

asifma

人民币路线图

2014年5月



共同作者



THOMSON REUTERS



Mark BOLEAT 先生

伦敦金融城政策与资源委员会主席

“ 很明显，中国主管部门正逐步开放金融市场。他们希望让人民币在国际交易中得到更广泛的使用。他们希望让中外企业更方便地开展跨境交易。 ”



Thierry DE LONGUEMAR 先生

亚洲开发银行金融和风险管理副总裁

“ 各中央银行之间的互换安排有助于确保市场流动性，在金融危机时期尤其如此；还有助于促进贸易和投资，并推动金融市场的发展，包括本币债券市场。 ”



张灼华女士

香港证券及期货事务监察委员会副首席执行官兼执行董事

“ 人民币的发展不仅事关香港，也事关中国大陸，更事关全球。竞争总是创新和增长的主要推动力。竞争越激烈，就越能彰显香港的优势。 ”



李建英先生

香港金融管理局金融基建部助理总裁

“ 这不是尾声，这甚至不是尾声的序幕。但或许，序幕即将进入尾声。（引用丘吉尔的名言谈人民币市场的增长）。 ”



LEONG Sing Chiong 先生

新加坡金融管理局（金融开发和国际业务）助理常务董事

“ 随着中国继续大力推进人民币国际化，实现资本项目自由兑换，并努力推动资本市场的进一步改革，中国经济和金融将进一步与世界接轨。在亚洲，我们认为，今后5-10年内，人民币的地位将不断提升，届时将很可能改变亚洲的金融格局。 ”



Antony PHILLIPSON 先生

英国驻新加坡高级专员

“ 人民币应在全球贸易和金融关系中发挥更重要的作用，这才与中国经济在世界经济中日益提高的地位相称。 ”



Alain RAES 先生

SWIFT 亚太区域及欧洲、中东和非洲区域首席执行官

“ 人民币要实现国际化，必须采取人民币交易的最佳做法。所谓“最佳做法”是指整合离岸人民币中心所需的所有要素，与其他货币竞争。这就是要加强本地人民币支付体系，使用国际标准，同时采用业界商定的最佳做法，来满足本地市场需求。 ”

亚洲证券业与金融市场协会 (ASIFMA) 是一个独立的地区性行业协会，会员基础广泛，由买方和卖方市场 60 多个领先金融机构组成，包括银行、资产管理公司、律师事务所、市场基础设施服务提供者等。我们与各会员共同发掘金融行业的共同利益，推动亚洲各资本市场的发展深度、广度和流动性。我们致力于促进亚洲资本市场的稳定、创新和竞争力，为区域经济的增长提供必要动力。我们针对关键问题，群策群力，统一立场，努力形成共识，寻求解决方案，并促成变革。我们实施了很多计划，包括与监管部门和交易所开展磋商，制定统一的行业标准，发表政策性专文呼吁深化市场发展，并降低亚太地区金融交易费用。通过与全球金融市场协会 (GFMA) 及欧洲金融市场协会 (AFME) 合作，我们还积极推介全球最佳规范和标准，促进本区域发展。

亚洲证券业与金融市场协会对所有协助编制本文件的所有会员公司及协会表示感谢。
本报告有英中两个版本，若两者有差异之处，以英文版本为准。

目录

图表目录.....	ii
插文目录.....	iii
引言	1
人民币的崛起.....	3
中国为何要将人民币国际化?	5
为实现人民币国际化, 制定了什么计划?	6
1. 在香港推出人民币储蓄账户.....	6
2. 使用人民币作为跨境贸易结算货币.....	7
3. 使用人民币作为投资货币, 并建立离岸人民币市场.....	10
离岸人民币外汇市场概览.....	11
离岸人民币债券.....	14
离岸中心概况及离岸人民币市场的发展.....	17
QFII 计划和 RQFII 计划	18
沪港股票市场互联互通试点计划.....	21
人民币离岸与在岸市场日渐趋同.....	22
4. 中国人民银行与其他央行签订双边互换协议.....	24
5. 人民币晋升储备货币.....	25
基础设施.....	28
下一步展望	30
结论与总结	33
附录 A: 部分离岸人民币中心的发展.....	35
附录 B: 大事记.....	40
附录 C: 缩略词表.....	44

图表目录

图 1：与中国/香港开展贸易的各贸易走廊对人民币的使用情况.....	7
图 2：人民币贸易结算比例预测（按货币）.....	8
图 3：世界支付货币与贸易.....	8
图 4：中国大宗商品需求可能保持高位.....	9
图 5：以人民币计价的大宗商品进口比例.....	9
图 6：2014 年发行的金融产品总额将超过 2.5 万亿元.....	11
图 7：已发行的离岸人民币债券和存单.....	11
图 8：离岸人民币交易量趋势.....	12
图 9：各人民币中心进入波动时代.....	13
图 10：2013 年离岸人民币交易量（按国家）.....	13
图 11：离岸人民币交易量在全球各金融中心的市场份额.....	14
图 12：离岸人民币债券发行情况.....	15
图 13：离岸人民币债券和存单发行量.....	15
图 14：离岸人民币债券和存单——发行次数.....	16
图 15：离岸人民币债券和存单期限细分.....	16
图 16：不同到期期限的中央政府债券收益率趋势.....	17
图 17：各离岸人民币中心比较.....	18
图 18：每年批准的 QFII 额度和分配情况.....	19
图 19：在岸投资额超过离岸人民币债券市场.....	20
图 20：RQFII 计划不断扩大.....	20
图 21：离岸人民币与在岸人民币日渐趋同.....	22
图 22：离岸人民币债券平均票面利率.....	23
图 23：在岸和离岸人民币政府债券市场对比.....	24
图 24：中国人民银行与外国央行之间的双边互换协议.....	25
图 25：中央银行获取人民币的三种途径.....	27
图 26：现在到 2020 年，资本账户如何开放.....	31
图 27：香港人民币市场发展.....	35
图 28：新加坡人民币市场发展.....	36
图 29：台湾人民币市场发展.....	37
图 30：伦敦人民币市场发展.....	38



插文目录

插文 1: 是“元”还是“人民币”?	2
插文 2: 中国大宗商品贸易	9
插文 3: 港陆市场基金相互认可	21
插文 4: 现金池与人民币资金归集	27
插文 5: 直接交叉交易	32
插文 6: 行业支持	33



引言

在一系列因素共同推动下，中国实现了崛起，成为世界经济舞台的重要参与者。人民币加入世界主要货币行列的时机已经成熟。

2008 年的全球金融危机明显是中国崛起的重要转折点。美国持续的财政困难、经常账户赤字和债务问题，欧元区外围国家的经济危机，以及日本长期停滞不前（加上公共部门债台高筑），都凸显了美元、欧元、日元及英镑世界四大传统储备货币的困境。

同时，进入 21 世纪，中国在全球的实力不断上升，崛起的趋势变得越发显著，与 20 世纪初美国取代英国成为世界头号经济强国时的势头非常相似。当今世界是一个多极世界，随着多极趋势的发展，各国开始重新评价全球主要储备货币美元的地位，这为人民币成为潜在的全球性货币奠定了基础。

1978 年，已故中国领导人邓小平实施经济改革，启动了中国的现代化进程，为中国的飞速增长播下了希望的种子。自 1949 年中华人民共和国成立后的近 30 年里，中国经济一直处于自给自足的封闭状态。因此，在邓小平实施改革后，中国经济快速增长，一跃成为全球制造大国，并在以下方面实现了突飞猛进：

- a) 中国是世界第二大经济体，2013 年，中国经济总量占全球 GDP 的 12%。目前，中国仅落后于美国，有望在 2020 年成为世界头号经济体。实际上，若以其他标准¹来衡量，中国或在今年超越美国。
- b) 中国还是世界最大的出口国和第二大进口国。2013 年，中国的进出口总量占世界贸易总量的 12%（而 2000 年的比例仅为 4%）。2001 年，中国加入世界贸易组织，这极大地推动了其贸易量的增长。
- c) 2013 年，中国吸收了 1100 亿美元的外商直接投资，是世界发展中国家吸收外商直接投资最多的国家。
- d) 中国既是世界最大的铁矿石、铜和锡消费国，也是世界最大的钢铁和黄金生产国。中国还是世界第二大石油消费国，2014 年，有望成为世界最大的石油进口国²。此外，中国是最大的液化天然气消费国之一。如今，全球商品周期已经与中国的经济增长密不可分。
- e) 中国的外汇储备居世界首位，截至 2013 年底，达到 3.8 万亿美元，远远超过第二大外汇储备国日本。

无论以什么标准来衡量，中国都是一个全球经济强国。然而，尽管中国经济实力雄厚，人民币在全球贸易和投资中尚未发挥应有的作用。由于中国的资本账户相对封闭，国内资本市场发展不成熟（虽然经常账户正逐步放开），加上中国对外贸易越来越多地使用人民币结算（增速很快，占中国贸易总量的 18%，但仍低于发达国家的比例），因此，人民币直到目前才开始得到国际认可和使用。

全球各国的中央银行和投资者借助互换安排、合格境外机构投资者计划 (QFII) 及人民币合格境外机构投资者 (RQFII) 计划、快速增长的离岸人民币债券³市场，以及不断崛起的离岸人民币中心（香港是最大的离岸中

¹ 世界银行国际比较计划 (International Comparison Program) 编制的数据库，《金融时报》报道。

² 来源：美国能源信息管理局

³ 中国境外发行的、以人民币计价的债券。

心)，逐渐参与到在岸和离岸人民币市场中，进而推动了第一阶段的人民币国际化进程，但该进程还有很长的路要走。

今后，中国应放开资本账户，吸引国际投资者更多地使用人民币作为投资货币，并争取国际货币基金组织认可人民币，将其纳入特别提款权计划，使其成为一种潜在的储备货币。这些措施是推动人民币进一步实现国际化，以及放开中国金融市场的关键所在。

插图 1：是“元”还是“人民币”？

只要阅读有关中国货币的文章或相关新闻，就不难发现，“元”和“人民币”的说法可以混用。那么两者之间有差别吗？

“人民币”的中文意思为“人民的货币”，这是中华人民共和国货币的正式名称。中国货币的主要计量单位是“元”，见下表。那么，造成这种混乱的原因是什么？

国家	中国	美国	英国
货币名称	人民币	美元	英镑
货币单位	元	美元	磅
简称	元、人民币	美元	磅
ISO 代号	CNY, CNH (1)	USD	GBP
货币符号	¥	\$	£

(1) 提出 CNH 是为了区分离岸市场交易的人民币与在岸市场交易的人民币(CNY)。业内给离岸人民币起了一个虚拟代码 CNH，以示与 CNY 区分。虽然 CNH 不是 ISO 系统的正式货币代码，但便于前台交易员辨别那是离岸人民币外汇交易，因为其即期汇率和收益率曲线有别于在岸人民币。CNH 并非 ISO 4247 中的货币代码（SWIFT 支付消息只使用 ISO 4217 货币代码）。企业一般使用 CNH 表示经由前台处理的离岸人民币。一旦 CNH 代码转至中台甚至后台，这一非 ISO 货币代码就必须转换成 CNY，才能进行相关结算。市场通行做法是使用 CNY 表示人民币，同时添加结构性代号，代表离岸人民币。CNH 起源于香港，如今在全球离岸人民币市场广泛使用。

在中文里，“元”是很多国家货币的通名，正如英语中的“dollar”是很多国家货币的通名一样。因此，在货币单位非常清楚的语境下，一百万元（人民币或日元）或一百万美元/澳元/新元，通常简称为“一百万元”。在正式场合下，USD 的中文是“美元”，JPY 的中文是“日元”。有时，有必要澄清具体所指的是哪种“元”，一般会详细指明货币，如：

“一百万元人民币”，
 “一百万美元”，或
 “一百万日元”。

因为“一百万元”和“一百万元人民币”在非中文字母读者看来都一样，因此“元”和“人民币”混用就不足为奇了。

随着香港以外的离岸人民币市场继续增长，有人认为，CNH 中的 H 也许能更清楚地表明是“海外”，即“离岸”。

人民币的崛起

虽然资本管制在 1949 年新中国成立后就开始实施，但直到中国在上世纪 80 年代启动自由化和金融市场改革后，才慢慢得到重视。

在亚洲金融危机期间，中国采取了人民币汇率盯住美元制。然而，从 2005 年 7 月开始，中国参考美元，采取了有管理的浮动汇率制度。在此制度下，人民币兑美元渐渐进入升值阶段，升值幅度高达 21%。2008 年，受美国次贷危机影响，全球贸易大面积衰退，中国的出口部门面临巨大压力。因此，2008 年 8 月，中国改变了汇率政策。为保护出口商免受进一步竞争压力，中国再次决定将人民币与美元挂钩。但在 2010 年 6 月，中国人民银行宣布，人民币将再次采取弹性汇率。之后，人民币汇率以年均 5% 的速度逐渐升值。今年，大多数专家小幅回调了他们对人民币升值的预测，但随着全球外汇波动幅度不断扩大，对人民币持续“单向”升值的预期也随之消失。

直到最近，中国政府还一直认为，采取资本管制和有管理的汇率制度，可避免自由浮动汇率带来的波动性，以及不加管理的资本流入流出带来的“不稳定”因素，因此是确保经济稳定和 GDP 持续增长的关键手段。2014 年 3 月，中国人民银行将人民币在岸交易的日交易价浮动幅度从 1% 扩大到 2%，预计今年该幅度会进一步扩大。中国人民银行声明，将保持人民币汇率“在合理、均衡水平上的基本稳定”，并表示“人民币没有明显的升值或贬值倾向”。这表明，中国政府相信自己有能力管理外汇市场的任何新波动，然而，一年期的隐含波动率或将于 2014 年创下新高。

未来，预计中国将减少对汇率的积极管理活动。然而，90 年代末亚洲金融危机的深刻教训（中国相对未受影响）让中国政府更坚定地认为，若仓促放开中国的外汇制度和资本市场，结果将适得其反。国际货币基金组织今日承认了其长久以来的观点，即开放的资本市场并不总是完全有益的，对于发展中国家市场而言，尤其如此；因此，一定程度上能接受中国逐步向世界放开资本市场的做法。

近年来，中国加大力度逐步放开资本管制，朝着人民币完全可兑换的方向迈进，包括开放离岸人民币市场，推出 QFII 计划和 RQFII 计划，允许外国投资者进入内地资本市场，以及在上海设立自由贸易区（自贸区）。除了上述因素，中国政府在刚闭幕的十八届三中全会上表明了促进经济增长和建立开放市场的决心，这些进展都为逐步放开资本管制奠定了基础。

在中国政府提出的人民币国际化规划下，人民币将迎来持续增长，这也必将影响各国政府、企业及投资者与中国、以及相互之间打交道的方式。

从 2001 年至 2013 年，中国的国际贸易的复合年增长率达到 19.1%，以人民币计价的贸易额高达 7000 亿美元。到 2020 年，中国的贸易额总预计增长一倍，人民币结算比例也将增长一倍。

由于中国采取逐步放开汇率的办法，因此人民币在外汇市场保持相对温和，日成交量为 1200 亿美元，相当于中国年度 GDP 的 1.3%（相比之下，日本的比例为 23.9%）。

过去三年来，离岸人民币债务市场的增长率超过 200%。在截至 2014 年 3 月的第一季度，售出的离岸人民币债券总额达 1930 亿元（合 310 亿美元），创下季度销售纪录⁴，而 2013 年第四季度为 1160 亿元。债务市场上债券发行机构之所以如此积极，仍然与两个因素相关：一是比起在岸市场，离岸市场筹资成本较小；二是投资者如果将人民币债券兑换为美元或持有至到期日，则可获得丰厚的收益。离岸人民币债券从最初由中国公司主导发行的小众债券，演变为如今由许多跨国公司争相发行的国际性证券。

除了中国政策制定者在共同努力推进人民币国际化进程，从香港、新加坡、台湾、英国到卢森堡，各离岸人民币中心的增长也扩大了人民币的影响。

中国人民银行与其他国家央行之间确立的互换安排是人民币国际化的重要推动因素。迄今，中国人民银行已经与 24 国/地区央行签订了以人民币计价的双边互换协议，总额达 2.6 万亿元（4240 亿美元）⁵。

⁴ 来源：汤森路透

⁵ 来源：渣打银行

中国为何要将人民币国际化？

人民币国际化进程是国际货币体系改革计划的一部分，改革后的体系可以更好地体现全球经济的多样性和互联性。自 2008 年全球金融危机以来，国际上采取了一系列国际货币体系改革措施，包括 20 国集团商定将缓解居高不下的经常账户失衡，重新审视资本管制对抑制投机的作用，扩大国际货币基金组织对受影响国家的纾困措施。然而，这些措施都没法完全解决国际货币体系的脆弱性所引发的担忧。因此，中国正推进改革，努力将人民币纳入全球经济体系。

人民币国际化可以推动和促进真正意义上的国际货币体系改革。例如，只要经常账户有盈余的国家今后放缓美元储备的累积速度，则必将极大地促进国际货币体系的再平衡。对于人民币而言，关键问题是在国际货币体系改革的大背景下，该如何审慎地推进改革步骤，如提高汇率的灵活度、开放金融市场。

然而，除了实现国际货币体系改革的宏伟目标外，人民币国际化之所以势在必行且必须加速，还有若干其他原因，最主要的是人民币的地位与中国作为世界第二大经济体的地位毫不相称。其中一些原因如下：

- a) 若国际上接受将人民币作为贸易结算货币，则进口商和出口商面临的汇率风险将会减低。中国是世界第二大经济体，且按照一些标准衡量，中国是世界最大的贸易国。因此，降低汇率风险将带来巨大利益。
- b) 中国是世界最大的外汇储备国，且大部分外汇是国际最大的储备货币——美元，因此，若人民币能在国际上发挥更大的作用，则可以极大地降低美元汇率波动对中国的影响。一旦人民币成为国际流通货币，中国累积美元外汇储备的速度将很可能会减缓。
- c) 最后，关于推动人民币成为储备货币、最终实现国际货币体系再平衡的目标，有证据表明，近年来，全球近 40% 的中央银行都在增持一定数量的人民币外汇储备⁶。世界各国央行对人民币的这种接受程度表明，虽然如国际货币基金组织最近指出的，人民币尚未实现完全自由兑换，但实际上已经成为一种储备货币。我们认为，这一趋势将持续下去，越来越多国家的中央银行将考虑持有人民币，以提高外汇储备多元化。

中国政府充分认识到，必须将人民币国际化，并为实现这一目标制定了路线图（虽然非常审慎）。最近闭幕的十八届三中全会正式确定了推进人民币“完全自由兑换”的目标；在有所控制的上海自贸区，资本账户也得到了开放，这些都是积极的进展。中国采取的其他措施包括：推动离岸人民币债券市场快速增长，让离岸人民币持有量也相应快速增长；向外国投资者发放更多的 QFII 和 RQFII 额度，以使其参与在岸市场。

⁶ 来源：渣打银行

为实现人民币国际化，制定了什么计划？

所谓“人民币国际化进程”，是指人民币在中国境外广泛流通，外国居民将人民币作为支付、投资和价值储存工具。该进程由政策和市场共同推动，是一个通过监管下的封闭金融体系推动境外积极使用人民币的过程。

迄今为止，人民币国际化进程主要通过五大步骤来推进：

- 1) 发展人民币储蓄账户；
- 2) 使用人民币作为跨境贸易结算货币；
- 3) 使用人民币作为投资货币，并建立离岸人民币市场；
- 4) 中国人民银行与其他央行签订双边互换协议；以及
- 5) 人民币晋升储备货币。

该进程于 2004 年启动，当时，香港的银行获准接受人民币散户存款。接下来，在香港、澳门和东盟国家推出了跨境贸易人民币结算试点计划，随后试点计划扩大到全球范围。

随着非居民和外国企业日益熟悉如何使用和储蓄人民币，要想提升人民币对非居民的吸引力，则必须开通离岸储蓄和投资渠道，最终将创造很多投资选择，形成一个离岸人民币市场，提高市场流动性。

要确保为全世界日益增长的人民币计价贸易和投资提供流动性支持，中国人民银行和其他国家的央行必须签订双边互换协议。当人民币成为一种全球性货币、能完全自由兑换、并成为炙手可热的储备货币时，人民币国际化进程就大功告成了。

中国目前正采取措施开放现有资源，并寻找新的增长资源，以支持并最终取代旧的投资增长模式。中国最近做出了加大浮动幅度的决定，这似乎朝着人民币完全自由兑换的目标又迈出了一步。根据国际货币基金组织，能完全自由兑换是一种储备资产的标志性特征。因此，向着这一目标采取任何措施，都会增加人民币对各中央银行金融储备经理人的吸引力。

1. 在香港推出人民币储蓄账户

2004 年 1 月，人民币国际化进程迈出了第一步。当时香港本地银行获准面向香港居民推出了个人人民币业务，尤其是人民币存款业务。2010 年，企业客户获准开立人民币储蓄账户。香港目前拥有世界最大的离岸人民币储蓄资金池。人民币客户存款从 2009 年 1 月底的 544 亿元增长到 2013 年 9 月底的 7300 亿元。起初，在人民币升值预期的推动下，散户储蓄推动着储蓄总额的增长。后来，随着企业客户在跨境贸易结算交易中获得越来越多的人民币汇款，储蓄额水涨船高⁷。

然而，香港居民每日最多只能兑换 2 万元，而自 2012 年 8 月以来，非香港居民已经可以购买无限量的离岸人民币。日兑换上限的设置形成了一道障碍，因为香港面临着其他离岸人民币中心的竞争。2013 年 10 月，香港银行公会 (HKAB) 提交了一份提案，建议取消该上限，目前还在等待中国政府最后批复。此外，香港居民每日最多可进行跨境人民币汇款 8 万元。取消或放宽人民币汇款上限将有助于扩大香港的人民币业务范围。

⁷ 来源：香港金融管理局

2. 使用人民币作为跨境贸易结算货币

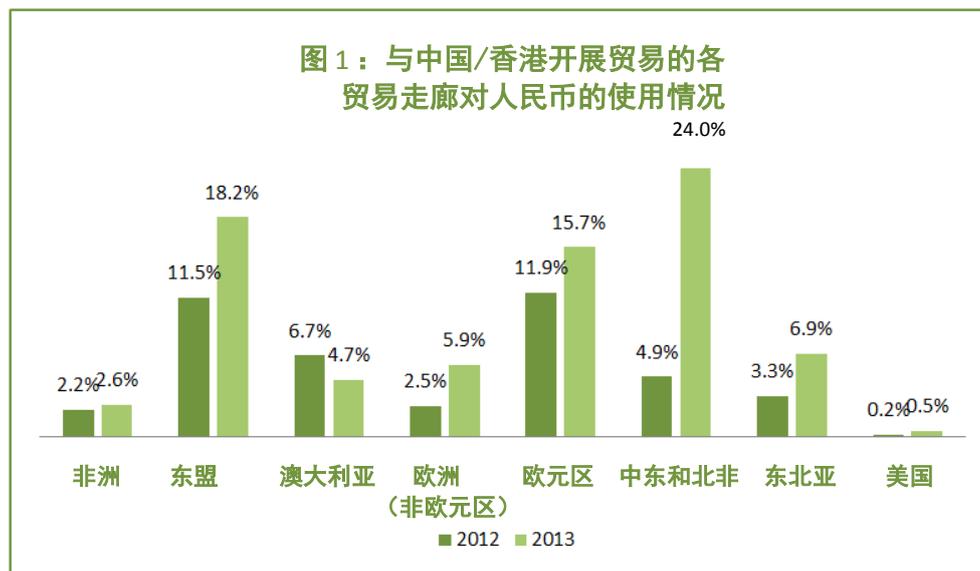
让人民币成为跨境贸易结算货币，是人民币国际化计划的重点所在。此前，跨境贸易无法用人民币结算，大多数都以美元或欧元结算。取消这些限制后，人民币跨境贸易结算开始增长，扩大了中国境外的人民币流通量，最终推动了国际对人民币投资产品的需求。

中国企业热衷以人民币结算，因为这样可以免去与外汇交易相关的对冲和交易成本。中国境外企业也可以向对手方提出人民币结算条件，从而可以商谈较有利的定价。中国人民银行的调查发现，如果境外买家用人民币支付，则中国出口商愿意让出高达 3% 的折扣。

2009 年 7 月，中国开展了一项人民币跨境贸易结算试点项目，允许上海、广州、深圳、珠海和东莞的出口商以人民币与香港、澳门及东盟国家进行跨境贸易结算。2010 年 6 月，中国对该试点项目做出了审核，然后将其扩大到国内 20 个省份（且包括指定的出口商）及全世界。2011 年 8 月，该试点项目推广到全中国。

中国是世界最大的出口商和第二大进口商，这一地位无疑推动了人民币贸易结算的增长。从 2001 年至 2013 年，中国的国际贸易年复合增长率为 19.1%，截至 2013 年底，达到 4.2 万亿美元。与此同时，中国以人民币结算的贸易比例从 2011 年 7% 增长到 2012 年的 10%，到 2013 年第三季度，已经达到 14%⁸。

全球贸易的人民币结算情况因地区而异。虽然人民币结算主要出现在外国与中国（包括香港）的贸易往来中，但人民币跨境结算的受欢迎程度因贸易走廊不同而异，具体如下图所示。



来源：SWIFT

利用 MT103 票据交易汇编了数据，其中比较了中国/香港之间以人民币计价的总汇出/总汇入额与其他货币计价的总汇出/汇入额。

到 2020 年，中国的贸易总额有望增长一倍；以人民币计价的贸易比例也将增加一倍，达到 28%；以人民币结算的贸易额将增加 3 倍，达到 3 万亿美元（见图 2）。有预测显示，到 2020 年，人民币很可能成为全球第四大支付货币（仅次于美元、欧元和英镑），并占据全球约 3% 的份额。截至 2013 年 10 月，以全球支付流来衡量，人民币是全球第 12 大货币，支付额仅占全球总额的 0.84%。因此，如果到 2020 年达到全球 3% 的支付份

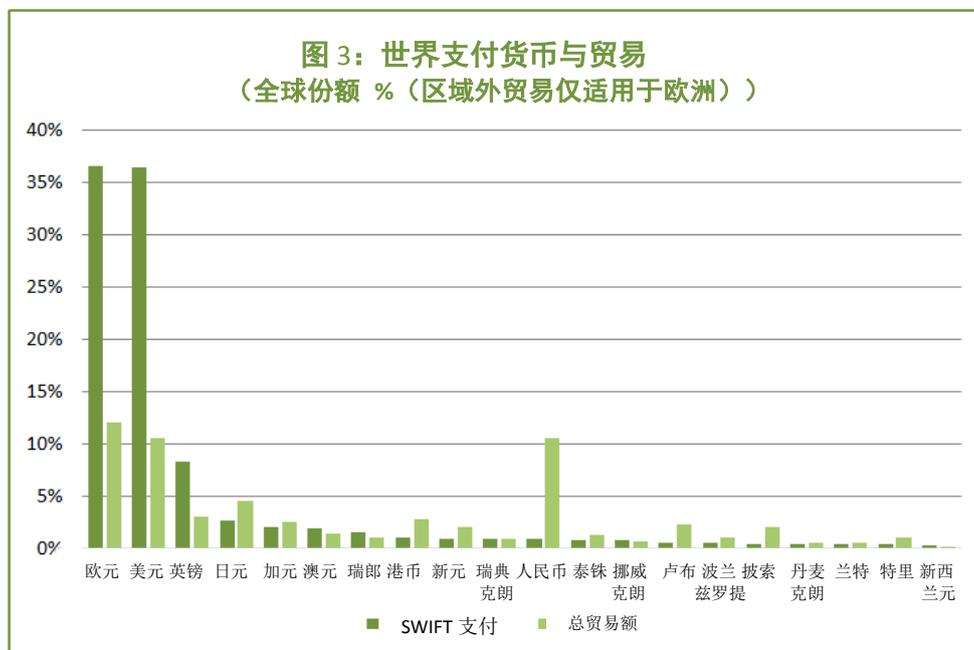
⁸ 来源：渣打银行

额，意味着以人民币计价的贸易额将超过日元、加元或澳元在 2013 年 10 月的水平（分别为 2.6%，1.9%和 1.9%）⁹。

全球支付所使用的七大货币也是国际货币基金组织“外汇储备货币构成”（COFER）报告中确定的七大官方储备外汇。各中央银行有必要持有最“相关”的外币，以支付国际债务或影响其国内汇率，因此，它们都会参考国际主要货币来选择储备货币。人民币在国际贸易结算中的低位不断上升，这为今后成为一种主要储备货币奠定了基础。



来源：渣打银行研究



来源：世贸组织、SWIFT、渣打银行研究

人民币贸易结算的增长将推动离岸人民币流动性。假定以人民币计价的出口额和进口额比率保持当前的 1:1.2，那么到 2020 年，随着以人民币计价的贸易额达到 3 万亿美元，中国每年将向离岸市场净流出 1.7 万亿

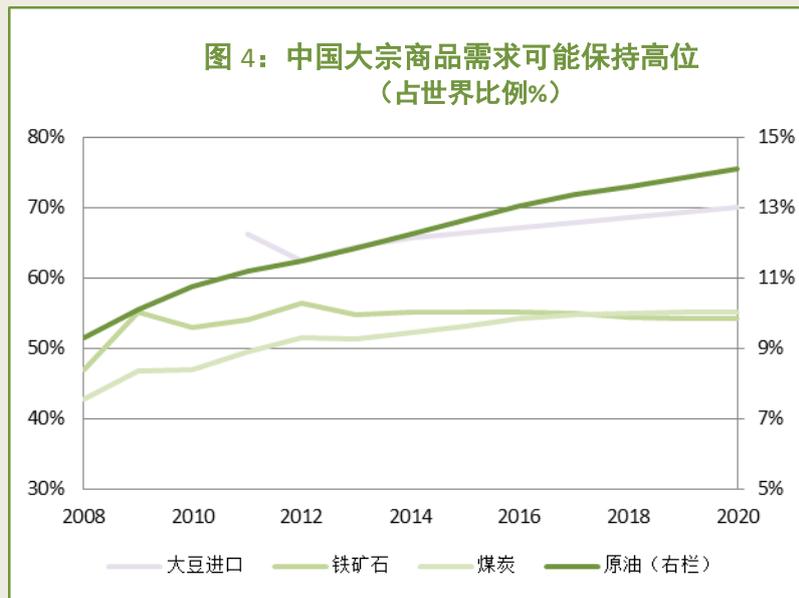
⁹ 来源：渣打集团

元（2730 亿美元）。截至 2014 年 2 月，香港的人民币储蓄总额为 9200 亿元¹⁰。实际上，一些其他因素也会影响离岸储蓄规模，尤其是双向资本账户流动。所有这些提高流动性的工具都会助推离岸人民币债券的发行，并增加流入中国内地的人民币数量（如通过 RQFII 计划流入）。

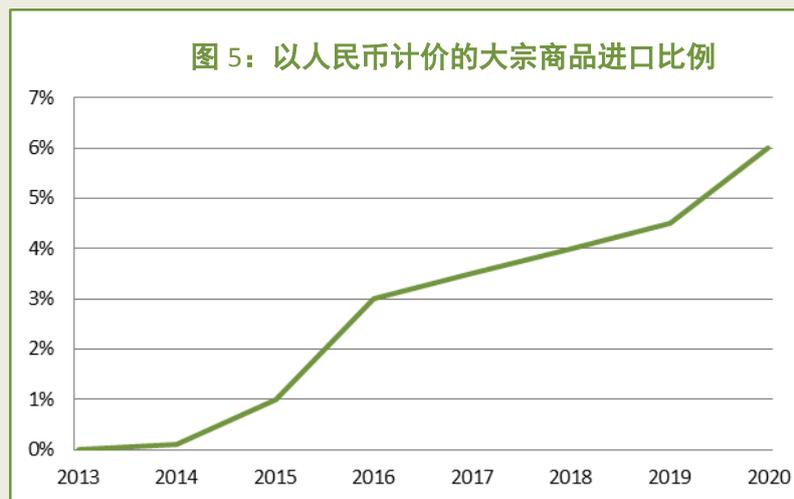
插图 2：中国大宗商品贸易

中国贸易的一大领域是大宗商品。大宗商品能否很快实现以人民币计价和交易？

中国进口产品中近三分之一为大宗商品。铁矿石、煤炭、原油和大豆这四种大宗商品占中国进口总量的近 20%。从目前到 2020 年，中国对大宗商品的需求将保持增长，因此，中国作为大宗商品进口国的地位将得到进一步巩固。目前，全球大多数大宗商品贸易都以美元计价；即使只将中国的大宗商品贸易部分转为以人民币计价，也将大大提高人民币计价贸易流。到 2020 年，以人民币计价的大宗商品贸易流预计将达到总管大宗商品贸易总量的 6%（见图 5）。



来源：美国能源信息管理局、国际能源展望、美国农业部、渣打银行研究



来源：标准来源：渣打银行研究

虽然一开始以人民币计价的大宗商品贸易很可能增长缓慢，但由于中国最大的大宗商品供应商垄断了市场，到 2019 年，一旦以人民币计价的贸易流达到关键规模，大宗商品贸易将呈指数级增长¹¹。

¹⁰ 来源：汤森路透

¹¹ 来源：渣打银行

同时，也应推出以人民币计价的大宗商品衍生产品，以便有效对冲大宗商品价格波动和汇率波动的风险。虽然大宗商品指数计价重估一时还难以实现，但各市场会朝着这一方向迈进。

拿煤炭为例，出口都按照以美元计价的大宗商品指数（如纽卡斯尔煤炭价格指数）来定价。要从美元计价转为人民币计价（并重估价格指数），最大的问题是煤矿公司的成本主要以美元计价。全世界大多数煤矿都已持续投资一段时间，目前已快投产，因此现在是转而以人民币计价的最好时机。作为世界最大的煤炭进口国，中国拥有很强的议价能力。

中国目前是世界第二大原油进口国，美国能源信息管理局预计，中国将于 2013 年第四季度取代美国成为世界最大的原油进口国。随着中国对能源需求不断增长，其进口量也将随之上涨。相比之下，美国开始使用页岩气，降低了对进口能源的依赖度。海湾合作委员会 (GCC) 的一些国家已经开始持有中国政府债券，作为其外汇储备的一部分，这表明，它们愿意建立对人民币的敞口。目前，转而采用人民币作为原油贸易结算货币，已具备三个有利条件：1) 国际原油市场由若干个生产国所垄断；2) 人民币在国际上的低位不断提高，日益成为一种储蓄货币；3) 中国作为世界最大的原油进口国，发挥着举足轻重的作用。

3. 使用人民币作为投资货币，并建立离岸人民币市场

虽然国际贸易中越来越多地使用人民币结算，但中国境外的非中国实体使用人民币，主要是为了与中国企业进行贸易往来，通常会将人民币兑换成美元或其本币。若要吸引中国境外的机构和个人持有人民币计价基金，就必须向其广泛提供人民币投资产品。目前创造并进一步发展更多样化的人民币金融产品已势在必行。

全球对人民币的使用量正呈指数级增长。截至 2013 年底，四个主要离岸人民币中心（香港、新加坡、台湾和伦敦）的人民币资产已从四年前的几乎为零增长至 1.88 万亿元（见图 6），这些资产的类别包括储蓄、存单、债券和贷款。截至 2014 年 2 月，离岸市场已发行的人民币债券和存单总额已达到 6340 亿元，并有望在今年年底达到 7500-8000 亿元（见图 6）。在推出的短短三年内，人民币债券市场已经达到某些区域市场的规模，包括菲律宾比索债券市场和日本武士债券市场。

中国内地市场进一步向外国投资者开放，截至 2013 年底，向外国投资者批准了 1 万亿元的在岸市场投资额度。到 2014 年底，外国投资者在中国大陆市场的投资额预计达到总额的 3-5%，而一年前还不足 1%¹²。随着中国不断加快金融改革的步伐，预计到 2020 年会全面开放资本账户¹³。

随着新离岸中心的快速发展，跨境汇款渠道的拓宽和完善，以及中国机构在国内信贷局面收紧的背景下可能加大融资力度，这种强劲的增长势头应该会继续下去¹⁴。

- 今年，主要离岸产品的发行额预计增长至少 40%，超过 2.5 万亿元。
- 今年，离岸人民币储蓄额预计会达到 1.8 万亿元。
- 2014 年，发行的离岸人民币债券和存单可能突破 7500 亿元，达到 8000 亿元¹⁵。

在岸市场也在快速开放，中国的国内市场开放程度已超越预期。

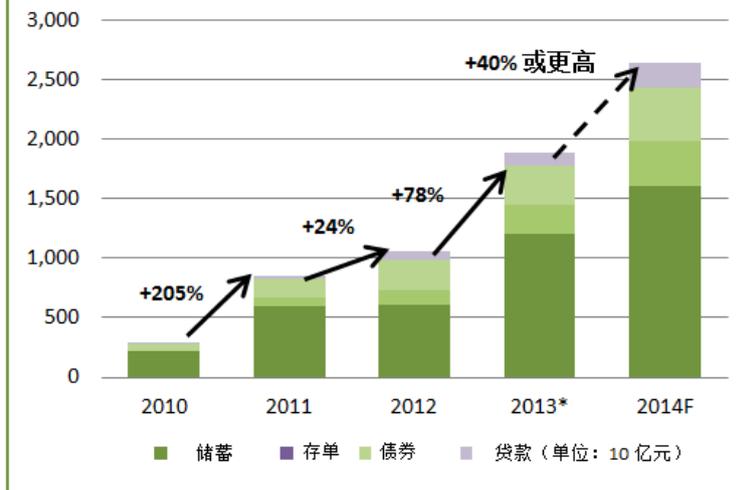
¹² 来源：渣打银行

¹³ 来源：渣打银行

¹⁴ 来源：渣打银行

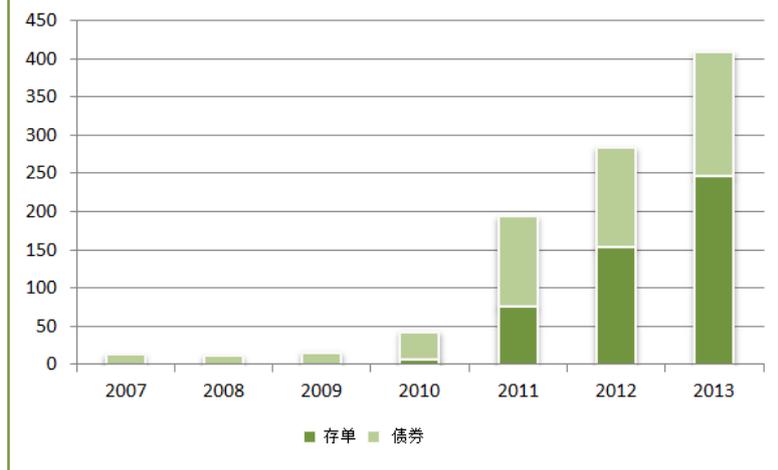
¹⁵ 来源：渣打银行

图 6：2014 年发行的金融产品总额将超过 2.5 万亿元



来源：汤森路透

图 7：已发行的离岸人民币债券和存单



来源：汤森路透

在现有安排格局下，向境外投资者批准的在岸投资额度已轻而易举地超过离岸市场所发行人民币债券总和。截至 2013 年底，批准的在岸投资额度超过 1 万亿元，远远超过离岸市场发行的 5720 亿元的人民币债券和存单。

本节其余部分将讨论离岸和在岸人民币市场的若干重要方面。

离岸人民币外汇市场概览

据国际清算银行 (BIS) 的最新数据，全球美元外汇市场的日交易量为 5 万亿美元，而人民币是第九大交易最活跃的货币，紧随加元和墨西哥比索之后。香港和其他金融中心的离岸人民币市场是增长的主要来源。国际清算银行将人民币交易分细为以下类别：即期外汇交易：340 亿美元；远期外汇交易：280 亿美元；外汇掉期：400 亿美元；外汇期权：170 亿美元。根据国际清算银行的数据，中国在岸外汇交易量为 440 亿美元（这可能包括人民币以外的少量其他货币对）。因此，全球人民币交易格局大致是：最多 1/3 发生在岸市场，2/3 发生在离岸市场。

过去两年来，人民币交易量大幅增长，日交易波动性和双向浮动幅度增加。过去四年来，交易量几乎翻了两番，今后的同比增长率完全能达到 15-20%。虽然各国银行偶尔会小幅度地干预离岸人民币市场，以理顺流动性错配局面，或缩小两个市场的价差，但交易定价基本都是由市场决定的¹⁶。



来源：汤森路透

2013 年，新加坡、台湾和伦敦离岸人民币中心成立，香港境外的外汇交易量也随之快速增长。2013 年上半年，伦敦的交易增长尤其迅速，日均即期交易量达到近 50 亿美元，几乎是 2011 年交易量（不足 10 亿美元）的 7 倍¹⁷。在新加坡，在短短一年时间内，人民币外汇日均交易额几乎增长了一倍，达到 310 亿美元¹⁸。人民币交易量增长适逢中国大刀阔斧改革其货币市场，包括将当日人民币兑美元汇率中间价上下幅度扩大了 2%。

¹⁶ 汤森路透

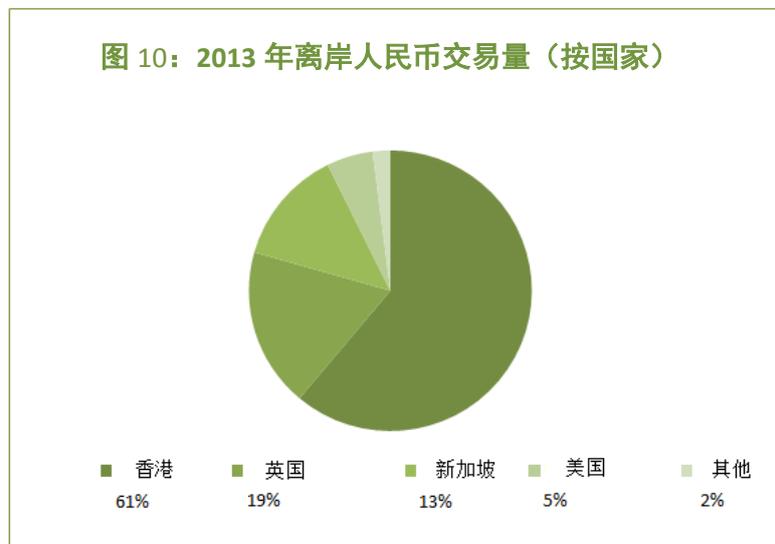
¹⁷ 来源：伦敦金融城

¹⁸ 从 2013 年 3 月至 2013 年 12 月，外汇市场人民币日均交易额 160 亿美元增长到 310 亿美元。



来源：汤森路透

作为全球最重要的外汇交易中心，伦敦和新加坡贡献了超过 30%的离岸人民币交易量，而香港仍保持了在各离岸人民币中心中的主导地位，市场份额高达 61%¹⁹。

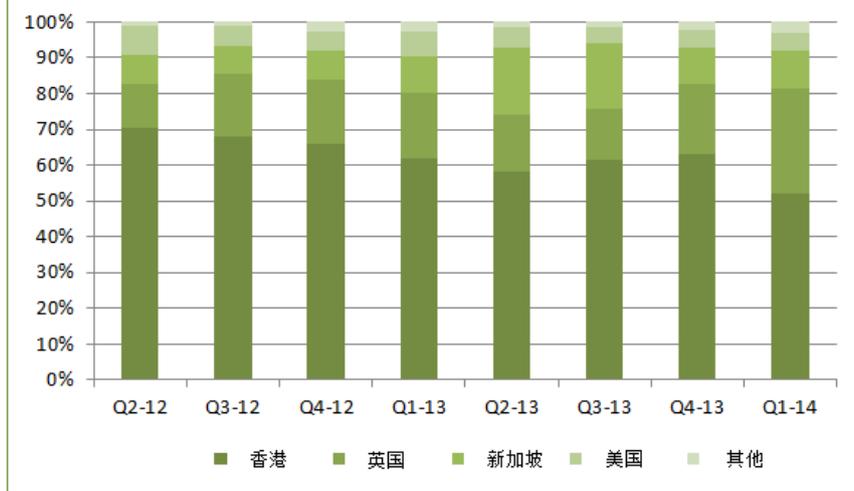


来源：汤森路透

进一步分析各主要离岸中心的人民币交易量，可以发现一些有趣的趋势。虽然香港走在了所有离岸中心的前列，但最近几个月来，其他离岸人民币中心也在不断发展，尤其是伦敦和新加坡。有报道显示，人民币即期外汇交易加大了对电子平台的使用，这表明，人民币市场正日益主流化。市场参与者购买衍生产品，包括开展人民币期权和掉期交易，且产品选择面大幅增加，这些都表明，投资者对离岸市场的信心与日俱增。各离岸人民币中心的参与者大致包括企业、对冲基金、银行和自营交易机构。

¹⁹ 来源：汤森路透

图 11：离岸人民币交易量在全球各金融中心的市场份额



来源：汤森路透

离岸人民币债券

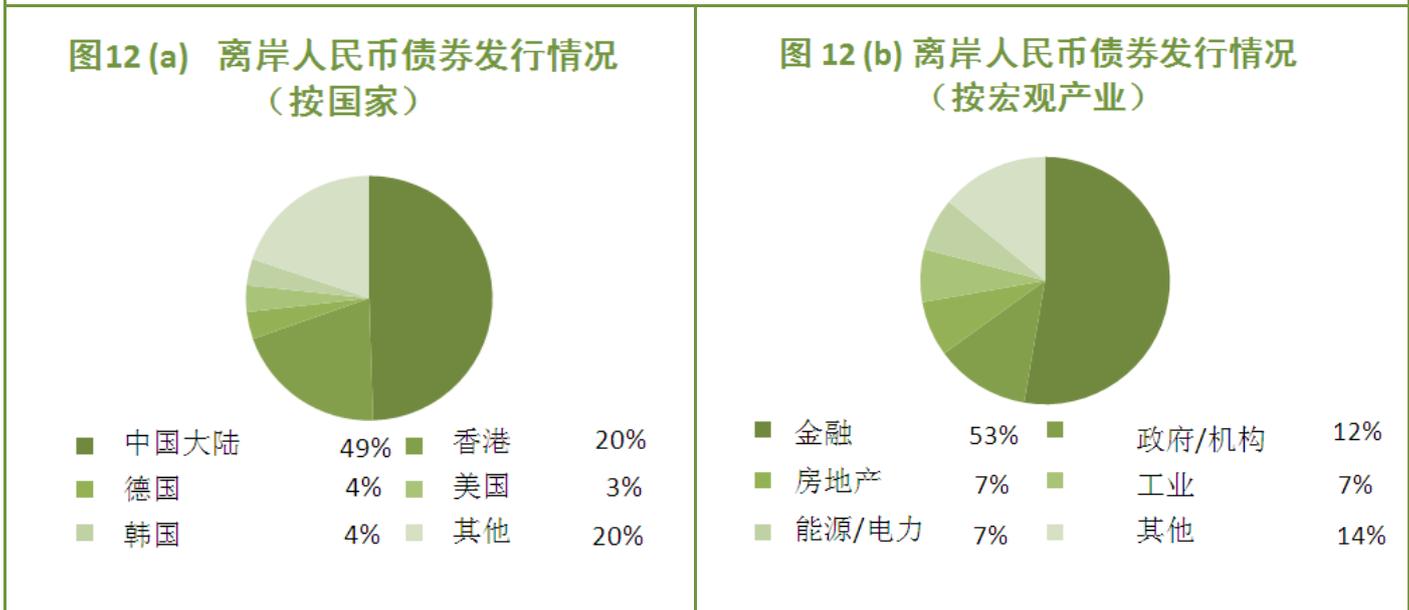
人民币债券市场最早发端于香港，香港发售的人民币债券通常称为“点心债券”，意思是像香港美味可口的点心一样诱人。自那以来，其他离岸人民币债券市场开始出现，包括新加坡的“狮城债”和台湾的“宝岛债”。一些外国投资者希望获得人民币资产敞口，但被中国的资本管制制度拒于内地债券市场之外，对他们而言，离岸人民币债券颇有吸引力。离岸人民币债券发行机构基本都是中国内地或香港的企业，偶尔也有外国企业。

2007 年，中国国家开发银行和中国银行最早开始发行离岸人民币债券，但发行量很少，基本被散户投资者一抢而空——只要他们看到任何能够为其港元或人民币储蓄带来丁点收益的人民币投资机会，都绝不会放过。自 2010 年年中起，继香港与中国人民银行签署新的人民币结算协议后，点心债券市场迎来快速增长，这为香港离岸人民币中心的建立铺平了道路。

自那以来，各类发行机构纷纷加入该市场，包括银行、国有企业、以及大陆和香港的私营企业。首个进入点心债券市场的外资跨国企业是麦当劳。2010 年 8 月，麦当劳发行了 2 亿元点心债券。自那以来，点心债券发行量一直保持较高水平。目前已发行的点心债券（包括存单）总量已经超过 5000 亿元。点心债券市场的强劲增长甚至让亚洲一些更为成熟的本土债券市场相形见绌，如菲律宾比索债券市场和港币债券市场。

中资机构主导着香港离岸人民币市场上点心债券的发行，港资机构紧随其后。在中国内地设立机构的外资公司也发现，离岸人民币市场比起那些传统上以美元计价的的市场，是很有竞争力的融资选择。中资发行机构之所以能占据主导地位，原因有二：其一，离岸市场利率比内地市场利率低几个百分点；其二，离岸市场缺乏以人民币计价的的投资选择，意味着投资者总是渴望获得人民币投资渠道。最近几个月来，随着 30 个国家涉足人民币债券市场，这种趋势已经发生改变，其中德国、美国和韩国发行机构的市场份额之和已超过 10%。大部分债券都是由金融机构主导发行的，尤其是由占据一半以上市场份额的各大银行主导，政府和机构的发行量紧随其后。这是因为银行通常使用离岸人民币市场筹集廉价资金。收益较高的美元债券通常附带较为严格的协议条款，相比之下，离岸人民币债券通常无严格的管制条件，如固定费用。

图 12：离岸人民币债券发行情况
(按国家和宏观产业分列)
(总发行量 (2010-2014) =566 亿美元)



注：其他发行机构来自 27 个国家和地区，排名最靠前的为英国、法国、台湾、俄罗斯、新加坡、日本和印度。
来源：汤森路透

由于内地市场的融资成本高于离岸市场，因此，企业都在离岸市场融资，为其在内地市场的贸易和运营提供资金，因而导致跨境人民币交易量增加。今年，随着跨境人民币结算渠道的改善和增长，以及在岸市场的信贷环境不断收紧，离岸市场发行的债券有可能会随之增加。虽然香港投资者的收益率总体在增加，但仔细观察不难发现，收益率的提高是由各种高收益率债券推动的，而不是由高质量债券所推动。尽管市场对中国经济日益放缓、人民币走软以及历史性债务违约感到担忧，但离岸市场的债券发行量保持较高水平。在截至 2014 年 3 月的第一季度，售出的离岸人民币债券和存单总额达 1930 亿元（310 亿美元），创下季度销售纪录，而 2013 年第四季度销量为 1160 亿元。这一结果主要由两个因素造成，一是通过衍生产品市场可以降低融资成本，二是在再融资重压之下，投资者选择在上半年大举借贷。



来源：汤森路透

图 14：离岸人民币债券和存单——发行次数



来源：汤森路透

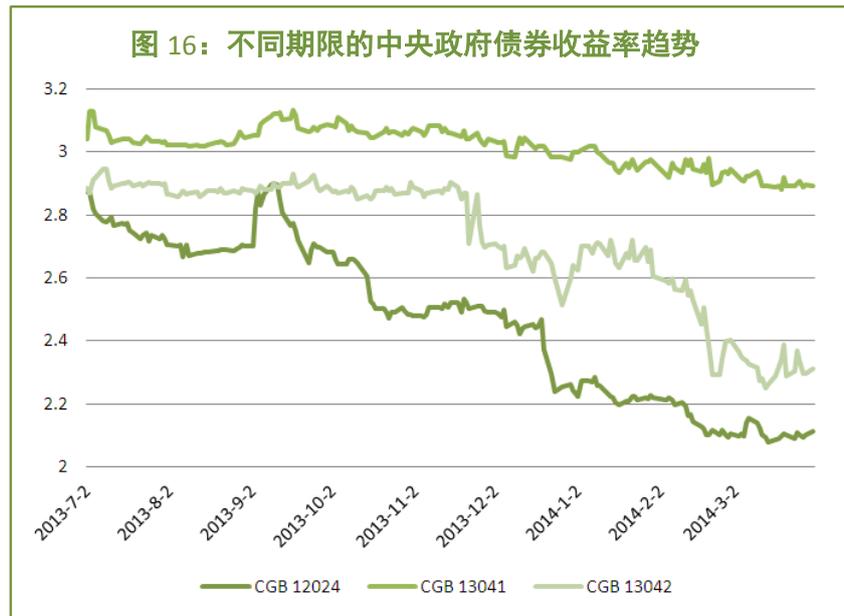
尽管中国努力拉长债券的收益率曲线，但由于银行只发行少量的长期限债券，却大量发行存单，同时，货币市场存在很多短期投资工具，因此，离岸人民币债券市场的平均期限在不断缩短。

图 15：离岸人民币债券和存单期限细分
(按发行量百分比)



来源：汤森路透

中国政府发行的离岸人民币债券收益率在逐渐降低，2014 年第一季度，2 年期债券收益率降低了 12%。



来源：汤森路透

香港以外的其他离岸中心也在大举发行人民币债券。2013年11月，中国工商银行成功发行了20亿元（3.28亿美元）债券，国际金融公司（IFC）接着于2014年3月20日发行了10亿人民币债券，该债券在伦敦发行，一经推出便获得了超额认购，是2012年中国建设银行在伦敦发行债券以来的又一个成功案例。2013年5月，新加坡推出了人民币清算业务，自那以来，新加坡连续成功地发行了人民币债券，总额达75亿元。今年以来，存单市场的发行活动保持强劲，这非常符合这类工具的短期性特点，同时，也反映这是银行对到期的存单进行再融资的便利手段。2014年第一季度，每月平均发行量几乎达到380亿元，同比增长近40%。

离岸中心概况及离岸人民币市场的发展

所谓“离岸中心”是指中国境外开展以人民币计价的各种金融业务的金融中心。离岸中心可以将离岸人民币基金集中到一个国家及其周边区域。香港与内地关系特殊，且长期以来都是国际金融中心，因此被确立为第一个离岸人民币中心。

截至2014年2月，香港的离岸人民币储蓄额达到9200亿元。根据香港金融管理局（HKMA）的数据，2013年5月，每日经其即时支付结算系统（RTGS）清算的人民币价值首次超过了港币²⁰。香港还是点心债券的发行中心，为金融服务业创造了新的机遇。

香港离岸人民币业务蒸蒸日上吸引其他金融中心纷纷效仿，包括新加坡、台湾和英国。然而，最重要的是，离岸人民币中心必须确定自己的重点和主打业务，以确保不会因为抱着“总会来的”希望而错失良机或过度投资。

离岸人民币中心可以有一家清算银行，虽然这并非必需条件。离岸人民币中心提供的人民币服务项目包括外汇交易、一级和二级证券市场、衍生产品、零售和商业银行服务、贸易促进服务、清算服务，等等。

²⁰ 人民币日交易量为3900亿元（4940亿港元），港币交易量为4870亿港元。

图 17: 各离岸人民币中心比较

	香港	新加坡	台湾	伦敦	卢森堡
人民币存款	8270 亿元	1720 亿元	1230 亿元	150 亿元	560 亿元
清算银行	中国银行香港分行	中国工商银行新加坡分行	中国银行台湾分行	渣打银行和农行 ²¹	无数据
RQFII 额度	2700 亿元	500 亿元	1000 亿元	800 亿元	无数据
人民币业务项目	零售和商业银行业务 外汇业务 一级和二级人民币证券市场 人民币贸易促进服务	零售和商业银行业务 外汇业务 广泛的金融市场产品 人民币贸易促进服务	零售和商业银行业务 有限的金融市场产品 人民币贸易促进服务	外汇业务 有限的金融市场产品 有限的零售和商业银行服务	基金注册地业务 有限的零售和商业银行业务 人民币贸易促进服务
是否与中国人民银行签订互换协议	是	是	否（正在商讨）	是	是（欧洲中央银行）
主要优势	进入中国内地市场的传统门户 商业金融联系紧密 现有的金融基础设施健全	东盟金融中心 现有的金融基础设施健全 区域各财务中心和大宗商品交易商的聚集地 全球第三大外汇中心 资产管理能力强大，投资者基数庞大	贸易联系紧密，存款基础广泛，跨境汇款需求大	覆盖欧洲时区 世界领先的外汇中心 现有的金融基础设施健全	各类基金的全球营销中心和投资平台 全世界投资者建立人民币敞口的单一平台渠道
重点市场	大中国区实时市场 试点项目/新产品 “点心证券”市场	东南亚实时市场 大宗商品中心 私人银行业务	国内 / 海峡两岸人民币流通	全球财务中心 全球外汇交易 资产管理	欧洲最大的基金管理中心

注：自 2014 年第一季度起，巴黎的 RQFII 额度为 800 亿元。

来源：渣打银行

有关各离岸人民币中心（如新加坡、香港、伦敦和卢森堡）的具体发展情况，请参阅附录 A。

QFII 计划和 RQFII 计划

中国出台了若干计划，供外国投资者投资在岸证券市场。合格境外机构投资者（QFII）计划允许外国投资者向中国汇入美元并转换为人民币，然后投资中国境内证券市场。人民币合格境外机构投资者（RQFII）计划允许投

²¹ 离岸中心的离岸人民币清算服务通常由中国人民银行推动，但迄今尚未在英国指定任何清算银行。2014 年 3 月，中国人民银行和英格兰银行签署了一份谅解备忘录，为适时正式指定清算银行铺平了道路。然而，2013 年 12 月，渣打银行和中国农业银行合作在伦敦推出了人民币清算服务，采用的是金融票据转让过户模式，双方的合作是私营部门和市场行为相结合的范例。

资者利用境外筹集的人民币资金在中国境内投资。这两项计划都要求投资者向中国证监会 (CSRC) 申请准入许可，并向国家外汇管理局 (SAFE) 申请具体投资额度。

QFII 计划和 RQFII 计划都允许外国投资者投资以下产品：1) 在中国证券市场（即上海证券交易所和深圳证券交易所）上市的股票、债券和认股权证；2) 在银行间债券市场上交易的固定收益产品；3) 证券投资基金；4) 股指期货；以及 5) 中国证监会批准的其他金融工具。RQFII 投资者也可以认购首次公开募股发行的股票和可转换债券，以及配股发行和配售股份。

2013 年初，中国允许这两项计划下的投资者另行申请投资中国银行间债券市场，该市场占中国固定收益交易市场总额的 95%。投资者在获得 QFII 或 RQFII 许可及额度后，另行向中国人民银行提出申请，以投资银行间债券市场。QFII 计划和 RQFII 计划的重要特点包括：

合格境外机构投资者 (QFII) 计划

- 这是最早允许境外投资者投资在岸市场的计划，于 2002 年推出
- 2013 年批准的额度为 123 亿美元（约 750 亿元），至此，该计划批准的总额度达到 497 亿美元（约 3000 亿元）
- 在获得中国人民银行批准后，可投资银行间债券市场（2013 年 3 月扩大）
- 自 2012 年起，申请条件大幅放宽

人民币合格境外机构投资者 (RQFII) 计划

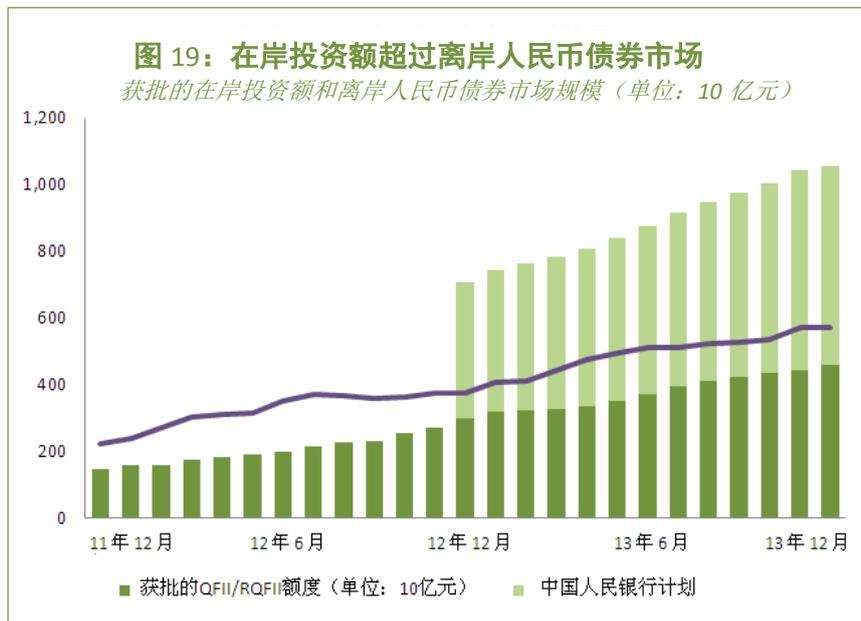
- 2011 年底推出
- 2013 年批准额度为 910 亿元，截至 2014 年 3 月，批准的总额度达到 2005 亿元
- 可投资银行间债券市场和股票市场
- 凡获得本地监管许可、开展资产管理活动的投资者都可以申请
- 具备投资资格的离岸中心：香港（2700 亿元）；新加坡（500 亿元）；伦敦（800 亿元）；巴黎（800 亿元）；台湾（1000 亿元）²²



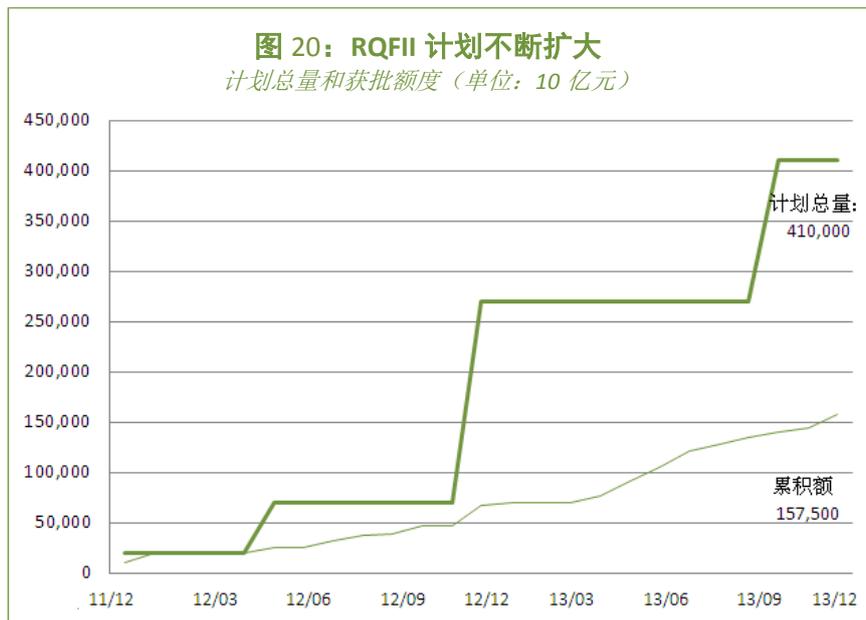
来源：中国证监会、国家外汇管理局、渣打银行

²² 市场在等待台湾监管机构发布本地基金申请资格指南

自 2013 年 10 月起，香港以外的其他离岸中心也加入 RQFII 计划，其总量（即获得批准的累积总额度）已经从 2700 亿元增长到 5800 亿元（见图 19）。2014 年，QFII 计划和 RQFII 计划的获批新额度预计会达到 2000-2500 亿元，而 2013 年的数字为 1570 亿元。到 2014 年底，外国投资者持有的人民币债券额度预计达到总量的 3-5%，而 2013 年第的数字为 1.5-3%²³。



来源：渣打银行



来源：渣打银行

伦敦： 2014 年 1 月，首个英国投资者获得了投资许可。目前，伦敦投资者的投资额度为 800 亿元。

台湾： 总额度为 1000 亿元。台湾本地尚无投资者获得许可，整个行业在等待监管机构出台基金参与资格规定。

²³ 来源：渣打银行

新加坡：总额度为 500 亿元。2014 年 1 月，新加坡金融管理局 (MAS) 发布了 RQFII 申请流程指南。所有在新加坡注册的、获新加坡金管局批准开展基金管理活动的金融机构都可以申请 RQFII 投资许可和额度。新加坡本地尚无投资者获得批准。

2013 年 11 月，中法两国举行了首次高层经济金融对话，并发表了联合声明。自那以来，中国按照联合声明，继续以类似的安排支持巴黎的离岸人民币业务。2014 年第一季度，巴黎获得了 800 亿元的 RQFII 额度。卢森堡也与中国监管部门会谈，以争取自己的配额。对于其他希望在 2014 年和今后获得配额的其他离岸中心，这也许只是个开始。

插文 3：港陆市场基金相互认可

今年早些时候，媒体广泛报道，中国证监会和香港证监会就相互认可各自授权向内地和香港散户投资者发售的基金事宜，达成了实质性协议。虽然目前还没有宣布该协议细节，但相互承认计划有望成为另一个重要投资渠道，离岸人民币持有者可以借此认购中国内地的在岸基金，而在岸人民币持有者也可以认购离岸市场基金（最初从香港发行和授权的基金开始实施）。

相互认可一般意味着一个管辖区授权的基金能获得另一个辖区的认可而进行销售。但实际上，相互认可通常意味着基金需要遵守另一个辖区有关授权和销售的简化程序。港陆相互认可计划的细节尚需时日才能最终敲定，因为这涉及到香港和内地的跨境人民币流。监管机构为对人民币流进行管制，有可能设定额度。到底是以单个基金或基金总额为单位设定额度，还是以基金经理为基准，还是采取其他参照标准，还需拭目以待。另一个重要问题是，香港投资者认购内地基金或内地投资者认购香港基金所得收入或收益该如何计税？目前确定的是，相互认可计划一旦得到启动，很可能会增加中国境外的人民币流量，并为香港投资者投资更多人民币基金敞开大门。

沪港股票市场互联互通试点计划

2014 年 4 月，中国证监会、香港证监会发布联合公告，宣布原则上批准上海证券交易所、香港证券交易所 (SEHK)、中国证券登记结算有限责任公司 (CSDCC)、香港中央结算有限公司 (HKSCC) 开展沪港股票市场交易互联互通机制试点计划（以下简称“沪港通”计划）。内地和香港两地的合格投资者将可通过当地证券公司或经纪商买卖规定范围内、在对方交易所上市的股票。沪港通有六大特色：

- 沪股通：香港投资者委托香港经纪商，经由港交所设立的证券交易服务公司向上交所进行指令申报后，可买卖规定范围内的上交所上市股票。
- 港股通：符合条件的内地投资者委托内地证券公司，经由上交所设立的证券交易服务公司向港交所进行指令申报后，可买卖规定范围内的港交所上市股票。
- 交易时间：沪港通的交易日必须安排在两地交易所同时开市的共同交易日。
- 结算方式：中国证券登记结算有限责任公司和香港中央结算有限公司互相把对方纳为结算机构参与者。
- 投资标的：沪股通的股票范围是上海证券交易所上证 180 指数、上证 380 指数的成份股，以及上海证券交易所上市的 A+H 股。港股通的股票范围是香港联合交易所恒生综合大型股指数、恒生综合中型股指数的成份股，和同时在港交所、上交所的上市 A+H 股；
- 投资额度：沪股通总额度为 3000 亿元，每日额度为 130 亿元；港股通总额度为 2500 亿元，每日额度为 105 亿元。监管机构可根据试点情况对投资额度进行调整；
- 投资者门槛：香港证监会要求，参与港股通的内地投资者仅限于机构投资者，以及证券账户及资金账户余额合计不低于人民币 50 万元的个人投资者。
- 跨境监管和执法合作：两地监管机构将改进目前的双边监管合作安排，加强以下方面的执法合作：完善违法违规行为通报交流机制；开展调查合作以打击跨境违法违规行为；开展双方执法交流与培训；提高跨境执法合作水平。
- 时间表：将视所须的监管审批、市场准备和相关操作安排而定。从联合公告发布之日起至沪港通正式启动，预计需要 6 个月筹备时间。后续公告将随着工作进展陆续发布。

“沪港通”旨在进一步促进中国资本市场对外开放，加强两地资本市场联系，目前并不会取代其他的跨境交易通道。

人民币离岸与在岸市场日渐趋同

创建离岸人民币市场的目的，是在促进人民币国际化的同时，使在岸人民币市场仍在全球保持独立。这导致了人民币有三个不同的主要市场：内地的在岸人民币市场 (CNY)、以美元结算的无本金交割远期市场 (NDF)，以及离岸人民币市场 (CNH)。由于存在资本管制，且人民币在岸和离岸市场之间只能部分自由兑换，因此每个市场都有其自身的供需机制。这就形成了汇率、利率和证券定价有差异的三个市场，它们彼此独立但又息息相关。由于资本管制放松、境内外联系日趋紧密，资本跨境转移的难度将下降，进而造成人民币离岸与在岸市场日渐趋同。

外汇市场趋同

离岸人民币市场 2010 年中期发展起来之前，外国投资者要参与人民币投资活动只能通过 NDF 市场。结果，人民币 NDF 市场通常以溢价与境内市场开展交易。2010 年推出离岸人民币业务时，这种状况也非常明显，主要可归结为两个因素：其一，人民币升值预期吊起了那些渴望在香港获得人民币投资机会的全球投资者的胃口；其二，中国境外人民币存款相对匮乏。例如，香港当前的人民币流动性资金池中有近 1 万亿元，但这仅相当于中国内地人民币存款的百分之几而已。然而，随着更多跨境人民币贸易渠道不断开放，离岸人民币存款日渐增多，离岸市场与在岸市场正日趋同步。受近期二月份人民币疲软影响，加上中国将人民币在岸交易的日交易价浮动幅度扩大到 2%，离岸人民币就一直步步紧跟在岸人民币的动向。两者间的平均价差已由 2010 年第四季度的 535 个基点降到了 2014 年第一季度的 172 个基点。

图 21：离岸人民币与在岸人民币日渐趋同



资料来源：汤森路透

离岸人民币市场 2010 年的开局并不算顺利。中国人民银行通过中国银行香港分行设置了中央结算上限，限制了市场的流动性。与此同时，在贸易结算中，相对于对离岸人民币债券的需求，离岸人民币的启用放缓，造成了这一市场刚起步就面临着失衡的局面。2011 年美元兑离岸人民币市场因受制于中央结算额度而备受挤压，也导致了离岸和在岸人民币市场渐行渐远。这促使香港金管局通过与中国人民银行签署互换安排，来确保其有能力提供充足的流动性。

2011年6月，香港财资市场公会公布了每日美元兑离岸人民币的即期汇率定盘价，转机出现了。这项措施增强了市场急需的透明度，外汇衍生工具和期权自此开始兴起。2012年7月，新加坡成为第二个离岸清算中心，开辟了流动性新通道。

美元兑离岸人民币的成功带动了交叉货币掉期产品、乃至结构性产品市场的蓬勃发展。2014年2月末，在人民币升值预期的推动下，名义价值高达3500亿美元的离岸人民币结构性产品在市面发售，其中一种产品为“目标可赎回远期合约”。出于多种原因，中国人民银行于2014年2月出手干预，遏制了投资者因笃信人民币会升值而进行“单向押注”的做法，此举可能是为了创建更多双向通道并且为放宽在岸的日交易价浮动幅度铺平道路。2014年3月，中国人民银行将日交易价浮动幅度扩大到2%。

2014年2月19日起，美元兑在岸人民币汇率定盘价的连续走高导致投机者开始补仓，引发了美元兑离岸人民币的剧烈波动，这种波动反过来又殃及美元兑人民币在岸市场，触发了人民币自2005年价值重估以来的单周最大跌幅。然而市场动荡虽剧烈（一部分由于央行推高汇率定盘价，一部分由于结构性产品盛行），美元兑离岸人民币远期和美元兑在岸人民币远期却更紧密地趋同了。今年2月下旬和3月，美元兑离岸人民币交易量猛增，有时甚至达到央行干预前日平均交易量的3到5倍²⁴，这表明该市场已变得非常庞大，从很多方面也看出，该市场取代NDF市场作为人民币主要的对冲和交易工具已是情理之中的事。

离岸人民币债券市场趋同

自2010年7月离岸人民币债券市场成立以来，离岸和在岸债券收益率差逐步缩小，因为市场参与者开始将该市场更多地看作是一种信贷市场，而不仅仅只是获得人民币计价资产的工具。随着在岸和离岸债券市场之间联系日益加深，两者的长期收益率有可能趋同。虽然离岸人民币债券平均票面利率已从2010年的2.4%上升到2014年的3.2%，但还是低于在岸市场。2010年，在岸债券的平均票面利率是4.7%，2014年降至3.8%，预计这一趋势将继续。货币市场的波动和离岸与在岸市场之间更多投资渠道的开放，意味着两者的长期收益率将逐渐趋同。



资料来源：汤森路透

例如，自2010年离岸人民币债券市场创建以来，中国内地市场和离岸市场上交易的三年期政府债券收益率差就不断缩小。由于人民币近期疲软，市场参与者不得不重新评估该离岸市场的信贷风险，而不只是一味押注人民币升值来获得投资收益。虽然这是一种积极的趋势，但结构性因素仍然决定了任何收益率方面的趋同都

²⁴ 汤森路透

不可能一步到位。挑战之一就是缺乏有吸引力的离岸人民币产品，导致交易量低迷进而降低二级市场的流动性，也导致离岸市场收益率曲线低于内地市场。



4. 中国人民银行与其他央行签订双边互换协议

在人民币成为一种无任何限制、能完全自由兑换的货币之前，离岸人民币市场将一直面临整体流动性不足的问题。若要避免离岸市场的流动性不足，防止人民币计价工具风险变得过大而可能吓跑投资者，央行需要建立稳健、稳定的渠道，双边互换协议由此诞生。当流动性下降时，离岸市场可随时利用互换协议增加流动性。鉴于离岸市场一贯被认为风险较低，越来越多的投资者会发现，投资于人民币产品是方便且划算的选择。

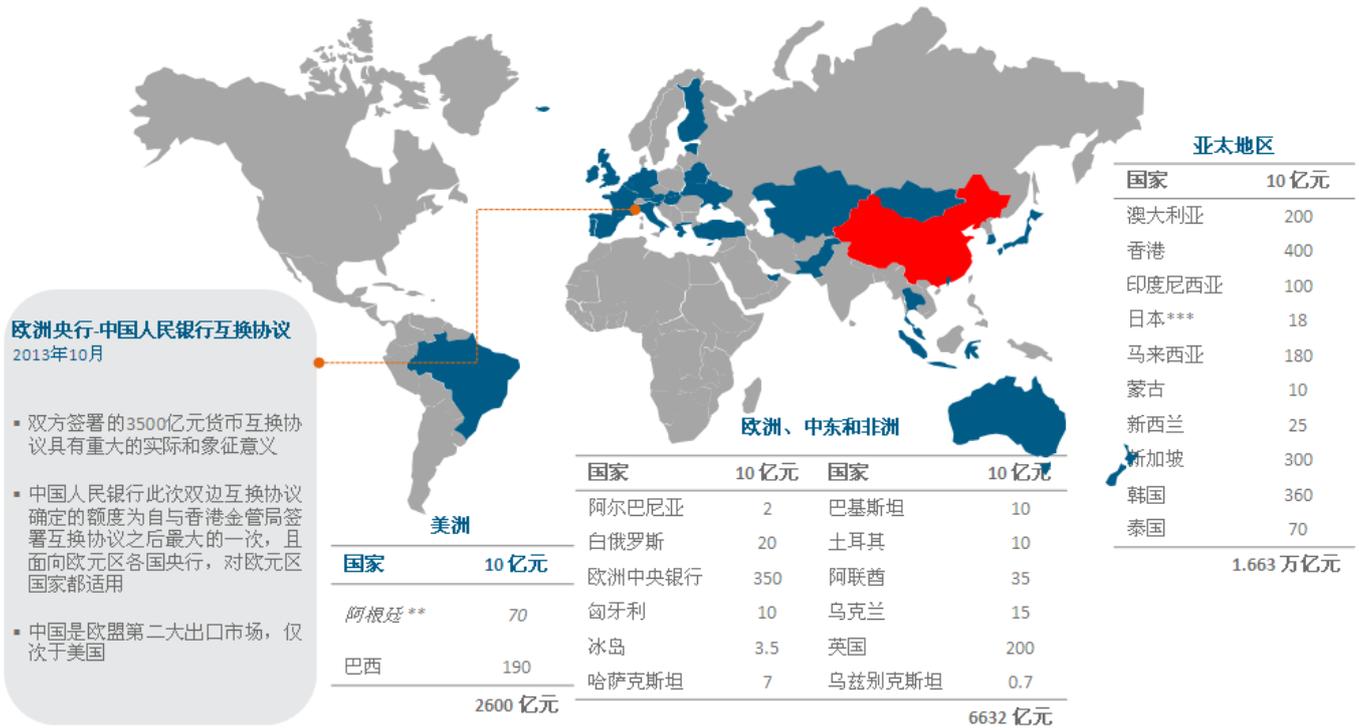
目前，中国人民银行已与 24 国央行签署了双边互换协议，名义总额达 2.55 万亿元（待签署协议列表参见图 24）。这些双边互换协议旨在支持中国境外不断增长的人民币计价贸易与投资，协议期限为 3 年，且都在到期前进行了延期。

香港金管局和新加坡金管局都于 2013 年 7 月运用各自的双边互换协议做出了流动性融通安排，从中可看出双边互换协议的用途。

- 香港金管局的资金融通安排重点是维持市场稳定，并为紧急流动性需求提供支持。这些资金可在一夜之间到位，并在同一天内完成结算。对于向银行提供的同一天结算，香港金管局将承担维持自身 100 亿元人民币流动资金池所需的成本。为开发香港的人民币业务，香港金管局愿意接受这部分成本。
- 新加坡金管局的资金融通安排则向从事人民币贸易结算的银行提供 3 个月期限的人民币资金（收取上海银行间同业拆放利率），来促进贸易融资。该资金融通安排的范围现已扩大，允许新加坡金管局和中国人民银行提供外币资金，以稳定金融市场。这开创了在本地人民币流动性不强的情况下，支持其他人民币中心的离岸资金需求的先例。

中国人民银行与他国央行签署双边互换协议，主要是为了促进人民币在全球贸易和投资中的使用，这有别于美国联邦储备系统与其他国家央行签署的双边互换协议，那类协议主要是为了在危机时刻提供紧急资金。各央行应该认识到，利用双边互换协议在各自本土市场支持人民币交易并无不妥。

图 24：中国人民银行与他国央行之间的双边互换协议



** 据报道，阿根廷正进行续签谈判，该国首次于 2009 年与中国人民银行签订货币互换协议。

*** 该互换协议作为《清迈协议》的一部分达成，总价值约合 30 亿美元。

注：中国的双边货币互换协议期限一般为 3 年，可续签。

资料来源：渣打银行

5. 人民币晋升储备货币

随着人民币国际化进程进一步深化，越来越多的中央银行对本国部分外汇储备进行重估，转持为人民币。虽然中国资本账户大体上依然处于封闭状态，但中国主管部门已经制定了优惠计划和优惠政策来鼓励官方投资和人民币重新计价。世界各国的外汇储备部门都希望实现多元化储备投资，这种心态有助于在未来几年乃至几十年内进一步增加人民币资产份额²⁵。

根据中国人民银行的资料，中国政府向外国投资者批准的银行间债券额度为 6000 亿元，其中约有半数配发给了外国央行和主权财富基金。据信，30 多个国家的央行已经着手投资中国在岸债券，而更多（约有 10 个国家，或许更多）国家的央行则在涉足离岸人民币债券投资²⁶。

虽然各国外汇储备部门的人民币资产份额快速增长，但总量依然非常有限。截至 2013 年第三季度末，人民币外汇储备估计达到 3000 亿元，但在全球 11.4 万亿美元外汇储备总量中，比例依然远远不足 1%。未来几年，外国央行的人民币资产可能超过英镑和日元资产²⁷。国际货币基金组织的数据表明，截至 2013 年第三季度末，英镑和日元资产分别为 2430 亿美元和 2390 亿美元，均占全球外汇储备总量 4% 左右。

²⁵ 来源：渣打银行

²⁶ 来源：渣打银行

²⁷ 来源：渣打银行

虽然国际货币基金组织尚未认可人民币储备货币的地位，但无论是尼日利亚等发展中国家，还是澳大利亚等发达国家，越来越多的外国央行已经公开表示，坚持持有人民币储备。事实上，各央行常常在本国市场率先使用人民币。很多情况下，他们都带头帮助国内的利益相关者了解、使用和获取人民币。

持有人民币作为储备资产能带来以下主要好处：

- 顺应贸易流：境外企业与中国企业进行贸易结算时，越来越多地采用人民币。因此，外国央行应当持有人民币储备，以便与本国经常账户中日益提高的人民币使用率相匹配。
- 增加投资收益：2008 年以来，人民币兑美元持续升值，中国主权债券等人民币计价资产的收益率超过了美元计价资产。鉴于中国获得了 AA 信用评级，在人民币升值的可能走势下，持有人民币计价的中國主权债券会带来更高收益率，但面临的风险却不会大幅高于持有美元计价的美国国债风险。
- 战略导向：通过投资人民币资产，各央行可以借此加强本国与中国的交往。随着中国的全球经济影响力不断增强，持有人民币资产符合亚洲以及国际贸易往来的需求。此外，在西方国家超常规货币政策环境，中央银行传统储备管理形式的回报率在减少。

目前，外国央行主要通过三种途径获取人民币（见图 25）。许多情况下，中国主管部门向外国央行和官方机构投资者提供了优惠待遇，包括最大限度减少资金汇回本国、设定课税限制，因此，部分特权投资者得以完全自由兑换人民币投资产品。

- 离岸市场：央行获取人民币投资产品最简便的途径或许是进入离岸人民币市场。近年来，离岸人民币市场发展迅猛，提供种类丰富的投资产品，包括各央行投资者青睐的超国家债务和主权债务。离岸市场与其它所有开放的金融市场一样，不设定任何资本账户限制和功能。因此，各央行可以在任何一个主要离岸中心开通人民币经常账户和定期存款，进行外汇交易，投资人民币固定收益资产。每年，中国发行离岸主权债券时，都会为外国央行投资预留部分债券。
- QFII 计划（在岸市场）：一些央行通过 QFII 计划，进行中国在岸股权和固定收益投资。2013 年，QFII 投资者在向中国人民银行另行申请后，可在独立的银行间债券市场（占在岸债券交易量的 95%）进行投资。马来西亚、香港、新加坡、泰国、韩国、立陶宛和澳门的央行均选择了这种途径。
- 中国人民银行批准额度（在岸市场）：中国人民银行为外国央行制定了一套特殊的额度计划，允许其进入银行间债券市场这一流动性最强的中国主权债券和政策性银行债券市场。相较于 QFII 计划，该计划给予的额度总体上更为可观。要通过中国人民银行额度获得准入权，必须与其直接谈判。目前，已知的额度持有银行包括澳大利亚、奥地利、香港、印度尼西亚、日本、韩国、马来西亚、尼泊尔、巴基斯坦和南非的央行，以及世界银行。

图 25：各中央银行获取人民币的三种途径



插图 4：现金池与人民币资金归集

现金池是指跨国集团通过财库中心，管理集团内部资金流、以及在特定需求下调拨或集中安排资金流的能力。若设立在第三国的子公司需要资金，财库中心可向该子公司出借资金。这种机制的巨大优势在于，本地子公司无需向第三方金融机构申请贷款，即可满足自身资金需求。若子公司所在国家的资本市场尚未充分发展，贷款成本高昂，这就尤为重要。此外，如果资金在集团内部流动，集团就无需支付利息，也就不会导致资本外流。

另一方面，如果跨国集团财库中心设于外国，那集团利润将流出本国，汇集到财库中心所在国家。因此，该国将面临资本与利润外流。但允许人民币资金归集后，集团的人民币财库所在地将成为离岸中心，有助于提高人民币在海外的使用率。

2012 年 11 月，中国推出了一项新的试点计划，准许企业以内部贷款的形式将人民币转移出国。根据该试点计划，跨国企业获得授权后，其中国子公司可向海外母公司或其它相关公司出借人民币。对于海外母公司或相关公司来说，主要好处在于能够结算人民币计价发票。

该试点计划准许入选城市的授权公司建立一个跨境资金归集结构，进行对内或对外的外汇自动归集，但前提是资金归集数额不超过中国国家外汇管理局先批准的“海外贷款额度”和“外债额度”。

根据该新规定，境外贷款可以跨境流入中国，即中国子公司可向海外财库中心贷款，但须视为外债。然而，此类贷款金额不得超过借方的许可额度，每笔交易须向国家外汇管理局登记。该计划有一个缺点，即公司必须在中国内地或香港设立区域财库中心，以便获准开展对内或对外人民币计价资本归集。显然，对于需要改良企业结构来向海外子公司贷款的企业来说，这是一个巨大阻碍。

2014 年 2 月，中国人民银行上海总部批准上海自贸区进行真正意义上的资金自动归集。好处主要在于，它解除了审批要求，大幅精简人工流程和财库文书手续。融资资金（不包括集团内部融资）不可用作资金归集，因此实际效果有待观察。

基础设施

人民币若要在全球金融体系内进一步发展，必须不断发展市场基础设施，并最终整合在岸与离岸活动，从而确保快速、安全和经济地处理跨境人民币计价证券和支付业务。目前，人民币业务交易成本相对较高（主要是因为交易必须由人工完成），这从侧面上反映公共部门与私营部门对金融基础设施投资不足，导致未达到必要规模来推动人民币国际化。

眼下，在岸人民币支付均通过中国国家现代化支付系统 (CNAPS) 结算。从离岸人民币支付基础设施建设来说，越来越多的人民币支付中心正在考虑加强多币种实时支付结算系统 (RTGS) 能力。对离岸人民币而言，RTGS 系统可视为 CNAPS 系统离岸/在岸支付业务的延伸。香港率先采取行动，示范了如何建设市场基础设施，凭借极为高效、可靠的清算平台来推动人民币发展。这种基础设施有助于各国银行高效进行人民币支付，最大限度减小风险。2013 年，人民币 RTGS 系统的日均交易量超过 4000 亿元。在过去的两年间，香港推出了更多业务，进一步增强了 RTGS 系统，如将服务时间延长至中欧时间下午 5:30 来满足欧洲银行的需求，实现了人民币清算价值的大幅提升。根据香港银行同业结算有限公司 (HKICL) 发布的数据，2012 年和 2013 年同比增长率分别为 90% 和 86%。台湾是第二个建立本地人民币 RTGS 系统的市场，在中国银行台北分行被指定为人民币清算银行后，以清算价值计算，台湾成为全球第五大离岸人民币支付中心²⁸。新加坡正在开发人民币 RTGS 系统，计划于 2015 年投入使用。

人民币跨境支付系统 (CIPS) 作为中国人民银行宣布建立的人民币国际支付基础设施，反映了中国希望通过一个通用清算网络来推动人民币国际化进程。CIPS 系统之所以被视为“力挽狂澜”，是因为它重新定义了各人民币中心、清算银行和国际基础设施的生态系统。这种全新的基础设施有望覆盖多个时区，推动离岸银行直接参与，从而使其重新思考如何拓展人民币清算业务。此外，CIPS 系统若采纳中国国内支付基础设施所采用的 ISO20022 先进标准，那在岸与离岸人民币支付系统的联网互通性将得到大幅提升，即这两个系统以及国家之间可以进一步互通有无。眼下，虽然上述基础设施的具体功能及部署时间尚不明确，但 CIPS 系统带来的节支增效效应将成为吸引潜在离岸银行采用 CIPS 系统的一大动力，最终将提高人民币成交量。市场希望中国人民银行与未来可能接入 CIPS 系统的在岸与离岸银行开展更多对话。与此同时，市场正在关注上海自贸区的崛起以及新的人民币交易规定，新规定有可能将投资者的关注重点从 CIPS 系统转移到上海自贸区。

就人民币外汇交易结算而言，多数采用非同步交收 (non-PvP) 结算。2013 年 2 月，巴塞尔银行监督委员会发布了《外汇交易结算风险监管指南》，主张采用同步交收结算来管理外汇结算风险。非同步交收结算可能导致参与方损失外汇交易的全部价值。为规避这一结算风险，各银行眼下为彼此间的外汇结算业务设置了交易限额。此类对手方限额可能会影响人民币离岸外汇市场的增长率。亚洲证券业与金融市场协会 (ASIFMA) 认为，连续联结结算 (CLS) 中的离岸人民币结算有助于人民币在全球贸易、投资和进军储备货币之路上获得持续稳定的发展。

2013 年 6 月，人民币离岸市场发展迎来了一个里程碑，时值财资市场工会 (TMA) 启动“离岸人民币香港银行同业拆息定价”。现在，离岸人民币香港银行同业拆息已经成为人民币离岸市场金融基础设施的一个重要组成部分。它为贷款机构设立了基准，促进了人民币市场的增长，并同时推动了各种人民币利率产品的发展，提升了市场参与者管理其人民币业务利率风险的能力。财资市场工会的离岸人民币香港银行同业拆息定价价

²⁸ 来源：SWIFT 人民币追踪系统，2014 年 2 月

为须限定在监察及管治委员会（由专业人士、企业和监管部门组成）认可的监管框架以内。这一稳固的框架确保了基准设定过程的透明度，增强了市场参与者对拆息定价完整性的信心。

根据约定，香港金管局选定 16 家银行，并由财资市场工会指定作为报价银行，在为期一年的时间内，根据其在香港离岸人民币市场的活动水平进行利率报价。汤森路透被选为计算代理人，负责离岸人民币香港银行同业拆息定价计算和发布。该定价于香港时间周一至周五每个交易日上午 11:15 发布于财资市场工会网站。剔除报价银行最高和最低的各三个报价后，八个票期（一天、一周、两周、一月、两月、三月、半年和一年）的定价通过平均报价中位数计算得出。财资市场工会持续开展内部审核，并与各国管理机构交流最佳实践，从而符合国际标准和准则，包括国际证券事务监察委员会组织 (IOSCO) 的《金融基准原则》(Principles for Financial Benchmarks)。

全球范围内，加强合作开发人民币证券市场基础设施建设是一个重要议题：

- 香港金管局运作的中央结算系统 (CMU) 是一个债券清算和结算系统，接入欧洲结算系统 (Euroclear) 和明讯银行 (Clearstream) 等国际中央证券托管机构，境外投资者可以持有中央结算系统的人民币债券。中央结算系统有助于推动香港的离岸人民币债券市场建设，体现在以下三个方面：1) 在二级市场，该系统提供了一个安全高效的离岸人民币债券清算和结算平台；2) 在一级市场，该系统为新发行债券提供了一个高效的投标平台。该平台与传统的累计投标方式共存，为潜在的离岸人民币债券发行人在香港发行债券时提供更多选择。中国财政部与内地多家政策性银行已将该平台用于债券首发；3) 同样在一级市场，香港金管局设立了一个中央结算系统央行配售统筹窗口。通过该投标平台，发行人可以预留部分新发行债券，配售给中国境外的中央银行及其它主权实体。配售票面利率将与标书相关限期既定利率保持一致。
- 2013 年 12 月，香港交易及结算所有限公司与新加坡交易所签署了一份谅解备忘录，旨在合作推动人民币国际化。双方都期望联合开发产品，接入对方数据中心以加强联系，并加强技术开发和监管事宜合作。双方也将合作开展治外区域市场基础设施监管，从而对整个亚洲区域产生影响。
- 明讯银行作为国际中央证券托管机构，于 2014 年 2 月宣布采取研发提供解决方案的市场策略，支持人民币国际化。该市场策略希望将整个金融领域的市场提供者和参与者聚集到一起，共同鼓励外国投资者加大人民币投资力度，协助研发解决方案提升离岸人民币流动性，加强人民币产品和服务的深度和广度，促进离岸人民币债券市场的发展和成熟。为实行这一市场策略，明讯银行正在积极寻求合作伙伴，一同打造和执行相关要素，从而建立和发展一个国际化的离岸人民币市场。
- 2014 年 4 月 3 日，欧洲结算系统宣布与台湾集中保管结算所 (TDCC) 合作提供一项全新服务，国际投资者可以在该结算所结算台湾发行的人民币债券，即福尔摩莎债券。这项首创的业务允许结算交易通过欧洲结算系统转入当地的中央证券保管所，即台湾集中保管结算所。
- 2014 年 4 月 10 日，“沪港通”试点计划宣布实施，接通了沪港两地的股票市场。内地投资者可以使用人民币参与香港股票市场，这有助于推动人民币的国际化，并提升香港作为离岸人民币业务中心的地位。该项目也将扩大离岸人民币资金的投资渠道，有助于促进沪港两地的人民币资金流动。

随着全球对亚洲市场和人民币的投资需求与日俱增，预计未来几年内，各证券基础设施之间会加强合作。

下一步展望

在较短时间内，人民币国际化取得了显著成效：之前在国际上还是相对默默无闻的人民币，现在越来越多地用于贸易、投资和官方外汇储备。然而，人民币能否成为国际经济体系的主要货币，还有待观察。

鉴于中国的资本账户基本处于封闭状态，人民币或难挤入国际货币基金组织的特别提款权一揽子计划。虽然很多中央银行已经先行一步，通过持有人民币实现了外汇储备多元化，但人民币若能挤入特别提款权一揽子计划，这无疑是在宣布国际货币基金组织认可了人民币作为官方储备资产的地位。

最近，中国逐步在其上海自贸区推行金融改革。2013年9月，上海自贸区挂牌开张，旨在探索自由贸易经济形态如何自行生存，这将拉开完全自由兑换的序幕。除了国务院明令禁止的部分活动，个人与机构可在自贸区参与任何活动。2014年1月初，中国政府决定在未来三个月内增设12个自贸区。

自贸区将对贷款机构开放，并进一步简化外商直接投资的人民币汇款手续，为外国投资者在自贸区开展投资和发展业务提供了便利。此外，中国政府于2013年12月制定整体框架后，明确了在上海自贸区内开展跨境业务的操作细节。细节出台后，汇丰中国表示，已经为一位个人客户办理了首笔跨境人民币结算业务。此前不久，中国政府针对大型跨国企业制定了政策，整合其在岸财资运作和全球离岸平台。

若能控制风险，中国政府计划在自贸区实现人民币资本项目完全自由兑换，自贸区内成立的实体获准开展跨境资本账户交易（如股权收购），并减少外汇限制。该计划提出将在未来开展试点项目，放开自贸区内的人民币跨境使用和跨境融资，允许企业自由获取国内外资金。允许自贸区内人民币自由交易兑换后，可在国内将自贸区打造成一个类似香港的离岸人民币中心。

为充分试验和评价自贸区成效，监管部门不妨考虑：

- 准许合格外国投资者将投资收益自由转到境外；
- 试点开展人民币资本项目兑换；
- 试点开展人民币跨境使用；
- 试点开展市场导向型金融利率；
- 支持跨境人民币再保险业务；
- 鼓励跨国企业建立全球/地区资金管理中心；
- 准许合格私人资本和外国金融机构开展金融业务；
- 准许境外实体在自贸区内从事商品期货交易。

与此同时，中国监管部门也在努力设立一个可与香港、广东和澳门建立金融联系的自贸区，这将有助于各家银行开放中国的金融行业。

虽然近几个月来，中国采取了上述重大措施，并试图提高自贸区的透明度，但香港依然是企业的首选人民币中心。超过80%的人民币贸易结算交易都在香港受理。

人民币面临的另一个阻碍在于大宗商品的人民币计价。大宗商品依然主要以美元定价。但考虑到中国正在成为极为重要的油气进口国，美国也在另一方面不断加强其能源独立性，以人民币对大宗商品重新计价的呼声日益高涨。到 2020 年，约 6% 的全球大宗商品有望以人民币计价²⁹。

总的来说，人民币国际化的命运依然取决于中国经济前景和近期金融改革发展路径。中国经济一旦出现衰退，或者主管部门不再推进利率市场化和人民币完全自由兑换等关键领域，那人民币国际化进程就难以为继。然而，如果中国能够成功完成经济转型和再平衡所需的一系列改革，人民币就能进一步接近国际经济体系的核心。

2020 年的其他展望³⁰

2020 年，美元、欧元和人民币的外汇和利率市场将主导国际金融市场。人民币日外汇交易量将从目前的 1200 亿美元增加到 5000 亿美元以上。

2020 年，中国的资本账户应处于“基本开放”的状态，即中国特色的开放。直接投资将比目前更为顺畅，只有大宗交易需要审批。QFII 和 QDII 框架大幅扩充后，将会出现股权和债权投资。

随着在岸资本市场向离岸投资者进一步开放，离岸市场也将扩大。2020 年，离岸人民币债务市场很可能以年均 30% 的速度增长，达到 3 万亿元（约合 5000 亿美元）。

作为中国的人民币跨境支付清算系统，CIPS 系统可在 2015 年全面投入使用，确保全球范围内较高的人民币流动性。

人民币有望成为一种基本自由浮动的货币，而上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR) 将成为中国版的联邦基金目标利率。

上述目标实现与否，取决于中国政府的政策导向。习近平主席和李克强总理的领导团队正在认真推进中国经济的市场化并进一步减少政府干预。这个议题所涉及的改革将开放基本价格（如利率和效用价格），加强服务业竞争（通过私营银行等创新），精简企业行政审批数量。

人民币国际化之路必定面临挑战。中国不会马上放开资本账户管制，但此进程已经启动。图 26 概述了中国 2020 年的资本账户。

图 26：现在到 2020 年，资本账户如何开放

项目	现状	2020 年的可能趋势
直接投资	外国直接投资流入	根据资金数额和用途，外汇兑换须经国家外汇管理局审批，以及/或向人行申报。严格控制资本汇回。限制投资行业
	对外直接投资流出	须国家外汇管理局审批
投资组合： (1) 股权	股权流入	采用 QFII 和 RQFII 额度管理，须逐个审批相关机构以及外汇流入。辅以“沪港通”计划
		除极大额交易，外汇自由兑换仅部分战略行业禁止外国投资自由汇回资本，但须监控股利汇款时机更为灵活目前受限行业投资大幅放开仅极大额交易须国家外汇管理局审批
		仅极大额交易须国家外汇管理局审批
		QFII 和 RQFII 额度大幅增加，辅以大幅扩充的“沪港通”和“深港通”项目。仅审批大额汇回。

²⁹ 来源：渣打银行

³⁰ 来源：渣打银行

	离岸实体发行在岸股权	资金汇回有时间限制。 禁止	取消锁定期。 通过设立国际股票委员会获得许可
	离岸股权发行 离岸股权认购	须中国证监会审批 仅通过有限的 QDII 计划，或者少数自营交易机构。 辅以“沪港通”项目	取消所有审批 QDII 大幅扩大。 个人认购离岸权益性证券平台，最初可能仅限于香港，并受额度限制。 无论哪种情况，均辅以大幅扩充的“沪港通”和“深港通”项目。
(2) 债券	债券投资流入	通过 QFII/RQFII，以及人行审批与额度管理，电汇设立锁定期。	QFII/RQFII 额度大幅增加；基本完全放开汇回管制。 大范围推广。
	离岸实体发行在岸债券	禁止，获得批准的多边代理机构除外。 最近，有非中国内地企业发行人试发行。	
	离岸债券发行	须国家发改委/人行审批，某些情况下须国务院审批	财务部牵头，仅审批大宗发行
	离岸债券认购	仅通过 QDII 计划，以及少数自营交易机构。	合格机构投资者自由认购
其它渠道	个人外汇兑换	除提供合法需要一定数额外国货币的证明，个人每年外汇兑换限额为 5 万美元。	个人外汇兑换限额提升至 10-20 万美元，日后再进一步提升。100 万美元须申报。
	跨境贷款	极大限制	可能完全放开。

来源：渣打银行中国研究部、国际货币基金组织

上述路线图旨在阐明人民币的现状、中国开展全新经济改革时面对的主要变化和调整，以及中国人民银行为在全球和区域推广人民币所采用的主要手段和方案。

插文 5：直接交叉交易

虽然中国主管部门已经扩大了可直兑人民币的外币范围，即美元、欧元、日元、英镑、马来西亚令吉、卢布、加元、澳元和新西兰元，美元依然占据了最大的交易量份额。近几个月来，虽然其它币种的交易量有所上升，但美元的市场份额仍然超过 90%，紧随其后的是欧元、日元和澳元。根据国际清算银行的数据，除美元以外，其他币种兑人民币的交易量达数亿美元。

2010 年，人民币兑马来西亚令吉的直接交叉交易首次在中国全国启动，随后于 2012 年推出了人民币兑日元交易。2013 年，澳大利亚与中国达成了一项类似的协议。中国已经指定若干试点区域，鼓励开展人民币与部分邻国货币间的直接交易。2013 年 10 月，英国和新加坡的中央银行与中国人民银行宣布已就各自货币的直接交叉交易达成协议。虽然预计直接交叉交易量依然微不足道，但这有助于未来发展双边贸易和投资。

- 马来西亚令吉/人民币：未知
- 澳元/人民币：每日外汇量约为 1.5 亿澳元
- 日元/人民币：每日外汇量约为 7.5 亿美元
- 英镑/人民币：未知
- 新加坡元/人民币：未知

由于无法直接兑换，人民币在外汇市场与其它货币交易时，总是以美元作为中间货币。直接交叉交易有助于降低企业对冲成本，并且能够排除美元汇率波动的风险。

结论与总结

虽然人民币的全球地位快速提升，并在很多情况下超出了所有预期，但人民币若要取得与美元和欧元一样的地位，还需开展更多工作。中国主管部门若能相继采取一系列关键步骤，并保持与其经济增长和稳定相匹配的节奏，就能确保人民币在全球取得主导地位。

- a) 国际货币体系改革要求全球经济摆脱美元依赖，重新取得平衡；人民币将发挥更大作用。第一步是确保人民币在中国以外流通。如果个人和机构越来越愿意在各类储蓄账户中持有人民币，那就可以实现这一目标。人民币国际化进程早已拉开序幕，已经设立了多个离岸人民币中心，但还有很长的路要走。
- b) 下一步是提高人民币在全球范围内作为贸易结算货币的接受度和利用率。鉴于中国已经成为全球领先的贸易经济体，各国应逐步脱离作为“实际”贸易结算货币的美元。越来越多的进出口贸易以人民币计价，这具有双重功效：其一，减少美元储备积累，这是全球再平衡的必要一步；其二，相应提升人民币在全球贸易中的地位。这也产生了一个额外好处，即减小了进出口商的汇率风险。
- c) 逐渐向国际投资开放在岸人民币市场。离岸债券市场的建立和快速发展是向国际投资者开放中国市场的关键一步。下一步则是通过批准 QFII 和 RQFII 额度，向国际投资者开放在岸市场，并提高各国央行在国内人民币市场的份额。后续步骤包括放宽利率管制，深化债券市场，并向国际投资者进一步开放国内资本市场（如“沪港通”试点计划，这是积极的第一步）。这一过程中，最后一个合理趋势便是逐渐推动在岸与离岸人民币市场的趋同（上海自贸区的设立是重要一步）。为推进两个市场的趋同进程，必须有针对性地加强人民币结算基础设施。
- d) 继与 24 国央行签署双边互换协议后，中国人民银行又与若干央行签署了双边互换协议，这有助于提高人民币在中国境外的使用率和流通度，将之前的贸易用途提升为投资用途。更多双边互换协议有助于缓解人们对离岸人民币流动性不足的忧虑，这是人民币国际化道路上的关键因素。
- e) 人民币发展为全球货币的最后一步是获得国际认可，成为储备货币。虽然有迹象明显表明，人民币正在成为“实际”的储备货币，因为多个国家的央行已经持有一些人民币作为外汇储备，但事实是，人民币在全球外汇储备中的比例不足 1%，且未被国际货币基金组织正式认可为储备货币。随着时间的推移，各国央行加持人民币的途径包括：1) 离岸人民币市场；2) QFII 和 RQFII 计划；3) 利用中国人民银行优惠待遇进入在岸人民币市场，这将有助于巩固人民币日益提升的国际地位，并且推动其最终作为成熟的储备货币得到认可。

中国努力推动人民币国际化的同时，也在不断开放金融体系。这一过程已经顺利启动，是让中国实体经济保持健康与活力的必要条件。在人民币转型为真正的全球货币的过程中，中国的企业界以及银行和金融行业必须逐渐予以采纳。

插文 6：行业支持

- **外汇**——必须最大限度防范外汇结算风险，确保市场参与者对交易如期结算的信心，避免损失交易的全部价值。连续联结结算是一个银行业组织，提供一个多币种结算系统来减少 17 种货币的外汇交易结算风险。亚洲证券业与金融市场协会支持各国主管部门和市场参与者（包括该协会多个会员）的想法，即离岸人民币可用于连续联结结算，这将大幅减少人民币兑美元、欧元、日元、英镑及占全球市场交易量多数的其它货币的外汇结算风险。
- **基础设施**——稳固的人民币基础设施能够减小交易成本，催生人民币业务需求。环球银行金融电信协会 (SWIFT) 在推动市场基础设施方面发挥着关键作用，在全球获得了广泛认可。未来，启动人民币基础设施时，都应参照 SWIFT 和 ISO20022 的准入和互通标准。这有助于减少行业全面实施和当前运营的成本。

- **流动性**——必须增强人民币在全球范围内的流动性。各国政府可以通过央行的人民币互换安排协议等措施加以强化。各国政府也应考虑，自身是否能够通过发行人民币政府债券来提高人民币流动性。依照十八届三中全会提出的进程，进一步开放中国市场有助于提高人民币流动性。
- **离岸市场可替代性**——虽然在岸市场与离岸市场相互保持独立，但必须确保所有的离岸市场互相连通，发挥一个全球离岸市场的作用。这就要求上述离岸辖区之间不存在人民币资金流动方面的法律约束，清算中心之间不存在操作问题；理想情况下，文档编制惯例还应保持一致。虽然其它货币自然而然地在本国辖区内清算，但离岸人民币不同的是，本身并没有清算基地，这就催生了业界应当保持警觉的若干特点：
 1. 不同于其它货币，考虑到不同离岸人民币清算银行采取不同清算系统，目前必须采取额外措施来完成不同离岸中心之间的人民币结算。随着离岸中心数量的激增，任意离岸中心之间的可转移性问题将会更为复杂。
 2. 随着大型离岸中心数量的增加，市场参与者（如离岸人民币债券发行机构）将考虑选择哪个清算司法辖区及其数量。
 3. 虽然将某一货币的国家和法律风险（流动性不足、不合法与无法兑换）与该货币的主权发行人联系起来是正常的，但在对离岸人民币进行风险分析时，必须进一步考虑到交易结算所在的离岸司法辖区。因此，通过不同离岸中心清算的同类金融产品可能会面临不同的操作问题和风险，继而导致离岸市场分化。随着金融产品数量和种类的不断增长，这种情况会进一步恶化。CIPS 系统等通用清算网络是一大进步，它明确了当前态势，并且恢复了人民币的主权风险。与此同时，标准化的法律解释和文档编制，以及不同离岸人民币产品清算和结算方式，将有助于缓解这一问题。
- **课税**——中国在向合格境外机构投资者征税时不够明晰，一直是人们关切的问题。业界认为，有关部门可以以“沪港通”试点计划为契机，确保中国所有此类投资的透明和明晰。
- **市场教育**——必须开展有关人民币新产品的教育活动。中国政府应确保：
 1. 政府商贸部委及商贸促进机构应确保，在面向有意向的外国出口商编制宣传材料时，明确介绍人民币贸易。
 2. 监管部门应确保，在人民币国际化进一步推进的情况下，理解全球市场的发展趋势。
 3. 中国政府应鼓励中国企业在国际交易中更多采用人民币。
 4. 政府机构与监管部门应与资产管理公司合作，理解人民币推广过程中的障碍。不同基金互相认可，这对大型流动资金池的发展尤为关键，能为投资者获取人民币投资机遇提供便利。

附录 A：部分离岸人民币中心的发展

香港

香港金融管理局认为，人民币是其多币种证券发行的必要组成部分或基石，它成功吸引了各个币种的资金流在香港结算，进一步巩固了香港作为区域金融中心的地位（即人民币是较大价值链的一环）。

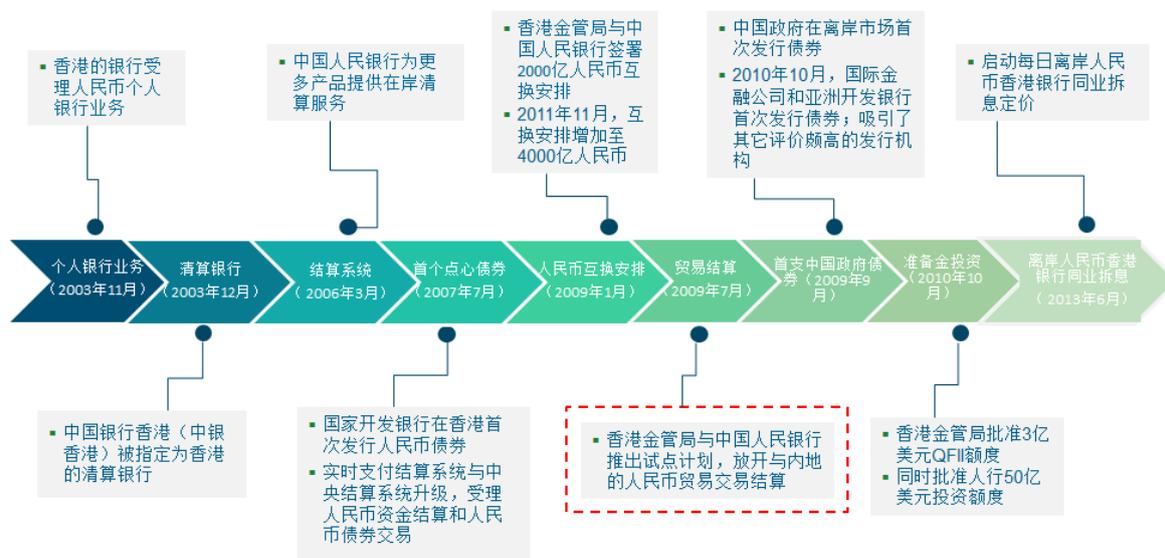
作为人民币贸易与投资中心，香港开展了多个试点项目，包括：首个人民币跨境贸易结算项目、首个一级市场发行的离岸人民币债券（即点心债券）和权益性证券、跨境资本账户投资计划平台（如 QFII 计划、QDII 计划和 RQFII 计划）、跨境借贷，等等。

从法律角度来看，香港金融市场获准自行开展人民币业务，因此独立于内地金融体系。这一点非常重要，它使香港成为了内地跨境业务的金融门户。各国之所以倚重香港，看中的是香港的政治独立和稳定性、普通法和健全法制、税收效益和国际经济开放性。

香港的支付终局性表明，香港的法制保障着国际金融机构的在港交易活动。根据《结算及交收系统条例》(CSSO)，香港能够保障终局性。该条例为其指定系统的终局性提供了法定效力，确保结算终局性不受破产法或其它法规影响。《条例》分别为港币、美元、欧元和人民币指定了结算所自动转帐系统，并由香港金管局签发终局性证明书。

作为国际人民币交易金融中心，香港的另一项优势在于其稳固并可扩展的金融基础设施。香港金管局为巩固这一不断增长的业务，耗时七年多建设基础设施，其中包括人民币实时支付结算系统（延长服务时间，从香港时间上午 8:30 到晚上 11:30）和同步交收平台，用于规避外汇交易对手方风险。

图 27：香港人民币市场发展



新加坡

自 2013 年 5 月启动人民币清算业务以来，新加坡的人民币市场一直保持强劲增长。截至 2013 年 12 月，新加坡人民币存款总额达到 1950 亿元，较 2013 年 3 月的 1150 亿元增长了 70%。人民币计价贷款（多为贸易融资）同比增长近 40%，接近 3600 亿元。2013 年 10 月，新加坡占中国内地及香港以外地区人民币贸易融资总量 60%。2013 年 3-12 月间，人民币外汇日交易量几乎增长一倍，从 160 亿美元增加到 310 亿美元。截至 2014 年 3 月底，新加坡已有六家银行发行了人民币债券（“狮城债”），共计 75 亿人民币。

有必要指出的是，新加坡最近已经赶超伦敦，成为了继香港之后最大的离岸人民币支付中心。一位 SWIFT 发言人表示，自去年中国工商银行被指定为新加坡的清算银行以来，SWIFT 便预计新加坡的人民币支付流程将会加速，特别是因为中国企业将新加坡视为通向东盟国家枢纽。与此同时，随着新加坡进一步发展为离岸人民币中心，SWIFT 认为资本市场与证券流将会增长。

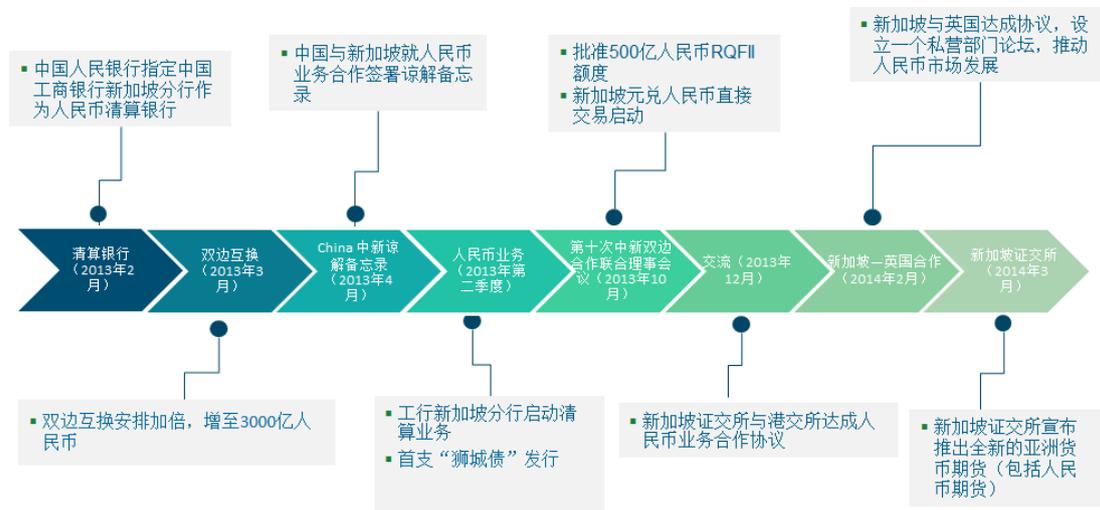
2013 年 10 月，中国宣布采取新一轮措施，并将扩大到新加坡，在新加坡全境推广人民币国际化。上述措施包括：给予新加坡 500 亿元的 RQFII 额度，考虑把新加坡定为人民币 RQDII 计划投资目标，为苏州工业园区和天津生态城内注册实体建立跨境人民币渠道，在中国和新加坡市场启动新加坡元兑人民币直接交易。

2014 年 1 月，RQFII 计划正式向新加坡金融机构开放，其它的人民币措施也在执行过程中。需要特别指出的是，允许新加坡与中国国内两个工业园之间跨境资金流的措施是为新加坡量身定做，加深了新加坡与上述工业园已经建立的密切经济联系。这也反映了中国人民银行试图通过设立妥善的融资安排来支持实体经济活动。

2013 年 12 月，新加坡证券交易所与香港交易及结算所有限公司达成协议，在若干共同关心的领域开展合作，包括：寻求共同开发产品，推动人民币国际化；接入各自数据中心，加强联系；就技术开发和监管事宜开展合作。2014 年 3 月，新加坡证交所宣布推出一套全新的亚洲货币期货（包括人民币期货），扩充其现有的 2014 年第三季度外汇期货（须经监管部门审批）。

2014 年 2 月，英国与新加坡达成协议，设立一个全新的私营部门论坛，推动离岸人民币市场发展。此举是新加坡与其它离岸人民币金融中心的首次合作。

图 28: 新加坡人民币市场发展



新加坡金管局人民币入门手册 (<http://www.mas.gov.sg/Singapore-Financial-Centre/Overview/Regional-Gateway-for-RMB.aspx>) 介绍了新加坡推广人民币过程中的里程碑事件以及新加坡独特的价值主张。

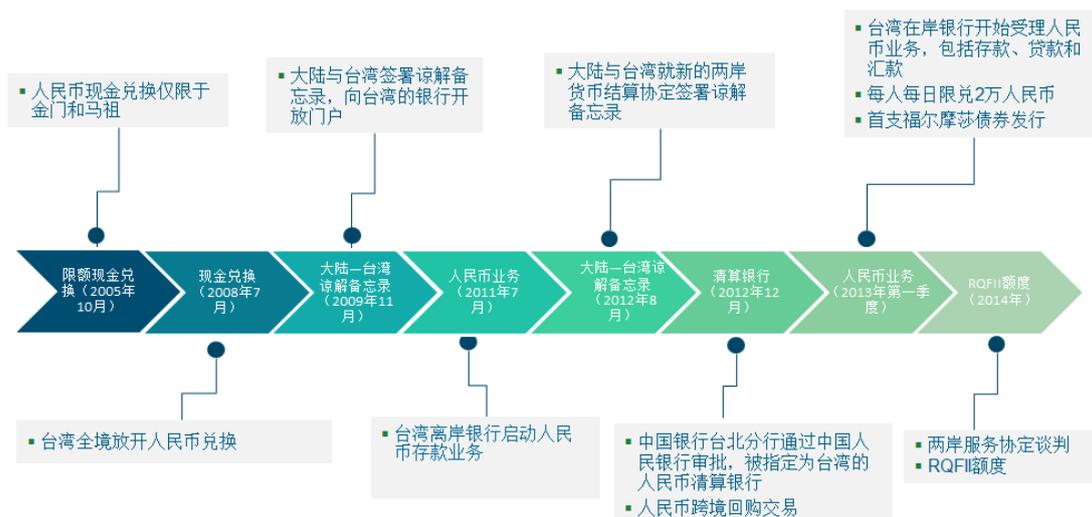
台湾

台湾拥有很大潜力，可以成为主要的离岸人民币中心，基于下述多个因素：

- 最大的海外市场：2013年，中国大陆与台湾的贸易量超过1970亿美元，大陆已经成为台湾最大的贸易伙伴和贸易顺差来源。
- 最受青睐的海外投资目的地：目前，约有5-10万家台资企业在大陆经营。
- 大量海外游客入境：2013年，大陆游客达到了创纪录的287万人次，2010年超越日本，成为台湾最大的游客来源国。
- 贸易与投资机遇不断增加：随着最近的双边自由贸易协定的签署（大陆游客数量进一步增加），以及台湾决定允许大陆投资者涉足公共基础设施项目后，贸易与投资机遇将进一步增加。

鉴于上述因素，台湾的离岸人民币市场保持了快速增长，如下图时间表所示：

图 29：台湾人民币市场发展



作为台湾的监管机构，金融监督管理委员会 (FSC) 也在与大陆官员谈判，试图建立更多渠道促进人民币循环流回在岸市场，包括深化昆山试验区项目以辐射台资企业聚集的厦门、上海和江苏。目前，针对昆山的台资企业，该试验区项目允许双向跨境人民币计价公司内部借贷。与此同时，监管部门正在商定给予台湾金融机构1000亿元RQFII额度，并已施行了人民币计价保险政策。这将使台湾的银行更愿意提高其资产负债表上的人民币流动性。

同时，台湾金管会正试图在台湾市场推广人民币，考虑允许台湾保险公司投资外国或台湾企业发行的福尔摩莎债券。此外，金管会可能免除台湾保险公司因持有福尔摩莎债券而受到的海外投资限制，同时允许大陆企业在台湾发行福尔摩莎债券。上述潜在的开放措施将拉动福尔摩莎债券需求。2014年2月，福尔摩莎债券（即“宝岛债”）发行总额达到了120亿元。

人民币衍生品业务与结构性产品也获得了推动，因为作为台湾的央行，中华民国中央银行允许在岸银行开展两类人民币衍生品交易，参考：1) 人民币汇率和/或利率，以及综合上述产品的结构性产品；2) 衍生品和结构性产品，与大陆债券指数或大陆上市公司发行的相关股票挂钩。通过上述措施，台湾投资者通过小额银行业务渠道获得了一些人民币结构性产品，这进一步促进了台湾投资者投资组合的多样性。

鉴于人民币较高的利率和升值空间，台湾居民对持有人民币资产兴趣浓厚。虽然每人每日限兑 2 万元，但人民币存款依然大幅增加。事实上，台湾居民持有人民币的渴望基于这样一个事实，即离岸银行的人民币存款远远超过离岸银行。每日兑换限额取消后，人民币存款积累将进一步增加。截至 2014 年第一季度，台湾人民币存款总额达到了 2680 亿元。

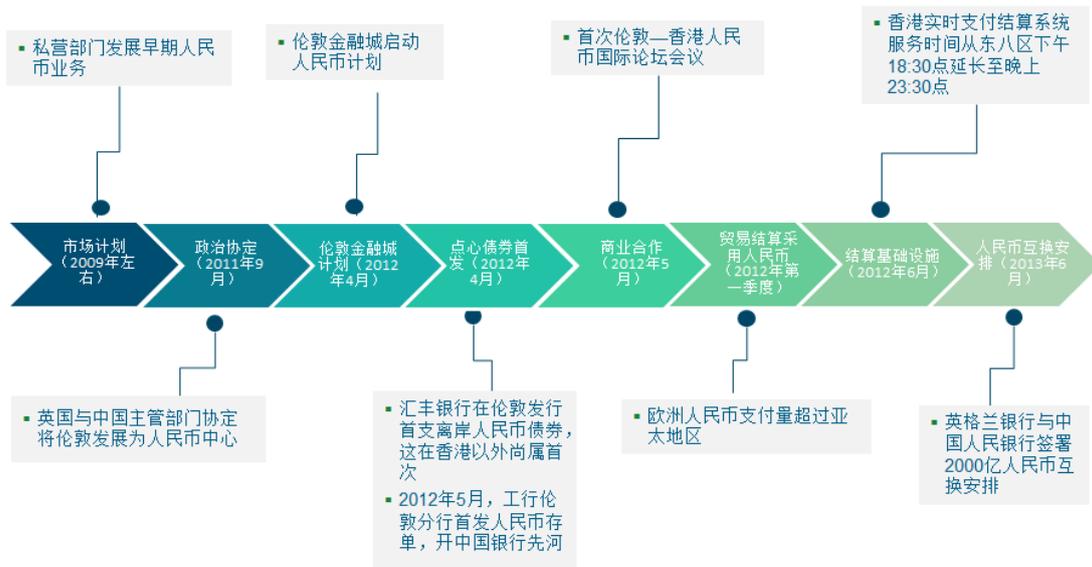
最近，台湾的外汇结算系统（实时支付结算系统）也增加了人民币，这将减少交易成本和时间，降低外汇风险，鼓励台湾企业在两岸贸易与投资活动中改用人民币。

最后，中华民国中央银行将人民币纳入了储备资产，并表示，此举反映了大陆经济在全球和双边关系中不断提升的地位。至此，台湾与其它亚洲和世界各地的国家央行一样，持有了人民币储备金。下一个关键步骤将是制定互换安排，为台湾日益增长的人民币市场提供流动性支持，预防市场动荡。台湾的主管部门已就此与大陆展开讨论。加持人民币储备金反映了人民币对台湾日益增加的重要性，将进一步推动市场发展。

伦敦

伦敦作为全球最大的外汇市场，具有本土优势。2012 年 9 月，英国超过香港成为了全球最大的人民币交易融资中心³¹。下图为伦敦的离岸人民币中心发展路径。

图 30：伦敦人民币市场发展



以上图解绘制完成后，近期又出现了一些重要进展。例如，通过伦敦金融城人民币计划，中英两国领导人以及业内人士开展了积极对话，取得了不少突破。比如，双方达成了英镑与人民币直接兑换协议。这意味着，这对货币未来兑换时会有更好的价格，透明度将有所提升，无需依靠美元作为中间货币。此外，英国也成功获得了 800 亿人民币 RQFII 试点计划监管审批。2014 年 1 月 7 日，安石集团 (Ashmore) 从中国证券监督管理委员会获批人民币 RQFII 资格，获准率先调用给予英国的 800 亿元额度。2013 年第四季度和 2014 年 1 月，伦敦市场的金融机构接连发行离岸人民币债券。在伦敦，渣打银行正与中国农业银行合作受理清算业务，以此满足行业需求。

伦敦金融城代表了英国金融服务业的利益。鉴于此种金融利益，它一贯坚定地主张在伦敦发展人民币市场，一直走在人民币业务发展的研究、谈判和宣传的前列。

³¹ SWIFT，财库（单位：10 亿美元），2013 年 6 月，MT300，央行交易除外

中英两国政府正就在伦敦设立人民币清算银行开展积极商谈，这个里程碑事件将会把伦敦推向欧洲的领先地位。在其它离岸中心，均有中国的银行负责贸易清算：中国银行负责香港和台湾，中国工商银行负责新加坡。从政治层面来讲，设立清算银行是一个敏感话题，因此通常由中国银行担任。

卢森堡

从离岸中心的角度审视卢森堡的发展，就能看到人民币对投资者的重要性。卢森堡是全球第八大金融投资中心，欧洲最大的资金管理中心。截至 2013 年 6 月，卢森堡拥有 560 亿人民币存款，总量在欧元区居首，甚至高于伦敦（50 亿人民币）。2013 年第三季度，卢森堡发放了 670 多亿人民币贷款。此外，卢森堡拥有欧洲最大的人民币贸易融资额：2013 年上半年达到 518 亿人民币。

卢森堡的国内生产总值倚重基金行业。截至 2013 年 6 月，已有 18 家资产管理公司在卢森堡设立了人民币基金，管理的资产总价值超过 2200 亿人民币。作为众多可转让证券集合投资计划 (UCITS) 的发源地，卢森堡高效利用了一个单一的基金结构，是面向欧洲、亚洲、美洲和中东的基金销售枢纽。

2013 年 12 月，卢森堡金融业监管委员会 (CSSF) 首次批准合格境外机构投资者可转让证券集合投资计划，允许基金调用其 RQFII 额度，将最高 100% 净资产用于直接投资中国的股票市场。卢森堡金管委批准通过时，提出了多个前提条件，要求必须符合 UCITS 指令规定。额度份额依然由中国的监管部门审批决定。之前，卢森堡金管委已经授权卢森堡 UCITS 调用 QFII 额度，直接投资中国股票市场。但鉴于 QFII 制度下资金汇出中国的限制（如锁定期和每月汇回限额），此类 UCITS 投资额仅限于净资产的 35%。2014 年 1 月 16 日，首个卢森堡注册的香港 RQFII UCITS 交易所交易基金顺利推出，有望在伦敦证券交易挂牌上市。考虑到上述新出台的规章，卢森堡成为了全球 RQFII 资金分配的首选注册地。

附录 B：大事记

附录B
大事记

年	月	存款	离岸人民币债券	QFI/RQFI	推行互换安排	其它
2002	11			推行QFII计划，允许外国投资者在上海和深圳证券交易所买卖A股 100亿美元		
2003	11	香港的银行受理个人人民币银行业务				
	12					中银香港被指定为香港的清算银行
2004	6	香港的人民币存款 68亿人民币				
	12	香港的人民币存款 121亿人民币				
2005	6	香港的人民币存款 209亿人民币				
	12	香港的人民币存款 226亿人民币				
2006	4					推行QDII计划，允许本国机构投资者投资离岸市场 142亿美元
	6	香港的人民币存款 227亿人民币				
	12	香港的人民币存款 234亿人民币				通过QDII计划，香港证监会授权的基金可以在内地间接出售
2007	6	香港的人民币存款 276亿人民币				香港建立人民币实时支付结算系统（也称结算所自动转帐系统）
	7		合格的内地金融机构/内地政府部门获准在香港发行人民币债券。点心债券由中国国家开发银行首发。			RTGS系统与CMU系统升级，处理人民币资金结算和人民币债券交易
	12	香港的人民币存款 334亿人民币				

年	月	存款	离岸人民币债券	QFI/RQFII	推行互换安排	其它
2008	6	香港的人民币存款 776亿人民币				
	7					台湾放开人民币现金兑换
	12	香港的人民币存款 561亿人民币				
2009	1	香港的人民币存款 544亿人民币			香港 2000亿人民币	香港被正式宣布为首个离岸人民币业务中心
	2				马来西亚 800亿人民币	
	3				印度尼西亚 1000亿人民币	
	4				白俄罗斯 200亿人民币 韩国 1800亿人民币	
	6	香港的人民币存款 554亿人民币			阿根廷 700亿人民币	
	7					启动人民币跨境交易结算试点项目
	9		中国内地政府首次在离岸市场发行债券			
	11					中国大陆与台湾签署谅解备忘录，向台湾的银行开放门户
	12	香港的人民币存款 627亿人民币				
2010	6	香港的人民币存款 897亿人民币			爱尔兰 35亿人民币	
	7				新加坡 1500亿人民币	
	8		麦当劳成为首个进入点心债券市场的外国跨国企业 2000亿人民币			
	10			香港金管局批准的QFI额度 3亿美元		
	12	香港的人民币存款 3149亿人民币				
2011	4				新西兰 250亿人民币 乌兹别克斯坦 7亿人民币	
	5				蒙古 50亿人民币	
	6	香港的人民币存款 5536亿人民币			哈萨克斯坦 70亿人民币	
	7	台湾离岸银行推出人民币存款业务				

年	月	存款	离岸人民币债券	QFI/RQFII	推行互换安排	其它
2011	8		中国内地企业获准在香港发行人民币债券			跨境贸易人民币结算推广到全国
	10				增发——韩国 3600亿人民币	
	11				增发——香港 4000亿人民币	
	12	香港的人民币存款 5885亿人民币		推行RQFII计划，允许中国内地基金公司和证券公司在香港的子公司筹集离岸人民币用于内地直接投资 200亿人民币	泰国 700亿人民币	
2012					巴基斯坦 100亿人民币	
	1				阿拉伯联合酋长国 350亿人民币	
	2				土耳其 100人民币	
	3				澳大利亚 2000亿人民币	中国人民银行发布《关于出口货物贸易人民币结算企业管理有关问题的通知》，指出具有进出口权的企业均可以人民币进行进出口货物结算
2012	4		汇丰银行在伦敦发行离岸人民币债券，这在香港之外尚属首次	A股交易所交易基金RQFII额度提高500亿人民币，须获香港证监会审批，将在香港上市 700亿人民币 QFII计划扩充 800亿美元		
	6	香港的人民币存款 5577亿人民币			乌克兰 150亿人民币	“前海深港现代服务业合作区”启动
	8					中国大陆与台湾就新的两岸货币结算协定签署谅解备忘录。
	11			扩充RQFII计划——增发2000亿人民币RQFII投资额度 2700亿人民币		开展试点计划，允许企业以公司内部贷款的形式将人民币转移出中国。银行可为企业在中国境外的活动提供跨境贷款（人民币对外资金归集）
2012	12	香港的人民币存款 6030亿人民币	离岸债券未偿总额创历史新高 3750亿人民币			中国银行台北分行获得中国人民银行批准，作为台湾的人民币清算银行



年	月	存款	离岸人民币债券	QFII/RQFII	推行互换安排	其它
2013	1					香港证监会宣布，试图实现内地与香港的资金互认 中国证监会宣布，中国计划启动QDII2试点计划，允许中国公民直接投资离岸市场
	2	台湾在岸银行开始受理人民币业务，包括存款、贷款和汇款。每人每日限兑2万人民币。	台湾中国信托商业银行首发“人民币福尔摩莎债券” 10亿人民币			中国人民银行指定工行新加坡分行作为人民币清算银行
	3	新加坡的人民币存款 1150亿人民币		香港的跨国企业子公司获准申请RQFII额度	增发——新加坡 3000亿人民币 巴西 1900亿人民币	
2013	4					中国与新加坡就人民币业务合作签署谅解备忘录
	5		首发“狮城”债券			工行新加坡分行推出清算业务
	6	香港的人民币存款 6980亿人民币			在英国推行互换安排 2000亿人民币	财资市场工会启动离岸人民币香港银行同业拆息定价。
	9	香港的人民币存款 7300亿人民币				中国（上海）自由贸易试验区正式挂牌开张。
2013	10	香港银行公会向内地主管部门提议取消每日2万人民币的兑换限额		给予伦敦和新加坡RQFII额度 伦敦：800亿人民币；新加坡：500亿人民币	欧盟 3700亿人民币	启动新加坡元兑人民币
	11		台湾金融监督管理委员会就中国大陆发行人发行离岸人民币债券颁布一系列法规。			
	12	新加坡和香港的人民币存款 新加坡：1950亿人民币；香港：8600亿人民币		QFII计划给予的总额度创新高 497亿美元		香港、新加坡、台湾和伦敦四大中心人民币总资产创新高 18800亿人民币 新加坡证券交易所与香港交易所协定人民币业务合作



年	月	存款	离岸人民币债券	QFI/RQFII	推行互换安排	其它
2014	1		中国银行在英国发行点心债券，是迄今在英国发行的最大点心债券 25亿人民币			
	2	香港和台湾的人民币存款 香港：9200亿人民币；台湾：2470亿人民币	未偿点心债券和存单总量创新高 6340亿人民币	南方东英(CSOP)推出香港首支国债RQFII ETF产品		新加坡与英国达成协议，设立一个私营部门论坛来推动人民币市场发展
2014	3		截至3月，第一季度离岸人民币债券与存单销售创季度新高 1930亿人民币	香港推出首个RQFII平衡基金 给予巴黎RQFII额度 800亿人民币 批准的RQFII总额度创新高 2005亿人民币		中国人民银行已将每日人民币离岸交易浮动幅度加倍，为正负1%到正负2%不等 新加坡证券交易所宣布推行新的亚洲货币期货（包括人民币期货）
	4					中国证监会与香港证监会联合推出沪港股票市场交易互联互通机制试点项目
持续				正在讨论给予台湾的RQFII额度		中国大陆和台湾两岸服务协定谈判

附录 C：缩略词表

A

- ABC – Agricultural Bank of China 中国农业银行
- ADB - Asian Development Bank 亚洲开发银行
- ADTV - Average Daily Trading Volume 每日平均交易量
- ASEAN - The Association of Southeast Asian Nations 东南亚国家联盟
- AUD - Australian Dollar 澳元

B

- BOC - Bank of China 中国银行
- BOE - Bank of England 英格兰银行
- BIS - Bank of International Settlements 国际清算银行
- BSA - Bilateral Swap Agreement 双边互换协议

C

- CAD - Canadian Dollar 加拿大元
- CAGR - Compound Annual Growth Rate 复合年增长率
- CB - Convertible Bond 可转债

CBC - Central Bank of China 中华民国中央银行
 CCB - China Construction Bank 中国建设银行
 CD - Certificate of Deposit 存单
 CEIC - CEIC Data Company 环亚经济数据有限公司
 CGB - Central Government Bond 中央政府债券
 CHATS - Clearing House Automated Transfer System 结算所自动转帐系统
 CIPS - China International Payment System 中国国际支付系统
 CMU - Central Moneymarkets Unit 中央结算系统
 CNAPS - China National Advanced Payment System 中国国家现代化支付系统
 CNH - Offshore RMB 离岸人民币
 CNY - Onshore RMB 在岸人民币
 COFER - Composition of Foreign Exchange Reserves 外汇储备货币构成
 CoL - City of London 伦敦金融城
 CSDCC - China Securities Depository and Clearing Corporation 中国证券登记结算有限责任公司
 CSRC - China Securities Regulatory Commission 中国证券监督管理委员会
 CSSF - Commission de Surveillance du Secteur Financier (Luxembourg Commission for the Supervision of the Financial Sector) 卢森堡金融业监管委员会
 CSSO - Clearing and Settlement Systems Ordinance 《结算及交收系统条例》

D

DBU – Domestic Banking Unit 在岸银行
 DVP - Delivery Versus Payment 货银两讫

E

ECB - European Central Bank 欧洲中央银行
 EIA - U.S. Energy Information Administration 美国能源信息管理局
 EMEA - Europe, the Middle East and Africa 欧洲、中东和非洲
 ETF - Exchange Traded Fund 交易所交易基金
 EUR – Euro 欧元

F

FDI - Foreign Direct Investment 外商直接投资
 FI - Foreign Institution 外资机构
 FR - Federal Reserve 美国联邦储备系统
 FSC - Financial Supervisory Commission 金融监督管理委员会
 FTZ - Free Trade Zone 自贸区
 FX - Foreign Exchange 外汇

G

GBP - British Pound 英镑
 GCC - Gulf Cooperation Council 海湾合作委员会
 GDP - Gross Domestic Product 国内生产总值

H

HIBOR - Hong Kong Inter-bank Offered Rate 香港银行同业拆息
 HK - Hong Kong 香港
 HKEx - Hong Kong Exchange 香港交易所
 HKICL - Hong Kong Interbank Clearing Limited 香港银行同业结算有限公司
 HKMA - Hong Kong Monetary Authority 香港金融管理局
 HKSCC - Hong Kong Securities Clearing Company Limited 香港中央结算有限公司
 HM Treasury - Her Majesty's Treasury (UK government's finance ministry) 女王陛下财政部（英国政府财政部）

I

ICBC - Industrial and Commercial Bank of China 中国工商银行
 ICSD – International Central Securities Depositories 国际中央证券托管机构
 IFC - International Finance Corporation 国际金融公司
 IEO - International Energy Outlook 国际能源展望
 IMF - International Monetary Fund 国际货币基金组织
 IMS - International Monetary System 国际货币体系
 IOSCO - International Organisation of Securities Commissions 国际证监会组织
 IPO - Initial Public Offering 首次公开募股

J

JPY - Japanese Yen 日元

L

LNG - Liquefied Natural Gas 液化天然气
 LSE - London Stock Exchange 伦敦证券交易所

M

MAS - Monetary Authority of Singapore 新加坡金融管理局
 MENA - Middle East and North Africa 中东和北非区域
 MNC - Multinational Corporation 跨国公司
 MOF - Ministry of Finance 财政部
 MOU - Memorandum of Understanding 谅解备忘录
 MYR - Malaysian Ringgit 马来西亚令吉

N

NDF - Non-Deliverable Forward 无本金交割远期外汇交易
 NDRC - National Development and Reform Commission 国家发展与改革委员会
 NZD - New Zealand Dollar 新西兰元

O

OBU - Offshore Banking Units 离岸银行
 ODI - Outward Direct Investment 对外直接投资
 OTC - Over-the-counter 场外

P

PBOC - People's Bank of China 中国人民银行
 PRC - Peoples' Republic of China 中华人民共和国
 PVP - Payment-vs-Payment 同步交收

Q

QDII - Qualified Domestic Institutional Investor 合格境内机构投资者
 QFII - Qualified Foreign Institutional Investor 合格境外机构投资者

R

RMB – Renminbi 人民币
 RQFII - RMB Qualified Foreign Institutional Investor 人民币合格境外机构投资者
 RQDII - RMB Qualified Domestic Institutional Investor 人民币合格境内机构投资者
 RTC - Real Time Clock 实时市场

RTGS - Real-Time Gross Settlement 实时支付结算系统

S

SAFE - State Administration of Foreign Exchange 国家外汇管理局

SCB - Standard Chartered Bank 渣打银行

SDR - Special Drawing Rights 特别提款权

SEHK - Hong Kong Stock Exchange 香港证券交易所

SG - Singapore 新加坡

SGC - Surveillance and Governance Committee 监察及管制委员会

SGD - Singapore Dollar 新加坡元

SGX - Singapore Exchange 新加坡证券交易所

SHIBOR - Shanghai Interbank Offered Rate 上海银行间同业拆放利率

SME - Small and Medium Enterprise 中小企业

SOE - State Owned Enterprise 国有企业

SSE - Shanghai Stock Exchange 上海证券交易所

SWF - Sovereign Wealth Fund 主权财富基金

SZSE - Shenzhen Stock Exchange 深圳证券交易所

T

TDCC - Taiwan Depository & Clearing Corporation 台湾集中保管结算所

TMA - Treasury Markets Association 财资市场工会

TW - Taiwan 台湾

U

UCITS - Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities 可转让证券集合投资计划

USD - US Dollar 美元

USDA - United States Department of Agriculture 美国农业部

W

WTO - World Trade Organization 世界贸易组织

免责声明

本报告由亚洲证券业与金融市场协会、渣打银行和汤森路透联合编写。

报告资质/假设与限制条件

亚洲证券业与金融市场协会、渣打银行和汤森路透不对有关本报告的任何第三方，或者基于本报告结论、建议或提议采取的任何行动或做出的任何决定负有任何责任。

本报告不代表法律意见，法律意见仅由法律顾问提供，应向法律顾问征询法律意见。本报告发布的观点仅供参考，不作为独立研究或研究建议，有效性仅限于本报告所述之目的，直至本报告出版之日。本报告并不面向第 2004/39/EC 号指令定义的欧洲经济区散户。本报告全部或部分内容所依据的信息由他人提供，真实可靠，但未经证实。本报告不保证上述信息的准确性。公共信息以及行业和统计数据来自亚洲证券业与金融市场协会、渣打银行和汤森路透认为可靠的来源；但亚洲证券业与金融市场协会、渣打银行或汤森路透均不对上述信息的准确性或完整性做任何声明，已在未经进一步验证的情况下接受上述信息。

本报告研究结果可能包含基于当前数据和历史趋势的预测结论。此类预测本身具有风险和不确定性。应特别指出，实际结果可能受到无法预测或控制的未来事件的影响。亚洲证券业与金融市场协会、渣打银行和汤森路透不对实际结果或未来事件承担任何责任，并且明确声明，不就因使用或依靠本报告信息可能遭受的任何损害或损失承担任何责任。

本方不就市场状况、法律或法规变化承担责任，不承担修正本报告以反映本报告出版之日起发生的变化、事件或情况的义务。

© 2014 渣打银行、汤森路透和亚洲证券业与金融市场协会版权所有。上述材料内含或由此产生的所有版权归渣打银行、汤森路透和亚洲证券业与金融市场协会所有，未经版权所有人事先书面许可，不得以任何形式翻印、分发、修订、修改、改编、传播或翻译。

“渣打银行”以及渣打银行标志为渣打集团有限公司注册商标或服务商标，未经渣打集团有限公司事先书面许可，不允许或授权使用上述商标或服务商标。“汤森路透”以及汤森路透标志为汤森路透及其附属公司注册商标和商标，未经汤森路透事先书面许可，不得允许或授权使用上述商标或服务商标。



UNIT 3603, TOWER 2

LIPPO CENTRE

89 QUEENSWAY

ADMIRALTY

HONG KONG

TEL +852 2537 1789

WWW.ASIFMA.ORG