣債券.....	50
三、 大陸外的其他機構在港發行人民幣債券的條件及過程.....	52
四、 在香港發行人民幣債券的承銷過程.....	52
(一) 在香港發行人民幣債券的承銷流程.....	52
(二) 債券承銷方式.....	53
(三) 人民幣債券承銷現狀.....	53
五、 海外人民幣債券的定價機制.....	56

(一)	一般債券定價的影響因素.....	56
(二)	人民幣債券定價影響因素.....	56
六、	台灣債券市場概述.....	59
(一)	台灣債券市場的產品.....	59
(二)	台灣債券市場的組成.....	60
(三)	台灣國際債券市場.....	60
七、	台灣參與人民幣債券市場的模式選擇.....	62
(一)	台資企業在港發行人民幣債券模式.....	63
(二)	直接在台灣發行人民幣債券模式.....	66
第三章 海外人民幣和境內人民幣可兌換性.....		68
一、	CNH、CNY 及 USD-CNH 市場之比較.....	68
(一)	三市場之間的內在聯繫.....	68
(二)	CNH 進行人民幣交易的新市場.....	74
(三)	設計上不同的匯率.....	76
二、	海外人民幣債券融資跨境流動的兌換途徑分析.....	77
(一)	回流路徑的選擇.....	79
(二)	股東貸款流程.....	79
(三)	香港人民幣債券市場募集資金的回流.....	81
三、	人民幣國際化及 CNH 市場發展展望.....	85
(一)	人民幣國際化進程.....	86
(二)	CNH 市場展望.....	93
四、	台灣發展人民幣離岸金融中心.....	94
(一)	成為人民幣離岸中心的必要條件.....	94
(二)	台灣成為人民幣離岸中心的優劣勢分析.....	101
(三)	香港、倫敦、新加坡及台灣四地對比分析.....	104
(四)	台灣發展成為人民幣離岸中心的利基.....	107
(五)	台灣發展成為人民幣離岸中心的實施建議.....	108
(六)	台灣發展成為人民幣離岸中心的最新進展.....	112
第四章 海外人民幣債券發行風險評級以及歐債危機影響.....		115
一、	海外人民幣債券發行機構風險評級.....	115

(一)	人民幣海外債券評級的現狀	115
(二)	人民幣海外債券評級的必要性	119
(三)	人民幣海外債券評級具體規則和注意事項	120
二、	歐債危機對海外人民幣債券影響	124
(一)	歐債危機產生機理分析.....	125
(二)	信用評級和歐債危機.....	126
(三)	歐債危機對人民幣國際化的影響	128
	結論與建議	133
	參考文獻	136

前言

雖然中國大陸已超過日本成為世界第二大經濟體，但在國際貿易與投資方面，仍以美元為主導，致使企業過度承受了美元匯率的風險，在經濟全球化和應對國際金融危機衝擊中，人民幣國際化進程不斷加速。跨境貿易與投資的人民幣結算業務已經開展試點，但目前中國大陸資本帳戶尚未完全開放和人民幣不能自由兌換，已經成為大陸人民幣國際化最大的兩塊絆腳石，而利用發展離岸人民幣債券市場則是人民幣國際化的極佳策略選擇。因為債券市場的建設是一國貨幣的投資職能向儲蓄職能轉變過程中最重要的一環，人民幣離岸中心的建設，為資本帳戶尚未全面開放的中國大陸提供緩衝帶，緩解人民幣國際化進程中的風險。其中，海外人民幣債券為非中國大陸機構投資境外人民幣產品和工具提供了新興管道，台灣目前壽險、基金及機構投資人的資金皆開始進入此市場投資，未來台灣證券商也將有機會和可能參與其初級和次級市場的營運。

本研究的主要對象即海外人民幣債券，專指在海外發行（目前僅見香港、倫敦市場）的以人民幣為面值計價的債券。在初始階段，由於該類債券規模很小，所以又被稱為“點心債券”（Dim Sum Bond）。2007年6月，大陸中國人民銀行與國家發改委正式批准國家開發銀行在香港發行以人民幣計價的債券，此舉是海外人民幣債券市場發展的開端。

目前市場分成以人民幣為面值計價和結算的傳統人民幣債券及以人民幣計價但以美元結算的合成債券，前者佔據市場主導地位，海外人民幣市場規模不斷擴大，海外人民幣債券市場也呈現快速增長。2007-2010年點心債券總發行量為

737 億元人民幣(以下未標註貨幣別均為人民幣)，而 2011 年和 2012 年發行量高達 1079 億元和 1111 億元，點心債券已進入了較快速發展軌道。

大陸和香港人民幣貿易結算和人民幣債券發行正迅速增長，鑒於目前在香港發行的人民幣債券已經表現出有助於加速香港和大陸的經濟融合的跡象，有助於延伸香港“金融價值鏈”和擴大香港金融市場的容量和影響，增強抗衡世界其他金融中心競爭衝擊的能力，而 2012 年 4 月 18 日人民幣海外債券在倫敦正式發行，標誌著倫敦邁出在歐洲建立人民幣國際交易中心的重要一步。至此香港和倫敦都已分得人民幣國際化的甜頭，而與大陸保持較高貿易順差（2012 年達 954 億美元）以及對大陸直接投資排行前列的台灣也應該善用兩岸經貿往來已有優勢和政策優勢，逐步正視人民幣的崛起。2011 年 8 月 14 日，台灣中央銀行發佈《台灣辦理人民幣業務的說明》說明稿，首度表達“發展人民幣境外中心，可列為努力目標”，而作為人民幣國際化的典型代表，人民幣海外債券無疑也將成為台灣金融界的投資熱點，本報告撰寫的目的就是希望透過借鑒人民幣海外債券在香港市場的發行經驗和運營模式，結合兩岸關係探討其在台灣發展人民幣債券市場的可行性和適用性。

本研究報告的框架將著重從海外人民幣債券營運模式、海外人民幣債券的承銷以及交易法律監管環境、海外人民幣和中國境內人民幣之可兌換性、發行機構信用風險評估規則以及歐債危機影響等四方面著手進行深入分析，並對台灣如何參與和發展海外人民幣債券市場、進而建設人民幣離岸中心的可行性提出制度性和政策性建議，以期為台灣證券商提供相關參考意見和建議。

第一章 人民幣海外債券之營運模式

一、 市場主要參與者

(一) 發行者

根據香港發行人民幣債券規定，在香港發行人民幣債券的可以是任何註冊於大陸境外的實體包括香港/澳門和台灣的發行人。

2007年是香港人民幣債券的發行元年，2007年6月27日，大陸國家開發銀行在香港發行了首只人民幣債券，之後的香港人民幣債券市場不斷發展。首先是在發債規模上越來越大，2011年底，一共有84只人民幣債券在香港發行，合計約1095億元的規模，2012年香港人民幣債券的發行繼續保持增長，新發行債券130只，發行規模為11111.84億元；其次是發債主體日益呈現出多元化趨勢，人民幣債券發行之初主要是由大陸的政策性銀行及國有銀行與國家政府等機構組成的，在2010年9月16日後，麥當勞在香港發行了2億元的人民幣債券，成為了第一家在香港發行人民幣債券的大型外國企業，而隨後的10月21日，亞洲開發銀行在香港發行了12億元的人民幣債券，是首家在香港發行人民幣債券的國際金融機構。可以總結出，目前在香港發行人民幣債券的大多是一些中資機構、包括大陸財政部和大型國企等，如國開行、進出口銀行、中銀香港等，發行主體逐漸多元化。2012年5月，大陸國家發改委於8日正式發佈了《關於境內非金融機構赴香港特別行政區發行人民幣債券有關事項的通知》，將人民幣債券的發行主體進一步擴展，推進內地企業赴港發債。

1. 大型的中資機構

從 2007 年 7 月起，大陸政府開始批准大陸金融機構到香港發行人民幣債券，包括政策性銀行（國開行與進出口銀行）、大陸商業銀行（中國銀行、交通銀行、建設銀行）以及外資銀行的大陸法人（滙豐銀行與東亞銀行）。在這之後發債主體越來越多元化，中資機構仍然在發債主體佔據著很大的比重。在 2011 年上半年發行的 800 多億元的人民幣債券中，有將近 70% 的發行人是中資機構，主要是大陸財政部和大型國企等等。這些在香港發行人民幣債券的機構都擁有著強勁的財務實力以及極高的信用級別，因此即使在波動的經濟環境中，外部宏觀經濟的變化對於它們的影響程度很低。

表 1-1 大陸大型中資機構發債情況(本表未完全統計)

發債主體	發債時點	額度(人民幣)	期限	利率
寶鋼集團	2012年2月	29億元	2年/3年/5年	3.25%/3.675% /4.15%
	2011年11月	36億元	2年/3年/5年	3.125%/3.5% /4.375%
國家開發銀行	2012年1月	25億元	3年/5年/15年	3.1%/3.45%/ 4.2%
	2010年11月	30億元	3年	2.70%
	2010年10月	20億元	3年	SIBOR+10個 BP
	2009年8月	10億元	2年	SIBOR+30個 BP
	2007年7月	50億元	2年	3.00%

首鋼	2011年11月	10億元	2年	4.87
工銀亞洲	2011年10月	15億元	3年	6%
中國石油	2011年10月	30億元	2年/3年	2.6%/3%
中國外運	2011年10月	26億元	3年	3.30%
大陸財政部	2011年8月	200億元	2年（散戶）/3年/5年/7年/10年	1.6%/0.6%/1.4%/1.94%/2.36%
	2011年5月	30億元	3年	1.85%
	2010年12月	30億元（零售）	2年	1.60%
	2010年11月	50億元（機構）	3年/5年/1年	1.0%/1.8%/2.48%
	2009年10月	60億元	2年/3年/5年	2.25%/2.7%/3.3%
中國平安	2011年6月	20億元	3年	2.08%
招商局國際	2011年6月	30億元	3年/5年	3%/5%
中化香港	2011年1月	35億元	3年	1.80%
中國電力國際	2010年12月	8億元	5年	3.20%
進出口銀行	2010年11月	50億元	2年/3年	1.95%/2.65%
	2008年8月	30億元	3年	3.40%
	2007年8月	20億元	2年/3年	3.05%/3.2%
中國重汽	2010年10月	27億元	2年	2.95%

從表 1-1 可以看出，大型的中資企業發債規模都相對比較大，利率期限也呈

現出多樣化，普遍都是 2 年、3 年、5 年。由於這些企業信用風險比較小，投資者對其人民幣債券的需求較多，所以這些企業的發債比較活躍，這些模式可以為台資大型機構發行人民幣債券提供參照。

2. 外資企業和國際金融機構

自從 2010 年 2 月開始，大陸開始允許境外公司發行人民幣債券，之後的 8 月份和 11 月份，麥當勞和卡特彼勒公司就在香港市場上發行了人民幣債券，成為了首批在港發行人民幣債券的海外非金融企業，而俄羅斯外貿銀行在 2010 年 12 月也成為了亞洲以外的新興市場上首個人民幣債券的發行人。這些都是人民幣不斷走向國際化的一個開端。儘管越來越多的外資企業和金融機構到香港發行人民幣債券，但是外資企業和國際金融機構在人民幣債券的發債主體中所占的比例仍然比較小。

表 1-2 外資企業發債情況(本表未完全統計)

發債企業	發債時點	額度(人民幣)	期限	利率
卡特波特	2012年3月	12.6億元	2年	2.90%
	2011年7月	23億元	2年	1.35%
	2010年11月	10億元	2年	2.00%
Chailease Finance(BVI)	2012年3月	7.5億元	3年	5%
福特汽車	2012年3月	10億元	3年	4.88%
法國阿爾斯通	2012年3月	5億元	3年	4.25%
三菱日聯租賃	2012年2月	3億元	3年	3.60%

三井物產	2012年2月	5億元	5年	4.25%
樂天購物	2012年2月	7.5億元	3年	4%
德國朗盛	2012年2月	5億元	3年	3.95%/4.2% (票面收益率)
America Movil	2012年2月	10億元	3年	3.50%
印度 IDBI 銀行	2011年11月	6.5億元	3年	4.50%
BMW Australia Finance	2011年11月	4億元	1年	2%
拉法基里安水泥	2011年11月	15億元	3年	9%
韓國進出口銀行	2011年11月	4億元	1年	2%
台灣日月光	2011年9月	6.5億元	3年/5年	3.125%/4.25%
法國液化空氣集團	2011年9月	26億元	5年/7年	3%/3.5%
BP	2011年9月	7億元	3年	1.70%
博西家用電器	2011年9月	20億元	3年/5年/7年	2.375%/3.37%/4%
樂購	2011年8月	7.25億元	3年	1.75%
港鐵公司	2011年6月	10億元	2年	0.63%
Value Success International	2011年6月	20億元	3年	2.08%
普洛斯(新加坡政府控股企業)	2011年5月	30億元	5年/7年	3.375%/4.0%

太平洋恩利資源 發展	2011年5月	6億元	3年	6.50%
德國大眾汽車	2011年5月	15億元	5年	2.15%
新濠博亞娛樂	2011年4月	23億元	2年	2.70%
日本東瑞盛世利 融資租賃	2011年4月	2億元	3年	2.70%
聯合利華	2011年3月	3億元	3年	1.15%
歐力士	2011年3月	3億元	3年	1.15%
塞維太陽能	2011年2月	12億元	3年	10%
世界銀行	2011年1月	5億元	2年	0.95%
Galaxy	2010年12月	13.5億元	2年	4.60%
麥當勞	2010年8月	2億元	2年	3.00%

海外發行人成為 2011 年點心債券初級市場的主力，新發行的墨西哥電信以及樂天購物債券的票面利率位於指導區間下限，且發行後出現了一定幅度的溢價。與大陸發行人相比，海外發行人的優勢在於信用評級認可度較高，且人民幣債券收益率仍高於其發行的美元債券收益率。但是，外資企業明顯沒有大陸大型中資企業或者是政府機構財力雄厚，而且投資人對其公司實力、財務狀況、信用風險等都不是很瞭解，在不需要強制進行風險評級的情況下，由於投資者的風險偏好，它們的發行額度相對小些，但海外發行人的參與這對於海外人民幣債券的繁榮和健康發展是至關重要的。

3. 民營企業

目前在香港發行人民幣債券的民營企業（透過海外公司）還相對較少，2011年1月恒大地產同時發行了兩只合成式人民幣債券，募集的資金高達92.5億元，票面利率分別達到了7.5%和9.25%；另外佳兆業也在2011年的3月份發行了20億元的合成式人民幣債券，票面利率達到了8.5%。可以看出合成式人民幣債券都是高息債，基本上要超出純人民幣債券2-4個百分點的票面利率。但是即便票面利率比較高，在大陸內地融資成本居高不下的情況下，合成式的點心債券仍然受到民營企業，尤其是房地產企業的青睞。

表 1-3 民營企業發債情況(本表未完全統計)

發債企業	發債時點	額度 (人民幣)	期限	利率
新世界中國	2012年4月	15.15億元	3年/5年	3.73%/5%
海南航空(香港)	2012年1月	5億元	3年	5.25%
	2011年9月	10億元	3年	6%
中國電力新能源	2012年1月	8億元	3年	5.25%
遠東宏信	2011年12月	7.5億元	5年	6.95%
龍源電力	2011年12月	9.5億元	2年/3年	4.54%/4.75%
津聯集團	2011年11月	13億元	3年	5.75%
北控水務	2011年9月	5億元	3年/5年	3.75%/5%
亞洲水泥(大陸)	2011年9月	5.86億元	3年	2.95%
陽光能源	2011年8月	3億元	3年	4.75%

銀泰百貨	2011年7月	10億元	3年	4.65%
山水水泥	2011年7月	15億元	3年	6.50%
新創建集團	2011年7月	10億元	3年	4.65%
中信泰富	2011年7月	10億元	5年	2.70%
中策橡膠	2011年7月	9億元	3年	2%
港鐵公司	2011年6月	10億元	2年	0.63%
香港航空	2011年6月	6億元	3年	6.50%
雲頂香港	2011年6月	13.8億元	3年	3.95%
正信（香港）	2011年5月	30億元	3年	1.85%
中國誠通發展集團	2011年5月	6億元	3年	4.50%
廣州富力	2011年4月29日	26.1億元	3年	7%
比亞迪香港	2011年4月28日	10億元	3年	4.50%
亞洲聯合財務	2011年4月27日	5億元	3年	4%
中升集團	2011年4月21日	12.5億元	3年	4.75%
晨鳴紙業	2011年4月13日	5億元	3年	2.95%
中國風電集團	2011年4月4日	7.5億元	3年	6.38%
勝獅貨櫃	2011年4月	13.8億元	3年	4.75%
中華煤氣	2011年4月	10億元	5年	1.40%
冠捷科技	2011年3月21日	5億元	3年	4.25%
佳兆業（合成式）	2011年3月	20億元	3年	8.50%
路勁基建	2011年2月25日	13億元	3年	6%
永豐餘（開曼）公司	2011年2月10日	3億元	3年	3.10%

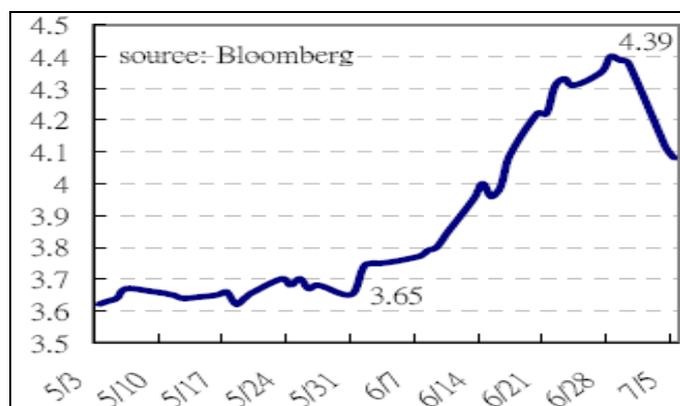
春天百貨	2011年2月1日	7.5億元	3年	5.25%
恒大地產（合成式）	2011年1月	92.5億元 （兩次）	3年/5年	7.5%/9.25%
中駿置業（合成式）	2011年1月	20億元	5年	10.50%
銀河娛樂	2010年12月26日	13.8億元	2年	4.63%
里安房地產 （合成式）	2010年12月	30億元	3年	6.88%

對於民營企業來說，資金相對而言更是緊缺，特別是近年來受宏觀調控影響的大陸房地產企業，目前在港發行的人民幣債券還沒有形成回流機制，這使得企業募集的資金不能回流到大陸內地，無法解決資金緊缺的問題。但是合成式人民幣債券的創新上市使得這一問題得到了解決。所謂的合成式人民幣債券是指以人民幣計價，但是以美元作為結算單位的人民幣債券，與大陸境內人民幣債券市場相比，人民幣海外債券發行人可以獲取仍具有競爭力的融資成本。

因此，對於現在的一些台灣企業而言，當面臨資金緊張的情況下，尤其是對於人民幣有需求，且受台灣對大陸投資限制的台企，透過發行人民幣債券來籌集資金不失為良好的融資途徑。

4. 發行者的利基

圖 1-1 香港人民幣債券利息率 單位：%



2011 年，香港人民幣債券平均利息率從 5 月底的 3.65% 升至 6 月 28 日的 4.39%，大幅上揚 75 個基點。在香港人民幣流動性並未抽緊，資金環境依舊比較寬鬆，海外人民幣利息率的變化明顯受到了大陸因素的影響。由於大陸人民銀行 2011 年連續提高存款準備金率，內地資金市場流動性緊絀，內地各類債券利息率曲線全面上揚，同時也提高了香港人民幣債券的利息率。

受 2011 年以來大陸人民銀行貨幣政策持續緊縮影響，大陸企業尤其是中小型民營企業，不僅很難在銀行間進行貸款，而且在大陸內地發債融資也變得越來越困難，發債成本的不斷增加讓民營企業不堪重負，而離岸人民幣債券的發行大大降低了發債成本，發行手續也相對大陸內地簡便，金融管制相對寬鬆。在香港發行人民幣債券主要採用的是註冊制而不是在大陸的核准制，降低了發債的難度，更為重要的是合成式人民幣債券的推出使得發行人可以利用現有的政策規範和流程，將發行人民幣債券所融通的資金回流，既可以降低融資成本，又可以合法規避人民幣債券融資匯回內地所需的審批限制。

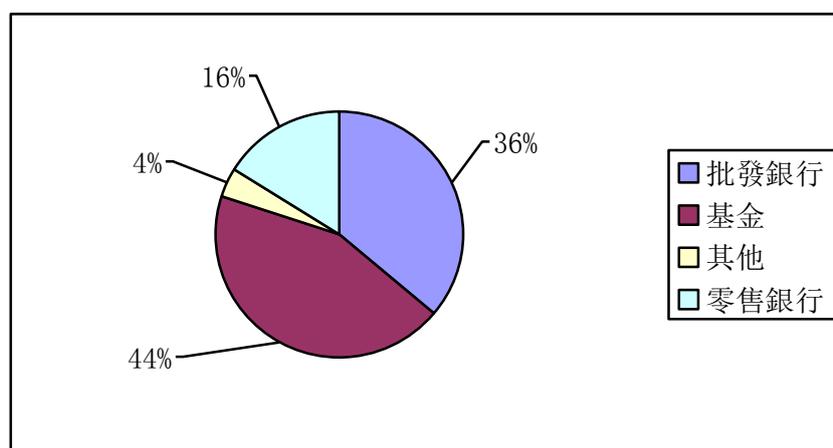
大陸從財政部到政府性銀行到企業等各種發債主體之所以選擇香港，除了在香港這個金融中心，投資者更加多元化，還由於香港實行的是聯繫匯率，由於美

聯儲承諾在 2014 年下半年會一直維持超低利率，使得港元利率在未來 24 個月都會持續長時間在接近歷史低位徘徊，加上香港人民幣國債收益率曲線較低，另外加上人民幣的升值預期，使得赴港發債可以以較低的成本完成。香港離岸人民幣債券國債收益率全線低於大陸內地銀行間固定利率國債收益率曲線。香港人民幣債券市場可以同時提供利率和匯率的雙重回報，因此即使離岸人民幣債券發行利率相對於大陸較低，香港人民幣債券仍然受到各個發行主體的青睞。對於台資企業而言，利用香港離岸市場進行人民幣債券融資是個很好的融資選擇之一，現在很多的台資企業在大陸內地都設有辦事處或者是子公司，可以在香港做滾動和迴圈發債，香港人民幣債券屬於特殊商品，目前發債主體都是一些信用級別較高的機構，風險較低，而且標準普爾等全球主要評級公司仍然擁有人民幣債券市場的評級主導權，該類信用評級相對於大陸內地其他企業的信用評級來說比較高。對於很多在大陸有經營事業的台資企業而言，人民幣間接融資成本比較高，所以利用在香港發債這樣一種直接融資的方式可以降低一定的成本。而且以全球人民幣升值預期而言，香港人民幣債券市場是供不應求，香港人民幣存款從 2009 年的 627 億元提升到了 2011 年的 5885 億元，而同期的人民幣債券的發行量僅為 1439 億元，2012 年 12 月底香港人民幣的存款上升到 6030 億元，當年發債量也僅為 1111 億元，存款的增量明顯遠遠大於人民幣債券的增量，香港人民幣債券市場是供不應求的，可見香港人民幣債券的發行者處於賣方市場地位。再加上大陸經濟持續增長、國際地位不斷提升也促使人民幣籌資相對比較容易，若台灣有機會成為繼香港的第二個離岸人民幣市場，加強發行人及其承銷商等協發機構與大陸相關金融行業部門的交流往來，都有助於推進兩岸金融合作的實質性進程。

(二) 投資者

隨著離岸人民幣債券的不斷發展，投資主體趨於多元化了。以往發行 70% 都是由批發銀行認購，但隨著政策的不斷鬆綁，基金、保險公司以及證券經紀人逐漸參與進來，並且認購比例逐漸上升，批發銀行的認購比例在不斷下降中。值得注意的是，國外的中央銀行（如馬來西亞中央銀行）也可以認購人民幣債券作為外匯儲備。

圖 1-2 2011 年離岸人民幣債券投資者結構分析圖



資料來源：香港金管局、彭博、標準普爾。

表 1-4 投資者按照資金規模由大到小排列

主要資金來源	描述
香港商業銀行 資金部	<ul style="list-style-type: none">◆包括一些亞洲銀行的子公司/分行在內，香港有超過 10 家主要商業銀行。◆這些銀行很可能將一部分債券放在其資金帳戶上，將另一部分出售給他們的零售客戶。

	<ul style="list-style-type: none"> ◆零售客戶並不包括那些不符合合格機構投資者的純零售投資者。 ◆透過純零售網路銷售則需要為機構投資者部分出具單獨的文檔。
私人銀行	<ul style="list-style-type: none"> ◆這類投資者將包含家族企業和富豪。 ◆香港私人銀行對於新發行的債券的參與在近年間迅速提升。 ◆其中大多數銀行持有人民幣是為了境內項目投資，他們會關注於香港企業，大陸紅籌企業以及國有企業。 ◆德銀的私人財富管理部已看到強勁的投資者需求。
共同基金	<ul style="list-style-type: none"> ◆擁有人民幣的外國共同基金、香港的保險公司和基金經理很可能成為主要參與者。 ◆一些缺乏足夠人民幣的基金也可能透過基於無本金交割遠期的合成機構參與認購。

海外人民幣債券的投資者主要是大型機構認購的，少部分是由散戶投資。以大陸財政部為例，2009年10月，財政部到香港首次發行60億元人民幣國債，認購金額高達180億元，國債獲得了3倍的超額認購，個人投資者每人至少一手，認購申請達149451份。2010年11月30日，財政部在香港發行了80億元的人民幣國債，其中面向機構發行的50億元人民幣國債兩個小時內總認購金額達到近人民幣500億元，約為發行額的10倍。其中來自香港、歐洲、東南亞以及新加坡的機構投資者透過香港金融管理局旗下債務工具中央結算系統（CMU）的銀行會員參與投標。其中三年期的人民幣國債最受追捧，發債額為20億元的3年

期人民幣國債，認購超過了 290 億元，超額認購近 15 倍。20 億元的 5 年期人民幣國債也獲得認購 140 多億元，超額 7 倍，10 億元的 10 年期的人民幣國債獲得 50 億元的認購，超額 5 倍。2011 年 8 月 27 日，財政部發行的第三次人民幣國債中，規模達到了破紀錄的 200 億元，發行期限也更加豐富，整體機構投資者發行額為 150 億元，認購額高達 690 億元，而散戶認購的兩年期共 50 億元，其票面利率定在 1.6%。機構的踴躍投標，反映了國際市場對人民幣計價資產的青睞。

表 1-5 離岸人民幣債券投資認購(本表未完全統計)

發債主體	發債時點	發債金額 (人民幣)	認購額 (人民幣)
大陸財政部	2009 年 10 月	60 億元	180 億元
	2010 年 11 月	80 億元	720 億元
	2011 年 8 月	200 億元	896 億元
中國銀行	2007 年 9 月	30 億元	52.8 億元
	2008 年 9 月	30 億元	124.8 億元
	2010 年 9 月	50 億元	273 億元
麥當勞	2010 年 8 月	2 億元	7.5 億元
國際開發銀行	2007 年 6 月	50 億元	140 億元
寶鋼集團	2011 年 11 月	36 億元	70 億元
東亞銀行	2009 年 6 月	40 億元	63 億元
滙豐銀行(大陸)有限公司	2009 年 9 月	20 億元	44 億元

進出口銀行	2007 年 8 月	20 億元	53 億元
國家開發銀行	2012 年 1 月	25 億元	30 億元

2010 年的離岸人民幣債券二級市場只是一個方向，就是人人都想買。越來越多的機構投資者參與配售，出現需求火爆、“僧多粥少”的情況。2010 年 7 月，香港金管局和大陸人民銀行簽署修訂人民幣《清算協定》，其不再限制個人和企業於不同帳戶之間的人民幣資金轉撥，亦不再限制企業兌換人民幣的額度。隨著跨境貿易人民幣結算試點的擴大，香港人民幣市場的資金量和交易活動開始出現明顯增長。人民幣清算協議修訂以來，面向機構投資者配售的人民幣公司債券逐步增加發行。2010 年 10 月 29 日，首個紅籌國企中國重汽即透過中金香港在港發行 2 年期人民幣債券，籌集資金 27 億元，發行利率 2.95%，這是相對來說規模較大的非金融機構香港人民幣公司債券。2012 年 8 月 31 日，兩岸貨幣管理機構正式簽署了《海峽兩岸貨幣清算合作備忘錄》，標誌著兩岸金融合作取得有里程碑意義的重要進展，並且此舉被普遍認為是人民幣國際化進程中的重要一步。

人民幣債券市場需求強勁，市場反應熱烈，而大陸債券市場仍基本不對境外投資者開放，大陸監管部門只允許取得 QFII 資格的機構進入，但是大多數 QFII 更熱衷於投資於大陸股市，所以離岸人民幣債券為投資者提供了一個比較寬鬆的准入門檻，且能獲得較高的收益。再加上人民幣離岸債券市場上有兩種債券：點心債券和合成債券。而合成債券將會受到台灣的投資者追捧，主要是由於合成債券無需持有人民幣資金開設人民幣帳戶，使得在最初新台幣和人民幣的清算機制還沒建立的情況下，允許讓更多的投資者參與到離岸人民幣債券市場上，而且對於初始債券投資者而言，初始投資者支付合成式人民幣債券的價格是按照定價日

的美元與人民幣的匯率計算的，而之後的投資者持有合成債所獲得的利息及最終的本金都是按照定價日的匯率獲得美元的，這樣對投資者來說可以完全獲得人民幣升值的收益，這對投資者來說無疑是很具有吸引力的。

對於台灣專業的金融票券公司等機構投資者，可以同時發揮初級市場和次級市場的功能，根據台灣金融票券公司統計的資料，2012 年台灣初級市場業務量達到了新台幣 8.2 兆元，次級市場買賣合計達新台幣 59.4 兆元，從台灣金融票券的發展可以看出未來台灣人民幣債券市場的潛力，不過要在台灣建立人民幣的離岸市場是需要很多的前提做鋪墊的，如人民幣資金來源、兩岸貨幣清算機制的逐步完善，以及透過上櫃交易或上市公開掛牌交易發展人民幣債券次級市場等。

關於債券次級市場投資人所面對的風險，從香港人民幣債券次級市場價格波動情況來看，投資收益率受信用風險、海外市場的穩定性、主要經濟體宏觀經濟基本面、人民幣升值、流動性等因素的影響。許多購買點心債券的投資者都是為了人民幣升值預期來的，短時間內市場對人民幣的升值預期比較濃厚，因此發行期限 1-3 年的點心債券更受歡迎。與此同時，由於市場規模小，流動性不足讓發行人和投資者有所擔憂，香港人民幣資金池仍然比較小，這使得人民幣債券的流動性不盡如人意，點心債券之利差(買賣價差)雖然比市場發展初期有所擴大，但是仍不夠理想。

(三) 金融監管機構

1. 香港和大陸金融監管機構對於人民幣債券的審批

香港人民幣債券市場對許多企業是很具有吸引力的，但過去大陸金融機構赴港發債是有政策可依的，而大陸企業赴港發債一直處在個案審批階段，大陸企業

赴港發債必須利用一定的路徑才能得以實現。之前為了迴避這一障礙，一些境內非金融機構選擇利用其在境外設立的子公司在香港發行人民幣債券。如中國重汽與晨鳴紙業，都是以其在香港的紅籌公司或在港的全資子公司作為發債主體。而就在2012年5月，這一障礙得以緩解，大陸發改委於5月8日正式發佈了《關於境內非金融機構赴香港特別行政區發行人民幣債券有關事項的通知》，將人民幣債券的發行主體進一步擴展，推進大陸內地企業赴港發債。無論是外資企業還是有中資背景的境外企業，在港發債就必須遵守香港市場的規則。香港金融管理局2010年撰文說明在香港發行人民幣債券的發行主體、發行規模及方式、投資者主體等均可按照香港的法規和市場因素來決定。如若一家境外公司在香港發行人民幣債券，發行主體只要符合香港金管局的若干監管原則，其在市場的發行情況完全取決於債券供求雙方的約定。例如，卡特彼勒金融服務公司、聯合利華、德國大眾等企業在港僅發債本身並不牽涉大陸境內。但是一旦發債收益回流、境內機構提供融資擔保等情況則需要大陸相關監管機構（主要是國家或省級發改委）的核准或備案，發行人民幣債券形成的外債，按現行大陸外債管理規定辦理外債登記、還本付息等手續。

2010年2月11日，香港金融管理局發佈了《香港人民幣業務的監管原則及操作安排的詮釋》，首次從香港監管機構角度對在香港發行人民幣債券的相關事宜做出了解釋。而在此之前，大陸境內監管機構已就境內金融機構在香港發行人民幣債券出臺了相關法規和政策，並且已有多家大陸金融機構在香港發行了人民幣債券。雖然在香港發行人民幣債券涉及香港監管機構的監管，但在《詮釋》出臺之前，香港監管機構卻一直未曾就在香港發行人民幣債券問題發佈過明確的政策或規定。而《詮釋》則分別從監管原則和具體操作安排兩個層面，就在香港發

行人民幣債券的監管政策進行了澄清和解釋。

表 1-6 香港人民幣債券審批流程

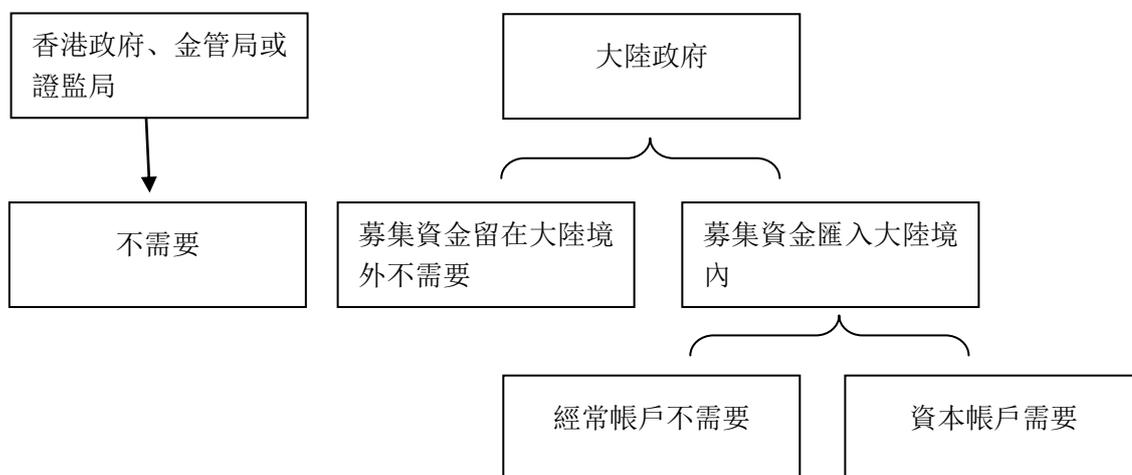


表 1-7 大陸監管部門對大陸金融機構在香港發行人民幣債券的主要監管職能

監管部門	主要職能
大陸中國人民銀行	審核發債資格
國家發展和改革委員會	批復外債規模
國家外匯管理局（國家局）	對所籌資金進行統計監測
國家外匯管理局（地方分局）	辦理債券資金登記，對發行人兌付債券本息進行核准
香港證監會	招募章程的批准
香港公司註冊處	招募章程的註冊

對於大多數企業來說，赴港發行人民幣債券獲得的資金在香港使用的空間是比較有限的，只有把資金調回大陸境內那才是有意義的。之前在港發行人民幣債

券的企業，其資金回流主要有兩種方式：一種是股東借款，也就是利用“投注差”（指外商投資企業投資總額與註冊資本的差額），向大陸境內控股或註冊的公司提供貸款。根據規定，股東借款以及擔保數額不能超過“投注差”。第二種就是進行資本直接注入，但是目前並無國外投資者利用人民幣進行直接投資的操作法規，僅有大陸境內公司在港上市融資為目的設立的特殊公司例外，也就是通常所說的“紅籌”公司。

無論是股東借款還是資本直接注入，企業都必須到大陸中國人民銀行申報。而且需要指出的是，申請回流是需要詳細說明資金回流後的具體用途，並且對於該用途已經獲得了相關監管機構（大陸商務部、發改委）的項目批文；待上述條件齊備後，大陸中國人民銀行方受理回流申報。因此在相關部門審批通過之前，一般不建議企業貿然發債。另外，股東借款方式回流資金是按現行的外債管理政策來管理，相關企業必須請當地外匯管理部門備案登記。

2011年10月12日和13日，大陸商務部和人民銀行分別發佈了《關於跨境人民幣直接投資有關問題的通知》（下稱“《通知》”）和《外商直接投資人民幣結算業務管理辦法》（下稱“《辦法》”），允許境外投資者以其合法持有的人民幣在中國內地開展直接投資活動並辦理相關人民幣結算業務，為發債募集人民幣資金流入內地提供了較為明確的指引。外商直接投資人民幣結算業務（簡稱“人民幣FDI”）已進入試點階段。這項政策的推出，意味著外資企業可申請將在離岸市場募集的人民幣資金以人民幣FDI形式回流至內地，增添人民幣回流新的通道，代表著人民幣國際化邁出了重要的一大步。《通知》就跨境人民幣結算及人民幣境外直接投資作出了詳細規範，包括要求大陸境內結算行及港澳清算行之間要利用大額支付系統辦理跨境資金周轉，而大陸境內企業進口支付的人民幣不得在香

港等境外直接購匯後支付給境外出口商等。按照《通知》，申請人需先獲得大陸商務部門批准證書，再由大陸人民銀行總行進行個案審議會議，審議通過後，申請人可憑備案通知書在結算銀行開立帳戶，而無需再從大陸外管局走外匯帳戶審批流程。需要注意的是，《辦法》並未免除外商投資企業根據外管局現有規定進行外債登記的義務，因此國家外管局也可能另行發文對此予以明確。

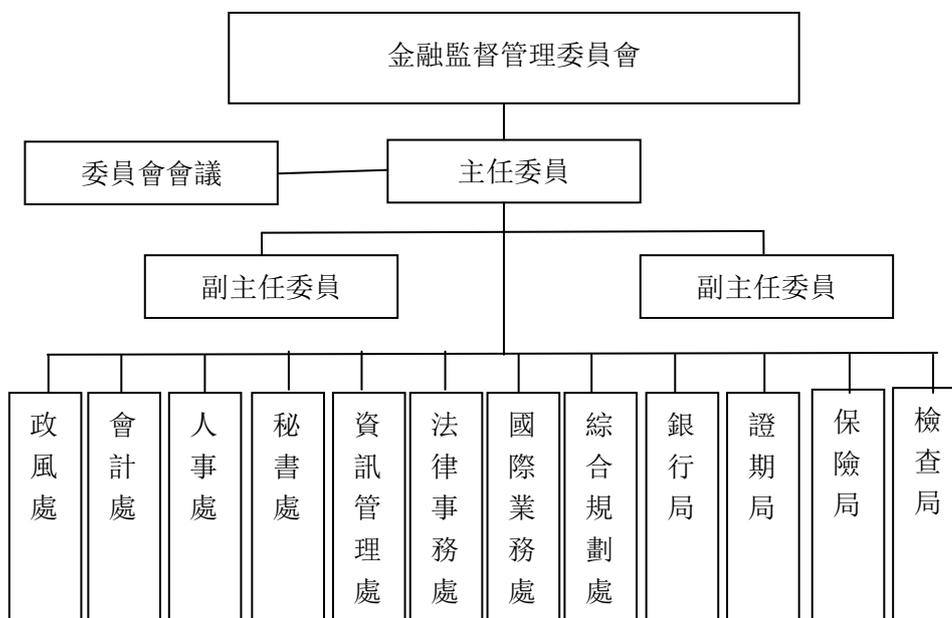
在審批層級上，《通知》規定，跨境人民幣直接投資可以由大陸各級商務主管部門依據現行外商投資審批管理規定和許可權進行審批，而不必像原有的人民幣投資試點管理辦法一樣，要求人民幣直接投資項目取得商務部外資司的復函同意，因此降低了審批層級上的要求。在帳戶監管上，《辦法》允許境外投資者根據交易的不同類型，開立不同類型的交易帳戶，如人民幣前期費用專用存款帳戶、人民幣再投資專用帳戶、人民幣資本金專用存款帳戶等，所採用的帳戶監管方法與外管局目前的外匯帳戶監管方法存在很大相似性。此外，《辦法》廢止了原有的境外人民幣內地直接投資需要人民銀行預先核准的程式，改為要求外商投資企業在領取營業執照之後，到註冊地人民銀行分支機構申請辦理企業資訊登記。

整體而言，《通知》和《辦法》並沒有完全解決發債募集人民幣資金回流內地所涉及的所有問題，但相對於原有的人民幣資金回流試點管理辦法而言，《通知》和《辦法》提供了更為明確的人民幣資金回流途徑以及審批程式，有利於吸引更多的企業和機構赴港發債融資，促進香港人民幣債券市場的發展。

2. 台灣金融監管制度

台灣金融業允許混業經營模式，其金融監管採取一元化機制，即利用金融監管委員會進行金融市場統一管制。在金融控股公司的監管方面，台灣借鑒了美國和日本對金控公司立法的經驗，於 2001 年 6 月通過了《金融控股公司法》，於同年 11 月正式實施，2004 年 7 月，台灣公佈了《金融監督管理委員會組織法》，其中“金管會”為最高監管機構，並以銀行局、證券期貨局、保險局以及檢查局等四大單位實施對應監管，體現了形式監管和功能監管的結合，另設處、室辦理相關業務。也就是將原來台灣這種監管模式避免了資金、資訊的不合理流動，切斷了風險的傳遞以保證集團整體的安全穩定，同時利用股東資格審查、大額風險申報等方式促進金融控股公司持股結構合法化。

表 1-8 台灣“金管會”組織架構



為活絡台灣債券市場的交易，並提高國際化的程度，證券櫃檯買賣中心於 2006 年 11 月正式推出債券市場國際板，允許國內、外機構在台灣發行以外幣計價

的國際債券，又稱福爾摩沙債券(Formosa Bond)，並在國際板掛牌交易。證券櫃檯買賣中心亦於2006年開放台灣公開發行公司發行的海外可轉換公司債(ECB)及附認股權公司債(EWB)，可在海外發行滿1個月後，以外幣計價的方式回台掛牌交易。除國際債券採用私募的方式發行，基本上任何投資人均能參與國際債券的投資。其發行、審批等主要參照《證券櫃檯買賣中心外幣計價國際債券管理規則》。

台灣目前對於債券市場專門法律和相關規定分散於《公司法》、《證券交易法》、《金融資產證券化條例》、《不動產證券化條例》等法律法規中。根據不同的種類度，所參照的法律法規不同，雖然台灣企業海外發行以及發行國際債券經驗豐富，但是對於在台灣發行人民幣債券存在很多的未知性，所以如若要在台灣發行，與之相匹配的法律法規需要加強和完善。

台灣監管相對於香港離岸市場來說更為嚴格和複雜，台資企業為了籌集人民幣資金可以考慮到香港離岸市場發行人民幣債券，這樣可以減少很多的限制，獲得比較低的准入門檻，特別是對於在大陸擁有實業經營和貿易往來的台商而言，能夠更好的解決融資難的問題，但是目前就是還存在人民幣回流機制的問題，隨著人民幣與新台幣之間的兌換和清算問題的解決，將為台資企業發行人民幣債券創造了前提條件，未來的發展方向是在台灣建立人民幣債券市場和發展具有兩岸特色的人民幣離岸中心。

(四) 仲介服務機構

1. 承銷機構

作為在債券發行過程中最為重要的一個仲介服務機構，在人民幣債券市場上發揮著重大的作用，是連接發行者和投資者的樞紐。承銷商一般是由證券公司充

當的，在國外被叫做是“投資銀行”或者是“商業銀行”，近年來香港點心債券的承銷商主要由大型商業銀行擔任。

表1-9 2011年以來承銷點心債券的各家銀行排名

排名	帳簿管理人	募集資金 (百萬元人民幣)	債券數量 (只)
1	滙豐金控	6437.0	23
2	渣打	5338.5	11
3	中國銀行	4400.0	2
4	巴克萊資本	2183.0	4
5	英格蘭皇家銀行	1558.0	3

2. 信用評級機構

雖然說離岸人民幣債券市場的起步相對於其他的海外債券市場比較晚，初始的發債規模也相對較小，但是隨著大陸經濟不斷發展，歐債危機等國際金融危機的爆發以及大陸境內的中小企業面臨的融資管道較少，融資困難的問題越來越突出的情況下，人民幣債券的發展呈現出的是一種爆炸式的增長。由於之前的發債主體都是信用評級很高的大陸大型國企、政府機構、國內外金融機構以及跨國公司等，因此對於投資者來說，投資於人民幣債券的風險相對來說是比較小的。但是隨著人民幣債券發債主體不斷多元化，發行人數量逐漸增加，人民幣債券市場多蘊含的風險是不言而喻的，因此對人民幣債券進行評級就顯得十分重要，這對於離岸人民幣債券市場的健康發展是密不可分的。

隨著大陸經濟的快速發展，境內機構發行的外幣債券受到越來越多的國際機

構投資者的認可。評級是發行長期債券，降低融資成本的前提。鑒於境內的評級機構還不夠成熟，無法達到國際評級機構的評級水準。目前在香港發行人民幣債券的中資機構中包括大陸財政部和大型國企等通常能達到國家主權信用評級（AAA級），但是大陸其他的很多國有企業都無法達到這個評級。面對這種情況，大陸不僅要努力發展經濟，提升資信狀況，還要努力建設信用評級體系，並積極參與國際評級。2003年12月，上海遠東資信評估有限公司作為境內唯一的評級機構受邀加入亞洲資信評級協會，大陸評級業開始在國際市場上發出自己的聲音，這有助於提高大陸在即將大力發展的亞洲債券市場的地位。因此評級機構需要在結合大陸實際情況的基礎上，借鑒國際先進的模型，按照國際通行慣例對其進行評級。為促進證券市場資信評級業務規範發展，提高證券市場的效率和透明度，保護投資者的合法利益和社會公眾利益，2007年8月發佈的《證券市場資信評級業務管理暫行辦法》對資信評級機構從事證券資信評級業務應當遵守的業務規範、監督管理和法律責任做出了具體的規定。

二、 募集資金流向

（一） 募集資金的使用

目前對人民幣債券資金用途限制比較多，募集資金用途方面，主要包括發債資金投向概況，所有的用途必須要在符合法律的前提下進行，主要是業務擴張，補充營運資金等。對於企業發行根據大陸《企業債券管理條例》第二十條規定，企業發行企業債券所籌資金應該按照審批機構批准的用途用於本企業的生產經營。企業發行企業債券所籌資金不得用於房地產買賣，股票買賣和期貨交易等與本企業經營無關的風險性投資。大陸《證券法》第十六條規定，公開發行的公司

債券必須用於核准的用途，不得用於彌補虧損和非生產性支出。根據大陸國家發改委《關於推進企業債券市場發展、簡化發行核准程式有關事項的通知》，企業債券籌集的資金可以用於固定資產的投資項目、收購產權（股權）、調整債務結構和補充營運資金。

表1-10 企業發行人民幣海外債券資金用途例舉

發行日期	發行人	總規模(億元人民幣)	募集資金用途
2011年8月 12日	新焦點汽車技術控股有限公司	2.0	用於補充營運資本，以及一般的企業用途
2011年7月	合和公路建設	13.8	一般融資需求，含業務擴張支出
2010年9月 16日	麥當勞公司	2.0	一般融資需求，含債務再融資、資本支出、股利支出、股票回購等
2010年10月	中國重汽	27.0	補充營運資金
2010年11月	華潤電力	10.0	投資新建和擴建電力項目，以及補充營運資金
2010年11月	招商局國際	7.0	用於發展和開拓業務，並為招商局集團（香港）及其附屬公司和關聯公司提供一般融資用途
2010年11月	卡特彼勒公司	10.0	卡特彼勒已經獲得了大陸人民銀行外管局的批准，將債券銷售所籌集的資

			金轉移至大陸大陸，利用其大陸子公司-卡特彼勒（大陸）融資租賃有限公司，來支援其客戶購買業務
2009年	亞洲開發銀行	10.0	用於普通業務運營，為亞行在大陸的項目提供融資。且可將該債券所募集的資金根據大陸適用法律用於投資。

（二） 海外人民幣債券的償還

人民幣債券本息的兌付應當以人民幣資金支付。大陸境內金融機構兌付人民幣債券本息，應當提前5個工作日向所在地國家外匯管理局分局申請。銀行應當憑所在地國家外匯管理局分局核發的核准件為境內金融機構辦理兌付人民幣債券本息的對外支付手續。大陸境內金融機構發行人民幣債券所募集的資金及後續資金的本息支付按照大陸《金融機構對境外資產負債及損益申報業務操作流程》進行國際收支統計彙報。

其中發行的人民幣債券的利息和本金可以由發行人或以發行人的名義支付給託管人。託管人應該按照債券發行募集說明書中的規定將利息和本金劃轉到債券持有人在託管人處設立的證券帳戶。託管人應向於登記日記錄在託管人保管的託管名冊上的債券持有人支付利息和本金。託管人的記錄將成為證明債券持有人身份以及持有債券金額的證據。發行人或以發行人的名義的託管機構有義務向債券持有人在規定的日期支付本金和利息。除非是人民幣債券被發行人回購或者是註銷，人民幣債券會在到期日以面值兌付本金的方式被贖回，在到期日之前不會

被贖回。按照債券的性質規定可以是一次全部付息或者分期付款。在到期日之後停止付息。

對於人民幣債券的償還，任何位於大陸試點計畫規定的20個省市（包括北京、天津、上海、江蘇、浙江、福建等）的外資企業都可以將人民幣分紅匯出中國大陸至其外國股東；人民幣結算試點計畫規定下收到的人民幣債券結算款都可以用於人民幣海外債券的償付。

（三） 資金清算

人民幣債券的發行和於發行日的交割在託管人的系統外進行。在人民幣債券發行日之後，人民幣債券將根據託管人的規則和規定以及與託管人簽訂的《服務協定》的條款由託管人託管。並在發行日之後利用託管人運行的中央債券簿記系統結算。一般來說託管人是由資信良好可以負責在大陸銀行間債券市場的託管和結算的國有機構。一般是利用香港金管局的債務工具中央結算系統(CMU)，從2010年9月開始，亞洲銀行票據交換所和明訊銀行系統也可以獲准進入計算人民幣債券的清算系統。

2012年1月16日，香港金管局以及英國財政部共同宣佈，將成立一個由私營機構代表組成的合作小組，以進一步推動香港與倫敦在離岸人民幣業務發展方面的合作。將重點推動香港和倫敦在支付結算系統、促進人民幣市場流動性以及人民幣計價金融產品開發等多方面的進展，以提高兩個市場的協同效應。全球各地的銀行透過與香港離岸人民幣業務平臺建立適當的聯繫，可提供全面的人民幣銀行及金融服務，滿足客戶快速增長的需求。香港與倫敦各具發展離岸人民幣業務的優越條件，而兩個金融中心更緊密地合作，將會達致互利雙贏的結果。這將更

好利用香港人民幣即時支付結算系統延長運作時間的安排，並擴大香港與倫敦之間的跨市場銀行同業融資活動。這有助提高離岸人民幣市場的流動性及促進人民幣資金在香港、倫敦及全球其它市場流轉，從而可確保資金池的連貫性。香港金管局的債務工具中央結算系統、摩根大通及Euroclear正在發展跨境抵押品管理安排，這項金融基礎設施的功能包括為利用更多不同國際證券進行的人民幣回購交易提供有效的支援。2012年4月19日，滙豐銀行在倫敦發行了首批人民幣債券，倫敦隨即有望成為繼香港之後第二個人民幣債券市場。

如果台灣擬成為繼香港之後第二個離岸人民幣中心，台灣與大陸有著得天獨厚的政策優勢，兩岸和平發展已經成為兩岸共識，後 ECFA 時代台灣和大陸之間的貿易往來日益密切，隨著兩岸 ECFA 後續協議的商定、兩岸投保協議的簽署及兩岸貨幣清算機制等建立，可以認為台灣具有成為人民幣離岸中心的獨特優勢和可能，2012 年大陸與台灣的貿易額達到了 1689.6 億美元，但是兩岸的貿易利用美元或者是港元結算帶來了兩次匯兌風險和手續費的損失。隨著兩岸貨幣清算機制的建立和完善，台灣成為人民幣離岸中心，人民幣不但可以流出大陸，也可以回流大陸，形成良性迴圈，兩岸廠商可以避免美元幣值變動風險，對兩岸經濟互利雙贏，同時兩岸以人民幣計價結算的投資品種，包括人民幣債券，逐步建立起其初級市場和次級市場。

2012年以來，兩岸清算機制的發展更為快速。年初台灣永豐金子公司永豐銀行取得大陸人民銀行批准，成為首家可進行大陸債券市場交易的台資銀行，大陸工商銀行即擔任結算代理行，同時雙方於輔導企業發行人民幣債券、兩岸美元匯款項目等，均進行相互合作，大幅增強企業資金運用效能。4月19日，台北富邦銀行與廈門銀行正式簽署了《人民幣清算結算協議書》，並在廈門銀行開立人民

幣同業往來帳戶。該帳戶是台灣銀行業金融機構在福建省金融機構中開立的第一個人民幣同業往來帳戶。帳戶的開立結束了福建和台灣人民幣繞道香港、上海等地代理清算的歷史，實現了閩台兩地人民幣直接清算機制。這無疑是兩岸清算上的一個里程碑的事件，對於促進兩岸清算機制的建立有著重大的意義。就在同一天，中國信託商業銀行與中國銀聯簽訂合作備忘錄(MOU)，雙方將在 IC 卡產品、持卡人權益、線上支付、跨境匯款及商店收單業務等領域合作。雙方將在符合兩岸法規前提下，針對兩岸髮卡與支付相關業務進行合作發展，希望藉由雙方於支付領域之專業基礎，共同研究國際各類新型支付業務型態，以提供兩岸三地乃至國際創新跨境支付服務，提供客戶更迅速、安全與便捷的支付環境和服務，兩岸貨幣清算得到了進一步的發展。繼台灣中央銀行指定大陸新台幣清算行之後，中國人民銀行於2012年12月11日公告，決定授權中國銀行台北分行擔任台灣人民幣業務清算行，中國大陸與台灣兩岸貨幣清算合作再有新進展。此舉意味著，台灣離岸人民幣市場正式啟動。未來，兩岸民眾及企業兌換人民幣、台幣，將無需通過美元轉換，可有效節省換匯成本。同時，兩岸人民幣結算額及台灣的人民幣存款均有望大幅增長。

三、 香港與大陸人民幣債券市場的發展比較

2011年的香港離岸人民幣債券市場取得了突破性的發展。無論是在發行量還是餘額方面都創下新高。根據香港金管局的統計，全年人民幣債券的發行量達到1079億元，創下新高之餘還較2010年的發行量358億元翻了兩番，至年底時債市規模擴大至1428億元。2011年香港離岸人民幣債券市場上，人民幣國債的發行量上了一個新的臺階，大陸財政部2011年在香港發行了200億元的人民幣債券，且

發行年份也是歷年最多的。企業債券增長最快，尤其是點心債券，而且在有關債券的評級方面，獲得評級的人民幣債券所占的比重在2011年增到60%了，評級從BB-到AAA都有。

相比之下，大陸人民幣債券市場在2011年發展較緩慢。2011年，大陸不僅出現資金流入放緩，甚至出現了資金外流，外匯占款¹和外匯儲備減少的情況。不過在市場規模上香港離岸人民幣債券市場與大陸離岸市場的差距太大了，只是龐大的在岸人民幣債券市場的一個零頭。大陸人民幣債市在2011年的發展當中與香港市場的相似之處在於企業債券的發行也得到提升。

在大陸經濟發展所需要的融資基本上都是由銀行的間接融資來滿足的，因此債券融資所占比例還是比較小，再加上目前美元、歐元、日元都出現了各自的政府債務問題，尤其是最近歐債危機進一步加深，使得舉債融資更為艱難。而香港離岸人民幣債券市場不管是從債市結構、發行主體還是投資者方面都更為合理和多元。但是要維持離岸人民幣市場的高速擴張，必須要保證香港的人民幣存款。因為只有保證香港人民幣債券市場夠大的資金池和良好的流動性，才能有可能保證它的持續快速發展。

大陸人民幣債券的代表性品種就是“熊貓債券”了。熊貓債是指外資機構以人民幣為面值在大陸發行，並在華出售的人民幣債，屬於外國債券。大陸的熊貓債始發於2005年，儘管熊貓債市場發展的時間比較早，但是目前的市場規模還是比較小的。目前僅有世界銀行和亞洲發展銀行發行了總額40億元的熊貓債。

¹ 外匯占款（Funds outstanding for foreign exchange）是指銀行收購外匯資產而相應投放的本國貨幣。

表1-11 熊貓債券市場與離岸人民幣債券市場差異比較分析

種類	熊貓債券		點心債券	
	IDO債券	金融債	金融債	非金融債
監管條文	《國際開發機構人民幣債券發行管理暫行辦法》	《全國銀行間債券市場金融債券發行管理辦法》	《境內金融機構赴香港特別行政區發行人幣債券管理暫行辦法》	香港金管局《關於人民幣業務在港監督原則和業務安排詮釋》
監管部門	大陸人民銀行、財政部、發改委、證監會	大陸人民銀行	大陸人民銀行、發改委	香港金融監管局
發行審批	需大陸人民銀行、財政部、發改委、證監會審批	需大陸人民銀行審批	需大陸人民銀行、發改委審批，同時發行額度由發改委審定，且需要向大陸外匯管理局登記	不需要審批，不對大陸企業開放
一級市場	大陸內地	大陸內地	香港	香港
二級市場	大陸銀行間債券市場	大陸銀行間債券市場	沒有限制	沒有限制

募集資金 使用情況	2005年前只能在境內使用，2010年經審批後可以匯轉到離岸市場	沒有明確的要求	強制性回流到大陸在岸市場	若要回流到在岸市場需要經過審批機構的審批
發行主體	人民幣債券信用級別在AA級，且已經是大陸境內的項目或者是企業提供的貸款和股本資金在10億美元以上	所有的境內金融機構（包括外資銀行中國分支機構）並且要滿足核心資本率要大於10%且最近三年連續盈利	境內政策性銀行商業銀行，同時滿足核心資本率大於4%，且最近三年連續盈利	沒有具體的要求
投資者的 要求	在岸機構投資者：商業銀行、基金、保險公司、公司或證券公司	在岸機構投資者：商業銀行、基金、保險公司、公司或證券公司	沒有限制	沒有限制

熊貓債券市場的發行方式比較單一，發債主體範圍和規模較小，債券的收益始終都受到限制。2010年對相關條款進行了修改之後，審批機關對原IDO的定義範圍有所擴大了，因此也就相對放寬了發債主體的准入條件了，同時也允許熊

貓債券的收益投入離岸市場。而點心債券的發債條件相對比較寬鬆，而且是在香港離岸市場，監管方面也不會像大陸那樣那麼嚴格。這兩類債券都是推進人民幣國際化的重要法寶。

儘管點心債市場規模潛力巨大並且發展迅猛，並且離岸人民幣債券與在岸債券在定價利率方面有不少差異，但是實際上兩地的債券估值缺口正在彌合，並且趨勢會進一步明顯。並且隨著投資者預期中國在未來進一步放鬆信貸，大陸公司利息率會下降並且中國大陸增加了人民幣的回流通道，有助於令兩地市場上的產品價格趨同。

此外，對比美元債券，點心債券對市場吸引力有待加強，存在一定差距，首先從債券期限來看，美元債券包括了5年、10年、30年等不同期限，而點心債的期限一般在3年以內；而從發行利率來看，中國企業發行的5年期美元債利率區間為2.75%-4.461%，整體水準低於3年期點心債。而與大陸市場相比，更高的條款約束、資訊披露和評級要求，以及發行完畢後匯款回大陸的不確定性都使得點心債的吸引力有所下降，不過點心債正在與成熟的美元債市場趨同，對於大部分企業而言，利率只是選擇發行點心債券的一個原因，更重要的是看重未來人民幣市場空間巨大，以便於將來在這一領域搶佔先機。

與日元債券相比，日元債券的發行不需經過層層機構的審批，只需得到日本大藏省的批准。發行日元歐洲債券不必準備大量的檔，發行費用也較低。而且債券發行額較大，一般每只發行額都在200億日元以上。大多與互換業務相結合，籌資者首先發行利率較低的日元債券，然後將其調換成美元浮動利率債券，從而以較低的利率獲得美元資金。日元債券一直發展較快，日本經濟實力強、日本國際貿易大量順差、投資日元債券可獲利，而且日本政府為了使日元國際化，使日

元在國際結算和國際融資方面放寬了很多的限制。因此這對點心債券來說無疑是個很大的挑戰。

總體來看，儘管目前離岸人民幣債市的發展仍有許多不足之處，並且短期記憶體在的一定的市場風險，包括投資者對中國經濟下行風險預期的加大，尤其是地方政府債務和民間借貸等負面因素的影響，以及離岸人民幣投資的信用保護需求攀升。此外點心債信用保護機制缺失，債務融資流動性不足，融資成本高企，點心債市場的制度安排已經不能適應企業的投融資需求，弊端開始顯現。同時，點心債市場的功能性缺陷，對大陸金融市場創新形成了倒逼態勢。滯後的金融市場，導致離岸人民幣市場逐漸產生了投融資的分化趨勢。不過我們應該以動態的視角看待其發展，畢竟離岸人民幣債市剛起步，同時包括香港倫敦以及本報告考察的台灣市場，作為目前炙手可熱的離岸人民幣資金池，其廣闊前景依然能夠期許。

第二章 海外人民幣債券的發行與承銷

海外人民幣債券發行始於 2007 年 6 月的香港，因此瞭解海外人民幣債券的發行與承銷需從香港開始，以為台灣的運營提供參考。當時大陸國家開發銀行在香港發行約 50 億人民幣債券，開大陸金融機構在境外發行人民幣債券之先河。隨後，在 2007 年 9 月，中國銀行成為大陸第一家在香港發行人民幣債券的商業銀行，發售 30 億元。2010 年香港人民幣債券市場發行量達到 360 億元，2011 年發行量高達 1079 億元，比 2010 年增長近 3 倍，進入快速增長階段。發行主體從早開始的境內金融機構、財政部為主，擴展到境外非金融機構、境外金融機構。2011 年 11 月 25 日，經大陸國務院特批，寶鋼集團首只人民幣債券在香港發行，成為境內首家非金融機構直接在香港發行人民幣債券。雖然經大陸國務院特批，但這種非金融機構在港發行人民幣債券的“寶鋼模式”已得到眾多境內企業的追求和市場的青睞。

無論是外資企業還是有中資背景的境外企業，在港發債就必須遵守香港市場的規則。2010 年 2 月 11 日，香港金融管理局發佈了《香港人民幣業務的監管原則及操作安排的詮釋》（下稱《詮釋》），而在此之前，境內監管機構已就境內金融機構在香港發行人民幣債券出臺了相關法規和政策，《詮釋》首次從香港監管機構角度對在香港發行人民幣債券的發行主體、發行規模及方式、投資者主體等方面做了詮釋，《詮釋》規定：在發債主體範圍、發行規模及方式、投資者主體等方面，均可按照香港的法規和市場因素來決定。參加行亦可按照香港現行的常用規則為客戶提供開戶、買賣、託管和融資等服務。大陸主體到香港發行人民幣

債券，還須遵守大陸有關法規和要求。

2012 年香港人民幣債券發債合計 1111.84 億元，按發債機構類別分類具體情況如下：企業發行數量 54 只，發債額 436.5 億元；銀行發債 70 只，發債額 465.79 億元；政府發行數量 6 只，發債額 210 億元。

一、 香港發行一般債券的條件及過程

在香港發行債券（非上市債券）所涉及的香港法規主要為《公司條例》（包括附屬法例）及《證券及期貨條例》（包括附屬法例），某些情況下也會涉及《保障投資者條例》、《證券條例》、《證券（披露權益）條例》以及《銀行條例》等。根據《公司條例》的相關規定，債券的發行人應在公佈債券的招募章程之前，將招募章程報香港證券及期貨事務監察委員會（下稱香港證監會）批准，並由香港公司註冊處處長註冊。《證券及期貨條例》合併及更新了香港過去 10 條規管證券期貨市場的法例，該條例及其附屬法例在 2003 年 4 月 1 日生效，為香港建立公平、高效率及高透明度的市場，提供了清晰的監管框架。該條例及其附屬法例對申請註冊發行債券的發行人資格條件、發行人操守準則、發行人資金來源、發行人管理及監督以及發行人內部監控等作了具體規定。

（一） 香港發行債券的基本流程

1. 取得發行者資格

（1）發行人或（如屬擔保發行人）擔保人必須按照其註冊或成立地方的法例正式註冊或成立並遵守其法例和公司章程大綱及細則或同等文件的規定；

（2）如發行人為一間香港公司，則不得為《公司條例》第二十九條所指的私人公司；

（3）發行人或（如屬擔保發行人）擔保人的股份並未上市，則發行人及（如

屬擔保發行) 擔保人及兩者的個別業務，必須屬於香港聯交所所認為的適合發行者；

另外，發行者還要取得信用評級，評級是根據企業的實力、經營狀況、償還能力等綜合評定。評級好，說明企業資信好，可以發行的量就大，取得好的發行條件；評級不好，說明資信不好，發行數量受到限制，不易取得好的發行條件。

2. 選擇發行仲介機構

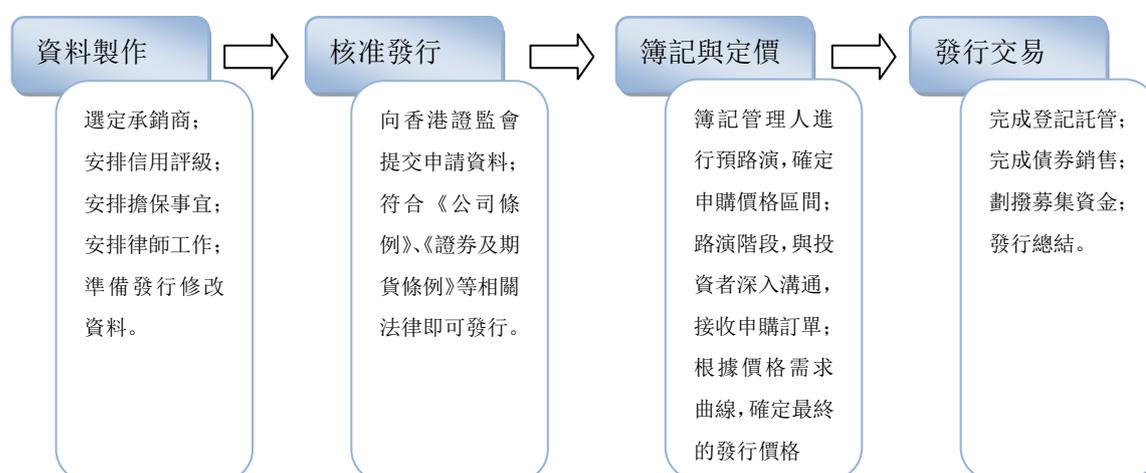
發行債券一般採用間接發行的辦法，發行人委託證券公司為承銷商，承銷商一般負責債券發行的主要工作，如牽頭準備發行申請檔、進行債券市場調查、設計債券發行方案、策劃債券宣傳方案及安排路演推介會等工作。此外，發行人還要尋找信用評級機構、會計師事務所、律師事務所等仲介機構。

3. 商定發行條件

發行條件的商定一般是由發行人和承銷商協商確定，如債券總額和債券的票面金額、債券的利率、還本付息的期限和方式、債券發行的起止日期等，此外，還有一個需要確定的是費用。

4. 債券發行過程

圖 2-1 在香港發行債券的發行過程



香港債券發行過程如圖 2-1 所示，大體上主要包含以下四個步驟：一是文件準備。若面向公眾發行，需向金管局報批，過程相對複雜。若只向機構投資者發行，過程簡單，只需準備相關協議、募集說明書、律師意見書、會計師安慰函、受託人協議等。發行人和承銷商按照市場管理要求製備檔；承銷商、法律顧問、發行人和審計人協同工作，完成文件。需要特別注意的是，作為約束各方權利義務的主要依據，發行文件的準確性和完整性十分重要。因此，各家機構對文件質量慎之又慎。二是投資者說明會（Roadshow）。面向公眾發行，發行人需承擔高額推廣成本；面向機構發行，只需安排投資人一對一見面商談。說明會的目的是將發行人的資質和資信優勢推介給投資者。三是簿記和定價。承銷商在發行前與發行人敲定基本信用利差區間，在基準利率變化時作相應調整，避免利率波動對發行價格的影響。簿記過程十分便捷，一般只需幾個小時。簿記建檔制度是一種在國際上比較流行的股票、債券等證券的發行方式，簿記過程是公司財務顧問（真正捍衛公司利益的人）、承銷團成員、基金經理、機構投資者反復溝通的過程，該過程圍繞著機構投資者能夠承受的價格區間並且能實現投資者和公司的雙贏目標而展開。透過以上認購投資者和簿記人可以瞭解投資者需求，然後將所有投資者投標收集後，一般情況應該由公司和主承銷商根據對所收集到的認購單進行分析，最後決定融資額及定價。四是發行後的造市與交易。承銷商在債券上市後一段時間內提供交易安排，在長期提供造市安排。

（二） 香港債券的發行及上市法律機制

在香港聯合交易所上市的債券以及發行面額 5 萬港元或以上債券，均須要符合《公司條例》及《保障投資者條例》的登記及發售章程規定，經證券及期貨事

務監察委員會進行有關發售章程的核准流程，經公司註冊處辦理登記流程。該發行流程相對較繁瑣，香港有關部門也多次成立專門工作小組對現行的法例及規則進行研究，來簡化有關檔的要求及上市流程。因此，在香港發行債券及上市，其規則和流程都相對比較簡單和簡化。

從邏輯上來說，人民幣債券不是不可在香港上市交易，但目前為止，還沒有一只人民幣債券在香港聯合交易所上市。大陸相關部門也曾具體研究過人民幣債券在港交所上市的問題，但 2010 年 10 月，大陸財政部因技術操作與風險管理等問題尚未妥善解決，暫時擱置了研究其在香港發行的人民幣債券在香港上市的問題。人民幣債券雖在香港已有幾年的發展時間，但發行量還是相對較少，從二級市場的交易來看，人民幣債券的供給還是無法滿足投資者的需求，再加上投資者對人民幣升值的預期等因素，這種供求失衡會被放大，如若現在上市交易，極易形成被操控風險。隨著時間的推移，人民幣債券的存量必然會繼續增大，其被操控的風險也會降低，人民幣債券的市場化程度會進一步增強，那時必須會推出人民幣債券的上市機制。

二、 大陸機構赴香港發行人民幣債券的條件及過程

目前為止，已有多家境內機構在香港發行人民幣債券。境內機構在香港發行的人民幣債券相對是一種境外發行債券，本部分討論境外發行債券的情形，包括在大陸境內註冊的公司在境外發行債券，以及在境外註冊的公司在境外發行債券但涉及相關大陸境內權益（如紅籌公司在境外發行債券）。下文將就不同情況敘述相關操作實務。

(一) 境內註冊的公司境外發行債券的一般實務

按照目前大陸法律、法規規定，大陸境內註冊的公司境外發行債券履行的審批備案流程相對較為繁雜。目前此方面的規定主要包括《證券法》、大陸計委、人民銀行《關於進一步加強對外發債管理的意見》、大陸人民銀行《關於對外發行外幣債券由中國人民銀行歸口管理的通知》、《國有和國有控股企業外債風險管理及結構調整指導意見》。具體事宜如下：

(1) 發債資格的認定

對外發債實行資格審核批准制。境內機構(大陸財政部除外)對外發債資格，由大陸發改委會同大陸人民銀行和有關主管部門，借鑒國際慣例進行評審後報大陸國務院批准，發債資格每兩年評審一次。

(2) 對外發債的審批

- 境內機構(大陸財政部除外)對外發債，經大陸發改委審核並會簽外匯管理局後報大陸國務院審批。大陸國務院批准後，市場選擇、入市時機等由大陸外匯管理局審批。地方政府不得對外舉債。
- 境內機構發行商業票據由大陸外匯局審批，並佔用大陸外匯管理局核定該機構的短期對外借款餘額指標；發行前設定滾動連續發行的，由大陸外匯管理局會簽大陸發展和改革委員會後審批。
- 境內機構為其海外、分支機構境外發債進行融資擔保，發債所籌資金不調入境內使用由大陸外匯管理局按現行有關規定(主要指對外擔保規定)審批。
- 已上市外資股公司對外發行可轉換債券，不實行資格審核批准制。大陸發展和改革委員會會同大陸證監會根據外資股公司境外融資需求及市場

條件，確定境外可轉換債券年度發行規模，並納入當年利用外資計畫。

在年度規模內，按境內機構對外發債的審批流程辦理，發債說明書報大陸證監會備案。

- 境內機構對外發債後，要按照大陸外匯管理局的規定辦理外債登記。

(3) 申請對外發債需報送的資料。

境內機構申請對外發債應向主管機關報送以下資料：

- 最近 3 年的經營業績、財務狀況及相關財務報表
- 發債所籌資金的投向、用途；
- 有關部門批復的項目可行性研究報告或利用外資方案，以及納入大陸利用外資計畫的證明檔；
- 主管部要求的其他文檔。

(二) 境內金融機構赴香港發行人民幣債券的特別規定

目前，大陸境內金融機構在香港發行人民幣債券相關的境內法規及其他規範性文檔主要為《中國人民銀行公告[2007]第 3 號》（下稱《3 號公告》）和《境內金融機構赴香港特別行政區發行人民幣債券管理暫行辦法》（下稱《暫行辦法》）。

2007 年 1 月 14 日，大陸人民銀行發佈了《中國人民銀行公告[2007]第 3 號》，首次規定境內金融機構經批准可在香港發行人民幣債券。《暫行辦法》是大陸中國人民銀行與發展和改革委員會於 2007 年 6 月 8 日聯合發佈的，《暫行辦法》從發行主體、發行條件、監管部門以及募集資金調回等方面對境內金融機構在香港發行人民幣債券做出了具體規定。此外，2008 年 12 月 8 日，國務院辦公廳發佈了《關於當前金融促進經濟發展的若干意見》（下稱《金融三十條》），明確指出

允許在大陸有較多業務的香港企業或金融機構在香港發行人民幣債券。

按照《暫行辦法》規定，大陸境內金融機構在香港發行人民幣債券的監管機構為大陸人民銀行、大陸發改委和大陸外匯管理局。其流程如下：境內金融機構在香港發行人民幣債券應向大陸中國人民銀行遞交申請資料，並抄報大陸發展和改革委員會。大陸中國人民銀行會同大陸發展和改革委員會依法對境內金融機構赴香港特別行政區發行人民幣債券的資格和規模進行審核，並報大陸國務院。大陸外匯管理局依法對境內金融機構在香港發行人民幣債券所籌的資金進行登記和統計監測，並對境內金融機構兌付債券本息進行核准。大陸各監管部門對境內金融機構在香港發行人民幣債券的主要監管職能見表 2-1：

表 2-1 大陸各監管部門的監管職能

監管部門		主要職能
中國人民銀行		審核發債資格
國家發展和改革委員會		批復外債規模
外匯管理局	總局	對所籌資金進行統計監測
	地方分局	辦理債券資金登記，對發行人兌付債券本息進行核准

1、商業銀行赴香港發行人民幣債券應具備以下條件：

- 具有良好的公司治理機制；
- 核心資本充足率不低於 4%；
- 最近 3 年連續盈利；
- 貸款損失準備計提充足；

- 風險監管指標符合監管機構的有關規定；
- 最近 3 年沒有重大違法、違規行為；
- 人民銀行規定的其他條件。

2、金融機構發行人民幣債券的申請資料主要包括：

- 發行人民幣債券的申請報告；
- 董事會同意發行人民幣債券的決議或具有相同法律效力的檔；
- 擬發債規模及期限；
- 人民幣債券募集說明書（附發行方案）；
- 經註冊會計師審計的境內金融機構近 3 個會計年度的財務報告及審計意見全文；
- 律師出具的法律意見書；
- 《企業法人營業執照》（副本）影本，《金融許可證》（副本）影本。
- 人民銀行要求提供大的其他文檔。

大陸境內金融機構在大陸中國人民銀行核准其債券發行之日起 60 個工作日內開始在香港特別行政區發行人民幣債券，並應在規定期限內完成發行。未能在規定期限內完成發行的，其發行人民幣債券的核准文檔將自動失效，且不得繼續發行本期債券；如仍需發行的，應依據《暫行辦法》另行申請。規定期限內完成發行的標準按照香港金融市場管理有關規定執行。

另外，人民幣債券發行利率或發行價格由境內金融機構和承銷機構協商確定。人民幣債券在香港特別行政區的發售、交易、登記、託管、結算以及資訊披露等事宜按照香港特別行政區的有關規定執行。

大陸境內金融機構應當在人民幣債券發行工作結束後 10 個工作日內，將人

民幣債券發行情況書面報告大陸人民銀行、大陸發展和改革委員會和大陸外匯管理局，並按有關規定向所在地大陸外匯管理局分局申請辦理債券資金登記。

(三) 境內非金融機構赴港發行人民幣債券

就大陸境內非金融機構在香港發行人民幣債券而言，根據《詮釋》的規定，大陸主體到香港發行人民幣債券，除須遵守香港有關債券發行的監管規則外，還須遵守大陸的相關法規。而根據《3 號公告》和《暫行辦法》，目前可在香港發行人民幣債券的主體僅限於經批准的境內金融機構。境內非金融機構在香港發行人民幣債券尚待境內監管部門出臺相關法規和政策以明確賦予其相關資格。但作為試點，經大陸國務院特批，2011 年 11 月 25 日，寶鋼集團首只人民幣債券在香港發行，募集 36 億元，二、三和五年期利息率分別為 3.125%、3.50%和 4.375%。

《暫行辦法》作為境內金融機構赴香港發行人民幣債券的主要法規依據，在人民幣債券的發行審核和資金調回境內等方面的規定，對日後境內非金融機構在香港發行人民幣債券可以提供一定的借鑒和參考。大陸發改委於 2012 年 5 月 8 日正式發佈了《關於境內非金融機構赴香港特別行政區發行人民幣債券有關事項的通知》，將人民幣債券的發行主體進一步擴展，推進大陸企業赴港發債。之前，為了回避這些法律法規上的障礙，一些境內非金融機構選擇透過其在境外設立的子公司在香港發行人民幣債券。如中國重汽與晨鳴紙業，都是以其在香港的紅籌公司或在港的全資子公司作為發債主體。

(四) 涉及大陸境內權益的境外註冊公司在港發行人民幣債券

2008 年 12 月 8 日，大陸國務院辦公廳發佈了《金融三十條》，其中明確規

定允許在大陸內地有較多業務的香港企業或金融機構在香港發行人民幣債券。目前境內並未出臺相關法律法規對“在大陸內地有較多業務的香港企業或金融機構”做出進一步的解釋或說明。但在滙豐中國以及東亞中國獲准在香港發行人民幣債券時，兩家銀行獲准在香港發行人民幣債券得益於《金融三十條》前述規定的許可。但從法律角度而言，滙豐中國和東亞中國均為已在大陸境內註冊的法人銀行，屬於境內金融機構，在《金融三十條》出臺之前，《3 號公告》和《暫行辦法》已賦予其在香港發行人民幣債券的資格。而且根據滙豐中國和東亞中國的人民幣債券招募章程，其在香港發行人民幣債券均是依據《暫行辦法》經過了大陸發展和改革委員會和大陸人民銀行的批准。因此從《金融三十條》的文字表述並結合上述分析來看，“在大陸內地有較多業務的香港企業或金融機構”似乎更應該被解讀為在大陸內地有較多業務的香港企業和香港金融機構自身（下稱香港紅籌公司），即《金融三十條》實際上是對香港紅籌公司在香港發行人民幣債券做出了原則性的允許。

而從香港方面而言，根據《詮釋》的相關規定，就香港紅籌公司在香港發行人民幣債券，在發行主體、發行規模及方式、投資者主體等方面，均可按照香港的法規和市場因素來決定。因此，在目前境內法律法規對香港紅籌公司在香港發行人民幣債券未做出進一步明確規定的情況下，香港紅籌公司在香港發行人民幣債券，應僅須遵守香港有關債券發行的監管規則。但在債券發行後所募集的人民幣資金匯入境內時，則將涉及境內相關法規的監管。

但香港紅籌公司往往是主要資產和業務在大陸境內，在該情形下在境外發行債券時往往需要大陸律師提供相關服務。也正是因為境外主體在境內有子公司或資產等相關權益，或其在大陸境內有主要業務，需要大陸律師提供相關法律服

務。該等法律服務的一般內容包括審閱債券募集說明書中的有關大陸法律問題，草擬與發行主體有關的大陸法律、法規概述，出具大陸法律意見書。

三、 大陸外的其他機構在港發行人民幣債券的條件及過程

就香港紅籌公司外的其他境外機構在香港發行人民幣債券而言，目前《暫行辦法》和《金融三十條》均未對該等其他境外機構在香港發行人民幣債券做出規定，因此，除可能受該等其他境外機構設立地的管轄法律的監管外，根據《詮釋》的規定，在發行主體、發行規模及方式、投資者主體等方面，其均可按照香港的法規和市場因素來決定。但如果該等其他境外機構擬將其所募集的人民幣資金用於大陸境內投資，則將涉及大陸境內相關法規的監管。

四、 在香港發行人民幣債券的承銷過程

(一) 在香港發行人民幣債券的承銷流程

簡單來說，在香港，證券公司等承銷商進行債券承銷業務有如下三個流程：

1、獲得債券承銷業務

投資銀行獲得債券承銷業務一般有兩種途徑。一是與發行人直接接觸，瞭解並研究其要求和設想之後，向發行人提交關於債券發行方案的建議書。如果債券發行人認為承銷商的建議可以接受，便與承銷商簽訂債券發行合同，由該承銷商作為主承銷商立即著手組建承銷團。另一個途徑是參與競爭性投標。許多債券發行人為了降低債券的發行成本，獲得最優的發行方案，常常採用投標的方式選擇主承銷商。中標的投標集團在與發行人簽訂債券發行合同之後，便立即開始著手組建承銷團。目前在香港發行人民幣債券的發行人大多採用第二種途徑，即招標

承銷方式。

2、組建承銷辛迪加（underwriting syndicate，承銷團）

債券承銷辛迪加與股票承銷辛迪加有一個很大的不同是，承銷團成員並不一定單純是投資銀行或全能制銀行中的投資銀行部門構成，這是因為許多限制商業銀行參與投資銀行業務的大陸，對商業銀行參與債券，尤其是國債的承銷和分銷的限制比較寬鬆。

3、實施發行

組建承銷商辛迪加並確定辛迪加中各成員的責任後，便進入了債券的發行階段。注意的是發行人和承銷人應在承銷協議中明確各自的權利與義務，並加以披露。

（二） 債券承銷方式

證券承銷商承銷有價證券，根據所負擔風險的程度不同，而有多種不同的證券承銷方式。從證券承銷的實踐看，證券承銷主要有代銷、助銷、包銷及承銷團承銷等。目前香港承銷方式大多採用確定包銷，極少採用代銷方式，而不存在餘額包銷。

（三） 人民幣債券承銷現狀

2008-2010 年承銷商承銷情況如表 2-2：

表 2-2 2008-2010 年人民幣債券的承銷情況

2008 年				2010 年			
承銷商	排名	佔有率%	發債額 (百萬元)	承銷商	排名	佔有率%	發債額 (百萬元)
Bank of China	1	43.8	5250	Bank of China	1	38.6	13758
HSBC Bank PLC	2	18.8	2250	HSBC Bank PLC	2	20.7	7398
China Construction Bank	3	16.7	2000	Standard Chartered PLC	3	15.9	5667
Bank of Communications	4	12.5	1500	Industrial & Comm Bank of China	4	5.3	1900
Standard Chartered PLC	5	8.3	1000	Goldman Sachs & Co	5	4.7	1667
				Deutsche Bank AG	6	3.1	1100
				Bank of Communications	7	2.8	1000
2009 年							
承銷商	排名	佔有率%	發債額 (百萬元)	承銷商	排名	佔有率%	發債額 (百萬元)
				China International Capital Corp	8	2.5	900
Bank of China	1	39.6	6333	VTB Capital	9	1.4	500
HSBC Bank PLC	2	27.1	4333	Bank of America Merrill Lynch	10	1	345
Bank of Communications	3	18.8	3000	UBS	11	1	345
Bank of East Asia Ltd	4	12.5	2000	China Construction Bank	12	0.9	333
Standard Chartered PLC	5	2.1	333	Hang Seng Bank Ltd	13	0.9	333
				Wing Lung Bank	14	0.9	333
				ANZ Banking Group	15	0.3	100

由於 2011 年資料無法完全獲取，故無法詳細統計，但根據目前所擁有的資料顯示，承銷商的範圍有所擴大，如新增：Barclays Capital、BAML Capital Partners、Agricultural Bank of China、Bank of East Asia Ltd、Credit Agricole CIB 等仲介機構，2011 年可以說是香港人民幣債券承銷市場盛宴的開始，因為從 2010 年 7 月份第一只企業債發行開始，市場經過了 2010 年三四季度對企業發債制度及流程的摸索消化後，2011 年香港人民幣企業債開始了爆發式增長。這種需求帶動了承銷市場的火爆，眾多機構開始參與其中希望分一杯羹。

我們判斷未來的承銷市場格局將會有以下幾個趨勢：

- 隨著市場規模的進一步擴大，承銷商的數量將繼續上升，共同分享人民幣債券市場盛宴，會繼續有國際大型金融機構加入競爭。
- 中資機構的數量及市場佔有率將進一步上升。原因是中短期內，主要的發債主體仍然是以紅籌公司及內地銀行為主。另外，隨著債券融資回流機制的建立以及未來逐漸允許境內註冊企業發債，中資機構的優勢將進一步得到發揮。
- 市場將進一步分化，大型國際金融機構，中資機構及其他中小型金融機構將佔領各自的市場。大型國際金融機構中，大陸及亞洲業務有優勢的機構將會保持領先，如滙豐及渣打。
- 隨著人民幣的國際化的深入，更多地區及大陸的企業將在香港發行人民幣債，發債主體性質將進一步多元化，承銷商也會隨之繼續多元化。具體來說，不同地域，地區及大陸的發債主體傾向於支持其所在地的金融機構進行債券承銷。如台灣造紙企業永豐餘的承銷商是台灣證券商永豐金。

五、 海外人民幣債券的定價機制

(一) 一般債券定價的影響因素

在一個成熟的市場，對於一只債券來講，其定價主要取決於無風險的基準利率和發行者的信用等級。在一個成熟的市場，無風險利率不難找到。例如，以美國為例，短期基準無風險利率就是聯邦儲備利率，而對於較長期限的無風險利率就是國債利息率曲線所示的利率。至於信用等級，則主要透過分析發債人的財務狀況、業務前景等基本面因素來確定。另外，發行人還可以參照相同行業相同信貸評級的公司的現行利息率來做定價的參考。對於大型公司，信用等級的概況也可參考信貸違約互換（CDS）的交易資料即信用溢價。

(二) 人民幣債券定價影響因素

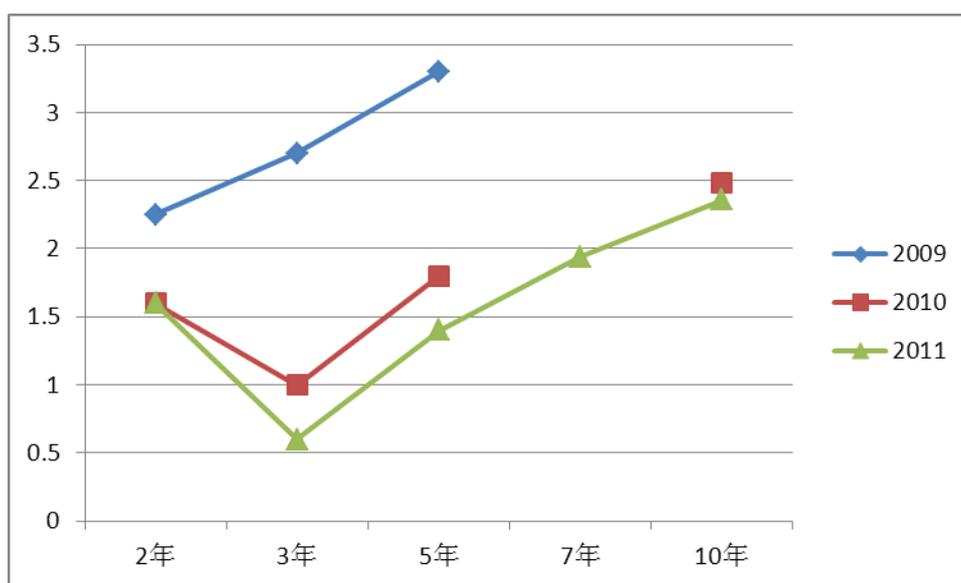
由於海外人民幣市場的發展還處在初步階段，所以海外人民幣債券定價較一般債券的定價機制複雜，其中主要的因素包括：

(1) 無風險基準利率

目前海外市場上，通常把參加行在中央銀行託管帳戶的實際利率看成是海外人民幣的短期基準無風險利率。對於較長的年期，海外人民幣的無風險利率主要依據大陸財政部在香港發行國債的利息率曲線。但這條利息率曲線並不完整，定價功能有待加強。迄今，大陸財政部在香港共發行了三次：2009年發行的包括2年、3年和5年三種年期，2010年發行的包括新增的10年期在內的四種年期，2011年發行又包括7年期，具體發行票面利率如圖2-2。與內地國債利息率曲線比較，海外人民幣國債年期選擇較少，缺少1年以內短債及10年以上年期的長

債選擇。整體而言，由於大陸財政部發行的人民幣債券發行量較小，而且二級市場交易量不足，價格發現功能相對較弱，影響到海外人民幣債券定價的第一個重要因素（無風險利率）的資訊生成。

圖 2-2 大陸財政部發行的人民幣債券票面利率



(2) 發行者的信用等級

評級公司的評級是確定債券價格的重要考慮。不同的發行主體，其信用品質有很大區別，信用級別低的債券，投資者承擔風險大，理應獲得較高的回報，利率相應要高一些；信用級別高的債券，利率可移動定的相對低一些。一般而言，國債信用等級最高，其次為金融債，再次為企業債。目前來看，香港人民幣債券的信用級別較高，平均信用等級介於 A 和 AA 之間。此外，債券發行人選擇評級公司也會對債券定價有微妙影響。目前，標普等全球主要評級公司仍佔據人民幣債券市場的主導權，中誠信等內地評級公司亦開始出現在這個市場。鑒於知名度、信譽及技術等因素，發行人選擇內地公司，可能需要支付更高的信貸溢價。

(3) 投資者對人民幣升值預期

從債券購買者的角度看，一個債券是否值得買，主要看其提供的潛在收益及其潛在風險相比是否有吸引力。由於有人民幣升值的預期，投資者將預期升值幅度加到海外人民幣債券的整體收入預期中，這樣一來，投資者在購買人民幣債券就願意接受一個較低的利息率。當然，如果人民幣升值預期逆轉，如出現貶值預期或雙向波動預期，匯率預期對人民幣債券的定價的影響將會有很大變化。較長時間內，市場對人民幣都有較大的升值預期，約為 3%到 5%，2011 年，人民幣升值幅度為 4.4%。但隨著國內外經濟形勢的變化，近期，人民幣升值幅度有所減緩，甚至有些投資者認為人民幣將會貶值。總之，市場對人民幣升值預期的放緩，人民幣升值不再能成為投資人民幣債券的最大理由了。

（4）內地信貸環境

目前，大陸資本帳項下的人民幣資金並不能在香港和內地自由流動，而在海外發行人民幣債券募得的資金未經批准無法回到內地，故海外人民幣債券市場與內地債券市場是在一定程度上分割的市場，這是造成兩個市場利息率差異的重要因素之一。但是，兩地相互影響客觀存在，尤其是包括宏觀調控、貨幣政策及資金環境在內的大陸因素，對香港人民幣債券市場的流通價格產生一定影響。

（5）國際宏觀環境及匯率、利率水準

在金融業比較開放、多種貨幣並存的香港市場，其他貨幣（尤其是港元和美元）的利率以及匯率水準，將利用外匯掉期交易（換匯交易）直接影響人民幣債券的定價。從融資者的角度看，利用港元、美元還是人民幣進行融資，很大程度由融資成本決定。如果融資者使用間接融資人民幣的方式，即先貸入美元或港元，再利用可交割掉期轉成人民幣的方式的成本低於直接發行人民幣債券，則融資者將會採用間接融資方式。由於人民幣即期匯率和遠期匯率通常有差異，人民

幣間接融資成本和美元或港元債券直接融資成本一般並不相等。這決定了在低融資成本環境的香港發行人民幣債券，利息率很難和在岸市場債券的利息率看齊。因此，人民幣間接融資成本是海外人民幣債券定價的重要參考因素。

(6) 市場總體供求關係

除了將人民幣資金存放在清算行人民幣清算帳戶或者人民幣託管帳戶以外，相對較高收益的人民幣債券是海外人民幣資金運用的最主要方式。香港人民幣存款從 2009 年底的 627 億元上升到 2012 年 12 月底的 6030 億元，增加了 5403 億元，而同期海外人民幣債券的發行量僅為 2550 億元。可見，存款的增長還是大大高於人民幣債的增長，市場上總是出現供不應求的情況。但隨著海外人民幣存款增速放緩，債券發行商的議價能力可能會受到影響。

六、 台灣債券市場概述

總體來說，台灣的債券市場與香港債券市場有很多類似之處，該部分簡單介紹一下台灣債券市場的情況，並重點介紹台灣國際債券市場。

(一) 台灣債券市場的產品

台灣債券市場的產品主要包括政府公債、金融債券、公司債、資產證券化商品以及國際債券五大類。台灣債券市場的衍生商品主要包括四大類：第一類是本息拆離債券；第二類是債券遠期與期貨產品；第三類是含選擇權債券；第四類是利率衍生商品，包括遠期利率（FRA）、利率上下限（Cap/Floor）、利率交換選擇權（Swaption）、信用違約交易（CDS）等。

(二) 台灣債券市場的組成

1、發行仲介機構²

在台灣，債券的發行需有取得證券承銷資格的證券商承銷發行。目前，主要的承銷商有：富邦金控、永豐金、元大寶來、元富證券等。

2、交易場所

台灣證券交易所和證券櫃檯買賣中心是債券的買賣交易場所，其中櫃買市場是債券交易的主要市場，幾乎全部的債券交易都在櫃買市場進行，交易所交易量非常少。在證交所交易的機構為證券經紀商及證券自營商，在櫃買市場有中央公債交易商、證券承銷商、證券自營商。

3、結算中心

集保結算所負責後期的託管結算。

(三) 台灣國際債券市場

為了推動台灣成為亞太區籌資中心及資產管理中心，為了吸引海外更多優良企業，擴大資本市場規模，台灣當局積極發展國際債券市場。目前，在台灣發行國際債券的發行人包括海外組織、海外企業、海外政府機構以及本土企業和金融機構。

²此部分只是對台灣債券市場的架構做一簡單介紹，非本課題的研究重點，故未作過多闡述。

(1) 在台發行國際債券的法律框架及條件

表 2-3 台灣發行國際債券的法律監管框架

發行人	豁免發行	公募	私募
本土公司		發行人募集與發行有價證券處理準則	證交法第 43 條 6-8
		應達 BBB 級以上信用評等	
本土金融機構		銀行發行金融債券法	
ECB/EWB 回來掛牌	發行人募集與發行海外有價證券處理準則		
海外發行人	經金管會證交法第 22 條第 1 項核定之超大陸組織債券及普通公司債	海外發行人募集與發行有價證券處理準則	95.8.16 金管證一字第 0950003874 號函（發行人及投資者之限制條件）
		股票已於金管會核准之海外證券交易所或證券市場上市，債信評級須達證期局核准或認可之信用評級機構出具達 BBB 以上	

(2) 在台發行國際債券的審查過程

表 2-4 在台灣發行國際債券的發行過程

發行人	發行過程
本土公司	私募：發行人→取具中央銀行核准函→向 OTC 申請上櫃 公募：發行人→取具中央銀行核准函→取具金管會生效函 →向 OTC 申請上櫃
本土金融機構	金融機構→取具中央銀行核准函→向 OTC 申請上櫃
ECB/EWB 回來掛牌	發行人→取具中央銀行核准函→取具金管會生效函→於海外發行→向 OTC 申請上櫃
海外發行人	豁免債券：發行人→取具中央銀行核准函→取具金管會生效函（免募集與發行書件，證期局函知免上櫃書件）→向 OTC 申請上櫃 私募：發行人→取具中央銀行核准函→向 OTC 申請上櫃 公募：發行人→取具中央銀行核准函，同時向證期局及 OTC 送件申請→取具金管會生效函→向 OTC 申請上櫃

七、 台灣參與人民幣債券市場的模式選擇

人民幣國際化是大陸金融發展的大戰略，其離岸市場的潛在商機被普遍看好，倫敦、新加坡率先表態，想要分一杯羹，顯示人民幣國際化的必然性，也讓離岸中心的爭奪加速白熱化。台灣中央銀行於 2011 年 8 月 14 日發佈《台灣辦理人民幣業務的說明》，也將發展人民幣離岸中心列為努力目標，而台灣金融界人士更是表示台灣要抓住人民幣境外商機，儘快追上人民幣國際化的進度。2012

年以後，隨著兩岸貨幣清算機制的建立，台灣建立人民幣第二離岸中心的呼聲再一次高漲，我們認為台灣有建立人民幣離岸中心的優勢和商機。

第一，2012 年兩岸貿易額已達到 1689.6 億美元，其中台灣對大陸進口金額已達到 367.8 億美元，對大陸出口金額達到 1321.8 億美元。台商如果直接使用人民幣結算可省下客觀的手續費。此外，如果出口可以直接用人民幣計價，可避免匯率間接兌換損失。

第二，台灣長期以來一直是大陸重要的交易夥伴，大陸在東亞甚至全世界地區已經開始漸漸扮演“最終市場提供者”的角色。如果未來除了香港之外出現新的人民幣離岸中心，則台灣將在國際貿易結算中的地位會進一步提高，無疑會提高台灣在國際上的地位。

鑒於兩岸目前貨幣清算機制剛剛建立，因此在台灣直接發行人民幣債券存在較大的難度。台灣參與到人民幣債券面臨著兩種選擇，一是在香港發行人民幣債券，二是在條件允許的情況下推動在台灣發行人民幣債券（對台灣來說，是一種國際債券）。

（一） 台資企業在港發行人民幣債券模式

對於第一種模式，台灣企業已經參與進來了。2011 年 2 月台灣造紙企業永豐餘造紙股份有限公司的全資子公司永豐餘開曼群島公司在香港發行 3 億元人民幣債券，其承銷商是工銀國際和台灣證券商永豐金證券。這是台資企業在香港發行的首只人民幣債券。此次台灣企業人民幣債券在香港資本市場的順利發行，帶動了更多的台灣企業和投資者參與到人民幣債券中來。此後，台灣亞洲水泥、中租等企業也紛紛在港發行人民幣債券，截止 2012 年 12 月台灣企業在香港發行人民幣債券的具體情況如表 3-5：

表 3-5 台灣企業在香港發行人民幣債券情況

時間	企業名稱	募集總額 (人民幣)	期限	票面利率	承銷商
2011.2	永豐餘集團	3 億元	3 年	3.1%	工商國際、永豐金
2011.3	冠捷科技	5 億元	3 年	4.25%	晨銀國際證券、中信銀行 國際、工商銀行、蘇格蘭 皇家銀行
2011.9	台灣日月光	6.5 億元	3/5 年	3.125/4.25	花旗銀行、大華證券
2011.9	亞洲水泥	6 億元	3 年	2.95%	滙豐控股、巴黎銀行、瑞 穗證券
2012.2	中租迪和	7.5 億元	3 年	5%	澳新銀行、中銀香港、渣 打銀行
2012.6	燁輝企業股份	2.75 億元	2 年	4.5%	巴黎銀行

其中，中租迪和發行的人民幣債券高於最初目標 5 億元人民幣，成為台灣首家發行點心債的非銀行金融機構，認購規模總計 9 億元人民幣，30 家機構提出申購。一如所料，台灣投資人佔據多數，認購比例為 57%，香港投資者認購比例為 34%，剩餘份額配給新加坡投資人。台灣投資人對台灣企業發行的點心債再次展現出極大支持，因他們熟悉發行人及其信用狀況。這大大有利於台灣點心債的發行規模和價格。

此外，2011 年台灣金管會同意台灣保險業將可投資大陸境外的人民幣債券，投資額度上限定為國外投資額度的 10%。可說是一個進步。在 2012 年 2 月 2 日，台灣金管會發函，刪除銀行不得投資由大陸法人發行的有價證券的相關規

定，掃除灰色地帶，銀行即日起就可投資。這標誌著台灣當局正式允許和開放投資人民幣債券業務，預計銀行業將有 4000 億元新台幣的額度瞄準人民幣債券，包括點心債、熊貓債。這必將會促使更多和更廣泛的投資者參與進來，也會進一步促使更多的台資企業來台發行人民幣債券。

台資企業在港發行人民幣債券不存在法律法規的限制，如前文所述，台資企業可以作為除涉及大陸外的其他機構，只要符合設立地的管轄法律和香港的法規，均可在港發行人民幣債券。對於台資企業發行人民幣債券，他們有著自己的目的和動機。首先，台灣發行者發行海外人民幣債券主要動機除為降低資金成本及減少匯率風險，可降低企業對大陸投資的不確定性。其次，大陸業務發展的需要，台資企業在大陸的進一步發展需要大量資金，而在大陸融資比較困難，促使企業去香港發行海外人民幣債券。再次，發行海外人民幣債券可創造金融服務業商機，促進週邊產業發展，例如債券流通市場，兩岸匯兌業務、理財顧問業務等，其業務量都會大幅擴增。最後，人民幣長期被看好，海外人民幣債券發行可增加人民幣頭寸持有數量，發行者可獲得人民幣增值的好處。

在兩岸貨幣清算機制剛剛建立之初，在第二種模式還沒有生效前，第一種模式是台資企業參與到人民幣債券中的最重要方式。但相對於第二種模式，無論是從台資企業作為人民幣債券的發行者來說，還是對台灣投資者來說，該模式都存在不可避免的不便和不利因素。

（1）給台灣企業帶來的不便

企業作為債券的發行主體，在發行過程中，要受到相關法律法規的制約和相關部門的審核，發行企業必須要熟悉相關法律法規、熟悉發行流程等。在香港發行人民幣債券雖然要求相對寬鬆、發行流程相對簡單，但對於台灣企業來說必定

要花時間去熟悉香港市場。

(2) 給台灣證券商帶來的不便

海外人民幣債券市場自 2007 以來，一路走紅。證券商（主要是香港銀行）在人民幣債券的發行與承銷中取得了極大的利益，台灣證券商也一直想參與並分食這塊蛋糕。目前，台灣只有永豐金證券（亞洲）在香港擁有投資銀行業務，已承銷永豐餘集團和陽光能源人民幣債券。隨著人民幣債券市場的發展，會有更多的台灣證券商想參與進來，然而在第一種模式之下，台灣證券商第一步必須在香港設立分支機構，然後再向香港當局申請投資銀行業務。該過程必定需要花費一定時間和精力，此外，即使取得在港的投資銀行業務，台灣證券商也要面臨香港市場上的激烈競爭。

(3) 給台灣投資者帶來的不便

雖然台灣已正式允許和開放投資人民幣債券業務，但是如若台灣本土沒有人民幣債券，台灣金融機構以及其他投資者能參與到其中的又會有多少呢？台灣機構若想參與人民幣債券業務，也需要在香港設立分支機構，需要香港當局審核。若在台灣本土發行人民幣債券，將會有更多的投資者參與進來。

(二) 直接在台灣發行人民幣債券模式

對於第二種模式，從理論和邏輯來說，人民幣債券完全可以作為一種國際債券在台灣發行，但由於政治等因素，按照目前兩岸金融合作的進程和框架，在台灣發行人民幣債券還需要很長的路要走。但我們認為在台灣發行人民幣債券有一定的可行性。

第一，台灣沉澱了一定數量的離岸人民幣資金，且在快速增加，正在尋找出路，這對台灣發行人民幣債券提供了基本的投資需求與籌碼。

第二，兩岸貿易基礎為人民幣提供了很好的資金去向。兩岸有每年超過 1500 億美元的貿易總額，台灣製造業為主的實體經濟和遍佈大江南北的台商，為人民幣債券的資金提供了更為兩岸決策層所能接受的去向。

第三，市場對人民幣債券需求顯現。例如中租控股在完成人民幣債券發行後，其發言人廖英智指出台灣債券利率穩定，且較其他（大陸）較低，若發債，對台資金融企業也較方便，一旦法令放寬人民幣業務，未來不排除可在台灣發債。

第四，台灣擁有完善的市場運作體系。台灣債券市場是全球最開放的市場之一，其離岸債券市場有相當規模，而且當地的金融基礎設施齊備，市場參與者專業化、多樣化程度高。目前台灣有近 100 家銀行，這些都將是購買債券的潛在投資者。

隨著 2012 年末兩岸貨幣直接清算的機制的如期建立，台灣分享人民幣債券商機的基础條件已經形成，並將大大地推動在台發行人民幣債券的步伐。在該過程中，將和我們建議採取“四步走”戰略不謀而合，逐步實施：

第一步，在兩岸第八次“江陳會”完成簽署《兩岸投資保障協議》基礎上，推動台交所和大陸的深交所、滬交所簽訂合作備忘錄，建立實質性的交流機制；

第二步，完善兩岸貨幣清算機制，啟動台幣和人民幣的通匯通兌等試點，突破現有的兩岸金融合作框架；

第三步，賦予台灣和大陸證券商進行跨海峽合作的權利，共同承銷台灣的人民幣債券發行業務，適時適量地逐步試點；

第四步，建立全面的人民幣債券發行機制，推動人民幣債券定價、資金回流等一系列制度性安排，發展次級市場。

第三章 海外人民幣和境內人民幣可兌換性

由於目前人民幣海外市場並不是一個獨立的市場，大陸的資本帳戶仍受到嚴格管制；因此，人民幣在岸與離岸市場間的替代性程度並不高。在正常市場條件下，由於 CNH（海外人民幣，下同）市場可用於貿易結算（並將資金匯回中國大陸）或投資 CNH 計價資產以獲得正利差，因此 CNH 市場應持續較 CNY（大陸境內人民幣，下同）在岸市場交易活躍，同時隨著人民幣海外債券的發行進一步推升 CNH 升水，CNH 升水的再定價尤其反映了投資者和企業資金流之間的博弈，CNH 市場將為那些具有外匯交易需求的企業創造更多機會，吸引他們將貿易相關結算從在岸市場轉向離岸市場。

一、 CNH、CNY 及 USD-CNH 市場之比較

CNY 和 CNH 雖然同指人民幣交易，但為兩個不同的市場，有著不同的市場供給和需求主體，並被不同的法規所規制，因此有著不同的收益期限結構。CNY、CNH 和 NDF 實為分離卻也相關的。CNY 實指在岸中國大陸境內交易的人民幣，CNH 指離岸，主要在 HK（香港）銀行間交易市場使用，NDF 市場指離岸美元計價的非交易的遠期市場。下面對 CNY、CNH 和 NDF 市場進行比較分析。

（一） 三市場之間的內在聯繫

1、三市場簡介

（1）CNY-在岸人民幣和資本項目

人民幣經常項目下可自由兌換，資本項目下兌換性相當有限，為非易性貨幣，跨境資本流動也僅限於 FDI 和 QFII 以及 QDII 協議或是非正常管道。CNY 市場主要由貿易資金流動和在岸供給和需求所決定。同時政府干擾有相當大的作用。人民銀行進行頻繁的公開貨幣市場操作以調控貨幣總供給和需求，進而影響匯率。

（2）CNH-離岸人民幣市場

至 2004 年，香港是第一個被允許在大陸境外儲藏人民幣的區域。2010 年 7 月，大陸中國人民銀行和香港金融管理局（HKMA）發表聯合聲明，人民幣在香港可正式支付。至此香港是唯一得到官方批准認可和管理進行人民幣貿易的區域。同時，香港也是傳統上離岸人民幣存儲和流動的中心，所以香港和 CNH 市場自然成為離岸人民幣的中心。

同時，香港的行政體制很開放，有健全的市場管理體制。最重要的是，幾乎不會行政干預管理 CNH 市場匯率。人民幣資金向香港的流動利用居民個人購買，貿易結算和大陸人民銀行貨幣互換等管道，香港市場提供了貨幣的供給。

（3）NDF-不交割的遠期市場

構建 CNH 市場之前，以美元計價的非交割遠期市場（NDF）傳統上被用來規避和管理離岸人民幣風險。因為境內投資者進入有限，NDF 是個離岸市場，NDF 市場匯率是對在岸 CNY 市場匯率的遠期。

2、人民幣在岸市場和離岸市場的聯繫

在人民幣還未能完全自由兌換和資本項目還有限制的情況下，人民幣在岸市場和離岸市場是有分隔的。但這分隔不可能是絕對的，人民幣流到離岸市場後，無論怎樣運轉，最終都要可以回流到境內。因為目前在大陸以外，並沒有全面使

用人民幣的經濟體系，不可能將流入的人民幣沉澱，尚無法實現持續自我迴圈使用而不需回流到在岸市場。換言之，在岸市場必須要與離岸市場聯繫，既要有有序的流出安排，亦有良性回流機制，才可以將人民幣實現逐步國際化的目標。

目前在岸和離岸市場是靠三條橋樑來聯繫：

(1) 貿易項目。基本上大陸對外貿易，包括貨品和服務，都可以選擇以人民幣結算和自由跨境流進流出。現階段是流出比流入為多，這為人民幣離岸市場的形成提供所需頭寸和流動性。雖然這條貿易項下的橋樑還可以進一步擴大和改善，但橋樑已經是非常寬闊，可以為大陸持續增長的貿易提供以人民幣結算的暢通管道。

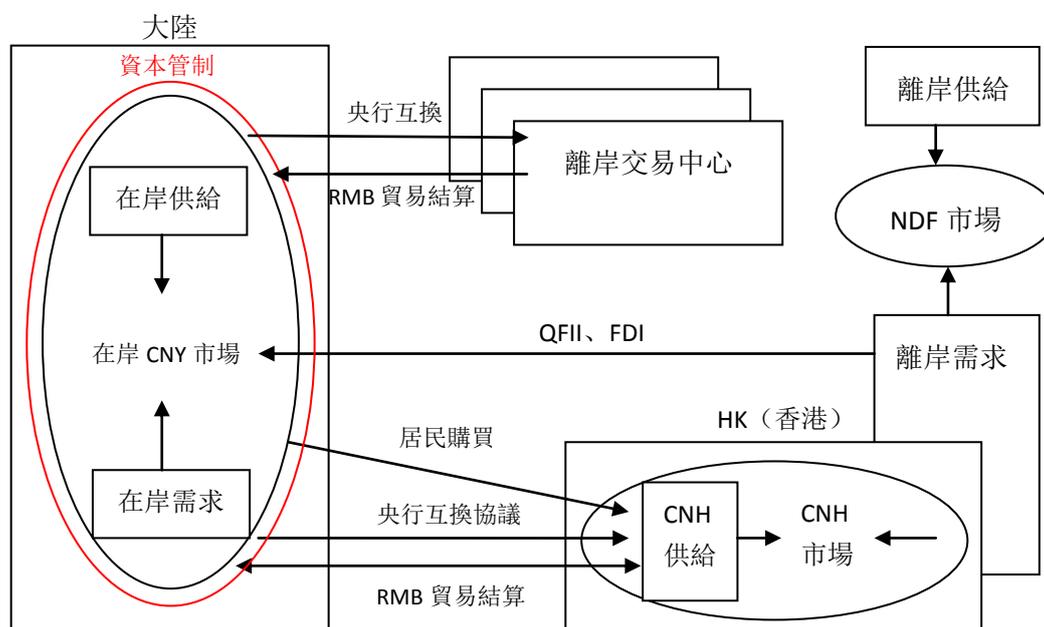
(2) 直接投資。在目前的資本帳項下，外商直接投資內地是有管制和需要審批的。過去外商在匯入美元或其他外幣需要得大陸外匯局批准後，才可結匯，換取人民幣去支付各種費用。同樣大陸企業要到海外直接投資，亦只能以外匯作為支付。自 2011 年 1 月開始，大陸人民銀行公佈了新的辦法，大陸企業可以將人民幣從境內匯出，作為海外直接投資之用。至於外商欲要以人民幣直接投資大陸，目前則以個案審批的方法匯入大陸作支付之用。這種方式可以省卻結匯的流程和兌換成本，更可以減低所要承受的匯率風險。直接投資這條橋樑現在還在修建階段：人民幣海外直接投資這一段是建好了，但外商到內地直接投資這一段還未完全建好。這是一項離岸人民幣回流機制的重要建設，既可促進外商直接投資，服務實體經濟，又可以減少外資進入內地時對外匯儲備增加造成壓力。

(3) 金融市場。大陸資本市場與國際市場的連接是國家資本帳管制逐步開放的一項重要舉措，謹慎循序漸進。國際金融市場存在很多不平衡和不穩定因素，某地的金融危機很容易在國際金融市場被放大和傳送到全球各地，資金大進大出，

對全球的金融穩定都可能構成威脅。但資本帳要開放，便不可能和國際金融市場完全隔離。流到離岸市場的人民幣資金不可能全部以貿易或直接投資回流到大陸，同時離岸市場會發展各種金融工具，但主要保值和增值的市場都還是在大陸。所以在風險可控的情況下，逐步和有序地建立在岸和離岸人民幣金融市場的聯繫是必要的。目前大陸人民銀行已批准了三類境外機構(包括境外的貨幣管理當局，人民幣業務參加行和清算行)進入內地的人民幣銀行間債券市場。香港金管局亦獲得 150 億元的額度，在該市場進行投資。另外以“人民幣符合資格境外機構投資者”(RQFII)的方式，讓離岸的人民幣資金進入內地股票和債券市場的也在逐步推出和改進。

人民幣在岸市場和離岸市場既要有分隔，又要有聯繫。連接兩個市場的橋樑需要我們隨著大陸對外貿和投資不斷快速增加而擴大和加固，但同時也需要從實踐中汲取經驗，做出適時的調整，以循序漸進、風險可控的前提下服務實體經濟，配合人民幣邁向自由兌換和資本帳逐步開放的政策和步伐。當連接在岸和離岸市場的橋樑變得越來越寬闊和穩固，資金屆時大致可以在兩個市場自由進出，那就是基本上人民幣已達到可自由兌換和資本帳大部份已經開放。屆時離岸和在岸市場的分別便沒有太大意思，因為兩個市場基本上都已經相通，兩個市場的價格亦會大致歸於一致。

圖 3-1 在岸離岸組織架構圖



同時隨著 2009 年 7 月 1 日由大陸人民銀行、財政部、商務部、海關總署、稅務總局、銀監會共同制定了《跨境貿易人民幣結算試點管理辦法》的公佈和實施，從最初的上海、廣州、深圳、珠海及東莞五個試點城市逐步擴展到全國範圍，同時結算金額迅猛增長，2011 年大陸跨境貿易人民幣結算業務金額同比增長 3.1 倍，並且德意志銀行預計，2012 年大陸跨境貿易人民幣結算量將達到 3.7 兆元，將約占大陸全球貿易的 15%，從最新的大陸人民銀行發佈《2012 年上半年金融統計資料報告》顯示，截止跨境人民幣 2012 年上半年跨境貿易人民幣結算業務發生 12519 億元，直接投資人民幣結算業務發生 1105 億元，以人民幣進行結算的跨境貨物貿易、服務貿易及其他經常項目、對外直接投資、外商直接投資分別發生 8686 億元、3833 億元、187 億元、918 億元，因此開展跨境貿易人民幣結算，意味著人民幣開始了國際化里程，化有助改變大陸長期以來的“貿易大國、貨幣小國”的失衡狀況，在當前國際金融不穩定的格局下，令國際金融體系熱切期待

一個以實體經濟為支撐的貨幣加入到國際貨幣體系中，人民幣無疑是眾望所歸，不少學者甚至提出境外人民幣市場有可能成為下一個歐洲美元市場，本報告認為境外人民幣市場在市場結構和類型上類似於歐洲美元市場，但是存在其自身的獨有特性。

首先，兩者產生的背景和原因存在一定差異，60 年代歐洲貨幣市場逐漸興起的根本原因是美國國際收支發生逆差，於是美國銀行對外負債的轉移，而這種對外流動性負債的轉移與美國國際收支逆差有著直接關係，由於美國國際收支不斷出現逆差，趨勢日益惡化，所以從 60 年代開始美國政府就採取了一系列限制美元外流的措施，例如實施利息平衡稅，限制設立海外分支機構和銀行對外信貸，引起美國國內商業銀行的不滿，紛紛向國外尋求吸收存款的出路，而同時西歐各國則接觸外匯管制，並實行各國貨幣自由兌換，允許出口商和銀行擁有外幣資金，主要是美元資金。這些措施使得歐洲銀行的美元存放業務迅速增長，使得無論是需求還是供給方面都得以迅猛發展，當然歐洲美元市場的發展還得益於經濟危機的出現，其黃金時期出現在上世紀 70 年代的第一次石油危機爆發之後，歐洲美元市場就像一個巨大的國際管道，把石油順差國的短期和中期美元資金通過複雜的歐洲銀行貨幣兌換和支付體系，輸送到了世界不同地區的石油逆差國手中，而人民幣境外市場則是基本中國大陸順差的國際背景，居民和非居民對人民幣用於國際結算有明顯需求，同時在當前人民幣匯率和通膨率較為穩定的情況下，十分有利於推行人民幣國際結算，其次相比美國政府對於美元從資本放開到資本管制倒逼歐洲美元市場的產生，人民幣則是大陸政府重啟匯率改革以及資本帳戶逐步開放的第一步，並且利用順應金融危機引發了對改革當前國際貨幣體系的思考，滿足市場對於人民幣國際化隨之日益高漲的需求。

其次，從市場的類型來看，香港人民幣離岸市場採取內外混合型模式，即離岸金融業務和在岸金融業務混合經營，兩個市場的資金和業務相互補充、相互滲透，允許非居民同時經營離岸業務和在岸業務。在目前的法規與監管的框架下，香港的離岸人民幣業務與本地其它金融業務並無隔離安排，基本上被視同於一種外幣業務。不過在資金回流有嚴格規定。人民幣資金回流內地時，對個人有額度限制，機構則需得到內地監管當局特許；人民幣清算行是調節香港銀行同業資金頭寸的管道，而倫敦的歐洲美元市場的回流美國則主要受利率、匯率、貿易平衡等市場因素的影響，不受美元本土市場和貨幣政策的干預，境外美元的供給與需求的產生則與離岸市場的關係並不顯著，這其實是布雷頓森林體系中美元的國際貨幣地位所決定的，美元承擔著計價和支付貨幣的職能，而人民幣則離國際貨幣地位還不足以抗衡美元，因此境外人民幣市場的規模也無法和歐洲美元相提並論。

因此本報告認為，包括香港、倫敦、新加坡等在內的境外人民幣市場還不是一個完全的離岸市場，這一點我們在同歐洲美元市場的比較中可以更清楚地看出，歐洲美元市場一開始經營的就是一種國際貨幣，而人民幣目前還處於國際化的起步階段，境外人民幣供給的產生只具有短期支撐力量，而境外人民幣的需求途徑還沒有形成，只能依賴於大陸資本回流管道的開拓。這種不完全的離岸市場的狀況在短期內無法發生根本轉變，這就決定了人民幣國際化進程將會是審慎而漸進的發展過程。

(二) CNH 進行人民幣交易的新市場

一直以來，跨國企業可獲得貿易結算用途的人民幣，而大陸企業可直接獲得

人民幣。CNH 市場的建立對兩者來說都具有重要的意義，為其進行市場對沖和現金管理創造了新的機會。現在任何企業都可直接利用香港貿易結匯銀行或與香港參加行擁有往來帳戶的銀行開立人民幣帳戶。短期內沒有人民幣貿易結算需求，但未來有可能存在人民幣敞口頭寸（如打算在中國大陸投資）的企業現在可利用購買 CNH 計價資產來建立對人民幣的對沖頭寸。從負債方面來看，企業可考慮發行 CNH 計價債券作為與其內地資產相匹配的負債。更普遍的，跨國企業現在可能會願意接受 CNH 付款，因為這些款項今後可用於貿易相關支付（也許用於與大陸內地的貿易往來），並可在短期內以合適的 CNH 計價資產的形式持有。

對於國際機構投資者來說，人民幣相關資產池被大幅擴寬。不僅投資者可不受內地監管措施的直接限制，持有 CNH 存款和 CNH 計價債券，而且 USD-CNH 遠期市場的交易也日漸活躍。投資者目前有可能規避掉以美元結算的人民幣不可交割遠期交易的負利差。

CNH 市場流動性以及 CNH-CNY “升水”。CNH 市場並不是一個獨立的市場。大陸的資本帳戶仍受到嚴格管制；因此，人民幣在岸與離岸市場間的替代性程度並不高。銀行通常可利用兩種方式進行 USD-CNH 報價：其一基於貿易相關交易而進行的 USD-CNH 報價，直接參照在岸市場報價，由於兩個市場的定價水準和流動性相似。另一種是基於非貿易相關目的的 USD-CNH 報價（如購買 CNH 計價結構性產品）有自己的定價與流動資金，反映香港 CNH 本金交割特殊的需求和供給條件。特別是跨境貿易人民幣結算參加行，需要將貿易相關的和非貿易相關的帳戶分開管理。對於跨國企業來說，情況相對簡單。只要手續齊備，單一的 CNH 帳戶既可作“一般”用途，也可進行貿易結匯。

(三) 設計上不同的匯率

各種跨國機構，利用在不同市場的無風險套利（低價買入高價賣出）也縮小了在岸和離岸市場上人民幣匯率的差異。但同時這也不是一種嚴格意義上的套利，畢竟能同時進入這兩種市場的機構是有限的。這就確定了這三種市場上的人幣價格相似但不會等同。

圖 3-2 三個市場價格相似但不等同



在離岸人民幣 CNH 市場出現之前，國際投資者難以從事套利獲得的情況下，NDF 人民幣匯率反映了市場對人民幣的未來預期，但 CNH 建立之後情況已經發生改變。CNH 建立之初是為了推進人民幣國際化，是大陸政府掌控下“控制的實驗”，免於直接受到來至國際市場的衝擊。利用人為限制在岸和離岸市場的流動性，CNY 和 CNH 建立之初就不是為了套利，自然有著各自不同的市場均衡，NDF 匯率已經不再有效反映市場的人民幣升值預期，而越來越受 CNH 遠期匯率的影響，可見兩者之間存在著套利的行為，但 NDF 的決定因素相比則更加複雜。

人民幣在岸市場和 CNH 離岸市場間有限的替代性意味著，市場不僅有兩種即期匯率（USD-CNY 和 USD-CNH “通用”用途），還存在三條遠期曲線，即 USD-CNY 在岸本金交割遠期、USD-CNY 離岸無本金交割遠期（美元結匯與 USD-CNY 指數掛鉤），以及全新的 USD-CNH 離岸本金交割遠期。表 3-1 總結了

每個市場的主要特徵。

表 3-1 三市場特點比較

	CNH 市場	CNY NDF 市場	CNY 在岸市場
流動性	3 個月短期流動性充裕；1 年期流動性正在積累	2 年內流動性充裕，3 年以上流動性不足	流動性充裕
與人民幣付款的匹配度	完全匹配	完全匹配 (以美元結算)	完全匹配
利差	遠期負利差，CNH 資產正利差	負利差(市場貼現未來人民幣升值)	遠期負利差，境內資產正利差
進入限制	開放	開放	限制

來源：渣打銀行全球研究部

二、 海外人民幣債券融資跨境流動的兌換途徑分析

就大多數企業而言，赴港發債獲得的資金在香港的使用空間是比較有限的，調回大陸境內才有意義。目前在港發人民幣債券的企業，其資金回流主要有兩種方式：第一種是股東借款，即利用“投注差”向境內控股或注資的公司提供借款。“投注差”是指企業設立時登記資料上記載的投資總額與註冊資本之間的差額，根據規定，股東借款及擔保數額不能超過這一數額。第二種是進行資本金直接注入，但目前並無國外投資者利用人民幣進行直接投資的操作法規，僅有境內公司可以在港上市融資為目的設立的特殊公司例外，這種特殊目的公司即通常所稱的“紅籌”公司。

無論是股東借款還是資本金直接注入，都須企業先到大陸人民銀行申報。需要指出的是，申請回流首先需要詳細說明資金回流後的具體用途，並且對於該用途必須已獲得相關監管機構（商務部、發展改革委等）的項目批文；待上述條件

齊備後，大陸人民銀行方受理回流申報。因此在相關部門審批通過之前，一般不建議企業貿然發債。

另外，股東借款方式回流資金是按現行的外債管理政策來管理，相關企業必須請當地外匯管理部門備案登記。外商投資企業必須要有外債規模，中資企業必須要有外債指標，這些管理原則與之前的外幣債務的管理規定是一致的，並沒有設立新的門檻。相比於人民幣債券收益回流的審批局限，合成債券（Synthetic Bond，其以人民幣計價，以美元結算，將匯率收益與結算貨幣的利息率回報相結合）資金調回可走正常的外匯管理流程，無需大陸人民銀行進行個案審批備案而受到不少企業歡迎。

2011年10月，大陸商務部和人民銀行分別發佈了《關於跨境人民幣直接投資有關問題的通知》和《外商直接投資人民幣結算業務管理辦法》，允許境外投資者以其合法持有的人民幣在大陸內地開展直接投資活動並辦理相關人民幣結算業務，為發債募集人民幣資金流入內地提供了較為明確的指引。2012年5月13日，大陸人民銀行公佈境外直接投資人民幣結算試點管理辦法，新辦法落實後，內地企業可以透過香港的離岸人民幣業務中心進行有關投資項目，同時也可以利用香港多幣種、多功能的金融平臺，開展相關的融資和資金管理。根據新辦法，境內機構經內地相關部門的核准後，可以使用人民幣資金進行境外直接投資。同時，內地銀行的香港分行或代理銀行，可以從內地取得人民幣資金，向進行投資的企業發放人民幣貸款。香港一直是大陸對外直接投資的主要平臺和跳板。在2008及2009年，內地企業的對外直接投資總額分別為559億美元和565億美元，其中69%和63%是投資到香港或經香港投資到全球各地的。

(一) 回流路徑的選擇

點心債券匯回大陸也需要嚴格的個案行政審批。在大陸機構的行政批准下，過去資金匯回大陸主要有兩種方式：

1、股東貸款給大陸的分支企業

優點：本金和利息支付較紅利收益更易獲得；可以調整貸款期限使其同 CNY 債券相匹配；持續的利息和最終本金的償還可以同 CNY 債券的償還時間表交錯開。同時存在貸款利率減免，減免的利率可達 25%。

缺點：股東貸款需要在國家外匯管理局審核通過和註冊。可能有境外流入資本金的限制，這就促使了股東貸款的資本金被裁減到一定的配額限制（境內企業國外貸款配額）。最後有在息票上的扣繳稅款（對於香港投資者利率 7%，紅利 5%）

2、權益資本金注入大陸企業

權益資本金注入缺點：只能以分紅形式獲得內陸企業的現金流，而發行者必須到期償還 CNY 債券的本金；2008 年開始，有 10%的紅利扣繳稅；稅後利潤下派發紅利，沒有稅收優惠，而且紅利派發是在可支配收益下獲得；資本贖回也需行政批准（一旦內陸機構撤銷，權益資本很難較快抽出）。權衡之下，CNY 債券發行者將發行所得利用股東貸款轉移給境內分支企業相對更為可取。

(二) 股東貸款流程

利用股東貸款將 CNH 資金匯入大陸的審批流程如下：獲得將點心債券資金匯入中國大陸是 CNY 債券發行中最為耗時的一部分，申請過程需儘早開始。

(1) 審批流程

逐例分析、最初向當地大陸人民銀行跨境工作辦提出申請、當地大陸人民銀行跨境工作辦同當地外匯管理局協商考慮、當地大陸人民銀行跨境工作辦告知申請過程和流程、最初審核通過後，發行者需登記最終股東貸款協定，包含規模，利率，還息日和到期日等等；然後發行者可以聲明 CNY 債券交易。

(2) 申請所需資料：

目前，大陸外匯管理局要求提交以下資料：申請說明、股東貸款協議、境內公司的營業執照和批准證書、境內公司的 IC 卡、境外直接投資（FDI）系統的年審等。

(3) 時間

股東貸款審批通過時間沒有正式的約定，一般一個月到三個月不等；發行人應考慮盡可能提前啟動審批流程，從而為債券發行獲取更高的確定性。一旦股東貸款申請提交，外匯管理局大概在 15 個工作日內正式登記股東貸款額。在提交申請之後，與大陸地方、省外管分局以及國家外管局分別進行後續跟進極為重要。

總的來說，中國大陸相關監管機構更偏向於發行人將所募集資金作為新資本運用，而非用作再融資。

表 3-2 兩種方式優缺點比較

股東貸款	定義：發行人將其所募集的人民幣資金以股東貸款的方式提供給其境內子公司
	優點：1. 發行人無需依賴分紅以償付債券。 2. 一旦該公司間貸款在大陸外管局註冊，任何償付債券的行為將自動被許可。
	障礙：1. 根據中國大陸目前的相關法律法規，境外公司（包括香港紅籌企業）向其大陸境內子公司提供的股東貸款只能為外匯資

	<p>金，目前中國大陸法律法規尚未允許境外公司向其大陸境內子公司提供人民幣資金形式的股東貸款。</p> <p>2. 大陸境內企業僅對地產領域外的發行人開放，其他企業需要大陸國家外匯管理局和中國人民銀行批准。</p>
股權注資	<p>定義：發行人以其所募集的人民幣資金設立境內子公司或增加其大陸境內子公司的註冊資本</p>
	<p>優點：1. 對所有發行人開放</p> <p>2. 外商投資企業在境外發債配額有限，因此注資可以減少對配額的使用</p>
	<p>障礙：外國投資者以人民幣出資的情況僅限於特定情形，即外國投資者經過審批機關批准以其從大陸內地舉辦的其他外商投資企業獲得的人民幣利潤出資</p>

(三) 香港人民幣債券市場募集資金的回流

由於內地和香港之間的債券融資利差，大多數在香港發行人民幣債券的大陸企業都存在將募集人民幣資金回流內地的需求。對於直接發行模式下的境內金融機構發行人而言，人民幣資金回流內地基本上不是一個大問題，因為將募集資金調回內地本身就是大陸法律的要求，而且在債券發行前就已經獲得了大陸內地主管機關的批准。然而，對間接發行模式下的其他企業發行人而言，將募集的人民幣資金回流內地卻值得慎重考慮。

在 2011 年 10 月大陸商務部和人民銀行發佈《通知》和《辦法》之前，大陸企業在香港發債所募集的人民幣資金主要考慮通過兩種方式回流內地，即(1) 通過跨境貿易結算的方式回流內地，但這種方式所產生稅負等財務成本較高；(2) 通過直接投資或股東貸款的形式將資金回流內地，但這需要個案審批，需要拿到商務部外資司的復函同意以及人民銀行總行的批復等，人民幣資金回流內地的不

確定性和時間成本較大。

《通知》和《辦法》的發佈使這一狀況得到了較大改善，它們明確允許境外投資者可以用合法所得境外人民幣資金在中國境內開展直接投資，允許境外投資者和銀行直接辦理外商直接投資人民幣結算業務。作為境外合法所得人民幣資金來源之一，發行人民幣債券所募集的人民幣資金可以按照上述規定匯入大陸內地，為發債募集人民幣資金回流內地開啟了方便之門。與原有外商投資和人民幣資金回流內地的規定相比，上述兩規定具有如下特點：

1、降低審批層級，實行專戶監管是其第一大特點。

在審批層級上，《通知》規定，跨境人民幣直接投資可以由各級商務主管部門依據現行外商投資審批管理規定和許可權進行審批，而不必像原有的人民幣投資試點管理辦法一樣，要求人民幣直接投資項目取得商務部外資司的復函同意，因此降低了審批層級上的要求。只是與外匯直接投資不同的是，境外投資者除應當按照現有外商投資法律法規及有關規定提交相關檔外，還需要向商務主管部門提交人民幣資金來源證明或說明文件、資金用途說明以及填寫的《跨境人民幣直接投資情況表》。

在帳戶監管上，《辦法》允許境外投資者根據交易的不同類型，開立不同類型的交易帳戶，如人民幣前期費用專用存款帳戶、人民幣再投資專用帳戶、人民幣資本金專用存款帳戶等，所採用的帳戶監管方法與外管局目前的外匯帳戶監管方法存在很大相似性。此外，《辦法》廢止了原有的境外人民幣內地直接投資需要人民銀行預先核准的流程，改為要求外商投資企業在領取營業執照之後，到註冊地人民銀行分支機構申請辦理企業資訊登記。

2、產業謹慎開放為第二特點。

跨境人民幣直接投資並沒有改變外商投資法律體系的適用原則。《通知》明確規定，跨境人民幣直接投資應當符合中國大陸關於外商投資法律法規及有關規定的要求，遵守國家關於外商投資產業政策、外資並購安全審查、反壟斷審查等方面的規定；對於超過特定數額或涉及特殊行業的人民幣直接投資應當報送商務部核准，即(1)人民幣出資金額達3億或3億元人民幣以上的投資，(2)對融資擔保、融資租賃、小額信貸、拍賣等行業的投資，(3)對外商投資性公司、外商投資創業投資或股權投資企業的投資，(4)對水泥、鋼鐵、電解鋁、造船等國家宏觀調控行業的投資；涉及跨境人民幣投資於境內房地產業的，取得商務部關於外商投資房地產的備案也是辦理後續核准手續和資金准入的必備條件。

此外，《通知》還規定，跨境人民幣直接投資不得在境內直接或間接用於委託貸款或投資於有價證券和金融衍生品，除非跨境人民幣資金系用於投資參與境內上市公司定向發行或協定轉讓股票並按照《外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法》向商務部辦理相關審批手續，體現了中國政府謹慎實行產業對外開放的一貫態度。

3、肯定股權投資和債權投資的資金注入方式是第三個特點。

《通知》和《辦法》都沒有對何謂人民幣直接投資做出界定，但根據對《辦法》關於各類人民幣帳戶監管制度的解讀，可以明確：企業新設、並購、增資、股權轉讓等股權投資行為，均是發債募集人民幣資金的重要回流方式。需要指出的是，根據人民銀行關於人民幣直接投資的原有規定，境外投資者通過並購方式在境內進行人民幣投資並不包括返程並購的情形，但遺憾的是，《通知》和《辦法》並沒有對此予以進一步明確。

《通知》也沒有對人民幣直接投資是否包含境外股東人民幣借款進行明確，

但由於《辦法》允許外商投資企業在其外債額度內向其境外股東、集團內關聯企業和境外金融機構進行人民幣借款，因此境外股東借款也會繼續是發債募集人民幣資金的重要回流方式。此外，《辦法》還規定，境內企業可以用人民幣向境外支付減資、轉股、清算、先行回收投資款、歸還境外借款本金和利息等款項，為發行人歸還發債募集人民幣資金的本金和利息提供了便利。需要注意的是，《辦法》並未免除外商投資企業根據外管局現有規定進行外債登記的義務，因此國家外管局也可能另行發文對此予以明確。

整體而言，《通知》和《辦法》並沒有完全解決發債募集人民幣資金回流內地所涉及的所有問題，但相對於原有的人民幣資金回流試點管理辦法而言，《通知》和《辦法》提供了更為明確的人民幣資金回流途徑以及審批流程，有利於吸引更多的企業和機構赴港發債融資，促進香港人民幣債券市場的發展，其中人民幣的外商直接投資（FDI）和合資格的境外人民幣投資機構（RQFII）成為境外人民幣債券籌資回流通道。

1、人民幣 FDI 是指境外投資者（含港澳臺投資者）在境外通過合法管道取得的人民幣包括但不限於通過境外發行人民幣債券、發行人民幣股票等方式取得的人民幣，在符合大陸規定的領域進行投資。截止 2012 年 9 月底，人民幣 FDI 規模為 1540 億。

2、RQFII，又稱小 QFII，主要是指境外人民幣通過在港中資證券及基金公司投資 A 股市場。通過集合理財性質或是通過管道，放寬境外人民幣或外匯經由此類機構來內地投資 A 股等市場。2011 年 12 月 16 日，大陸證監會、大陸人民銀行，國家外匯管理局聯合發佈了《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》，允許符合一定資格條件的基金管理公司，證

券公司的香港子公司作為試點機構，運用其在港募集的人民幣資金在經批准的人民幣投資額度內開展境內證券投資業務，初期試點額度 200 億元。2012 年 4 月 3 日，RQFII 額度從 200 億元增加到 700 億元，離岸機構獲許以 RQFII 額度發行 A 股 ETF；12 月底 RQFII 額度將繼續擴容 2000 億元，增加至 2700 億元，投資與大陸股市和債市。隨著 RQFII 的試點，大陸證監會推出以內地 A 股為標準的，以人民幣計價的 ETF 產品，不僅加快內外資入市，豐富境外人民幣投資產品，加速人民幣的國際化，而且推動離岸人民幣返回流股市市場，優化人民幣回流機制，小 QFII 是吸引人民幣回流的重要載體。

台灣金融監管部門有關開放境內外企業在台發行人民幣計價債券的準備工作已經在 2012 年底基本完成，2013 年 2 月，金管會已批准台灣中國信託商業銀行發行台灣首個人民幣債券（“寶島債”）。因此，就目前而言，台資企業、大陸企業及第三國企業等在台灣發行人民幣計價債券，相關募資流程及資金匯回大陸用途，除了限制進行大陸房地產投資以外，已無特別的限制，可以按照上述相關規定和要求獲得核准、備案或投資額度。

三、 人民幣國際化及 CNH 市場發展展望

匯兌風險和在岸和離岸市場收益率的不一致性，本質上是資本帳戶管制造成的。資本帳戶的開放必定是一個漸進的過程。CNH 市場的相較於歐洲美元債券市場的形成有著很大不同。CNH 市場的不是迫於政府資本人為管制和稅收徵收，由市場驅動而自發形成的市場，而是大陸人民銀行為實現人民幣國際化從而最終將人民幣發展成為儲備貨幣這一戰略目標而主動開發的市場。因為，如果企業要進行離岸人民幣交易，就需要一個市場來借入人民幣，並套期和投資人民幣。離岸人民幣市場必不可少。也就是說發展 CNH 市場是一個人民銀行可控制的試點。

(一) 人民幣國際化進程

CNH 市場同 CNY 市場之間流動性不可避免的要納入人民幣國際化進程的考慮中。一般認為人民幣國際化包含兩個核心含義：人民幣要逐漸實現基本可兌換；在此基礎上，人民幣在市場選擇中成為國際儲備貨幣的一員。目前大陸普遍認同的觀點是人民幣國際化進程至少應分三步走：首先是人民幣成為國際貿易結算貨幣，然後是人民幣成為國際投資貨幣，最終是人民幣成為國際儲備貨幣。從具體操作層面而言，人民幣國際化必須推動大陸經濟在制度和市場建設方面的步驟，包括拓寬人民幣跨進結算、完善人民幣離岸市場、資本項目開放、利率市場化及更有彈性的匯率浮動機制。而從市場需求角度和近期大陸政府的一些列舉措施看出，人民幣國際化進程明顯加快。有學者甚至預計 5 年內人民幣資本項目下可實現自由可兌換，2020 年末人民幣國際化有望基本實現。

1. 人民幣跨境貿易結算規模速增，有望發展成為國際貿易結算貨幣

第一，人民幣跨境貿易結算量迅猛增長。

至 2009 年大陸跨境貿易人民幣結算試點啟動，經過三年多時間，不僅人民幣跨境貿易結算量迅猛增長，而且香港的離岸人民幣存款規模也日漸壯大。綜合根據大陸人民銀行和香港金管局公佈的資料，2012 年大陸全年跨境貿易人民幣結算業務累計發生 2.94 兆元。此較上年的 2.08 兆元成長 41.3%，直接投資人民幣結算業務累計發生 2802 億元，按年增長 152.66%；而截至 2012 年 12 月底，在港的離岸人民幣存款規模為 6030 億元。儘管 5885.29 億元的規模離業界樂觀估計的 1 兆元有不少差別，但在港人民幣存款總量穩中有增。預計到 2015 年，這一成倍增長趨勢將使年結算額達到約 5.6 兆元。香港作為結算對手方的人民幣貿易計算將能夠占到人民幣貿易結算總規模的六到七成。

第二，按照“周邊化-區域化-全球化”的順序，擴展人民幣使用地域範圍。

首先是“周邊化”，人民幣是在大陸與相鄰國家的邊境貿易結算中，逐漸在周邊國家開始流通的。人民幣的邊貿結算最初是一個自發的市場行為，在大陸有意識地與越南、蒙古、白俄羅斯、俄羅斯等周邊國家簽署“本幣結算協定”後得到了強化和加速。然後是“區域化”，也即人民幣在大陸地緣附近區域的國家和地區中，廣泛用於國際貿易、跨境投融資結算等，乃至被接納為外匯儲備貨幣，逐步成為特定區域內普遍接受的國際貨幣。最後是“全球化”，人民幣最終要成為全球各國普遍認可的國際貿易結算貨幣，在國際金融市場上被國際金融機構廣泛用於計價交易，並成為全球外匯儲備中重要的儲備貨幣之一。

以上三個階段是逐次遞進的，符合由近及遠、漸進地推行人民幣國際化的客觀規律。目前，與中國大陸發生跨境人民幣實際收付業務的境外國家和地區已超過 180 個。自 2008 年末以來至今，中國大陸已與 17 個國家及地區分別簽署了貨幣互換協議，以進一步加快人民幣國際化進程。簽署貨幣互換協定可提高人民幣在一些國家的使用，從一定程度上來說，人民幣區域化是為國際化鋪路，同時也將降低簽約國在雙邊貿易活動中面臨的美元匯率波動風險，從而利於雙邊貿易的發展。

表 3-3 大陸簽署的本幣互換協定

簽署時間	中央銀行貨幣當局	互換金額 (人民幣)	備註
2008. 12. 12	韓國銀行	1800 億元	有效期三年，經雙方同意可以展期
2009. 1. 20	香港金融管理局	2000 億元	

2009. 2. 8	馬來西亞國民銀行	800 億元	
2009. 3. 11	白俄羅斯共和國國家銀行	200 億元	
2009. 3. 23	印尼銀行	1000 億元	
2009. 4. 2	阿根廷中央銀行	700 億元	
2010. 6. 9	冰島中央銀行	35 億元	
2010. 7. 23	新加坡金融管理局	1500 億元	
2011. 4. 18	新西蘭儲備銀行	250 億元	
2011. 4. 19	烏茲別克斯坦共和國 中央銀行	7 億元	
2011. 5. 6	蒙古國中央銀行	50 億元	
2011. 6. 13	哈薩克斯坦共和國國家銀行	70 億元	
2011. 10. 26	韓國銀行	3600 億元	
2011. 11. 22	香港金融管理局	4000 億元	
2011. 12. 22	泰國銀行	700 億元	有效期三年，經雙 方同意可以展期
2011. 12. 23	巴基斯坦國家銀行	100 億元	
2012. 1. 17	阿聯酋中央銀行	350 億元	
2012. 2. 8	馬來西亞中央銀行	1800 億元	
2012. 2. 21	土耳其中央銀行	100 億元	
2012. 3. 20	蒙古國中央銀行	100 億元	
2012. 3. 22	澳大利亞中央銀行	2000 億元	

資料來源，大陸人民銀行網站，公開資料整理

2. 離岸金融市場建設加快

首先，從市場深度來看，第一，香港的人民幣存款增長勢頭強勢，利用人民幣跨境貿易將貿易資金從境內彙集到香港離岸市場，香港的 CNH 存款激增。CNH 存款的增長主要來自兩種來源：大陸進口商利用人民幣貿易結算支付人民幣；以及大陸遊客及其他訪客在香港用人民幣進行消費。香港的人民幣存款由 2009 年底時的 627 億元，於 2010 年一年間增加至 3149 億元，而 2012 年 12 月底達到 6030 億元，香港已形成了離岸市場中最大的人民幣資金池。較之大陸境內市值規模超過 20 兆元的股票市場和債券市場，香港人民幣離岸市場的規模還有極大地上升空間。預計 CNH 存款將會以五年複合年均增長率超過 70% 的速度增長，到 2015 年達到 4.5 兆元。香港的銀行存款總額將在未來五年內翻番，CNH 將占總額約 40%。第二，人民幣產品的規模發展快速，香港點心債券市場初具規模。2010 年下半年以來，香港的人民幣點心債券市場發展迅速，除發債量增速快之外，發債機構的類別亦越來越多元化，在 2011 和 2012 年，香港人民幣債券的發行規模分別達到了 1095 億元和 1111 億元。除了大陸財政部、內地金融機構和一些香港本地的企業以外，2011 年就有 28 家跨國企業以及海外金融機構，當中包括美國的麥當勞、歐洲的大眾汽車、英國石油公司、韓國的進出口銀行、俄羅斯的 VTB 銀行，都相繼利用香港的平臺，成功發行了人民幣債券。寶鋼也成為發行 1 億元人民幣債券的內地非金融機構。

其次，香港人民幣 IPO 起步。2011 年 4 月 11 日至 4 月 19 日，匯賢房地產投資信託基金（REIT）正式在香港公開招股，這是香港首只以人民幣計價的 IPO 招股。儘管，該人民幣產品尚有別於真正意義上的人民幣股票，但是，對於人民幣國際化及香港人民幣離岸市場的進程而言，是扎實而重要的一步。

再次，從市場廣度來看，其一、香港市場上現有的人民幣金融產品開發活躍。香港金管局正在支持 CNH 計價的金融工具的發展。通常對於新產品沒有普遍的禁令，但交易要事先得到香港金管局的批准，授權機構需要提交產品和風險管理計畫。這使得這樣一種預期更加有可能會出現，即香港離岸市場有望比大陸在岸金融市場發展得更加成熟。這一安排（帶來了高度的“離岸自由”）也允許大陸政府增加持有 CNH 的機構和個人的數量而不需開放其資本帳戶。只要貿易結算計畫繼續擴展，這是另一個不需要過度擔憂的理由，即擔憂資本帳戶的逐步自由化將阻礙人民幣國際化的進程。人民幣更大程度的自由兌換（以及最終完全自由兌換）當然會有所幫助，但它並不是 CNH 市場發展初級階段的先決條件。表 3-4 為 CNH 市場已有主要產品介紹。

表 3-4 CNH 計價產品概覽

CNH 產品	是否推出	備註
即期 (Spot)	是	銀行間市場日交易規模達 5000
遠期 (Forward)	是	目前有 CNY DF，CNY NDF 和 CNH DF 曲線
遠期利率協議/ 貨幣利率掉期 (FRA/CCS)	CCS 是	交易量很小 (自 2010 年 10 月以來總交易量達 4 億元)，最長期限 5 年
貨幣市場 (Money market)	是	由於交易機構數量較少，銀行間交易量相對清淡
存款證 / 結構性票據 (CDs/structured notes)	CDs 是	已推出，
利率掉期 (IRS)	是	參考 3M SHIBOR，最高期限 10 年，到目前交易量僅達 2 億元
結構性產品 (Structured products)	部分	目前只有完全融資結構性產品

債券 (Bonds)	是	發行量增加，市場日交易量達 2000-5000 萬元 CNH
-------------	---	-----------------------------------

來源：渣打銀行全球研究部

其二、香港人民幣市場參與者數量增加、結構逐漸豐富。目前人民幣離岸市場上的參與者主要為與大陸有貿易關係的進出口企業、境外清算行、境外代理行、中資金融機構的香港分公司等，真正的國際金融機構也在逐漸參與人民幣離岸市場交易。其三、人民幣債券倫敦首發熱銷，倫敦有望成為下一個西方人民幣交易中心。2012 年 4 月，滙豐銀行在倫敦發行了首批人民幣債券，啟動了繼香港之後第二個離岸人民幣債券市場。倫敦不斷強化人民幣離岸中心的基礎，被視作全球最大金融市場對人民幣地位的承認。此次發行是倫敦邁向人民幣國際交易中心的重要一步。自從 2011 年 9 月份簽署里程碑式的“中英財金對話”協定後，倫敦的人民幣計價業務範圍已初具規模。截至 2011 年年末，散戶、企業客戶以及銀行在倫敦持有大量人民幣存款，總計為 1090 億元 (173 億美元)。2011 年期間，全球人民幣離岸交易額大幅增長超過 80%，其中倫敦的份額就佔據了 26%。根據倫敦金融城 2012 年和 2013 年 1 月 31 日發佈的最新報告顯示，2011 年倫敦銀行同業及客戶人民幣存款達 1090 億元，其中當地客戶存款有 350 億元，銀行同業存款則達 740 億元，2012 年上半年受銀行間人民幣存款下降影響，銀行間人民幣存款從六個月前的 740 億元降至 72 億元 (約合 11.4 億美元)。交易量方面，2011 年倫敦市場人民幣的每日買賣達 6.8 億美元，相當於海外離岸市場人民幣日交易量的 26%，2012 年上半年倫敦離岸市場的人民幣交易額較 2011 年同期增長 150%，平均每日交易規模為 17 億美元。除英國倫敦外，新加坡也在尋求成為離岸人民幣交易中心。

3. 資本項目開放程度明顯加速，投資回流管道拓寬

第一，資本項目開放方面，無論是在證券投資（小 QFII、港股 ETF）還是在直接投資項目下的人民幣結算，以及外債項下“內保外貸”，2012 年都有較快進展。目前在 IMF 定義的資本項目各分項上，大陸已有 65%的項目達到“開放”或“部分開放”，主要的限制仍在於證券投資流動和外債市場（特別是個人債務）上。

第二，首個 RQFII 登陸香港，其推出創造離岸人民幣的回流管道。2011 年 12 月，隨著《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》發佈，RQFII 的推出，外儲投資者可被允許利用類似 QFII（合格境外機構投資者）等越過資本帳戶管制，進入境內債券市場，初步投資額度為 200 億美元。

4. 利率市場化進程正在逐步推進，匯率市場化邁出可喜一步

首先，大陸“十二五”期間，推進利率市場化改革的時機已經成熟，利率市場化改革即將進入最後的核心階段，即逐步取消貸款利率下限和存款利率上限。其次，人民幣匯率波幅擴大。2012 年 4 月 14 日，大陸人民銀行宣佈銀行間即期外匯市場人民幣兌美元交易價浮動幅度由 5%擴大至 1%，顯示大陸決策層有信心認為當前人民幣匯率已接近平衡水準。新規定將外匯指定銀行為客戶提供當日美元最高現匯賣出價與最低現匯買入價之差不得超過當日匯率中間價的幅度由 1%擴大至 2%，這也將加劇銀行結售匯價格雙邊波動。彈性匯率是放鬆資本項目管制的前提，資本帳戶開放的前提則是利率的充分市場化，金融市場化改革已經進入加速期，推動人民幣國際化的時機更加成熟。

(二) CNH 市場展望

人民幣獲得儲備貨幣地位之路，需要三個相互關聯的因素齊頭並進的發展：資本帳戶自由化、貨幣國際化以及 CNH 市場的擴展。離岸債券市場的建設就成了人民幣國際化進程中最為重要的策略選擇。人民幣離岸市場的建設，又能為資本帳戶未全面開放的大陸提供緩衝地帶，緩解人民幣國際化進程中的風險。大陸所採取的這種獨特的並行方式，本質上使其成為“可控的實驗”。

首先，CNH 市場的長期可持續性發展是毋庸置疑的。過去一年半的時間里，一系列重要的開創性政策帶動 CNH 市場的快速增長。從對內和對外的外商直接投資(FDI)試行辦法的推出和近期合格境外機構投資者計畫(QFII)的擴容一系列舉措，可以看出中國正在積極的進一步打開市場以最終實現人民幣的自由兌換。有關機構預測，人民幣成為可完全兌換貨幣的時間可能縮短到 5-10 年。

其次，人民幣完全可兌換性可能並不是 CNH 市場繼續擴展的必備條件。從更廣闊的視角來看，至少在接下來幾年，出於非貿易目的而進出中國大陸的所有形式的人民幣都有可能繼續受到配額系統或個案監管批准的限制。這是中國大陸對逐步推進的資本帳戶自由化的管理之道。更大程度或完全的人民幣可兌換性並不是 CNH 市場繼續擴展的必備條件，但缺少它可能會有礙特定市場的發展。

第三，人民幣貿易結算方案是 CNH 市場的支柱。隨著人民幣貿易結算額的激增，香港人民幣存款的增長，讓公眾確信中國大陸政府仍然在致力於推進人民幣國際化以及發展 CNH 市場在自由化程度不太高的領域(主要涉及出入大陸的跨境資金流)，當局也表示了一種開放態度，要盡力消除癥結所在。一旦出現問題，就逐個加以解決。因此在市場長期自由化進程中，由於需要平衡政策制定者、金融機構、企業和投資者潛在的利益分歧，走走停停的方式可能成為長期市場自由

化的主題。

四、台灣發展人民幣離岸金融中心

人民幣離岸中心的建立應是大陸人民幣國際化進程中的其中一環，亦是十分重要的一步，可以認為，建立人民幣離岸中心確實是大陸現階段最適當的做法。

香港的各项條件優越，讓人民幣國際化有了很好的起點，現階段國際金融市場極不穩定，人民幣成為國際資金最佳的避風港，人民幣離岸中心的成立提供給國際資金一個極佳的交易機會，也造成投資人熱烈的追捧。

人民幣離岸中心除了香港之外，陸續有新加坡、倫敦、澳大利亞等地表達成立人民幣離岸中心的強烈意願，而台灣中央銀行亦於 2011 年 8 月 15 日公開表示希望將成立人民幣離岸中心列為未來努力的目標。

2012 年 12 月 11 日，中國人民銀行發佈公告，根據 2012 年 8 月 31 日，兩岸貨幣管理機構簽署的《海峽兩岸貨幣清算合作備忘錄》，經過評審，決定授權中國銀行台北分行擔任台灣人民幣業務清算行。這是兩岸建立貨幣清算機制的新突破，也是中行加快跨境人民幣清算業務的重要進展。此舉為大陸和台灣雙方同意以備忘錄確定的原則和合作架構建立兩岸貨幣清算機制邁進了重大一步，也意味著，台灣離岸人民幣市場正式啟動。

（一）成為人民幣離岸中心的必要條件

1. 香港人民幣離岸中心形成的必然性

當人民幣開始在跨境貿易和投資中廣泛使用和人民幣持續流出一段時間後，人民幣資金便必然在境外各地流通和沉澱。與大陸經貿聯繫密切的地方，就必然有開展人民幣業務的需求，而銀行提供離岸人民幣服務也就會隨之而產生。

但每一個地方或金融中心能發展多大的業務量，關鍵是看他們能覆蓋多大範圍和吸引多少客戶群，因為客戶是可以選擇在甚麼地方開戶和調撥資金。一般而言，企業是要求銀行提供方便、可靠、安全和有效率的服務。而香港的人民幣離岸平臺之所以能夠迅速發展，就正因為香港既具備了高效率 and 安全的支付系統和各種金融基建，一直以來也是內地與世界各地貿易和投資聯繫的最重要視窗。

香港除了服務以香港為基地的企業外，亦同時服務其他海外企業。在香港的企業人民幣存款中，有 16% 是屬於在海外企業的人民幣存款。除此之外，預期越來越多海外的企業會使用人民幣進行貿易和投資結算，但他們不一定會直接來香港開戶，很多企業會選擇在他們當地經常往來的銀行開設人民幣戶口和調撥資金。而這些外國銀行則可以利用兩個不同管道去進行跨境支付。

第一，他們可以選擇利用一家在中國大陸內地的代理銀行為客戶提供跨境貿易支付、買賣人民幣和存款等服務。第二，外地銀行亦可以利用香港的平臺，進行相關的業務。這兩個管道是並行存在，沒有排他性。實際上現時一些銀行正同時使用兩個管道。香港平臺是具備一站式服務功能的人民幣離岸中心，不論在資金調撥、人民幣買賣和對沖、銀行融資、發債、金融投資工具方面都比存放在內地代理行的管道更具靈活性和多樣化，對很多海外企業來說是十分有吸引力的。

現時的兩種管道是能夠支持人民幣離岸業務在全球開展和推廣。香港現時 170 多家參加行當中，有超過 150 家是外國銀行的分支機構以及中資銀行的海外分行，覆蓋五大洲和 30 多個國家。另外代理行的管道亦可以支援全球的人民幣業務。以美國為例，全球的很多金融中心經營極大量的離岸美元業務，但其實海外美元的結算亦基本上是透過在美國本土的代理行來進行。

2、香港成為人民幣離岸中心的形成大事記

表 3-3 香港人民幣發展歷程

時間	大事記
2003 年 11 月 19 日	大陸中國人民銀行和香港金管局負責人在北京簽署合作備忘錄，以配合香港開辦個人人民幣業務，隨後，中銀香港被選為清算銀行。
2004 年 2 月 25 日	香港銀行開始為香港居民開辦個人人民幣的存款、兌換和匯款三項業務
2005 年 11 月 1 日	大陸中國人民銀行宣佈進一步擴大香港的人民幣業務，並提高個人現鈔兌換上限。
2006 年 3 月 6 日	推出全新的人民幣交收系統，該系統可以支援香港居民在當地銀行開設人民幣支票帳戶，支付在廣東省的消費性支出。
2007 年 7 月-9 月	中國大陸國務院研究決定同意將香港的人民幣業務擴大到內地金融機構在香港發行人民幣金融債券籌集資金
2009 年 6 月 29 日	中國大陸國家開發銀行、進出口銀行及中國銀行先後在香港發行總額達 100 億元人民幣債券。
2009 年 6 月 29 日	大陸中國人民銀行與香港金融管理局簽署內地與香港跨境貿易人民幣結算業務備忘錄，在香港試點人民幣跨境結算業務
2010 年 2 月	只有涉及的人民幣不回流內地香港銀行可以自由運用持有的人民幣資金。大陸內地非金融機構獲准在港發行人民幣債券。
2010 年 7 月 8 日	中國大陸財政部宣佈大陸中央政府將於在港發行 60 億元人民幣國債，並允許個人和機構投資者都可購買，這是大陸財政部首次在香港發行人民幣債券。
2010 年 7 月 19 日	大陸人民銀行與中銀香港簽署新版清算協定，允許人民幣存款在香港的銀行間往來轉帳。
2010 年 8 月	大陸人民銀行宣佈允許多家香港的境外金融機構進入內地銀行間債券市場試點投資，允許以人民幣 RQFII 投資境內證券市場、支援境外企業使用人民幣赴內地直接投資、將赴港發人民幣債的發債主體擴至境內企業等等。

2011 年 1 月	大陸人民銀行宣佈開展境外人民幣直接投資試點，獲准境內企業都可以人民幣進行境外直接投資。內地銀行的香港分行或代理銀行，也可從內地取得人民幣資金，向進行投資的企業發放人民幣貸款。
2011 年 4 月 29 日	匯賢產業信託在香港交易所掛牌上市。這是香港第一只以人民幣計價的股票，也是內地之外首次使用人民幣進行的 IPO。
2011 年 8 月	中國大陸財政部在香港同時向機構和個人發行總額為 200 億元的人民幣債券
2012 年 1 月 16 日	香港金管局和英國財務部宣佈成立一個合作小組，以推動倫敦與香港在離岸人民幣業務發展方面的合作。
2012 年 4 月 16 日	人民幣兌美元交易價浮動幅度由 5%擴大至 1%

資料來源：本研究團體整理。

3、香港成為人民幣離岸中心的自身優勢條件

香港人民幣市場自 1993 年起步，經歷了將近 20 年的發展。跨境貿易逐年穩步增長，和人民幣升值預期下，出於交易動機需求和資產投資需求，境外人民幣需求大幅增加。同時，利用跨境貿易人民幣結算業務相關，境內居民出於商務、旅遊等出境攜帶人民幣，大陸人民銀行不斷增加同周邊貿易國簽訂貨幣互換協定等原始供給和派生供給方式輸出人民幣。隨著境外金融機構人民幣業務的放寬以及香港清算行允許進入大陸內地銀行間市場，人民幣回流機制穩步放寬，將進一步深化香港的離岸中心建設。同時香港自身也具備人民幣離岸市場進一步發展的金融基礎。

(1) 香港具有完備的制度

首先，市場運行機制自由開放自由是離岸市場的生命力所在，香港恪守儘量不干預金融市場運作的監管原則，實施低而簡單的稅制，無外匯管制，因此被世界視為自由市場經濟的代表之一。其次，行政和司法體制完善。香港擁有高效廉

潔透明的行政體制，深厚的法治傳統，以及健全的法規與司法體系，行政與司法運作模式貼近發達市場經濟國家。其三，金融監管體系完善高效。香港的監管法規體系簡明完備，監管機構分工明確高效透明，監管理念與國際接軌，以資訊披露風險管理為本這些推動香港成為亞洲乃至全球最開放，同時也是國際上公認監管最完善和有效的金融市場之一。

（2）香港金融市場功能健全

香港的金融市場具有國際化融合化以及多元化等特點，金融市場體系包括銀行業市場、股票市場、保險市場、債券市場、外匯市場、貨幣市場、黃金市場、單位信託和基金市場、強積金市場³等幾乎全部金融子市場。香港現時 170 多家參加行當中，有超過 150 家是外國銀行的分支機構以及中資銀行的海外分行，覆蓋五大洲和 30 多個國家。同時，香港與大陸內地有著緊密的經貿和人員往來，加上兩地金融管理當局的緊密溝通和合作，這些優勢都相當有利在香港發展人民幣離岸市場。

（3）香港金融基礎設施優越

香港自上世紀 90 年代開始建設高度現代化的支付系統，並始終以保持貨幣與金融體系穩定健全，鞏固並發展香港國際金融中心地位為目標，致力於建設多幣種多層面的支付平臺，目前，香港已建成港幣、美元、歐元和人民幣等四個幣種即時資金清算系統以及債務工具中央結算系統（簡稱 CMU 系統），並利用內外部系統相互聯網，為香港發展為區內支付結算樞紐奠定了穩固的基礎。此外，香港是全球電訊網路最先進設施最完善的城市之一，資訊和通訊技術能力在全球排在第 5 位。

³ 強積金是強制性公積金的簡稱(Mandatory Provident Fund Schemes，簡稱強積金或 MPF)，是香港政府在 2000 年 12 月 1 日正式實行的一項政策，強制香港所有雇員成立投資基金以作退休之用。

4、總結：發展成為人民幣離岸中心的必要條件

從香港的發展歷程可以看出，發展人民幣離岸中心同當地金融國際化和自由化程度、金融市場規模及健全的金融微觀結構、寬鬆和嚴格的法律體系、完善的基礎設施、政權的穩定度、地理位置和競爭環境等等密切相關。市場的自然發展、政府的扶持作用和在岸與離岸資金回流機制的解決顯得更為突出。

(1) 首先離岸中心應是一個市場概念

首先就得有人民幣供給和需求。在供給上，在港人民幣存款已從 2010 年初的 600 多億元增加到 2012 年 12 月底 6030 億元，其中七成為企業存款，三成為個人存款。人民幣離岸業務要在獲得更深層次的開展，必須要有相當存量的人民幣資產。足夠的人民幣資金池是保障人民幣投資產品的定價有效性和交易流通性的關鍵。根據國際經驗，只有當一個債券市場的規模達到 3500 億美元時，才有對大型國際機構投資者來說可接受的流動性和定價效率。

在需求上，離岸中心的人民幣要有可供保值和投資的管道。這就需要人民幣相關產品可供投資者選擇。雖然人民幣金融產品日漸豐富。目前在香港銀行信貸產品市場上有：人民幣的存款兌換匯款信用卡及扣帳卡支票貸款貿易融資等產品；在債券市場上，有境內銀行債券國債，香港企業債券跨國公司債券國際金融機構債券；在外匯市場上，有即期交易、遠期交易（無本金交割的人民幣遠期合約）；在衍生產品市場上有利率互換（結構性股票掛鉤票據）等等。但在港人民幣應用管道仍然有限。一方面，由於強烈的人民幣升值預期，境外的投資者願意成為人民幣資產的持有者卻不願意舉借人民幣債務。具體表現在沒有機構願意提供人民幣貸款，而跨境貿易結算中，進口支付人民幣的交易占到八成以上，進口支付和出口支付嚴重失衡。另一方面，債券作為主要的以人民幣計價的金融產

品，也不能滿足投資者的過剩需求，即點心債券的供給仍然有限。

（2）政府政策積極推動

從國際上金融中心的形成過程來看，有自然形成和政府推動兩種形式。而政府宏觀政策的規劃和有目的的培養和管控發揮著舉足輕重的作用。

首先，自然形成的過程一般較長，自然形成的離岸金融中心多為沒有外匯和資本管制的金融“自由港”。世界主要國家貨幣從經常項目自由兌換到資本項目可兌換，美國間隔為 27 年、英國為 18 年、法國為 28 年、德國為 14 年、日本為 16 年，而中國 1996 年經常項目可兌換，現在仍難估計何時資本項目可自由兌換。

其次，政府推動。從上世紀 80 年代開始，離岸金融市場的形成和建立逐步從自然形成向政策推動發展。不僅紐約、東京由政府推動開立了離岸市場，發展中國家也利用金融管制日趨自由化的有利形勢下國際資本流動的逐利性，以優惠政策積極建立離岸金融市場，為提高自身地位和促進經濟發展服務。就以亞洲來說，新加坡、韓國首爾啟動較早，馬來西亞的納閩國際離岸金融中心於 1990 年成立，泰國曼谷也於 1992 年設立了“曼谷國際銀行便利”（BIBF）。在貨幣自由兌換前，沒有政府推動，市場難以自發形成離岸國際金融中心。

（3）回流機制解決和人民幣自由可兌換

首先，香港早就是一個名符其實的離岸金融中心，但離人民幣離岸中心在深度和廣度上還有一段距離。香港作為人民幣離岸中心，首先需要解決的是出境人民幣的流通和交易問題，使需要人民幣的金融機構和企業可以“融入”人民幣，擁有人民幣的金融機構和企業可以“融出”人民幣，使持有人民幣的金融機構和企業可獲得相應的收益。

其次，香港成為人民幣離岸交易中心最為重要的障礙就是人民幣的國際化程

度。在人民幣不可自由兌換的情況下，香港人民幣離岸市場不僅無法獲得市場所需求的大量人民幣，而且無法利用市場機制形成人民幣融資市場交易的有效價格。這樣既無法彙集或利用國際市場閒散的人民幣資金，也不能為低成本的大規模快速流動的資金提供便利，從而也無法增強香港人民幣離岸市場的競爭力等。任何一個離岸金融中心的確立，都需要以貨幣自由流動與貨幣自由兌換為基礎，要發展香港的人民幣離岸金融中心，就得有新的制度創新與突破了，穩步推進人民幣回流機制問題。

（二）台灣成為人民幣離岸中心的優劣勢分析

就目前台灣的金融體系，整體金融組織架構完善，金融監管制度日益完備，貨幣支付體系井然有序，加上公平的市場競爭條件以及進出相對自由的資金環境。毫無疑問，台灣著實具備爭取人民幣離岸中心的基礎，條件並不比香港及新加坡等地差。台灣中央銀行亦於 2011 年 8 月 15 日公開表示希望將成立人民幣離岸中心列為未來努力的目標。而在這一目標的具體實施上，許多規劃和制度安排仍涉及高度政策敏感性。另外，金融機構的相互往來亦涉及投資保障協定，每個項目均是高度政策敏感性的議題。同時台灣自身成立人民幣離岸中心仍有下列不足：

（1）離岸金融中心操作經驗不足：

台灣金融市場的相關營運機制與風險管理雖已相當進步與嚴謹，但相對於香港、敦倫、新加坡等地，在離岸金融中心的操作經驗明顯薄弱與不足，對於因離岸金融中心所造成貨幣供給量的管控、銀行的管制與貨幣政策的實施等影響，仍有待進一步建構一套操作準則。

（2）金融市場國際化程度不足：

台灣的金融市場的發達程度和占世界金融市場的比重及影響力不能同香港，倫敦相比，甚至不如新加坡；台灣證券商的國際化的管道有限，投資和發行主體將會集中單一，不如香港和倫敦，其投資者和發行人具有多樣性和國際性。人才的流通、語言、相關的互惠協定與清算機制等，台灣與香港及新加坡等地相比，仍有一段應該學習的距離，這與人民幣希望藉由離岸中心逐步實現人民幣國際化的目標，台灣相對較為弱勢。

(3) 政策干擾與阻力：

包括大陸政府的意願和台灣內部的疑慮兩個方面阻力；所謂大陸政府的意願，即大陸政府是否願意協助台灣提升國際金融地位，給予學習與成長的機會，另一方面也是解決雙方貿易往來對人民幣的需求；所謂台灣內部的疑慮，即擔心造成貨幣統一引發政治效應，同時談判過程與結果是否對等，對雙方而言均有不小的推動難度。

就前述三項分析，台灣作為人民幣離岸中心確實仍有不足之處，但外在部份，大陸政府除了必須滿足雙方貿易往來對人民幣的需求之外，對於台灣應該也有刻意扶植的機會，大陸“十二五”規劃明確提到“應建立兩岸貨幣清算機制”（現已開始），在目前兩岸和平發展的大背景下，雙方貿易總額已高達 1600 億美元，有機會促成台灣建立人民幣離岸中心。台灣在成立人民幣離岸中心的競爭上，亦有其優勢：

(1) 雙方貿易往來需求

貨幣離岸中心的成立建構於雙方貿易往來需求的基礎上。根據大陸海關總署 2013 年 1 月公佈的統計數字，2012 年大陸與台灣貿易額為 1689.6 億美元(占大陸對外貿易總額的 4.4%)，同比上升 5.6%。其中，大陸對台灣出口值為 367.8

億美元，同比增長 4.8%；自台灣進口值為 1321.8 億美元，同比增長 5.8%。2012 年大陸進口台灣 ECFA 項下商品的貨值為 84.3 億美元，同比增長 1.05 倍；關稅優惠 39.7 億美元，同比增長 3.3 倍。此為台灣成立人民幣離岸中心的實際迫切需要。台灣對大陸地區貿易快速提升，如果使用人民幣作為貿易結算貨幣，將為台商節省避險及交易成本。

(2) 台商與大陸投資需要

台灣是中國大陸最大的 FDI 境外直接投資中國的國家之一，兩岸商務和人民之間的交流很頻繁，大陸和香港每年將近 6000 億美元的貿易金額，台灣擁有龐大的製造業，台商在中國大陸也掌控了龐大的人民幣資產，這些都是吸引人民幣的管道，以前都是用美元來交易，若改用人民幣交易，則人民幣的業務量可能會很大。同時因最初缺乏兩岸貨幣清算機制，台商投資的盈利所得無法經過正常管道匯出，就會形成黑市交易，即地下金融。

(3) 語言與文化優勢：

台灣與大陸同文同種，兩岸特殊的歷史淵源和關係相較於香港、新加坡、倫敦或澳大利亞等地更具有溝通上的優勢，同時情感上較易得到彼此的認同與諒解。

(4) 和諧的兩岸關係：

上海國際金融學院院長陸紅軍於 2012 年 3 月表示，台灣在競爭人民幣離岸中心之中，有一個先天的優勢是和諧的兩岸關係，而富邦金控董事長則認為台灣的先天優勢在於對大陸貿易的順差，自然的回流機制，將促使台灣成為人民幣的離岸中心，尤其兩岸簽定 ECFA 之後的貿易計價，若以美元計算，雙方均承擔風險；兩岸和諧的關係是促使雙方貿易往來與觀光旅遊持續熱絡的主因。

(三) 香港、倫敦、新加坡及台灣四地對比分析

表 3-4 香港、倫敦、新加坡及台灣發展人民幣離岸中心比較

城市	與大陸雙邊貿易總量	優勢	劣勢
香港	2700 億美元 (香港順差 400 億元)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 貿易金額巨大 2. 中國大陸企業大量在香港上市，香港是大陸企業的橋頭堡。 3. 金融環境有大陸政策扶持，一國兩制的香港享有大陸和境外的優勢 4. 金融業務發達，已是跨境交易中心，是亞洲連接美元的橋樑。 5. 人民幣區域化，匯率和資本項目開放是一個漸進過程，需要制度安排和制度修改，客觀上需要一個相對可控，地理毗鄰，且相對國際化的離岸市場作為緩衝，香港市場自然是首選的離岸中心 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 受大陸直接管轄，政策易受大陸操控，人民幣回流與否為中央貨幣政策工具之一，獨立性不足。 2. 產業不夠豐富，以金融、貿易、地產為主要產業結構，資金利用偏向短期操作深化不足。 3. 資金池不夠分散，造成兩地通貨膨脹壓力。
倫敦	706 億美元	<ol style="list-style-type: none"> 1. 世界金融中心，人才及金融產品充沛，對人民幣地位提升有顯著幫助。 2. 倫敦金融中心的基礎設施，完備可 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 貿易規模尚不足構成基本需求量。 2. 英、美等是否樂

		<p>信賴的法律體系，聲譽良好的監管架構、極具流動性的資金池以及金融創新的深度和廣度，皆非香港可比。</p> <p>3. 全球人民幣離岸交易發展勢頭很快，2011 年交易額大幅增長 80%以上，其中倫敦佔據 26%的交易份額，僅次於香港的第二大人民幣離岸交易市場。</p> <p>4. 擁有時區優勢，英國政府希望建立倫敦為人民幣離岸交易的“西方中心”。</p>	見人民幣國際化。
新加坡	800 億美元	<p>1. 全球第四大外匯交易中心，亞洲美元中心，主權評級為 AAA，人才及金融產品充沛。</p> <p>2. 擁有輻射東南亞及東協之特殊貿易地位。</p> <p>3. 多種族文化且傳統上與華人及其企業聯繫緊密</p>	<p>1. 貿易規模尚不足構成基本需求量。</p> <p>2. 與香港同質性高，比台灣更淺碟。</p>
台灣	1600.3 億美元 (台灣順差 898.1 億)	<p>1. 金融日趨國際化。</p> <p>2. 台灣對大陸有巨額貿易順差，2011 對大陸順差約 800 億美元，加上隱藏於香港及境外整體資金充沛，可自成</p>	<p>1. 特殊兩岸關係，易受政治環境影響進度。</p> <p>3. 台灣從來都不是</p>

		<p>回流體系。</p> <p>3. 台灣是大陸的前 3 名外資投資者，巨額的直接投資，可以引導人民幣的去路。</p> <p>3. 產業深度夠，業種豐富，台商遍佈全球，且集中大陸及東南亞，提供人民幣國際化良好條件。</p> <p>4. 特殊兩岸關係，可結合海西特區發展。</p> <p>5. 台灣的環境單純，有獨立的貨幣政策，也有自己的國際收支帳戶，不但可以自主調解外匯準備，政府對貿易結算的影響力又強，有良好的人民幣離岸市場條件。</p>	<p>國際金融市場，離岸市場的政策規劃還有許多挑戰。</p> <p>4. 兩岸的清算機制建立初期不完善，優先發言權屬於大陸官方，中國大陸不默許難有突破。</p>
--	--	--	--

註：以上均 2011 年度數據做對比。

首先，香港、新加坡與倫敦三城，在人民幣業務上存在著一定的競爭關係。香港與內地關係獨特，具有天然優勢，已經是第一個人民幣離岸中心；新加坡背靠與中國貿易關係十分密切的東南亞，又有中文優勢，具有潛在優勢；倫敦則把未來希望更多寄託在與香港的傳統聯繫上。三者的第一步定位將取決於大陸政府在政策上會向誰傾斜，傾斜多少，但從長遠看，卻有著平分秋色的前景。

其次，台灣人民幣離岸中心的設立主要取決於大陸政府人為力量的主導，對欲爭取人民幣離岸中心的台灣而言，與大陸的協商和溝通勢不可免，應取得兩岸

政策的溝通協調支持。

再次，未來兩岸三地的互動進程，關鍵將取決於各地金融監管，及大陸金融體制的改革。在金融自由化的程度上，香港靈活度比較高，台灣相較之下較慢。但台灣目前有意擴大人民幣業務，且要發展人民幣的貿易結算，理財產品、資產管理，未來到一定階段，還可發展離岸人民幣債券初級和次級市場，完全有迎頭趕上的可能性

（四）台灣發展成為人民幣離岸中心的利基

台灣成為人民幣離岸中心，發展海外債券市場，台灣證券商可以賺取承銷收入，投資者賺取利差與匯差，金融機構賺取衍生的商機，企業界增加一個新的融資管道，並且降低兩岸貿易的交易風險，目前看不到對台灣有何負面因素。台灣發展成為離岸中心不僅對台灣方面和大陸方便都有極大的收益。對於台灣方面可能存在的收益如下：

1、台灣參與承銷市場：

台灣市場生機盎然。台灣由於過去對資本市場的管制，因此國際化程度不足，加以內部市場飽和，在內部商機不足，外部商機無法取得的夾擊下，如同產業界一般走向大陸市場，應是必然的發展，但由於大陸目前對於資本市場仍有管制的情況下，人民幣債券的承銷業務是台灣證券商的新業務增長點。

2、兩岸資本市場交流的可能性大增：

所謂兩岸資本市場的交流可以進步到兩岸企業的相互掛牌與籌資，這個可能性在於，台灣擁有較佳的管理與科技技術，可以協助大陸產業升級，大陸充沛的資金實力，是台灣企業現階段亟須引進的項目，彼此的開放和交流，對雙方有利。

台灣還有存在服務與創新的強項，這是香港所缺乏的。台灣金融業的理財服務和地區金融的農業服務，可以成為大陸金融業改革發展的借鑒。

3、便利兩岸貿易和觀光旅遊往來

離岸金融中心的建成更有利於便利兩岸貿易和民間交往。提供更為簡單易行的金融服務，降低兩岸貿易和出行的成本。對於貿易企業來說不用再繞道香港，利用協力廠商貨幣交易，極大降低匯率波動風險。同時兩岸直接人民幣相關金融產品的推出也拓寬了兩岸個人和機構投資管道和選擇。

4、強化構建區域金融中心，

亞太區域金融不能缺少台灣。不僅在於台灣特殊的地理位置優勢，毗鄰中國大陸，是中國大陸構建亞太區域金融中心不可或缺的一部分。兩岸經貿關係的深化，貿易的發展推動金融中心的形成和培養，台灣具有成為人民幣離岸中心的獨特優勢，也是大陸排名考前的境外投資者，台灣成為人民幣離岸中心，兩岸廠商可以避免美元幣值變動風險，對兩岸經濟互利雙贏。

5、人民幣國際化進程中不能缺少的一環，台灣為人民幣國際化的跳板之一

在面對金融全球化的當下，發展人民幣離岸中心將有助降低國際金融波動的衝擊。因為當前美元的弱勢，使得擁有龐大美元外匯準備部位的地區，無可避免地必須面臨資產減損的困境。若可藉由成立人民幣離岸中心，大幅吸納人民幣，無形中將可分散風險，減緩外部衝擊。

（五）台灣發展成為人民幣離岸中心的實施建議

人民幣海外債券市場與人民幣離岸中心源於大陸對人民幣國際化的規劃，然而對台灣而言，人民幣海外債券市場的興起，讓台商有了新的融資管道，讓投資

者有一個新的可供投資的金融商品之外，台灣成立人民幣離岸中心存在著可能性如下：

1、兩岸政策意願

無論台灣成為人民幣離岸中心的客觀條件是否成熟，主觀上中國大陸願意政策支持，台灣內部能夠排除反對勢力的疑慮，基本上，雙方應均有宏觀上的共識，是促使台灣成為人民幣離岸中心可能性的基本因素。

2、兩岸貿易往來需求

除了貿易總量持續創新高之外，台灣對大陸貿易順差的持續擴大，在簽定 ECFA 之後的貿易往來需求與交易風險考慮，均是促使台灣成為人民幣離岸中心的可能性大為增加。

3、金融合作的起點

兩岸金融合作的項目洽談已有一段時間，雖在逐步的進展之中，但透過在台灣人民幣離岸中心的成立，可以促使兩岸金融的實質合作加速，同時台灣優異的金融管理與人才，亦值得大陸學習與借鏡，雙方互利，這也是促使台灣成立人民幣離岸中心的可能性增加的因素。

4、負面因素為台灣反對勢力與交涉過程

在促進台灣金融發展的前提下，無論台灣政府或金融業者，均已直接感受到成立人民幣離岸中心的重要性與商機，唯一的負面因素應為台灣對大陸的反對勢力與洽談過程中，台灣是否得到對等的對待，這是使得台灣能否成為人民幣離岸中心的主要關鍵因素。

台灣建立人民幣離岸中心，可以從短期和長期兩方面考慮，從短期而言：

1、人民幣對新台幣的交割結算系統的建立首當其衝

隨著兩岸貿易的發展需求，大陸和台灣之間建立人民幣對新台幣的交割結算系統已成為海峽兩岸經貿合作的要務。目前台灣與大陸之間僅有 2010 年提出的“人民幣兌台幣現鈔清算”這一過渡性安排，即大陸指定中銀香港為台灣人民幣現鈔業務清算行，而台灣中央銀行指定臺灣銀行及兆豐銀行透過香港分行，與中銀香港辦理人民幣現鈔供應與回流業務。兩岸貨幣清算機制的完善，使得兩岸貨幣可以直接清算，不僅可以更便捷、更低成本，而且由於台灣和大陸間的貿易投資金額很大，一旦這些交易可以馬上用人民幣結算，人民幣離岸業務就可以擴大規模，有助於推動人民幣國際化。

2、允許台灣金融機構開辦人民幣業務

在人民幣尚未實現可兌換，大陸資本項目尚未開放的條件下，台灣要成為人民幣離岸中心，也只能經營存款而不能做貸款。最多只能向指定的企業做有限的貸款，台灣銀行的收益有限。離岸中心的形成和發展取決於離岸人民幣的供求關係。台灣對大陸的具有貿易順差，為離岸人民幣提供了巨額來源。在新台幣對人民幣清算機制的建立後，允許兩岸金融機構開展人民幣業務，無疑為人民幣的流通提供了保障，從而增強其流動性和可接受性。

3、進一步深化兩岸經貿的深度和廣度

兩岸經貿關係的進一步發展會內在推動兩岸金融的開放。兩岸經貿關係日益密切，尤其大陸是台灣的第一大交易夥伴、第一大出口地區、第二大進口來源地、最大貿易順差來源地、最大對外投資地區，雙方經貿關係這麼密切，亟需金融合作，使彼此經貿往來更為順暢。兩岸金融交流合作是互利雙贏的局面，也有益於兩岸金融業者、台商及廣大百姓。

4、加強兩岸銀行業合作

兩岸銀行業合作可以成為兩岸金融合作的先河。2012 年，廈台之間終於實現了民間人民幣“貨幣直航”。2012 年 4 月 19 日，台北富邦銀行與廈門銀行正式簽署人民幣清算結算協定，並在廈門銀行開立人民幣同業往來帳戶。目前大部分的人民幣結算要繞道香港，由香港中轉後再分轉兩岸，對企業來說，效率較低、成本較高。今後廈門與台灣的企業之間，可以直接匯人民幣，不必再像過去那樣要繞道香港。自 2011 年 11 月後，台灣陸續有 6 個銀行在大陸銀行開立同業往來帳戶，但都在北京、上海、深圳等地。

未來希望兩岸金融業，或是外商金融業，能優勢互補，進而策略合作（joint venture），提升彼此的金融競爭力，同時透過融資、擔保、聯貸或是相關金融服務，支援及伴隨企業轉型發展，拓展全球市場的商機。希望兩岸以金融業者及人民福祉為依歸，建立完善的配套措施，強化兩岸金融合作。

5、建立人民幣回流機制

以香港經驗來說，人民幣存款最高達到 6000 億元，可是在港人民幣金融產品有限，持有人民幣的動機是獲取人民幣升值的預期收益，可是未來隨著人民幣逐漸接近其真實水準，升值預期減弱，急需建立一套人民幣回流機制。

從長期看，台灣發展人民幣離岸中心可遵循如下建議：

1、大陸逐步開放資本帳戶，實現人民幣自由可兌換。

人民幣離岸中心的形成和發展，是一國經濟和金融高度市場化和全面開放的標誌。資本帳戶不開放，人民幣不能自由兌換，就會制約潛在的台灣債權人，借款和客戶之間的資金流動。大陸目前的外匯管制和資本項目的管制，是離岸人民幣市場形成的最大障礙，大陸已經明確提出了人民幣國際化的階段性目標，有章可循。

2、台灣自身加強國際化程度

台灣相對於香港等之國際金融中心而言，國際化程度不足，不但在金融專業方面，甚至在語言方面，都落後甚多，台灣若想成為人民幣離岸中心，必須加強國際化程度。

3、加強兩岸金融監管機構的合作，建立風險機制

離岸人民幣市場形成必須加強兩岸金融監管機構的合作，建立人民幣的風險管控機制。台灣要成為人民幣離岸中心，離不開兩岸金融監管機構的合作。由於兩岸的金融監管手段，監管方式，金融業的開放程度存在較大差異，加強溝通和協調，增強瞭解和互信是建立風險管控機制的前提。

美國的次貸危機、歐債危機與日本經濟的長期不振，使得三個主要國際貨幣流通市場的走弱，為人民幣國際化興起提供了很好的外部機會，各個經濟體有其難解的問題，而各國政府亦不斷的提出解決方案，這樣的時機需要兩岸共同把握。隨著人民幣國際化的推進，在市場需求以及金融中心相互競爭的合力推動下，未來在全球出現若干離岸人民幣市場是可以預期的。台灣有望成為人民幣離岸中心，還有待兩岸金融政策的進一步放寬和合作。人民幣國際化過程中，非常重要的條件就是海外人民幣離岸市場，而在香港、台灣這些和內地經濟往來十分密切的地區設立離岸市場最有發展前景。台灣和大陸間的貿易投資金額巨大，但由於涉及兩岸之間的政策因素，對於台灣來說，發展成為另一個人民幣離岸中心還有很大的不確定性和挑戰。

（六）台灣發展成為人民幣離岸中心的最新進展

值得肯定的是，2012 年底中國大陸與台灣兩岸貨幣清算合作有一系列的新進展。為人民幣與新台幣交割結算系統的建立奠定了基礎，也為台灣發展成為人民

幣離岸中心的實現樹立了信心。

1、海峽兩岸貨幣清算合作最新系列進展

2012年8月底，兩岸貨幣管理機構簽署《海峽兩岸貨幣清算合作備忘錄》。雙方同意以備忘錄確定的原則和合作架構建立兩岸貨幣清算機制。根據備忘錄達成的共識，雙方同意各自選擇一家貨幣清算機構為對方開展本方貨幣業務提供結算及清算服務，貨幣清算機構可依照兩岸相關監管法規辦理兩岸貨幣的現鈔調運。

2012年9月中旬，台灣中央銀行宣佈，由臺灣銀行上海分行擔任大陸地區新台幣清算行。

繼台灣中央銀行指定大陸新台幣清算行之後，2012年12月11日，中國人民銀行公告，決定授權中國銀行台北分行擔任台灣人民幣業務清算行。此舉意味著，台灣離岸人民幣市場正式啟動。

在中國人民銀行發佈公告的同日，中國銀行官網發佈消息稱，獲准擔任台灣人民幣業務清算行後，中國銀行台北分行將積極推進人民幣清算行工作，努力向台灣參加行提供優質的人民幣清算服務，以促進兩岸經貿合作和人員往來。

2、最新舉措對兩岸金融合作發展的啟示和意義

未來，兩岸民眾及企業兌換人民幣、台幣，將無需通過美元轉換，可有效節省換匯成本。同時，兩岸人民幣結算額及台灣的人民幣存款均有望大幅增長。

渣打銀行10月下旬發佈研究報告預計，一旦台灣監管部門允許外匯指定單位（DBU）帳戶進行人民幣結算，台灣人民幣貿易結算規模將呈指數型增長。目前，台灣本地銀行只能通過國際金融業務分行（OBU）進行人民幣交易，規模很小。同時預計2013年至2015年，兩岸人民幣貿易結算規模有望從200億元攀升

至 1600 億元以上，占兩岸貿易總額的比重也將從 2.5% 升至 15%。假定兩岸貿易有近三分之一以人民幣結算，到 2016 年、2017 年，人民幣結算規模可能翻番，達 3000 億-3500 億元。

從 2011 年下半年起，兩岸人民幣結算額即有顯著增長。在環球同業銀行金融電訊協會（SWIFT）統計的 131 個經濟體中，台灣的人民幣支付量從 2011 年 7 月的第 57 位，攀升至 2012 年的第 7 位。2012 年 8 月，台灣對中國大陸和香港的總支付中，人民幣支付占 24%，而 1 月時僅占 9%；相比 7 月，8 月人民幣支付額更是增長了 35%。

台灣人民幣存款也有望快速增長。渣打報告預計，到 2013 年底，台灣人民幣存款將達 1500 億元，約占總存款的 2%，到 2015 年底占總存款的比重可能升至 5%。

第四章 海外人民幣債券發行風險評級以及歐債危機影響

一、 海外人民幣債券發行機構風險評級

儘管人民幣海外債券市場 2011 年上半年以來發展迅猛，但市場急速膨脹的背後，也潛在一些隱憂，較突出的問題就是絕大部分發行者的點心債券均無主要國際評級機構的正式信用評級。目前，由企業發行、沒有進行信用評級的點心債券已成為離岸人民幣債券一、二級市場交易的主要部分，據滙豐控股估算，在總額為 1380 億元的未償還點心債券中，“次級投資等級品質”的債券約占 14%。而在 2010 年 12 月底之前，這種高風險債券在離岸人民幣債券市場幾乎不存在。然而由於投資者需求強勁，香港離岸人民幣債券發行缺失國際信貸評級的現狀短期內將難以改變，不過隨著點心債券市場進一步發展和更多人民幣投資產品推出，投資者在投資點心債券時將不斷加強對債券的信用考慮權重，這一發展意味著投資者對沒有評級的債券會更加挑剔，屆時將有更多發債公司為債券發行取得正式評級，以吸引投資者。

(一) 人民幣海外債券評級的現狀

目前，香港人民幣債券的發行流程與港幣債券、美元債券大致相同，債券評級業務幾乎由標普和穆迪壟斷。香港金管局債務工具中央結算系統(CMU)⁴顯示，共有 51 只實行了信用評級，占債券總只數的 45.53%，超過 50%的債券並未評級；

⁴人民幣債券主要透過香港金管局的債務工具—中央結算系統(CMU)銷售給機構投資者，對個人投資者則透過配售銀行櫃檯零售，本文根據 CMU 資料 2011 年 7 月 11 日之前發行的 112 只人民幣債進行統計。

已評級的人民幣債券中，由標普評級的有 40 只，由穆迪評級的有 29 只，由惠譽評級的有 1 只。其中，19 只人民幣債券實行了雙評級，14 只級別一致，5 只級別不一致。

表 4-1 人民幣海外債券評級概況

類型	數量（只）	占比（%）
有評級	51	45.53
未評級	61	54.46
單評級	32	28.57
雙評級	19 （其中 14 只一致，5 只 不一致）	16.96
S&P 評（含雙評）	40	35.71
穆迪評（含雙評）	29	25.89
惠譽（含雙評）	1	0.89
總數	112	100

資料來源：HKMA（香港金管局）中債資信整理

就目前已評級的點心債券來看，主要集中於中高信用等級，低信用等級債券很少。香港金管局資料顯示，人民幣債券級別主要分佈在 A- 至 AA-，約占全部評級的 80% 左右（見表 4-2）。香港人民幣債券市場仍處在發展初期，中高信用等級的發行人較為容易投資者接受，信用等級結構的形成一定程度上也是市場選擇的結果。隨著離岸人民幣債券市場的進一步成熟，低信用等級的發行人將逐步參與該市場，這也符合離岸債券市場的發展規律。

表 4-2 點心債券信用級別分佈表

標普	只數	穆迪	只數	惠譽	只數
AAA	2	Aaa	2		
		Aa1	1		
AA-	12	Aa3	17		
A+	3	A1	4		
A	3	A2	2		
A-	15	A3	2		
BBB+		Baa1	1		
BBB	2				
BBB-	2				
BB-	2	Ba3	1	BB	1

從表 4-1 中我們也注意到了未評級⁵的人民幣海外債券占比達到所發行債券總數的一半以上，並逐漸成為離岸人民幣債券一、二級市場交易的主要部分，表 4-3 指出了 15 只離岸人民幣市場中的非投資級債券，所有發行體均來自在大中華地區進行主要業務運營的企業。這主要是因為香港人民幣資金池較為充裕，在人民幣債券供給不足的情況下，投資人對於是否評級並不敏感，因此香港離岸人民幣債券發行缺失國際信貸評級的現狀短期內將難以改變，但隨著這一市場由賣方市場向買方市場轉化，發行人或不得不尋求信用評級以增強債券吸引力。2011 年高風險債券發行的風潮已經減緩，並且在受到在香港和北美上市的大陸小公司欺詐指控的影響後，高收益率的點心債券近期被禁售，這說明因為投資者們意識到，並非每一個與不斷升值的人民幣相關的交易都能成為好投資。

⁵包括不具有信用評級或評級低於投資級的公可

表 4-3：非投資級點心債券統計

發債企業	發債 時點	額度 (億元)	期限 (年)	利率
中國重汽/SINOTRUK HK LTD	2010	27	2	2.95%
銀河娛樂/GALAXY ENTERTAINMENT	2010	13.8	2	4.63%
中 電 國 際 /CHINA POWER INTERNATIONAL	2010	8	4	3.20%
春天百貨/PCD STORES LTD	2011	7.5	3	5.25%
永豐餘(開曼)公司/YFY CAYMAN CO	2011	3	3	3.10%
首創置業/BECL INVESTMENT HOLDING	2011	11.5	3	4.75%
路勁基建/ROAD KING	2011	3	3	6%
冠捷科技/TPV TECHNOLOGY LTD	2011	5	3	4.25%
中國風電集團/CHINA WINDPOWER GROUP	2011	7.5	3	6.38%
晨明紙業/CHENMING HK LTD	2011	5	3	2.95%
勝獅貨櫃/SINGAMAS CONTAINER HLDGS	2011	13.8	3	4.75%
中升集團/ZHONGSHENG	2011	12.5	3	4.75%
亞洲聯合財務/UA FINANCE	2011	5	3	4%
比亞迪香港/BYD HK CO LTD	2011	10	3	4.50%
廣 州 富 力 /GUANGZHOU R&F PROPERTIES	2011	26.1	3	7%

資料來源：根據中銀國際，中誠信國際整理

(二) 人民幣海外債券評級的必要性

雖然離岸人民幣債券市場起步較晚，初始發債規模很小，前幾年發展相對緩慢，但隨著大陸經濟實力的逐步增強、國際金融危機的爆發和持續發展以及中小企業融資管道稀缺的約束日漸顯現，在港發行人民幣債券已經呈現爆炸式增長。儘管目前在港發行的人民幣債券沒有法定要求進行債券信用評級，不過發行人數量逐漸增加，發行主體逐漸豐富和多樣化以及交易規模逐步擴大的情況下，其中蘊含的風險不言而喻。因此催生了對信用評級的需求的必要性，具體如下，

第一，債券的發行價格不僅僅與資本市場上的貨幣量和融資工具供給有關，而且與債券級別有密切關聯。所以對債券進行評級不僅能夠幫助投資人理性看待債券及其收益率，而且對於市場化的確定債券收益率有幫助，對這種債券進行信用評級，揭示其中的風險並做出合理的展望，對離岸人民幣債券市場的健康發展將起到推動作用。

第二，有了評級的債券在二級市場交易時能夠更加便捷的交易，這對活躍債券市場極有幫助。

第三，隨著發行主體進一步多元化，大陸房地產企業等高收益債券發行人也參與到發行隊伍中，信用級別下移必然要求人民幣債券具有國際認可的信用評級，充分揭示潛在的信用風險。

第四，隨著對於人民幣升值的市場熱點過去之後，與之前相比，機構投資者對發行人的風險意識提高，選擇性增強。不同於過去投資者主要看中人民幣升值，不論發行人風險的高低，而現在風險高低和選擇的分化開始出現，顯示出市場發展成熟度以及對產品理解程度的提高。

第五，歐美等投資者群體加入人民幣債券市場必將對發行人評級制度安排提

出更高的要求。很多國際投資者對認購非跨國企業或非大型上市公司的人民幣債券仍有保留，而缺乏債券評級令其難以參與。

(三) 人民幣海外債券評級具體規則和注意事項

1、點心債券評級基本流程

儘管點心債券是以大陸人民幣計價的債券，但是其在岸市場發行的債券仍然有本質區別，因此信用評級步驟更多的參照直接用外幣計價的海外債券。點心債券的發行人的評級基本無異於其他中國企業，首先根據其財務表現，包括能否履行高級，無擔保的財務責任和合同確定是否其屬於投資級別發行人（issuer rating）還是非投資級別的企業家族評級（CFR），接下來利用參考該企業其他金融債務，結合債券結構，法律以及有效次級資本確定最終評級。

因此本文參考中誠信和穆迪兩家大陸與國際評級公司，對與公司債券評級的流程進行梳理，具體如下：

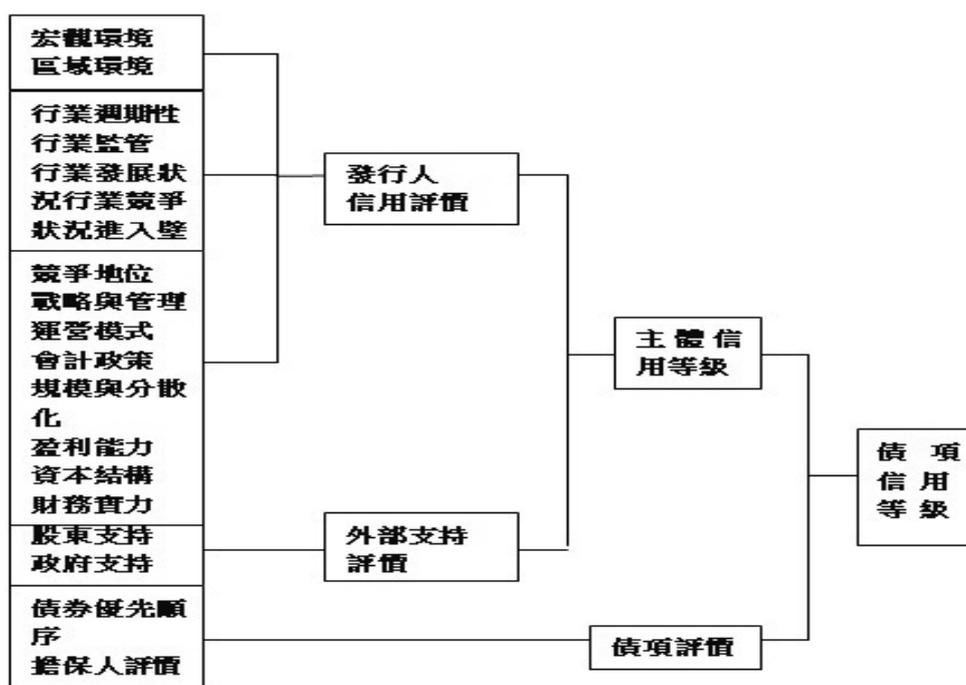
公司債券信用評級本身是針對公司債券這一產品進行的評級，因此債券獲得的信用等級（債項級別）一般反映了兩方面因素：一是債券發行人自身的信用風險，即主體信用等級；二是公司債券的特點，主要包括擔保、抵押及債券的優先償付次序等因素。

在主體信用評級方面，一般體現了個體評級與支持評級相結合、質的分析與量的分析相結合、歷史考察與未來預測相結合的信用評級基本原則。

所謂個體評級與支持評級相結合，是指發行人的主體信用等級綜合體現了發行人個體信用品質和股東或政府的支持作用。在評價發行人個體信用品質時，主要從宏觀、中觀與微觀三個層面來考察。在宏觀層面，主要考察宏觀環境或區域

環境對發行人所處行業及發行人自身信用品質的影響，對於點心債券而言，包括當前中國經濟的增長前景，通膨預期，貨幣和財政政策，人民幣匯率利率以及資本項管制的放鬆等；在中觀層面，主要考察發行人所處行業的特點，主要包括行業週期性、行業監管環境及政策、行業競爭程度、行業供求趨勢、行業進入壁壘等等因素；在微觀層面，主要考察發行人自身的素質，主要包括競爭地位、戰略與管理、運營模式、會計政策、規模與分散化、盈利能力、資本結構、財務實力、流動性等方面的因素。同時，在個體評級與支持評級的原則指導下，某些具有相同或相近個體信用品質的發行人，由於已獲得或可能獲得的股東或政府的支持力度不同，或者股東、政府的實力不同（點心債券發行人可為國有企業，外資控股或者民營企業），其最終獲得的主體信用等級有可能不同，最後在確定債券發行人主體信用等級的基礎上，將進一步考慮優先償付次序、擔保或抵押品設置等債券特點，綜合確定公司債券的信用等級（債項等級），見下圖 4-1。

圖 4-1 公司債券信用評級基本模式



2、人民幣海外債券和其他海外債券評級的區別

由於人民幣離岸債券本質上也是普通貨幣計價的債券，同在離岸市場上發行的其他海外債券，例如美元債券、武士債券在評級沒有太多區別，針對學者指出的關於點心債券是直接由人民幣計價，是否一定程度上規避了匯率風險而使得其比其他海外債券的評級要高，穆迪認為結構化或者有效的附屬因素都表現在最終的評級，如果發行者確實因更低的匯率風險而使得其資產負債表貨幣匹配中受益，這些都會直接透過信用評級反映出來，並未單獨就作為重要因素列出來，按照以往經驗來看，如果發行人的擔保負債超全部合併資產的 15%，市場將會對其降低評級，就目前市場而言，點心債券和無擔保高級美元債券屬於同一等級。

3、主權評級在人民幣海外債券評級中的作用

同任何其他行政轄區發行債券類似，香港發行的海外人民幣債券的發行者所在國的主權的本外國的評級上限反映了本國當地法律和外匯政體，任何發行者的評級上限由其居住所在地決定，而不是由債券發行地決定，因此，中國大陸的發行者的債券享受最高 Aa3 級正面展望的評級，而不考慮其發行的以人民幣計價還是其他貨幣計價的債券，因此這反映無論是基本的點心債券還是合成人民幣債券都必須考慮主權評級的問題。

一般而言，國際上流行國家主權評級，體現一國償債意願和能力，主權評級內容很廣，除了要對一個國家國內生產總值增長趨勢、對外貿易、國際收支情況、外匯儲備、外債總量及結構、財政收支、政策實施等影響國家償還能力的因素進行分析外，還要對金融體制改革、國企改革、社會保障體制改革所造成的財政負擔進行分析，最後進行評級。根據國際慣例，國家主權等級列為該國境內單位發行外幣債券的評級上限，不得超過國家主權等級。

惠譽 2012 年 4 月發佈的主權評級中，惠譽確認中國大陸外幣評級為“A+”，展望為穩定；確認中國大陸本幣評級為“AA-”，展望為負面。此外，惠譽對中國大陸短期評級為 F1，國家上限評等為 A+，其認為中國大陸的顯性主權債務規模仍然適中，在 2009-2011 年信貸增長後，會有更多債務轉移至中國主權負債表。惠譽分析認為中國大陸的主要評級優勢在於公共財政穩健，2011 年底大陸海外資產淨頭寸價值占大陸國內生產總值(GDP)的 44%，在 A 級主權實體中位居第二，大陸財政儲備規模高於到期主權債務。但同時其也指出，由於經濟前景依舊存在不確定性，大陸銀行體系資產減值可能致使其需要主權金融支援。另外，銀行體系資產減值或影響對整體經濟的信貸供應，進而影響經濟增長。另外如果大陸債券資本市場更加活躍，匯率政策能更具彈性，宏觀調控更加依賴市場化的工具，大陸未來的主權評級將進一步有望提升。

4、人民幣海外債券評級市場構成和未來走向

由於香港證監會獲得執業牌照的信用評級機構共 5 家，分別為標準普爾、穆迪、惠譽、A.M. Best Asia-Pacific 及理信 (CTRISKS)，前四家機構均為美國 NRSRO 認證機構，理信為香港本地評級機構，國際評級機構憑藉聲譽和影響力佔據人民幣海外債券評級市場的先發優勢，不過本文預計在未來一段時間內，大陸的評級機構也將會扮演越來越重要的角色，主要基於以下優勢：

首先，目前點心債券的發行主體中，大陸境內企業和機構佔有絕對的比重。大陸境內評級公司能夠更加快捷、更加準確地獲取發債主體的信用狀況資訊。

其次，大陸境內評級公司對中國大陸政府的管理方式以及各種經濟政策對企業的影響更加瞭解。當外部宏觀經濟出現新的事件和風險時，其對發債企業產生的作用對企業的運營以及財務狀況肯定產生非常複雜的影響，而準確快速評估這

些影響是大陸境內信用評級公司的專長。尤其是一些發債企業本身就是大陸境內信用評級公司的客戶，這樣他們在香港發行人民幣債券時蘊含的信用風險會更容易、更直接被這些大陸境內評級機構捕獲。

最後，大陸境內評級機構使用的評級方法一方面借鑒了國際先進模型，一方面又做了適合中國大陸現實的本土化，這種模型用於評價大陸境內企業更加適合，使得其作出滿足發行者客觀需要的評級結果。

二、 歐債危機對海外人民幣債券影響

從 1999 年誕生至今，儘管歐元才走過 14 年頭，但憑藉歐盟一體化的優勢，其成為僅次於美元的全球第二的國際貨幣。2008 年發跡於美國的次貸危機曾進一步為歐元提升地位奠定了最佳機遇。並且隨著歐元匯率一路走強，歐元資產炙手可熱，特別是以歐元計價的債券成為市場的新寵，學界也傳來有關歐元即將在數年內取代美元的聲音。只可惜一場希臘債務危機卻終結了這一大好勢頭。2009 年，各國還在擔心次貸危機後全球經濟觸底的問題。進入 2010 年，各國開始擔憂全球性赤字問題。從迪拜到希臘，從希臘到歐元區，從英國到美國，歐美核心發達經濟體國家的巨額赤字，就像慢性發展的惡性“腫瘤”，侵蝕著尚未全面復甦的全球經濟。毫不疑問，作為人民幣國際化中重要的一步，人民幣海外債券市場，也不可避免受到主權債務危機的影響，因此肆虐歐美的主權債務危機人民幣海外債券市場形成的可能影響是研究項目必須考慮的，本節將從歐債危機產生的機理出發，探討信用評級和歐債危機的關聯，最後梳理一下影響的有利和不利方面以及人民幣海外債券市場又如何規避其不利的衝擊呢？

(一) 歐債危機產生機理分析

1、外部原因

- (1) 金融危機中政府加槓桿化使債務負擔加重。
- (2) 金融危機使得各國政府紛紛推出刺激經濟增長的寬鬆政策，高福利、低盈餘的希臘無法利用公共財政盈餘來支撐過度的舉債消費。
- (3) 評級機構煽風點火，助推危機蔓延。

2、內部原因

- (1) 產業結構不平衡：實體經濟空心化，經濟發展脆弱。PIIGS 五國屬於歐元區中相對落後的國家，他們的經濟更多依賴於勞動密集型製造業出口和旅遊業。隨著全球貿易一體化的深入，新興市場的勞動力成本優勢吸引全球製造業逐步向新興市場轉移，南歐國家的勞動力優勢不復存在。而這些國家又不能及時調整產業結構，使得經濟在危機衝擊下顯得異常脆弱。
- (2) 人口結構不平衡：逐步進入老齡化。
- (3) 剛性的社會福利制度：從 2008 到 2010 年，愛爾蘭和希臘 GDP 都出現了負增長，而西班牙近兩年也出現了負增長，這些國家的社會福利支出並沒有因此減少，導致其財政赤字猛增，2010 年希臘財政赤字占 GDP 比重達到了 10.4%，而愛爾蘭這一比重更是高達 32.4%。
- (4) 法德等國在救援上的分歧令危機處於膠著狀態。法國堅決支持救援，德國在救援問題上的左右搖擺使得歐債危機長期處於膠著狀態。是否要對身陷危機的國家施以援手主要取決於德國和法國的態度。

3、根本原因

貨幣制度與財政制度不能統一，協調成本過高。根據有效市場分配原則，貨

幣政策服務於外部目標，主要維持低通膨，保持對內幣值穩定，財政政策服務於內部目標，主要著力於促進經濟增長，解決失業問題，從而實現內外均衡。歐元區一直以來都是世界上區域貨幣合作最成功的案例，然而 2008 年美國次貸危機的爆發使得歐元區長期被隱藏的問題凸現出來。

歐盟各國勞動力無法自由流動，各國不同的公司稅稅率導致資本的流入，從而造成經濟的泡沫化。最初蒙代爾的最優貨幣區理論是以生產要素完全自由流動為前提，並以要素的自由流動來代替匯率的浮動。歐元體系只是在制度上放鬆了人員流動的管制，而由於語言、文化、生活習慣、社會保障等因素的存在，歐盟內部勞動力並不能完全自由流動。

歐元區設計上沒有退出機制，出現問題後協商成本很高。由於在歐元區建立的時候沒有充分考慮退出機制，這給以後歐元區危機處理提出了難題。目前個別成員國在遇到問題後，就只能透過歐盟的內部開會討論，來解決成員國出現的問題，市場也隨著一次次的討論而跌宕起伏，也正是一次次的討論使得危機不能得到及時解決。

（二） 信用評級和歐債危機

信用評級已成為信用產品定價和風險識別中不可或缺的一個環節，金融資訊的極度不對稱性以及債券市場尤其是富有主權意義的國家信用債券市場的快速發展使得投資主體越來越依託包括標準普爾，穆迪以及惠譽等三大獨立信用評級出具的評級報告，因此相比在岸人民幣債券，具備更強市場流通性和具備大陸主權特色的人民幣國際債券在其發展步伐中也必然會面臨評級的約束，歐洲主權債務危機實踐表明，國際信用評級機構起了催化劑的作用，每次評級的調整都帶來

歐債危機局勢的改變（見表 4-4 歐債危機評級調整大事記）。這些評級機構調低希臘主權債務等級，導致市場看空，致使希臘政府融資困難；此後，藉口希臘政府融資困難再次下調債務等級，導致市場進一步看空，希臘政府融資更加艱難。在歐元區成員國準備救助希臘之際，一些國際信用評級機構開始調低葡萄牙、西班牙等國的主權債務等級，造成市場對歐元區的恐慌，危機擴散並迅速放大。這種惡性循環迅速給歐盟和國際貨幣基金組織的救助增加了難度，同時也給希臘政府帶來了額外的還債成本。最終備受煎熬的歐盟甚至提交新評級機構規則，計畫暫停信用評級機構對包括希臘、愛爾蘭、葡萄牙等接受國際緊急援助的國家的信用評級兩個月，並且歐盟委員會也儘快出臺條例草案，對國際信用評級機構的行為進行更嚴格管制，希冀達到四大目標，即要確保金融機構不再盲目依賴信用評級機構的評級；信用評級機構對主權債務的評級必須更加透明；信用評級必須更多元化，並且要消除利益衝突；評級機構必須提供客觀可靠的信用評級。

表 4-4 歐元區國家降級調整主要大事記

降級項目	長期評級	前景展望	時間及發佈機構	影響
希臘主權信用	從 A-到 BBB+	負面	2009 年 12 月，惠譽	拉開歐債危機序幕
希臘主權信用	BBB+降為 BB+	負面	2010 年 6 月，標普	外界援助極為迫切
葡萄牙主權信用	從 A+跌至 A-	負面	2010 年 4 月，標普	債務危機開始蔓延
西班牙主權信用	從 AA+至 AA	負面	2010 年 4 月，標普	西班牙股市大跌
愛爾蘭主權信用	從 Baa3 到 Ba1	負面	2011 年 7 月，穆迪	市場擔憂情緒升級
希臘八家銀行信用	--	負面	2011 年 9 月，穆迪	銀行風險敞口顯現
義大利主權信用	從 A+到 A-	負面	2011 年 9 月，標普	歐元區面臨瓦解風險
法國兩家銀行信用	從 Aa1/2Aa2/3	負面	2011 年 9 月，穆迪	核心國家遭受威脅

資料來源：根據中金國際研報整理

(三) 歐債危機對人民幣國際化的影響

1、對全球經濟的影響

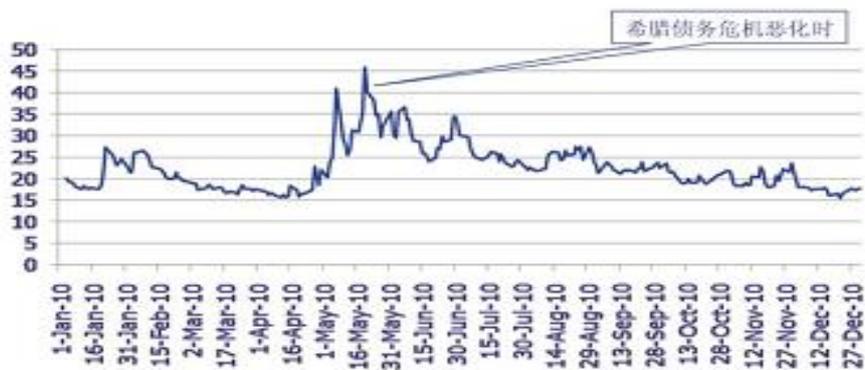
希臘債務危機爆發以來不僅引發希臘大陸境內動盪，也對國際金融市場造成嚴重衝擊。自從希臘長期主權信用評級被國際評級機構調整為“垃圾級”之後，葡萄牙、西班牙主權信用評級或展望也被降，市場對於歐洲債務危機蔓延的擔憂加劇，造成國際金融市場動盪，金融危機“第二波”衝擊成為市場揮之不去的陰影。全球股市全面下跌，歐元對美元比價一路下滑，國際能源價格全面走低，市場投資者的信心受到很大打擊。

首先，歐債危機必然增加全球經濟復甦的不確定性，歐洲債務也開始或多或少影響到自次貸危機後各國救助政策退出的步伐。在迄今已兩次加息的印度，該國計畫委員會副主席 4 月 14 日表示，印度利率在短期內不會上調，儘管通膨仍較為嚴重。對外部經濟環境的不確定性，是促使當局對退出慎之又慎的一大因素。從實體經濟方面來說，歐洲債務危機可能拖累全球經濟復甦進程，特別是那些以歐洲為主要出口市場的國家，進而推遲政策退出的步伐。

其次，全球金融一體化使得歐債危機引發全球金融市場波動。圖 4-2 所示的市場波動率指數(VIX)在 2010 年 5 月達到最高。最近受第二輪歐洲主權債務危機影響又有所上升。這些都是由於市場恐慌情緒增加。導致大量的資本回流傳統的美元市場。尋找避風港，這也會導致美元的走強。2010 年 5-6 月，歐元匯率一度從 1.4 跌至 1.2，最近一段時間又有所走軟。主要發達國家實行寬鬆的貨幣政策，造成市場流動性較多，但是由於實體經濟沒有真正復甦。導致大量流動性在市場上空轉，形成了局部的流動性過剩，造成金融市場動盪加劇。比如現在大宗商品價格的上升，完全經濟基本而能夠解釋的，更多是因為在流動性氾濫的情

況下，大量資金進入大宗商品市場，造成大宗商品價格金融屬性特徵更加明顯，出現劇烈波動。

圖 4-2 市場波動率指數 VIX



註：以標準普爾 500 指數期權價值為基礎計算，指數高說明市場恐慌情緒越重。

資料來源：根據國泰安金融資料庫統計

最後，將加大歐元自身發展的壓力，歐元現在已經成為僅次於美元的主要國際儲蓄貨幣，占比超過 20%。現在，由於歐洲主權債務危機不斷發酵，歐元面臨巨大壓力，同時歐洲實施一籃子的救助政策，包括歐洲金融穩定工具 EFSF 利用杠杆化，從 4400 億歐元擴大至 1 兆歐元；歐洲銀行業認可為希臘債務減記 50% 以及在 2012 年 6 月前向歐洲銀行業注入近 1000 億歐元，將核心資本充足率提高到 9% 等。這些都會使得中央銀行被迫作為最後貸款人的職能而實施量化寬鬆政策，歐元也會像美元一樣而臨貶值的壓力、通膨的壓力，對歐元資產的安全性也會帶來很大影響，影響投資者對於歐元資產的信心。

2、對中國大陸的影響

首先，對大陸基本面的影響。歐盟是大陸第二大交易夥伴，歐債危機導致歐元持續貶值，直接降低了大陸出口產品的競爭力。另外為了緩解主權債務危機，歐洲各國不得不收縮其時政政策，降低赤字占 GDP 比重，縮小對大陸的貿易逆差，減少對於中國大陸產品的需求中國大陸的外貿出口將受到較大程度的打擊。

其次，對資金面的影響。歐洲債務危機一方面導致全球避險情緒加重，資金紛紛回流美元；另一方面歐洲在全球各地的資金有回流歐洲救急的需要。雙重因素下，一些資金會加速流出大陸。當時，美國債務危機發生時，僅 2008 年底到 2009 年初的半年裡，游資就流出中國大陸 2000 億美元。2010 年一季度大陸國家外匯儲備增加 479 億美元，貿易順差為 144.9 億美元，直接投資為 234.4 億美元。一季度的外匯儲備減去貿易順差減去直接投資，等於 99.7 億美元，也就是一般意義上理解的游資在一季度仍流入中國大陸達 99.7 億美元之多，但少於 2009 年 12 月流出中國大陸的 121 億美元游資。此外，僅僅是 2009 年第二季度流入中國大陸的游資規模就達千億美元。大批游資轉而流向中國大陸市場，由此將加劇人民幣升值壓力和大陸經濟過熱風險。

最後，對政策面的影響，歐洲是世界高端設備製造業大國，歐債危機引發的經濟動盪降低了歐洲對於大宗資源商品的需求，導致資源品價格下跌。國際資本回流美國本土與資源品需求下降導致資源品價格下跌有利於緩解大陸的輸入型通膨壓力與降低海外游資推高大陸資產價格泡沫的風險，最終可能促使中國大陸利用本次機會短期出臺更加嚴厲的貨幣緊縮政策以降低大陸通膨率，穩定物價水準，則大陸貨幣流動性將會收緊，實際負利率消失也將使儲蓄資本流入股的速度減緩甚至反向。

3、對人民幣國際化的影響

鑒於本報告研究的重點是人民幣海外債券，其帶有極強的主權債券的意味，因此在歐債危機蔓延之際，人民幣海外債券能否獲得市場青睞，歐債危機能否是人民幣國際化的契機，我們認為這取決兩點，一是人民幣海外債券的主權信用評級能否在危機後保持相對穩定，二是取決市場對於歐洲市場復甦的信心以及替代

資產的需求性。

針對第一個問題，大部分權威機構對亞太地區的主權評級的未來走勢保持樂觀情緒，近期穆迪發佈了《亞太地區主權評級年中展望》報告，稱亞太地區 21 個主權信用評級總體仍保持穩定乃至積極走向。他們認為亞太地區主權信用評級並沒有因此次全球金融危機而遭降，未來 12 個月，該地區多數主權信用基本面仍可能保持穩固，特別指出中國大陸經濟強勁增長說明鑄就了區域經濟的 V 型復甦，中國大陸對地區出口的強勁需求成為關鍵推動力。同時間段惠譽也發佈了亞太地區商業銀行前景報告，認為該地區的信用評級前景穩定，預計該區域健康、稍微放緩的經濟增長將會為銀行信用提供支援。報告指出，從資本流動情況看，全球投資者對亞太地區的經濟及市場興趣明顯；儘管該區域面臨的共同風險主要在於全球經濟復甦停滯，或者中國大陸經濟增長出現大幅下滑。不過近期內這些風險不會影響銀行業務表現，因此不會引發評級調整。

其二，歐洲市場不斷惡化，市場普遍擔憂歐元區陷入衰退，甚至歐元自身亦有崩潰之虞，導致歐洲企業本土發債量降至 6 年來最低紀錄。據彭博社統計，歐洲企業 2011 年以來共發行 819 億歐元的債券，較 2010 年下降 17%，12 月首個星期發債量更降至 900 萬歐元，為有記錄以來最差的 12 月開局。正由於在歐洲本土遭遇融資難，同時美元計價的債券在經過 2008 年次貸危機的寬鬆政策後的收益率不如收緊貨幣政策的亞洲債券，並且隨著亞洲債券市場日益強健的規管環境和不斷改善的流動性因素，可以投資這些市場的投資者範圍也越來越廣，越發滿足投資者對貨幣投資多元化的需求。而對融資者而言，不少歐洲企業轉而向離岸人民幣市場尋出路。截至 2012 年 4 月，總共已有 12 家歐洲企業來港發行人民幣點心債券，包括歐洲最大的家電生產商博世－西門子家用電器集團，以及英國

最大的零售商特易購、法國液化空氣公司等企業，發行總額已接近 70 億元。包括滙豐香港在內的機構認為這一現象顯示歐洲財務長們可能希望分散融資管道，加上債券投資者質疑歐元前景，又不想發行任何美元債券，因此人民幣債券成為一個較好的替代選擇，而瑞穗證券香港總部也統計來自歐洲發債人的諮詢顯著上升，原因是歐洲發債人很難在歐元或美元債券市場吸引投資者，同時來港發行人民幣點心債有助分散融資管道。總而言之，海外市場對離岸人民幣的需求有增無減，尤其飽受債務危機困擾的歐洲更將人民幣視為「救命稻草」，其替代效用表現明顯。

總體而言，儘管市場上依然存有對於亞洲債券的偏見，投資者認為全球經濟面臨威脅的情況下更易受影響，例如最近亞洲債券獲得避風港地位收益率下降的同時，用信用違約掉期為它們擔保的成本仍上漲了。我們還是欣喜的看到亞洲債券，特別是人民幣計價的海外債券與嚴重負債的西方政府債券相比，越來越受到市場歡迎程度，這無疑對點心債券市場的成長提供絕佳的契機。

結論與建議

2007 年以來，香港人民幣債券市場發展十分迅速，發行主體越來越多元化，而且基本上都是超額認購，可以看出人民幣債券是受到投資者追捧的產品，尤其是機構投資者。隨著 2012 年海峽兩岸貨幣清算合作備忘錄的簽署，人民幣清算機制將日益完善，市場監管機制的不斷調節和改進，以及人民幣債券發行流程的簡化，這些共同推進了香港人民幣債券市場的發展。

本文在第二章著重研究目前人民幣海外債券市場的運營狀況，作為人民幣國際化離岸市場建設的核心部分，由發行者，投資者，監管者以及仲介機構組成的參與主體表現極大需求和積極性，諸多法規條例的頒佈也就募集資金的使用，回流，清算做了詳細的規定和指導，保證了點心債券市場的運營有條不紊的進行。隨著台灣和大陸的貿易往來日益頻繁，自兩岸金融合作協定簽署以來，金融合作也取得了新進展：兩岸金融監管合作制度化，金融市場也逐步向兩岸開放，大陸和台灣在兩地也互相開設金融機構，兩岸貨幣兌換和清算更加便利等等，這些發展都為台灣建立人民幣債券市場提供了有利條件，當然由於台灣和大陸的經貿往來存在著它的特殊性，目前人民幣與新台幣的兌換機制還不完善，這些都是一些潛在的問題，在兩岸政策穩定的前提條件下，台灣可以參照香港發行人民幣債券的模式，選擇符合自己的人民幣債券運營模式。

而本文也詳細介紹了目前海外人民幣債券的發行及承銷過程，並分析了人民幣債券定價的影響因素，結合在台灣發行國際債券的流程和法律法規，並詳細分析台灣證券商承銷可能獲得的承銷收入，賺取部位利得和二級市場收入，開拓衍

生收入的利基，提出了台灣企業參與到人民幣債券市場的兩種可能性模式，即台灣企業作為海外發行主體直接在香港發行人民幣債券以及台灣企業直接在台灣發行人民幣債券，並認為後者隨著兩岸金融合作的進程，並且隨著中國人民銀行於 2012 年 12 月 11 日決定授權中國銀行台北分行擔任台灣人民幣業務清算行，中國大陸與台灣兩岸貨幣清算合作再有新進展，為兩岸人民幣債券的發展提供暢通的管道機制。

此外中國大陸資本項目尚未自由可兌換下，離岸人民幣債券，只能在個案審批的監管下利用股東貸款或人民幣直接注資方式匯回中國大陸企業。企業在離岸市場上發行人民幣計價的債券擁有低成本籌資的優勢，且離岸投資者可享受人民幣升值帶來額外收益。在當前人民幣匯率非市場化下，離岸和在岸市場上的人民幣價格存在差異，可是長期看來，隨著可允許的匯率自由浮動的區間逐步增加，匯率走向市場化下，兩個市場的匯率價格差異會逐步消失。RQFII 的引入及額度的擴大，以及匯率自由化進程的加快，資本項目下人民幣可兌換的可能性加大，加速了人民幣國際化戰略“走出去”，“離岸流通”和“可回流”三步計畫的有望早日實現。

隨著點心債券市場進一步發展和更多人民幣投資產品推出，投資者在投資點心債券時將不斷加強對債券的信用考慮，這一發展意味著投資者對沒有評級的債券會更加挑剔，同時點心債券市場信用評級的推出將對離岸人民幣債券市場的健康發展將起到推動作用。此外一連串美國的次貸危機、歐債危機與日本經濟的長期不振，這三個主要國際貨幣流通市場的走弱，為人民幣以及人民幣計價的金融產品提供絕佳客觀條件，我們樂觀的預見以人民幣計價的海外債券的亞洲債券與嚴重負債的西方政府債券相比將會越來越受到市場歡迎程度，這無疑對點心債券

市場的成長提供絕佳的契機。

當前世界上很多經濟體都在努力把握人民幣商機，共同擴大人民幣的境外市場創造共贏是各方的強烈共識，本報告認為台灣也可憑藉自身健全成熟的金融體系，兩岸巨大貿易需求，語言與文化共通，以及穩步推進的兩岸政治關係等天然條件，參考香港和新加坡的經驗，台灣發展人民幣業務過程中將獲得與世界其他金融中心連結和交流的機會，我們有信心預言台灣將成為繼香港之後，下一個人民幣離岸中心的誕生，共同推動兩岸金融市場的健康和諧發展。

參考文獻

- [1] 裴長洪、余穎豐 (2011):《人民幣離岸市場現狀與前景分析》[J],《金融評論》,第2期。
- [2] 農銀國際 (2011):《香港發行海外人民幣債券簡介》
- [3] 邢繼軍 (2010):《境外金融機構境內發行人民幣債券管理問題探析》[J],《金融發展研究》,第7期
- [4] 洪永淼、鄭鳴 (2009):《兩岸資本市場整合與監管》[M]
- [5] 香港金融管理局 (2010. 2):《香港人民幣業務的監管原則及操作安排的詮釋》
- [6] 香港:《公司條例》(包括附屬法例)
- [7] 香港:《證券及期貨條例》(包括附屬法例)
- [8] 大陸:《證券法》、《中國計委、大陸人民銀行關於進一步加強對外發債管理的意見》、《中國人民銀行關於對外發行外幣債券由大陸人民銀行歸口管理的通知》、《國有和國有控股企業外債風險管理及結構調整指導意見》、《中國人民銀行公告[2007]第3號》、《境內金融機構赴香港特別行政區發行人民幣債券管理暫行辦法》、《關於當前金融促進經濟發展的若干意見》
- [9] 台灣:《證券交易法》
- [10] 中國銀行 (2011):《海外人民幣債券定價機制初探》
- [11] 陳俊君、李洪良 (2011):《香港債券市場的特點及對內地銀行間市場建設的啟示》[J],《南方金融》
- [12] 葉婷婷,張璨 (2011): 香港人民幣市場發展動態及趨勢[J]. 金融市場研究

- [13]張漢林，周念利（2009）：中國內地與香港債券市場整合問題研究[J]. 國際經貿探索
- [14]巴曙松，&郭雲釗.（2008年9月）. 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
- [15]餘永定（2010年6月）. 美國國債與熊貓債；見證失衡. 北京：生活讀書新知三聯書店
- [16]渣打銀行（2011年）. 2011年香港人民幣市場特別報告.
- [17]人民幣國際化研究課題組. 人民幣國際化的時機、途徑及其策略[J]. 中國金融, 2006(5).
- [18]鐘偉. 略論人民幣的國際化進程[J]. 世界經濟, 2002(3).
- [19]宋海（2011年9月）. 人民幣匯率制度改革與國際化研究. 中國金融出版社.
- [20]Chen, Shu, 2009 “The Potential of the Renminbi as an International Currency”, Presentation at Bank of Korea-BIS Seminar on Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific, 19-20 March, 2009, Seoul, Korea.
- [21]Hyun, Jang, 2008. “Asian Bond Market and Cross-Border Securities Settlement-Toward Cooperation between Japan and Korea”, Chapter 6 in Grand Design for an Asian Inter-Regional Professional Securities Market (AIR-PSM),” LexisNexis Press.
- [22]Gao, Yu, 2009 “Internationalization of the Renminbi”, Presentation at Bank of Korea-BIS Seminar on Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific, 19-20 March, 2009, Seoul, Korea.