

# 香港与人民币国际化

## ——兼论与上海的比较

刘元春 张杰

### 一、背景介绍

中国“十二五”规划纲要首次明确“支持香港发展成为离岸人民币业务中心和国际资产管理中心”。温家宝总理更在 2011 年“两会”答记者问时予以重申，并强调金融改革在香港的“先行先试”。

从人民币国际化的路径来看，采取周边化——区域化——国际化的渐进路径选择，是在中国的经济与社会转型背景下比较稳健的策略选择，而这种渐进路径的选择是基于人民币国际化的条件尚未完全具备，其中最重要的是金融市场尚未完全开放和资本项目没有实现完全自由兑换。这两个条件的缺失阻碍了海外人民币的回流，使得人民币不能实现充分流动，从而使之很难实现真正的国际化。进一步看，推进人民币国际化必然会促进人民币国际化条件的改革和完善，但是，不容忽视的是，在推进人民币国际化的过程中，一个最基本的要求是必须采取有效的发展路径尽量减少风险和减小对已有一定基础的国际化条件的负向冲击，增强正向互动作用，保障互动机制的良性运行。这种背景下，作为中国的特别行政区以及全球重要的金融中心，香港将在人民币国际化进程中扮演着独一无二的角色。香港成为人民币离岸中心将是人民币国际化的重要一环。香港以其特有的优势能够在人民币国际化初级阶段中通过建立人民币离岸金融中心，提供海外人民币流转平台，促进人民币投资货币和储备货币功能的实现，顺利推进人民币国际化向中高级阶段发展。

将香港建设成为人民币离岸金融中心，使跨境贸易结算中海外积累的人民币在香港能够实现流转，在资本市场尚未完全开放的人民币国际化初级阶段，香港成为海外人民币的暂居地。

首先，香港具有辐射东亚和东南亚市场的天然区位优势。从地理位置上看，香港位于整个亚太地区的中心位置，依靠传统自由贸易港的地位与东亚和东南亚各国有着广泛的经济往来。2010 年香港前十大贸易伙伴中，有 8 个来自亚洲，而与中国内地的贸易规模更是连年位居第一，目前香港已经成为连接中国内地和亚洲市场的纽带，其区位优势符合人民币国际化发展的区域选择，奠定了香港人民币离岸市场发展的可靠基础。

其次，香港境内的人民币规模迅速扩大，客观上对离岸金融业务有较强的需求。经过多年来与内地的经贸往来、居民旅游携带和跨境贸易结算等因素的积累，香港境内的人民币存量不断增长，尤其在国家扩大人民币跨境贸易结算试点工作之后，人民币贸易结算量大幅上升，2010 全年共实现人民币贸易结算总额为 3692 亿元。其中，以内地支付香港为主，全年通过贸易结算从内地净流入的人民币累计达到 1567 亿元。与此同时，香港境内人民币存款也相应增长，截至 2011 年 6 月，香港境内的人民币存款累计达到 5500 亿元，较一年前增长了 6 倍多。充足的人民币存量资金是形成离岸金融市场的必要条件，同时金融机构开展离岸业务的高收益预期，成为推动市场形成和发展的内在动力。

再次，香港是传统的国际金融中心，拥有发达的金融市场和成熟的监管经验。作为传统金融中心，香港市场具有完善的金融体系，包括众多高质量的市场参与者（世界上大多数国

际银行都在港设有分支机构)，流动性较好的外汇市场，高效的金融创新能力和丰厚的金融人才储备等。从海外人民币存量占比和对大陆直接投资来源占比两方面来看，香港都位居前列，这使香港金融市场成为沟通人民币国内循环和国外循环的重要环节。

## 二、香港作为人民币离岸中心的发展历程及发展进程中存在的问题

### （一）香港成为人民币离岸中心的基础和优势条件

人民币国际化意指人民币能跨越国境，并在境外流通，继而成为国际上普遍认可的计算、结算及储备货币。国际金融危机揭露以美元为中心的国际货币体系并不合理，多元化货币储备已成为大趋势，人民币成为外汇储备的需求逐渐产生。多年来美元一币独大，欧元、日元及人民币等成为其它国家外汇储备的另一选择是可以理解的，全球投资者正利用商品、其它货币等方式进行对冲，以抗衡美元贬值的危机。人民币国际化可带来不少利益。短期而言，除协助减轻汇率变动的不确定性对国际贸易和投资的影响外，更有助舒缓通货膨胀的压力及释放货币流动性。长期而言，中国可利用本国货币向外国政府和投资者举债，降低本国的外汇储备，大大减轻中国面对的外汇储备风险，同时又可获得铸币税。

由于需要一个离岸中心来协助人民币国际化进程，香港正好担当此角色。而且人民币国际化与资本市场尚未完全开放仍然互相矛盾，香港可利用各项金融基础为中国及外国投资者提供服务。作为国际金融中心，香港具备作为人民币离岸中心的客观条件及独特优势，属最安全和最有效的。人民币国际化最重要的是金融安全，假若开放与发展速度加快，但缺乏良好的金融基础及风险管理机制，会造成极大的风险。况且新兴市场开放金融、货币的成功例子很少，既然缺乏前车之鉴，身为全球最大的新兴市场，中国的人民币国际化之路必然要采取“摸着石头过河，稳定压倒一切”作为基本策略。这种背景下，香港担任人民币离岸中心的角色当属不二之选。香港的金融监管及市场体系健全，积累了深厚的金融市场经验，人才资源丰富，金融基础设施建设发达，经济自由度高，税制单一，信息传递迅速等等。在影响人民币离岸中心构建的因素中，除经济实力和市场营运成本外，香港在其它方面均优于其他城市。除基金、债券、存款等外，人民币产品现开始延伸至股票，继而发展其它衍生工具等。尽管香港的银行业务仍然部分受外资主导，一旦遇上金融冲击，中国政府极不容易利用银行业联手抗衡，如加息增加炒家资金的成本、减少对对冲基金的借贷等。若中资银行能主导及控制香港银行业，香港作为人民币离岸中心的速度将较现时更快，香港则更为受惠。

香港人民币离岸市场具有独特优势。亚洲金融危机后，内地和香港开始了更紧密的经贸合作安排（CEPA）。2003年11月人民币开始在香港正式使用，经过数年的发展，香港人民币使用范围广泛，使用量大，使用规范。人民币在香港也建立了良好的信誉和使用基础。与其他人民币跨境使用安排不同，香港人民币业务是既涉及个人使用，又涉及机构使用，既涉及贸易融资，又涉及资本市场，在一定程度上实现了人民币经常项下和资本项下的开放。这为香港成为人民币离岸市场奠定了基础，为亚洲各国的贸易融资，资本融资开辟了新的前景。香港金融基础设施健全，人民币即时支付系统运作良好，清算安排高效，并与其他主要货币即时支付系统连结，清算支付风险可以妥善管理。同时香港是国际金融中心，信息畅通，资金调度容易，为人民币国际化的进一步深化提供了条件。在香港人民币市场的发展过程中，内地和香港的货币当局与监管机构积累了管理经验，建立了制度流程，并且沟通机制良好，协调性高，有利于香港人民币市场的稳定发展。

当前，香港正积极推动内地海外直接投资（ODI）和外商到内地直接投资（FDI）可以用人民币在港结算，其连接境内外资金循环中枢的发展方向已经逐步清晰。未来香港境内的人民币主要有两个流向，其一是境外人民币通过香港金融市场在非居民之间流动，形成“境外—境外”的资金循环；其二是沟通境外与境内的人民币流动，形成“境内—境外”的资金

循环。在资金流动尚未完全放开的情况下，香港离岸金融市场可以主动促进“境外—境外”的资金循环，推动人民币投资载体职能的完善。当人民币在港存款达到2万亿元时，则人民币有望在港实现自我循环，届时香港可成为真正的人民币离岸中心。而多数市场人士预计，人民币在港存款达到2万亿元将在未来五年内达至。香港的“境外—境外”循环也可包括三个方面：第一，资金流出并建立适当的回流渠道，如结算环节逐步流出，在海外进行部分兑换；第二，在香港建立自我循环、不依托大陆市场的离岸市场；第三，将俄罗斯或非洲等地的人民币汇集到香港，使之成为真正的人民币离岸中心。随着人民币回流机制的完善和我国资本项目自由兑换逐步放松的进程，香港金融市场又将促进“境外—境内”的资金循环，最终使香港人民币离岸金融市场逐步由内外分离型向内外一体型转变。

人民币的国际化之路对于香港市场来看，可谓意义深远。从宏观上来看，香港在境外人民币交易中的先发优势将确保其在今后的人民币国际化进程中享有最大的收益，巩固其亚洲金融中心的地位。从微观上来看，对于香港的各类金融中介机构而言，人民币国际化的开展对其业务收入具有正面影响。以商业银行为例，其收益主要来源于人民币存、贷、汇等业务收入，以及人民币金融产品发行、融资、交易等中间业务收入。

## （二）香港发展成为人民币离岸中心的重要阶段

香港的人民币国际化历程可以归纳为以下几个阶段：从2003年11月至2007年为第一阶段，中国人民银行分别三次开放香港银行经营人民币零售业务范围，包括存款、汇款、小额兑换、信用卡和支票等，主要集中于个人消费性事务。第二阶段为2007年至2009年，内地金融机构陆续赴港发行人民币债券，并于2007年7月发行两年期50亿元人民币债券，令人民币存款量快速增长。第三阶段为2009年6月至2010年7月人民币跨境贸易结算试验期，内地最终与香港签署备忘录，在内地20个城市及近七万家企业与东盟的贸易试用人民币作为结算单位。第四阶段为2010年7月至2011年8月，中国人民银行与香港金管局签订协议，允许个人和企业通过银行自由进行人民币资金转账支付。第五阶段2011年8月以后，中央政府明确提出将香港建设成为人民币离岸中心，并提供足够的政策支持。可见，香港在人民币国际化进程中扮演着非常重要的角色。与此同时，中央利用香港担当离岸中心及推动人民币国际化，不但能维持国家金融安全，更增强香港的核心竞争力，提高香港在国际金融领域的影响力和地位，进一步稳固香港国际金融中心的地位。

### （1）提出设想：在港建设人民币离岸中心

随着中国经济实力的增强，人民币在全球经济中的地位不断上升，关于建立人民币离岸中心的讨论也随之兴起。早在1993年3月，中国内地首开先河，允许个人游客每次可携带不超过6000元人民币出入境，随后，香港市场开始流通人民币。10年后，2003年11月，央行宣布同意相关银行在香港办理存款、兑换、汇款及银行卡四类个人人民币业务。设立人民币离岸中心这个议题较早是在2002年钟伟的《略论香港作为人民币离岸中心的设想》和2003年巴曙松的《香港能成为人民币离岸中心吗》中提出的。然而就在“人民币离岸中心”这个话题在香港闹得沸沸扬扬的时候，2003年9月18日，周小川首次以中国人民银行行长身份到港，并表示人民币离岸中心的问题应该押后。同时，中国人民银行货币政策委员会委员、社科院金融研究所所长李扬也公开表示，当时在香港建立人民币离岸中心的条件不成熟，在香港人民币一年的流量有700亿元左右，但存量不过20亿元，应考虑在香港建立人民币的结算体系。

### （2）第一步：在港开办个人人民币业务

2003年6月29日，内地与香港特别行政区代表达成《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》（CEPA）。同时中央政府同意，在将来具备开办人民币离岸业务条件时，同意优先考虑在香港开放。随后，中国人民银行发布了《中国人民银行公告》[2003]第16号，宣布于2004年起在香港银行试办理个人人民币业务，其范围包括人民币存款、兑换、汇款和

银行卡四类。2003年11月19日，中国人民银行和香港金管局负责人在北京签署合作备忘录，以配合香港开办个人人民币业务。随后，中银香港被选为清算银行，香港银行正式开办个人人民币业务。对此，香港有媒体的社评标题则称为“人民币一小步，金融中心一大步”。权威人士指出，在港开办个人人民币业务，并不等于在港设立人民币离岸金融中心。但这项业务的开办，却是香港建立人民币离岸金融中心迈出的重要一步。这一重大举措不仅开启了内地与香港之间人民币通过银行体系流动的新渠道，也将越来越多的在港流通的人民币纳入“体内循环”。此举开了两地货币合作之先河，先从个人业务做起，逐步建立起人民币结算中心和合理的回流渠道，这样将使在港人民币正规化与制度化，最终为在港建立人民币离岸中心奠定基础。因此，从个人业务到结算中心再到离岸中心，这是一个市场形成的客观过程，是货币量发展到足够大程度后的必然结果。

### **(3) 第二步：在港发行人民币债券**

2007年1月10日，中国人民银行宣布，经国务院批准，将进一步扩大为香港银行办理人民币业务提供平盘及清算安排的范围，内地金融机构经批准可以在香港发行人民币金融债券，并且央行将为此项业务提供相应的清算安排。现阶段在港的人民币发债主体限定为境内金融机构，主要考虑评级等级高的境内政策性银行和商业银行等。央行为此已拟定了《境内金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券管理暂行办法》。2007年6月26日，国家开发银行宣布将在香港发行约50亿元人民币债券，开创内地金融机构在境外发行人民币债券之先河。同年8月9日，中国进出口银行宣布，在香港发行总额为20亿元人民币的人民币债券。同年9月12日，中国银行宣布，在港发行30亿元人民币债券，这也是国内商业银行第一次在香港发行人民币债券。在港发行人民币债券是一个里程碑，是真正人民币离岸金融业务的起步，同时也是人民币国际化启动过程中的一个预演。香港的即时支付系统（RTGS）已经能够实现人民币、港币、美元和欧元的实时支付结算，这在全球是独一无二的。其次，这一措施将为香港的存量人民币提供更多的回流内地的渠道，同时有利于促使香港人民币业务的进一步扩大。香港居民及企业的人民币投资选择的增加也更加有助于内地和香港的经济往来。

### **(4) 第三步：香港进入人民币离岸市场的形成阶段通道**

2010年7月19日，中国人民银行副行长胡晓炼在香港代表中国人民银行，与中银香港总裁和广北签署修订后的《香港银行人民币业务的清算协议》，与香港金管局总裁陈德霖就扩大人民币贸易结算安排，签订了补充合作备忘录。2010年8月23日，人民银行和新加坡金融管理局，签署了规模为1500亿元人民币的双边本币互换协议。从货币互换规模不断扩大，到香港人民币离岸中心驶上“高速路”，再到人民币投资回流的机制有望年内实现突破，表明人民币国际化正紧锣密鼓进入“提速期”。2010年下半年，中国人民银行推行在香港实施人民币跨境贸易结算试点，香港人民币存量资金快速升高，境外人民币市场进入快速发展阶段。在该阶段，随着境外人民币存量的飞速上升，以及境外机构被允许进入内地银行间市场，中国政府对于境外人民币市场的影响有所加强，境外人民币产品的需求也日益显现，境外人民币定价债券和结构性产品规模开始快速增长。中期而言，人民币境外使用和认受性的提高，对全球货币系统的影响深远。此前，由于缺乏完善的离岸人民币市场，人民币的国际化进程受到一些限制。现阶段，由于持有离岸人民币的投资选择增加，将有助进一步鼓励离岸各方利用现有渠道在境外累积人民币。

2010年7月13日，中国人民银行与中银香港签订协议，将中银香港人民币清算服务扩大到台湾。这一协议的基础是2009年《海峡两岸金融合作协议》。两岸同意先由商业银行等适当机构，通过适当方式办理现钞兑换，供应及回流。随后，中国人民银行与台湾方面协商确定利用香港人民币清算平台向台湾方面提供人民币现钞清算服务，并得香港金融管理局的支持。在此安排下，中国人民银行授权中银香港为台湾人民币现钞清算行，负责向台湾方面提供许可的台湾商业银行的香港分行（即现钞业务行）提供人民币现钞兑换等相关服务。

台湾地区经许可的金融机构可以与这些现钞业务行的台湾总行进行人民币现钞买卖, 藉此为台湾当地个人客户提供人民币现钞兑换服务。这一安排不仅提供了两岸人员往来的便利, 也扩大香港人民币市场的覆盖范围, 从而加强了香港的人民币市场地位。同时预示着在人民币资本项管制的情况下, 香港人民币市场还有进一步扩大覆盖范围的趋势。

#### (5) 第四步: 香港进入全面建设人民币离岸市场的通道

中共中央政治局常委、国务院副总理李克强 2011 年 8 月 17 日在香港出席国家“十二五”规划与两地经贸金融合作发展论坛, 公布一系列中央政府支持香港进一步发展、深化内地和香港经贸、金融合作等方面若干新的政策措施, 其中, 针对香港发展人民币离岸中心的核心政策有两条: 其一, 巩固和提升香港国际金融中心地位。中央将支持在内地推出港股组合, 也就是以前所谓交易所交易基金, 继续支持内地企业赴港上市, 允许内地港资法人银行参与共同基金销售业务。内地将不断提高对港资银行开放的层次和质量, 支持港资银行在广东省内以异地支行的形式合理布点、均衡布局, 支持香港保险公司设立营业机构或通过参股方式进入内地市场, 加强双方在保险产品研发、业务经营和运作管理等方面合作; 其二, 明确提出支持香港发展成为离岸人民币中心。中央将积极支持香港人民币市场发展, 拓展香港与内地人民币资金循环流通渠道, 把跨境人民币结算范围扩大到全国, 支持香港使用人民币在境内直接投资, 允许人民币境外合格投资者投资境内证券市场, 起步金额为 200 亿元。将增加香港发行人民币债券的境内金融机构, 允许境内企业在香港发行人民币债券, 扩大境内机构在香港发行人民币债券规模。中央政府在香港发行人民币国债将作为一种长期制度安排, 逐步扩大发行规模。人民币境外合格机构投资者(即 RQFII)投资境内证券市场和支持在内地推出港股交易所交易基金(即 ETF)。人民币国际化的步骤之一就是人民币可自由兑换, 港股 ETF 则是人民币资本项目下可自由兑换的重要一步。港股 ETF 允许内地投资者购买 ETF, 而 RQFII 又允许香港的人民币可以回流内地, 这增加了人民币双向流动的途径。这对个人来说, 港股 ETF 增加了可投资的品种, 扩大了投资范围, 而且对交易所和券商来说也是较大的利好消息, 对国家来说, 这也是推进人民币资本项目下可自由兑换的重要步骤。

表 1 推进香港人民币离岸中心形成的关键阶段点和政策支持

关键阶段点	基本特征	政策支持
2003	正式开展 海外个人人民币业务	中国人民银行宣布委任中银香港为人民币清算行。香港银行正式推出个人人民币存款、兑换、汇款及银行卡服务
2009	推出跨境贸易 人民币结算业务	中国人民银行等六部委发布《跨境贸易人民币结算试点管理办法》
2010	进一步开放企业人民币业务范围	香港金管局下发《香港人民币业务的监管原则及操作安排的诠释》。 中国人民银行下发《关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》; 中国人民银行修订《清算协议》; 商务部宣布出口货物人民币贸易结算试点企业名单的增加
2011	有序推进人民币资本项下业务	2011 年 1 月 13 日中国人民银行发布《境外直接投资人民币结算试点管理办法》; 2011 年 4 月 7 日外管局下发《关于规范跨境人民币资本项目业务操作有关问题的通知》;
2011	明确香港的人民币离岸中心定位	2011 年 8 月 17 日中国人民银行宣布有限度开放内地银行间债券市场, 三类境外金融机构, 包括港澳人民币结算银行、其他外资参与行及境外中央银行和货币当局, 经核准后可以在内地银行同业债券市场进行交易。首次明确香港作为人民币离岸中心的地位。

### 专栏一：香港人民币离岸中心发展过程中的具体表现

清算机制不断发展。2003年11月18日，中国人民银行决定为在香港办理个人人民币存款、兑换、银行卡和汇款等四项业务的有关银行提供清算安排，以方便两地个人消费。并于同年12月授权中银香港作为香港个人人民币银行业务清算行，至此，开展人民币业务的前期准备工作已全部结束。2005年，人民银行进一步放宽人民币清算行的参加条件，并拓展内地发行的人民币银行卡在香港的使用范围，提高了香港居民往内地汇款和在广东使用人民币的限额以及香港银行发行的人民币银行卡的信用额度，从而进一步便利了两地居民在日常生活中对人民币的使用。在 market 需求的推动下，2010年7月19日，人民银行与中银香港签署了新修订的《香港人民币业务的清算协议》，废除了之前的多项限制，增加了人民币服务的灵活性。如企业及其他非个人客户将能够在香港银行开设人民币存款账户，而且个人和企业相互之间也将可以通过银行自由进行人民币资金的支付和转账。此外，不断更新的清算机制为香港多项人民币离岸业务的开展。提供了技术上的支持，令香港人民币业务更具弹性，催生更多的人民币投资产品问世，最终将深化香港人民币离岸金融市场的发展程度。

结算系统投入运转，范围不断扩大。在全球金融危机导致美元汇率频繁波动的背景下，2009年4月8日，国务院顺应国内外市场和企业将人民币作为支付手段的要求，决定于2009年7月6日在上海等五个城市先行开展跨境贸易人民币结算试点工作，并于2010年6月22日宣布将试点扩大到境内的20个省市区，以及境外的所有国家和地区，试点业务范围进一步扩展为跨境货物与服务贸易以及其他经常项目。2010年7月，人民银行与香港金管局就扩大人民币贸易结算安排签订了补充合作备忘录，进而强化了香港作为跨境贸易人民币结算中心的地位。

离岸市场的初步形成促进人民币国际化。2010年6月至2011年6月间，香港人民币存

款由897亿元增至5536.02亿元，年增长率达527%。香港银行体系的人民币存款在2011年上半年继续较快增长，由年初的3150亿元人民币上升至6月底的5500亿元，平均每月增加近400亿元人民币。其中，企业的人民币存款增加大约2000亿元人民币，到6月底超过3900亿元人民币，占人民币存款总额的71%，成为香港人民币存款增长的主要动力。同时，海外企业在香港银行存放的人民币存款也显著增长，从2011年初的290亿元人民币飙升140%至6月底的690亿元人民币，占有企业人民币存款的比例，也由15.8%上升到17.6%。这显示香港的离岸人民币业务平台正不断加强为全球的企业提供服务的能力。主要推动因素是人民币跨境贸易结算的增长：2011年头6个月，以跨境结算为目的的人民币汇款累计达5980亿元人民币，相当于同期香港与内地贸易量的44%。若保持相同势头，监管政策不变，可以预计离岸人民币存款将在2011年底达到1万亿元。2010年期间，人民币产品和市场得到了长足发展。点心债券表现优异。根据彭博信息的数字，2011年上半年离岸人民币债券及存款证发行约850亿元，远高于2010年全年的412亿元，其中450亿元为人民币债券，其余400亿元为人民币存款证。汇丰对香港离岸人民币业务展望，急促发展的人民币外汇市场，方便人民币在本地、离岸及跨境使用，将成为人民币国际化的加速器。具体如汇市从无到目前30亿美元日交易量；人民币期权也有2亿至3亿美元的成交量。

人民币定息市场的发展。央行从2010年年底到最近一次的加息均未撼动香港本地银行的低息水平，香港人民币定息产品市场依然十分火爆。汇丰银行目前1万元至50万元的人民币存款利率为0.495%至0.71%，而50万元或以上存款利率为0.5%至0.76%。去年开始的揽储战仍在继续，中信银行国际近期宣布，3月底推出人民币定期存款优惠，50万港元或以上可享优惠年利率最高达1.1%。而香港离岸定息产品的利率则每况愈下，不过仍难以阻挡机构赴港发债的热情。汇丰银行环球资本融资及债务资本市场总监兼香

港及中国区主管邓梅君预期,2011年香港的人民币债券发行额将由去年的400亿元人民币增至逾800亿元人民币,发债体主要是内地的国企和金融机构。与此同时,大型国际机构在港发行人民币债券也更加活跃。继亚洲开发银行和世界银行后,世行辖下的国际金融公司(IFC)已于1月25日在港发行1.5亿元人民币五年期债券。人民币计价基金也正慢慢浮出水面。据不完全统计,香港至少已有10家金融机构已经或者正在准备发行人民币计价基金。同时,人民币产品的募资地也超出了香港范畴。星展银行已于2011年2月8日在新加坡推出一系列人民币投资产品。此外,人民币业务也已突破证券领域。香港金银业贸易场理事长张德熙日前表示,2011年年3月至4月或会推出人民币报价及结算的黄金公斤条交易。

以2010年7月《香港银行人民币业务的清算协议》的签署为起点,随着香港人民币存量的急速增加,香港各项人民币业务正迅速展开。香港的人民币离岸市场正与中央政策、中国资本账户的开放及人民币国际化进程互相配合、渐进发展,呈现出市场多元化、产品创新化和投资方式多样化的特点。人民币国际化步伐加快。2011年年初,中国人民银行以央行第1号公告的方式,发布《境外直接投资人民币结算试点管理办法》,拉开了人民币国际化政策新年进一步开放的序幕。此举意义在于进一步推动中国企业走出去,加快人民币国际化步伐,并改善国际收支平衡,减缓通货膨胀压力。今后将有更多有关资本账户自由化及人民币国际化的政策陆续出台。自2010年7月起,香港人民币存款大幅上升。根据香港金融管理局数据,香港人民币存款在去年底达到3149亿元人民币。机构预测,未来三至四年内,人民币存款有望达到2万亿元。随着未来人民币计价新股等产品推出,人民币有望于5年内基本实现自由兑换。根据汇丰中小企业信心调查报告,目前37%的香港中小企业已经以人民币结算跨境贸易,预期今年内该比例会增至50%。另外,目前有四分之三的中小企业已经或打算持有人民币存款。人民币流通



量不足是软肋。不过，目前香港人民币仍处于流通量不足的情况，限制了人民币计价股票等高收益产品在港推出。对此，港交所于 2011 年初提出筹建“资金池”，由港交所自行承担资金池管理人，通过向银行取得最少数十亿元人民币信贷额度，为买卖人民币计价股票的投资者兑换所需资金。与此同时，香港金管局已于本周一允许银行开设人民币本票业务，投资者除了可通过本票认购人民币新股外，也可以用来作为购入其他人民币产品的工具。首批以人民币计价的股份将以房地产信托基金为主，虽然此类产品的价格波动有限，未必符合市场对高收益的需求，但相较于债券，流动性已显著增加。据了解，作为主承销商的中信证券、中银国际及汇丰已初步接触基金公司，并表示可开设人民币证券户口。香港中央证券登记处则于近期宣布，计划首创以“双币及双股制”形式，推出 IPO，即约一半金额以人民币集资，另一半用港元，分两种货币计价交易。

2011 年 8 月 17 日，财政部在港启动发行 200 亿元人民币的国债。这是财政部第三次在香港发行人民币债券，且规模远超 2009 年和 2010 年在港发行的 60 亿元和 80 亿元人民币国债。财政部副部长李勇指出，此举体现了中央政府对香港巩固和提升国际金融中心地位的支持，也是适应香港人民币市场发展的需要。因出口增长降温，香港经济第二季度萎缩 0.5%。同时，香港今年也失去了全球最大 IPO 中心的地位，据彭博数据显示，香港市场今年 IPO 共筹资 150 亿美元，远低于美国 360 亿美元的 IPO 规模。扩大人民币交易一方面有助于香港经济和资本市场的恢复，另一方面也有助于中国提高人民币的国际地位、减轻对美元的依赖，及力求扩大人民币在全球的应用。香港恒生管理学院商学院院长苏伟文表示，中国正在加快人民币国际化步伐。中国希望人民币最终能成为新的锚货币之一，这样中国受美元日益波动和下跌的影响就会减少，而香港将继续成为中国资本账户开放和货币国际化的试验场。国家外管局于 2007 年 8 月份曾出台《关于开展境内个人直接投资境外证券市场试点的批复》，宣布了“港股直通车”计划，引起各方极

大关注,并推动恒生指数在同年 10 月份创下纪录高点。但该批复在 2010 年 1 月份失效,“港股直通车”计划也宣告搁浅。

2011 年,港交所与香港证监会正积极为企业发行上市以人民币定价做准备,主要细节由证监会决定,但有关清算协议的操作细则,则需要向金管局及中国人民银行请示。一旦新股上市以后,人民币计价的认股证或将随之推出。瑞信香港认股证及牛熊证销售主管何启聪表示,今年人民币衍生品推出的概率为三成。他说,新股上市后,港交所普遍需三个月观察该股的成交及流通量是否稳定,才会纳入可发行认股证名单,故预期上半年人民币计价认股证获批发行的机会不大。

#### 一系列标志性事件的时间表:

——中国 2005 年开闸首只境外机构在中国境内发行人民币计价债券,名为“熊猫债券”;如今在香港发行的人民币债券,又被港人昵称“点心债券”。

——2010 年 8 月,中资券商海通证券香港分公司在香港推出了境外首只人民币公募基金“海通环球人民币收益基金”;2011 年 3 月,港交所宣布人民币计价证券产品的系统准备就绪,并创造性地提出了人民币资金池构想;

——2011 年 4 月 19 日,香港第一只以人民币计价的证券产品 汇贤房地产信托基金(以下称“汇贤 REITs”),今日正式在港交所挂牌交易。汇贤 REITs 此次在香港市场成功募集资金 104.8 亿元人民币,被很多香港金融界人士认为具有“里程碑”意义。至此,香港的人民币产品已经覆盖“定息产品、基金产品、IPO 产品”三个方面,基本建立了人民币离岸市场的产品体系。香港的人民币产品发展的“定息产品、基金产品、IPO 产品”三个阶段,现在已经走到了第三步。汇贤 REITs 的上市,一定程度上意味着香港离岸人民币市场已初具雏形。

——2011 年 8 月中旬,美欧债务危机引发金融市场新动荡之际,中国财政部将在香

港发行 200 亿元人民币国债，此举有利于进一步加快人民币国际化步伐。美国债务危机所引发的“多米诺骨牌”效应，正在世界范围内迅速扩散。曾被认为是“安全天堂”的美债在历史上首次遭到降级，美元信誉受到了前所未有的质疑。美债危机的确给中国的美元资产带来巨大风险，但另一方面，疲软美元也使人民币增强了吸引力。今后 10 年，美国政府将面临持续的减赤历程，对美元而言，或将是日渐衰败的 10 年；对人民币而言，却是日益强大的 10 年。在这 10 年战略机遇期内，中国可按照自己的既定节奏推进人民币国际化进程。

——2011 年 8 月 19 日，享有国际高信誉评级的全球连锁餐饮巨头麦当劳宣布在香港发行人民币债券，成为首家在港发行人民币债券的外企，进一步增加人民币产品的境外知名度。此举表明香港的人民币市场已经超越了贸易结汇计划，现在已为离岸人民币回流至本土提供一个正式的资金流动渠道。

## 专栏二：RQFII 拓宽境外人民币回流渠道

RQFII 的全称为“RMB Qualified Foreign Institutional Investors”，即人民币合格境外投资者，有“小 QFII”之称。2010 年 6 月以来市场即不断风传 RQFII 将推出。2011 年 17 日，国务院副总理李克强表示，允许以人民币境外合格机构投资者方式投资境内证券市场，起步金额为 200 亿元。至此，关于小 QFII 传言终于被证实。根据香港金融管理局披露的数据，截至 2011 年 6 月底，香港银行体系截至 6 月底的人民币存款总计达人民币 5500 亿元。然而，囿于投资渠道的匮乏，这些离岸人民币很多只能躺在香港的银行里拿很低的利息或者购买低利率的人民币债券。而现在，RQFII 的推出无异于增加了离岸人民币的投资渠道。方正证券宏观策略首席分析师汤云飞就表示，RQFII 的重要意义在于建立了境外人民币的回流机制，这为人民币资本账户全面可兑换打下了基础。另外，很多两地同时上市公司的 A 股价格相对于 H 股价格有相当的折价，也很可能因为两地证券市场的互通而逐

渐缩小乃至消失。股票所包含的每股价值应该是相同的。RQFII的推出和即将到来的港股ETF之间会使得未来'A + H'股的差价不太明显，套利机会逐渐消失。港股ETF和RQFII也将给交易的中间商--证券公司带来一定的收益。南方基金的一位股票分析师称，在内地和香港都有分支机构的券商股明显将从中受益，比如招商、中信、海通、国泰君安、申银万国等。然而，200亿元的起步金额也大大限制了RQFII对内地市场的影响。宣布消息后的两天的沪深股指和恒生指数的波动并不是很大，这也说明了该问题。

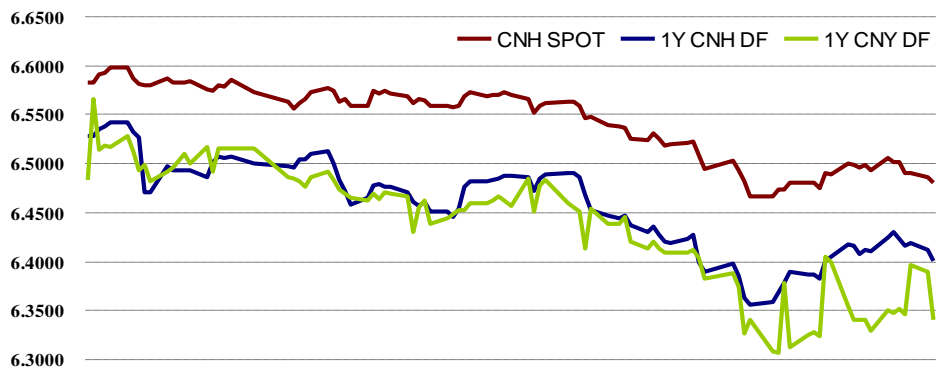


图 1 香港人民币远期和近期贴水率比较图

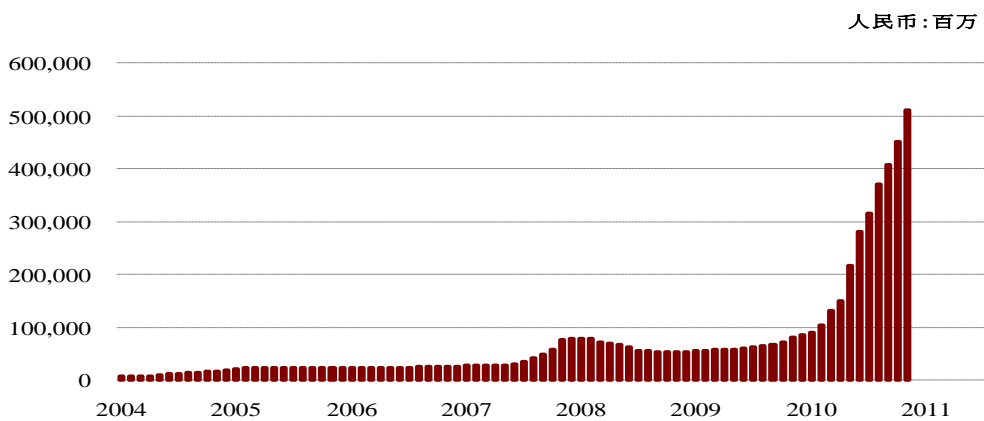
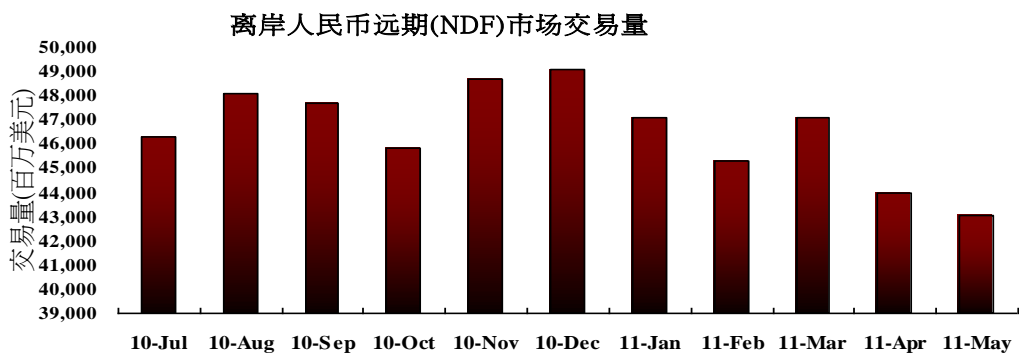


图 2 香港人民币远期交易情况 (CNHNDF)



### 图3 NDF 市场交易量

(三) 进一步发展香港人民币离岸市场近期所面临的问题

(1) 人民币存款规模有待提升。香港人民币离岸市场的存量仍相对有限。截至2010年底, 香港人民币存款不及中国境内总存款数的1%, 仅占香港当地存款总量的5.38%、外币存款总量的13.13%, 难以支撑大规模的以人民币计价的IPO。而美元目前在香港的存款基础中占比大概是25% (约2万亿人民币), 可见, 香港距建立成熟的人民币离岸市场还有一定的差距, 仍需不断提升在港的人民币规模。同时, 香港人民币存款利率较低 (中银香港给予香港各银行的人民币存款息口为0.629%), 而国内金融机构的一年期存款基准利率目前为3.25%, 导致香港银行未能提供比在岸市场优惠的存款利息, 投资者因此不能获得很好的投资回报, 不利于人民币存量的增加。

(2) 人民币债券市场尚需完善。目前离岸人民币债券业务仍存在以下不足: 一是相对于香港市场投资者的需求来说, 目前离岸人民币债券发行规模有限, 许多投资者反映很难买到这些债券, 这一点也可从人民币离岸债券经常被多倍超额认购的现象中体现出来; 二是人民币离岸债券的期限跨度存在很大局限, 截至2011年一季度末, 在已发行的74只债券中, 两年期和三年期债券占81%, 其中, 半年期债券只有1只, 10年期债券只有两只, 这种现象导致市场未能形成一个完整的收益曲线, 机构投资者因此也很难构建理想的投资组合; 三是投资者买完债券后, 很少重新到二级市场再参与买卖, 人民币债券二级市场流动性较差; 四是合成债券作为点心债券的替代产品, 收益率较点心债券要高, 目前发行速度和规模有赶超点心债券之势, 这可能会在一定程度上挤压点心债券市场。

(3) 人民币离岸产品的开发仍处于探索阶段。在中国资本账户尚未完全放开的背景下, 随着香港人民币流通规模的不断扩大, 境外人民币持有者为了追求收益, 对人民币离岸产品的需求逐渐增加, 从而迫使离岸市场推出了一系列人民币投资产品。目前, 除点心债券外, 香港市场的其他人民币离岸产品也在有序推进, 已发展了定期存单 (Certificates of deposit)、结构性存款 (Structured deposits)、保险产品 (Insurance products)、投资基金 (Investment funds) 和人民币REITS等产品。但不管从产品种类还是产品的发行规模来看, 以人民币计价或结算的投资产品还处于初步探索阶段, 这在一定程度上降低了香港吸引人民币留存的动力, 不利于拓展香港人民币离岸市场的深度。

(4) 利率掉期风险管理困难。虽然离岸市场利率掉期的价格乃取决市场交易状况, 但由于人民币各项利率变化的历史数据较短, 没有可以依据的利率曲线, 且现时各银行的基准利率仍以人行利率作为参考与定价, 故难以有效预测或模拟将来的利率趋势不利于 IRS\CIRS 等对冲工具的定价, 增加了利率风险管理难度。

(5) 投资产品的种类和供应量受到限制。在人民币业务开放初期, 金融机构蜂拥推出各种各样的人民币或与人民币挂钩的金融产品, 包括基金、保险和汇率、利率、信用产品等等; 虽然产品品种看上去相当丰富, 但是打部分产品在市场上的交易量非常有限, 原因主要是香港(海外)人民币资金池的规模和衍生产品流动性有限, 除传统的人民币非交割远期(NDF)和即期兑换外, 其他的互换、期权等产品交易并不活跃、仍处于推广阶段, 供求关系某种程度上不活跃造成市场价格偏差和扭曲。

(6) 人民币债二级市场交易尚不活跃。参与一级市场申购获得人民币债券配售的客户一般都倾向持有至到期日, 因此目前人民币债二级市场不太活跃, 交易深度与广度皆不足,

整体市场仍未成熟。

(7) 资金回流渠道有限，离岸市场投资渠道匮乏。香港人民币债券发行量已过千亿，但资金回流受限制而离岸市场又欠缺投资渠道，各方都希望能进一步优化人民币资金回流的管道，包括人民币小QFII和用人民币对内地直接投资试点的进一步放宽，以及内地企业来港进行人民币发债集资等等。

### 三、香港和上海在人民币国际化过程中作用和地位的比较

#### (一) 人民币国际化进程中在岸市场和离岸市场关系的探讨与争论

2009年4月，国务院发布《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》，《意见》明确提出，到2020年，基本将上海建成与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心。这必然涉及上海和香港在人民币国际化过程中的定位和协调关系问题。

在人民币还未能完全自由兑换和资本项目还有限制的情况下，人民币在岸市场和离岸市场是有分隔的，但这分隔不可能是绝对的。在岸市场必须要与离岸市场相联系，既要有有序流出安排，亦需有良性回流机制，才可以逐步实现人民币国际化的目标。就目前来说，在岸和离岸市场是靠三座桥梁来联系的：

第一，贸易项目。基本上中国的对外贸易，包括货品和服务，都可以选择以人民币结算和自由跨境流进流出。正如上文所述，现阶段是流出比流入为多，这为人民币离岸市场的形成提供所需头寸和流动性。虽然这座贸易项下的桥梁还可以进一步扩大和改善，但桥梁已经是非常宽阔，可以为中国持续增长的贸易提供以人民币结算的畅通渠道。

第二，直接投资。在目前的资本账户下，外商直接投资内地是有管制和需要审批的。过去外商在汇入美元或其他外币需要得到外汇局批准后，才可结汇，换取人民币去支付各种费用。同样地，内地企业要到海外直接投资，亦只能以外汇作为支付手段。自今年1月开始，中国央行公布了新的办法，内地企业可以将人民币从境内汇出，作为海外直接投资之用。至于外商欲要以人民币直接投资内地，目前则需个案审批。最近有多个发债体，便在香港发行人民币债券来融资，然后将筹集所得的人民币，汇进内地支付直接投资项目，从而省却结汇的程序和兑换成本，更可以降低所要承受的汇率风险。直接投资这座桥梁现在还在修建阶段：内地人民币赴海外直接投资这一段是建好了，但外商到内地直接投资这一段还未完全建好。中国央行表示与有关部委正在制定一套新的管理办法，希望年内可以出台。这将会大大提升外商以自身或借来的人民币到内地直接投资的热情。这是一项离岸人民币回流机制的重要建设，既可促进外商直接投资，服务实体经济，又可以减少外资进入内地时对外汇储备增加造成的压力。

第三，金融市场。内地资本市场与国际市场的连接是国家资本账户管制逐步开放的一项重要举措，需要小心从事、循序渐进。目前国际金融市场存在很多不平衡和不稳定因素，某地的金融危机很容易通过国际金融市场被放大和传导到全球各地，资金大进大出，对全球的金融稳定都可能构成威胁。但资本账户要开放，便不可能同国际金融市场完全隔离。流到离岸市场的人民币资金不可能全部以贸易或直接投资回流到内地，而主要保值和增值的市场都还是在内地。所以在风险可控的情况下，逐步和有序地建立在岸和离岸人民币金融市场的联系是必要的。目前央行已批准了三类境外机构（包括境外的货币管理当局、人民币业务参加行和清算行）进入内地的人民币银行间债券市场。另外，以“人民币合格境外机构投资者”（人民币QFII）的方式，让离岸的人民币资金进入内地股票和债券市场的提案已获批准。

人民币在岸市场和离岸市场既要有分隔，又要有联系。连接两个市场的桥梁需要随着中国外贸和投资的快速发展而得到巩固和拓宽；但同时也需要从实践中吸取经验，作出适时的

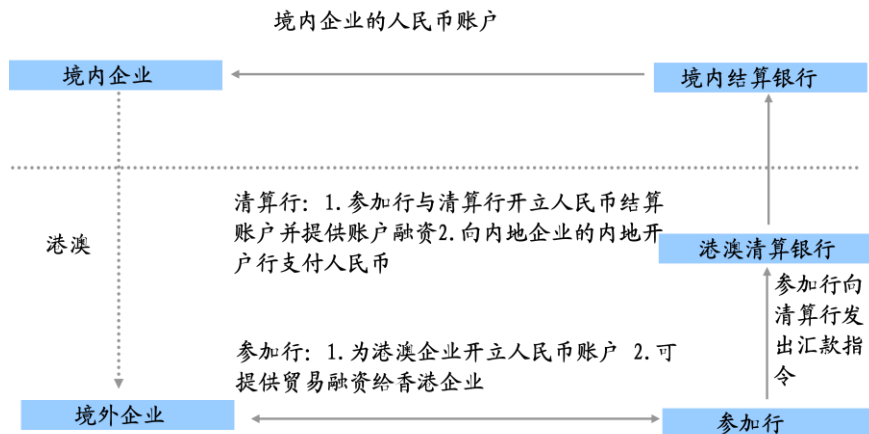
调整，在循序渐进、风险可控的前提下服务实体经济，配合人民币迈向自由兑换和资本账户逐步开放的政策步伐。当连接在岸和离岸市场的桥梁变得越来越宽阔和稳固时，资金届时大致可以在两个市场自由进出，那时人民币已基本达到可自由兑换和资本账户开放的水平。届时离岸和在岸市场的分割便没有太大意义，因为两个市场基本上都已经相通，两个市场的价格亦会大致归于一致。

要将香港和上海建设为国际金融中心，必须正确处理上海、香港在不同发展阶段的关系。总体来看，随着内地金融发展和对外开放的深化，上海和香港的关系既有竞争、某些领域相互替代的一面，正如温总理明确指出的，内地、香港金融市场存在互助、互补和互动关系。对此，总体的认识是：首先，上海的发展对香港有一定冲击。随着内地金融管制的逐步放开，上海将以内地庞大的经济和金融市场为依托，强化其人民币金融交易中心的地位。各种金融产品在上海上市、交易，香港在国有企业海外上市筹资等方面的作用将会有所弱化。其次，上海金融中心的建设对香港有促进作用。随着内地金融市场的发展和中资金融机构的成长壮大，越来越多的机构和资金需要“走出去”，参与全球资源配置，获取高收益，分散风险。香港与国际市场联系紧密，同时较熟悉内地金融运作，必然在内地资金对外投资中发挥不可替代的作用。再次，在“一国两制”框架内，保持香港繁荣稳定和国际金融中心地位，特别是稳步发展人民币离岸市场，对内地金融改革开放和上海金融中心建设将有重要借鉴和引导作用。最后，即使上海已成为重要的国际金融中心，香港也可凭借自身独特优势，与上海形成某种分工，成为亚洲和国际财富管理中心等。从美国情况看，纽约是最重要的金融中心，但芝加哥、波士顿等也是重要的金融中心，在衍生品交易、基金管理等方面的地位难以替代。

## （二）人民币跨境贸易结算：香港模式和上海模式的比较

首先，考虑到人民币国际化发端于跨境贸易服务，今后贸易服务仍将是人民币国际化过程中的一个重要内涵，我们来比较当前阶段人民币跨境贸易结算的两种不同模式——香港模式和上海模式的不同特征（曹远征，2010）。

### （1）香港模式（港澳模式）<sup>①</sup>

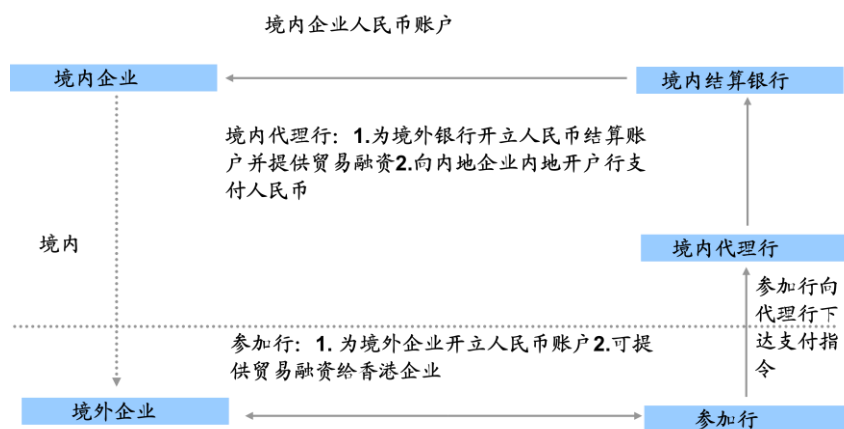


香港模式继续发展的方向可以概括为：人民币流出按现有机制多渠道流出，并通过经常项下多渠道流回；如果需要从资本项目下回流，则必须通过香港。具体来看可涵括：非居民持有人民币头寸，如同多余的流量，需要蓄积。蓄积以调节为要。径流可以多条，但蓄积调节只能一个闸门。依此，国际收支资本项下的管制就如同水库大坝，香港金融市场因大坝

<sup>①</sup> 香港模式和上海模式以及图 4 的构思来自曹远征的“人民币的国际化以及香港与内地的金融联系”的讲话稿。

而成为人民币头寸的水库，中国人民银行和香港金管局为闸门的管理人。2011 年中国财政部 60 亿人民币债券发行，被视为是这一架构的新进展。它为香港人民币债券市场建立了基准（Benchmark）。

## (2) 上海模式



自人民币跨境贸易结算试点两年年来，上述两种模式出现一些新特点：上海方式和香港方式的进展不平衡，进口使用和出口使用进展不平衡。进口方向上使用人民币结算易于并大于出口方向。从已有统计看，上海方式进口人民币结算比例为 93%，远远大于出口，其中广东是主要发生地。在境外，香港和新加坡是接受人民币结算的主要地区。在人民币实际收付的发生额中，两地合计占 88%。其中香港又是主要发生地。由上，人民币进口结算大于出口，意味着人民币流出大于流入，境外人民币长头寸，新加坡和香港是境外人民币收付地，意味着这两地有人民币长头寸安排机制，即人民币资本市场，其中香港人民币资本市场又是重心。

其次，进一步，从金融市场的完备程度、发展水平和规模、聚集程度、人才配套、开放度、法律监管体系、所依托的实体经济范围等这些方面进行比较，可以看出，在当前阶段上海和香港在人民币国际化中所起作用 and 各自作为人民币服务的金融中心定位的差异。

**表 2 香港和上海发展金融中心优势的比较**

比较内容	香港基本情况	上海基本情况	发展程度比较	
			香港	上海
金融发展程度	国际银行中心，世界三大黄金交易市场之一，第五大外汇交易中心，期货市场主要为衍生品交易，交易量排名亚洲第二，香港新股融资额排名世界第一，亚洲第二大基金管理中心，货币可自由兑换，债券市场主要服务本地企业，以及为稳定联系汇率的外汇基金票据。	全国的货币、证券、黄金、期货、外汇五大金融交易市场已落户	高	低
金融发展水平	股票、黄金、外汇市场处于领先地位，期货和债券市场基础较好，有巨大发展空间。	只有股票和商品期货的部分品种较有影响，其他处于初级起步阶段。	高	低
金融聚集程度	全球主要金融机构在港设有机构	国内主要金融机构集中在上海，部分国际金融机构在沪设有分支机构。	高	较高



金融人才配套	全球拥有最多类别的经纪行和各类金融人才	现有64个门类，高级复合型金融人才不多	高	较高
对外市场开放程度	完全开放	基本未对外开放	高	低
法律监管体系	完善的金融司法体系和独立管辖权	法律体系不完善，不独立，未与国际接轨	高	低
所依托的实体经济范围	珠三角地区及相关延伸地区	全国	小	大

注：表2的信息来源于且借鉴了郑磊《香港与上海的纠结：人民币国际化语境下的思考》一文中的思路。

从表2可以看到，虽然上海的金融业态在大陆明显处于领先地位，具有比较优势，但相对香港所具有的国际资源而言，不在同一层次。上海只是初具金融中心城市的雏形。在国家政策的大力支持下，上海有可能在较短的时间提升金融市场的完备程度、规模以及聚集度，但开放度和法律体系这两项受到人民币国际化限制以及改革进程的影响，可能在2020年之前都无法赶上香港。换言之，香港的优势正在于货币自由兑换和与国际接轨的金融软环境。这两种优势如果能合作共享，是可以实现共赢的。在对境外公司上市的吸引力方面，上海不亚于香港，但是否会对后者形成威胁，视国际板的规模和推进速度而定，这方面不仅要考虑证券市场容量，还需要关注政治层面的影响，具有较大的不确定性。未来可能出现的情况是，少量外资企业会在A股上市，更多的则是我国在境外上市公司的回归。要成为国际金融中心，对上海而言，最有效和最有利的途径是推动国内资本市场的发展。国际因素虽然不可或缺，但在资本项目未开放的情况下，奢谈国际化是没有实际意义的。上海首先要将人民币产品“做大做强”，大力发展人民币股票、债券和金融衍生品市场，完善和规范市场各方面建设。与其弃长就短地与香港争夺市场份额，造成两个市场都不能正常发展，不如把力量放在自己的优势方面，提高资本市场效率，通过渐进的人民币国际化来实现向国际金融中心的转变。上海应该通过合作和学习，提升管理素质，培养金融高端人才，打造软环境，实现与香港共同发展。香港提升自身竞争力的突破口是健全期货交易市场，发展商品期货交易，通过人民币离岸结算业务和人民币债券业务提升债券市场地位和规模，股票市场进一步加强对海外公司来港融资的吸引力，并打造财富管理中心。得益于国内经济巨大体量和速度，上海的股票市场规模有望扩大并在短期内领先香港，商品期货方面有继续发展的空间，债券和金融期货市场的扩大取决于政策因素。因为资本项目未开放和人民币不可自由兑换，外汇和货币市场基本无法发展，商品期货也暂时无法对外开放。上海在推进国际金融中心建设过程中，障碍在于所有金融审批权集中在北京，这就使得上海仍主要面向国内投资者，对外开放需要一个较长的过程，对外交易规模无法在很短时间内大幅提高。

香港和上海在未来5年中的发展重点存在错位，并不是完全的竞争和替代关系。在中短期内，香港的直接竞争对手是亚洲的其他几个国际金融城市。与上海的竞争主要表现在争取内地上市公司资源和人民币离岸结算规模。例如，上海的商品期货市场目前主要是非贵金属和A股指期货，未来还可以大力发展能源期货，香港则在黄金交易方面较有优势，两个市场可以错位发展，以共同应对新加坡的黄金和能源期货市场。上海开办国际板，其规模和吸引力在中短期对香港没有影响，不会形成利益冲突。在资本管制的现实下，协助国内企业获取国际资金对上海而言仍是艰巨的挑战。上海需要获得许可，考虑到亚太其他金融中心在能力、网络及声誉方面的巨大优势，短期内完成这一任务可能性不大，而且代价太大。香港有完善的多币种结算体系和证券市场管理制度，可以继续担当国内企业的境外融资平台的角色，并做大债券市场和期货市场，共同为境内富裕个人提供财富管理服务。在资本项目未开放之前，香港还可以成为人民币投资产品的境外销售平台。因此，香港在5年之内不仅不会受到上海

的冲击，而且有发展壮大市场范围和规模的机会。香港所需要的是向中央政府争取获得各种特殊的政策支持，如允许内地机构和投资者参与香港资本市场投资，逐步放开内地机构来港发行人民币债，增大在港发行国债的规模等。

### （三）人民币国际化进程中上海与香港的新型分工和定位关系

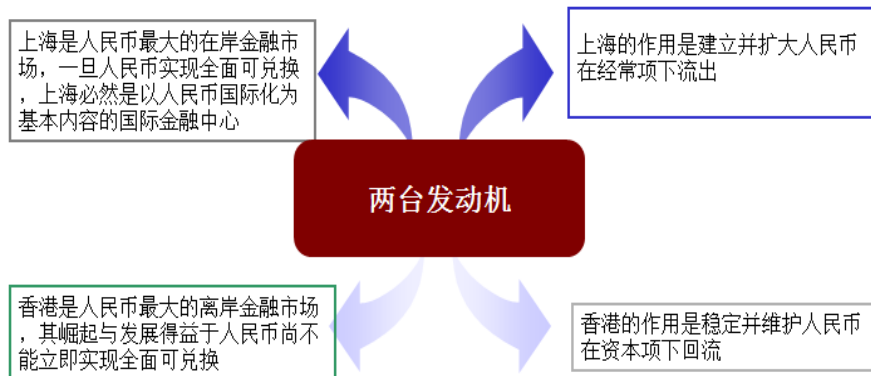


图 4 香港和上海在人民币国际化中的分工关系

迄今为止，无论香港还是上海，离真正意义上的国际金融中心还存在相当距离。但是，在这路线图的引导下，可以设想上海国际金融中心建设与香港国际金融中心建设的新型定位关系。我们认为，在资本账户没有达到完全开放的期间内，上海可定位为在岸型国际金融中心，香港可定位为离岸型国际金融中心。二者的基本功能的分工和定位如下：

上海作为中国的在岸型国际金融中心应具有以下基本特征和功能：1) 在岸的国际资本市场规模应足够庞大并具有高成长性，以支撑人民币作为国际储备货币海外流通规模的扩张。2) 建有以国债市场为核心的人民币国际债券市场。可以满足各国中央银行和金融机构的储备管理需要，生成市场化的人民币基准利率，并为中央银行提供货币政策操作与调控的场所。3) 是以交易所为核心，由各类金融市场构成的综合型国际金融中心，能够为各国中央银行和国际投资者提供充分的资产流动性或交易变现的便利，而不仅仅是银行服务或财富管理的功能单一的金融中心。4) 兼具人民币全球清算中心的功能。具有人民币储备资产的各国中央银行、从事人民币结算业务的国际大银行和二级清算银行，必须在此具有人民币存款账户作最终的清算，这些账户的资金必须能够就近进行资产组合投资和即时变现，在安全性和流动性得到保证的基础上以实现收益的最大化。5) 与国内金融中心合二为一，其2/3 以上的金融交易活动属于国内业务。

香港作为离岸国际金融中心或全球金融中心必须具备以下基本特征或功能：1) 能为亚洲乃至全球的国际贸易和投资提供综合的金融服务。2) 其金融中介服务与资本配置功能的辐射范围将全面覆盖大部分亚洲地区，既包括东南亚也包括东北亚，并实现与美欧国际金融市场的一体化。3) 人民币作为亚洲国际金融市场最重要的计价、交易、支付和结算的货币，在全球范围内具有重要的定价权或价格影响力。而且，作为在岸型国际金融中心的上海和离岸国际金融中心的香港可以在以下方面进行密切的分工合作。具体而言可分以下几个战略步骤：1) 中央政府统一规划，加快国内的市场经济基础性制度的建设，推进以放松管制为主要特征的金融转型（即金融体制的市场化改革和金融服务业的对外开放），促进上海金融市场体系的现代化和国际化水平的提高。2) 在中央政府的支持下，香港实现从为内地提供涉外投融资服务向为东南亚国家的发展提供综合金融服务的功能转换，建成整个东南亚的离岸金融中心。3) 通过内地与香港互设金融机构等商业存在的间接开放形式，强化沪港金融中心建设中的优势互补作用，促进两地金融中心发展水平和制度环境的趋同，为两个金融中心最终联网和分工协作融合创造必要的条件。4) 在人民币资本项上完全可兑换后，实现香港

货币制度与人民币的并轨。通过金融市场基础设施的联接和交易市场的联网，推进两地金融中心的一体化，并最终建成中国一体两翼的全球金融中心。

### 专栏三： 香港和上海在人民币国际化发展过程中关系和问题的讨论

2011年3月份，上海获国务院批准《关于率先形成服务经济为主的产业结构，加快推进上海国际金融中心和国际航运中心建设的意见》（简称“双中心”方案），向国内的金融中心城市的潜在竞争者，包括香港在内，发出了事实上的信号。在一方面务实谋求为长三角服务的同时，上海并没有停止向中央要说法的步伐，并且最终如愿。上海之前定位为国际经济、金融、贸易和航运四个中心建设，除了国际金融中心是一直被强调的目标外，何以在剩下的“国际经济、贸易、航运”中心中挑出“航运”中心与国际金融中心并列申请中央支持呢？这更多体现了某种务实的态度。在上海建成洋山港之后，货物的吞吐量已经位居世界第一，这使得上海已经在事实上成为一个国际航运中心。让中央追认一个既成事实，比要求中央给予政策支持，一定要容易很多。另外，国际航运中心城市的身份，也意味着对贸易结算的要求将会大大增强，而贸易结算将会成为人民币迈向国际化的第一步。但如果上海径直强调要建设国际贸易中心，就相当于提出要将上海建设成为人民币金融中心。而这方面要面临的压力明显大于承认一个已经变成事实的国际航运中心。上海要想摘得人民币金融中心的桂冠，最大的竞争对手是香港。在国务院通过上海的双中心方案后，香港财政司司长曾俊华在2011年3月26日的回应中表示，中央不时强调要巩固香港作为国际金融中心地位，加上不同区域需要不同的服务，国家有一至两个城市作为国际金融中心，并不算多。如果我们审视美国的经验，就不难发现一个幅员辽阔的国家，拥有两个国际金融中心并不为过，但问题是两个中心之间的定位是极其清楚的。例如芝加哥以期货交易著称，而纽约的华尔街以股票市场扬名。

但上海和香港在谁会成为人民币金融中心的问题上，角色定位并不清楚。尽管双方都小心翼翼避免出现政治上的争议，在事实上却形成了对人民币金融中心的竞争。方星

海在《金融改革与开放》一书中谈到上海建设国际金融中心的途径，他认为可以分两步走：首先确认上海作为人民币金融中心，即所有重要的以人民币计价、交易、结算的金融产品和服务主要在上海成交和发生；其次等待人民币全面可以自由兑换的时刻，那时候上海成为国际金融中心不过是水到渠成的事情。而目前来看，上海继香港之后也加入了人民币结算试点城市。香港具有成熟市场的优势，但其与上海的定位区分将是在同一类型的中心上做得更加高端，而不是一个差别定位的中心，这可能会在将来使双方的竞争趋向激烈。尤其是在争取中央支持方面的竞争将会更加明显。尽管理性的选择是上海与香港联手，不仅向中央要政策，也和新加坡、东京等亚太地区的金融中心竞争来自全球的资源，成为亚太区首屈一指的金融中心；但事实上，合作的渠道并不多。因为双方提供的服务同质化的程度要远远高于异质化的程度，加上地方政府之间的竞争，使得合作的空间进一步收窄。

上海金融与法律研究院最近的一份报告指出两地可以在金融安全机制方面加强合作，但在金融产品和服务方面，两地的竞争恐怕不可避免。谁将成为人民币金融中心恐怕是一个不得不面对的问题。对于上海来说，其货物的吞吐量早已超过香港，并且位居世界第一。当然贸易结算对于金融中心而言，其实并不是一个最重要的问题，并且贸易结算所占的量很小，而且货物的交割可以在其他地方完成。换言之，在香港进行贸易结算，但货币贸易在上海进行，是可行的。从这个意义上来说，即便上海取代香港，成为世界的航运中心，也并不能说明其一定会顺理成章成为国际金融中心。因为对于人民币国际金融中心而言，最重要的是人民币的功能得到切实的体现，而不仅仅是贸易结算。事实上，人民币结算最重要的是结算金融产品和金融服务，还包括对金融产品和服务进行人民币计价和交易。香港在人民币贸易结算方面优于上海的是其先行起步，并且市场本身发展较为成熟。但其局限同样明显，在上海没有发展之前，贸易结算通过香港是因

为香港本身所处的窗口地位造成的。而当上海发展之后，对香港的转口贸易作用以及窗口地位都形成极大的挑战。而目前人民币自由化还处于受限阶段，单纯的人民币贸易结算也许并不能表明香港和上海谁将赢得人民币金融中心的竞赛。

如果人民币资本账户开放迅速，上海准备不够充分，香港更有希望成为全球金融中心；如果人民币资本账户开放缓慢，那么，上海更有希望成为全球金融中心。也就是说人民币自由化的进程将会影响到人民币金融中心最终花落谁家的结果。上海也已经获得人民币贸易结算的试点资格，而且早在2006年11月出台的《上海国际金融中心建设“十一五”规划》中，上海市就已提出要“积极争取人民币用于国际结算试点和设立小额外币兑换机构试点”，“在未来五年内将研究人民币在周边国家流通和被周边国家作为储备货币的趋势，探索发展全球人民币回笼、管理业务”，“要研究国内外币清算体系建设，推动中国外汇交易中心建立清算所”，“使上海逐步发展成为人民币金融产品创新、交易、定价和结算中心”等。

而上海的小额外币兑换机构试点已在2008年8月实现。在2008年8月初《外汇管理条例》修订后，国家外汇管理局批准个人本外币兑换特许业务在北京和上海进行试点。上海张江艾西益外币兑换公司被允许在规定的年度总额内办理境内个人结售汇业务和境外个人结汇业务，并可为境外个人办理每人每日累计不超过等值500美元（境内关外网点限额为1000美元）的人民币兑出外币现钞的业务。尽管这是很小的一步，但上海正在努力按照规划的路线图稳步前进。创新精神很重要，但务实的作风同样不容忽视。对于谁将成为人民币金融中心，也许目前还难以给出明确的答案，但一方面坚持创新，另一方面务实推进，不管对香港而言，还是对上海来说，都是极其重要的。

#### （四）人民币国际化不同阶段中上海与香港各自的战略转型

##### （1）人民币完全可兑换前上海国际金融中心建设的中期战略定位

在人民币资本项目受到限制的情形下，上海发展成为国际金融中心**的唯一突破口是打造一个“政策特区”**。从上海作为国内金融市场体系核心组成部分的比较优势，和中国建设在岸型国际金融中心建设的内在要求出发，上海在人民币资本项下完全可兑换之前的战略定位，是建成综合功能健全、国际化程度不断提高的国内金融中心。

首先，这是中国经济转型的内在要求。目前中国金融市场体系的发展严重滞后于经济发展的内在要求，使消费水平过低，高储蓄不能有效转化为投资，经济产生对国外商品市场和金融市场的过度依赖，并使以外汇储备形式存在的国家财富暴露在美元贬值的巨大风险之中。加快内地金融市场体系的发展是经济转型的十分紧迫的任务，而金融中心的建设在某种意义上只是其空间表现形式而已。它与中国经济转型和可持续发展具有互为因果、相互依存的关系。其次，一国的国际金融中心形成应该是本土金融市场体系发展到国际化成熟阶段的一个自然的结果。经济和金融转型的成功，本土健全有效的金融市场体系的形成和发展，是建成在岸型国际金融中心的前提条件。对在岸型国际金融中心而言，综合功能健全的国内金融中心建设，是在岸型国际金融中心建设的基础和主体部分。综合功能健全的国内金融中心的建设是相对艰难的基础工作，相比较，国际金融中心的形成只是水到渠成的事。人民币资本项下完全可兑换将是一个国际化程度不断提高的国内金融中心向在岸型国际金融中心转换的标志性事件，这本身就是一个从量变到质变的过程。

## **(2) 人民币完全可兑换前香港国际金融中心面临的战略转型**

后危机时代，随着亚洲经济快速发展，世界经济重心将向亚洲转移。围绕亚洲的贸易与投资所展开的各种国际金融活动也将快速增长。但是在人民币完全可兑换与资本市场全面开放之前，上海不可能成为真正意义上的亚洲国际金融中心。因此中国在境外的亚洲国际金融市场的份额或话语权，近中期只能靠香港去争取。另外，在人民币完全可兑换前，香港不可能全面介入内地的人民币金融市场，即使人民币在完全可兑换后成为亚洲地区性国际货币，香港仍将因为人民币市场基础和规模的不足，而不能成为由中国内地经济支撑的亚洲国际资本市场的主体。因此，未来10年，香港国际金融中心的功能定位面临重大的战略转型，即从目前主要为内地经济提供涉外金融服务，转向为东南亚国家提供离岸金融服务。香港国际金融中心的战略转型存在两个重要的方向：一是外向型地向东南亚地区输出其国际金融中心的服务功能，不仅做好中国内地与外部世界之间的金融中介角色，而且做好中国内地和东南亚各国的离岸金融中心；二是内向型地向上海或中国内地输出作为国际金融中心所必需的市场经济基础性制度，并促进内地金融市场在监管制度与基础设施方面与香港的统一化或一体化。在内地金融市场体系的现代化和国际化过程中发挥引领作用。

香港国际金融中心具有良好的发展基础，有条件在与东京和新加坡的竞争中胜出。从上世纪近百年的历史来看，1960-1990年除外的70年间，香港作为亚洲国际金融中心一直领先于东京和新加坡。本世纪以来，香港的国际金融中心的发展水平仍然远胜于东京和新加坡。香港的存贷款规模和股市市值大约是新加坡的2倍和5倍。另外与新加坡在外汇和金融衍生品市场的领先地位不同，香港在银行和股票市场等为真实经济服务的传统市场上占绝对优势，这在后危机时代金融业适度回归传统的过程中处在更为有利的竞争地位。

香港回归以来国际金融中心的繁荣发展，一定程度上是建立在内地金融市场体系欠发达基础之上的，因此在内地金融市场体系健全并繁荣发展的过程中，香港资本市场的发展必须寻找新的增长点。事实上，香港回归后其国际金融中心功能定位发生了转变，即从为周边地区服务（主要体现在与香港境外地区的国际银行业务上）与为内地服务并重，转向主要为内地企业上市融资服务。在1997-2010年的14年中，有一半年份内地企业在香港的股票筹资金额占比超过了50%。香港股票市场在一定程度上发挥着国内资本市场融资功能的替补作用，在内地市场融资功能近似瘫痪的时候成为内地企业融资的重要场所。因此当内地从银行占主导地位的传统金融体系向银行与资本市场并重的现代金融体系转型时，香港必须审时度势，

对国际金融中心的功能定位作出适时的战略转型。

#### （五）加强沪港国际金融中心协调发展的方向和措施

在现阶段，鉴于国际金融不稳定环境，发展中国家存在金融开放与稳定的两难问题。中国在未来10年，外汇与资本管制放宽的条件尚不成熟，特别是考虑内地经济高成长成果仍需要让居民优先分享的基本原则，资本市场的开放必定是有限和间接的，因此香港与内地市场的融合重点是以商业存在形式推进的金融服务业的融合。在加快内地金融服务业对外开放的大政方针下，可允许在香港注册的金融机构享受优先的市场准入权。同样，中央政府可制定政策鼓励内地各类金融机构在香港设立亚洲总部，拓展亚洲地区人民币与其他币种的国际业务，同时逐步全面取消境外中资金融机构回归内地市场投资交易的限制。通过“先走出去，再走回来”的方式，更有效地利用香港自由的市场经济基础性制度和有效的监管制度，促进中国各类金融机构和金融市场的规范化和国际化发展。此外，沪港两地还可在比较优势的基础上，大力发展双向的服务外包关系，促进两地的优势互补、相互渗透和共同发展（潘英丽，2011）。

潘英丽（2011）的研究报告指出：在加强香港与上海在金融监管和风险监控领域的合作方面，中央政府可参照伦敦和新加坡金管局模式，在上海设立实施综合监管的上海金融监管局；引进和起用国际金融监管的尖端人才；建立与香港互派金融监管官员的交流制度；推进两地监管制度和监管措施的协调和统一；加快推进中国内地金融监管的现代化及应对金融风险和国际金融危机的能力。建议中央政府积极推进上海证券交易所实施股份制改制和上市的试点，并在此基础上通过与香港联交所的相互持股方式形成战略联盟，在产品开发、交叉交易平台和套利机制的构建、市场监督和风险管理方面开展战略合作，并为上海与香港国际金融中心的长期战略分工和联网融合打下扎实的基础，也为上海证券交易所实施与美国纽约交易所、伦敦交易所的战略联盟和远交近攻的亚洲竞争战略积累经验。积极推进两地金融基础设施的整合，促进上海和香港在人民币结算和清算上的分工、协调；加强两地支付系统、股票交易所结算系统及债券结算系统的联系。为促进两地符合规定的资金流动、提高资金融通效率、监测资金流动情况和依法管理，创造条件。

## 四、进一步发展香港人民币离岸市场的战略调整思路

### （一）香港在人民币离岸中心发展过程中可能会存在的重大问题

人民币的国际化很大程度上取决于人民币管制的放松。人民币经常项目的部分放松，催生了香港人民币市场的快速发展，目前人民币资金流大部分是单向，即由境内向境外流出，一旦资金出境，其再次入境非常困难，从实质来讲，目前境内外人民币市场是相互割裂的。在这种情况下，境外金融机构参与境外人民币市场的积极性将被压抑，因为其持有人民币的成本很高，而可投资产品极少，同时境外人民币市场的定价也将由于参与者少、流动性差而产生偏离。人民币真正国际化的开启，必须以人民币资本项管制的放松为前提，目前人民银行允许香港部分机构参与境内银行间市场、小 QFII 政策的推出以及后续人民币产品的发行正在逐渐构成境外人民币回流的渠道，人民币的国际化进程将稳步推进。

作为内地以外最大的人民币资金池，香港在过去一年中，迅速完成了人民币定息产品、基金产品、IPO产品的全面配备。香港的人民币离岸中心建设驶入了快车道。不过，资金池的快速扩容，对香港成为人民币离岸中心而言，是必要非充分条件。“快车道”显著存在宽度不够问题，发展前景和发展方向存在不确定性问题。对内，市场利益驱动，使建立顺畅的回流机制成为当务之急。无论是境外首只人民币债券基金，还是首单的人民币IPO，发售情况都不如市场预期理想。内地赴港发行以人民币计价债券业务，以金融机构或者国企为主。对外，在推进人民币向外实现“外循环”上，香港尚无重大建树。人民币资金池的迅速增长

还只是人民币作为跨境流通货币“正常化”的开始阶段，与人民币真正为国际场所接纳、实现“国际化”，距离仍颇远。“回流”和“外循环”，香港下一步该迈向哪里？在更长远和审慎的政策谋划中，香港需要在创造人民币境外流通、结算和投融资需求上更有作为，以做实“离岸中心”之名。虽然香港占据了人民币跨境贸易额的3/4强，但香港离真正的人民币离岸中心仍有一定的距离。目前人民币资本账户下的开放受到两个限制，一是仅限于贸易项下；二是仍有地域限制，目前还仅限于“香港与广东，东盟与广西、云南”之间展开，这在一定程度上，给中央的金融监管提供了风险缓冲和政策调试的余地。

目前香港正积极推动内地海外直接投资（ODI）和外商到内地直接投资（FDI）可以用人民币在港结算，其连接境内外资金循环中枢的发展方向已经逐步清晰，未来香港境内的人民币主要有两个流向：其一是境外人民币通过香港金融市场在非居民之间流动，形成“境外—境外”的资金循环；其二是沟通境外与境内的人民币流动，形成“境内—境外”的资金循环。在资金流动尚未完全放开的情况下，香港离岸金融市场可以主动促进“境外—境外”的资金循环，推动人民币投资载体职能的完善，而随着人民币回流机制的完善和我国资本项目自由兑换逐步放松的进程，香港金融市场又将促进“境外—境内”的资金循环，最终使香港人民币离岸金融市场逐步由内外分离型向内外一体型转变。

**（1）贸易结算与储备功能有限。**近几年来，中国与周边一些国家地区的边境贸易中，人民币已经成为一种结算货币，在越南、缅甸等东南亚国家通用。人民币的贸易计价比例和规模不断扩大，这些国家对华贸易结构中都是逆差，国内存有大量人民币。然而，这种使用并不稳定。境外向中国出口一般愿意用人民币结算，但是，境外从中国进口一般依靠信贷资金，而人民币的融资成本较高，同时加上升值预期，因此境外进口不愿意融入人民币。因而，从这个意义上讲人民币只能算是半个国际结算货币。同时，作为储备货币来说，人民币依然任重道远，一些国家开始选择人民币作为储备货币，不是因为人民币稳定，还是因为升值预期。由于人民币的升值预期，会导致用人民币融资的成本升高，因此境外的非居民不愿意采用人民币的融资方式，这就造成只有机构愿意持有，却没有机构愿意使用的局面，人民币在境外无法循环，这样的“国际化”就缺了一条腿。因而，目前许多国家和地区使用人民币结算和储备，动机并不纯，更看重的是人民币的升值前景，而不是真正把人民币当成长期的国际储备货币。美元为什么能成为国际结算和储备货币，最为关键的因素是美元稳定、便利，而目前人民币并不稳定，一直处于单向升值通道中，如果在有一天人民币在不升值的情况下，其他国家仍然使用人民币结算或者储备人民币，这才能表明人民币国际化取得实质性一步。

**（2）投资渠道缺乏。**国际市场目前对于人民币的接受度仍有限，这使得人民币债券获得的收益，除了回流几乎无路可去。在市场力量具有巨大话语权的香港，市场利益驱动不足却正是人民币国际化面临的瓶颈。以境外首只人民币计价基金——海通环球人民币收益基金为例，成立已经九个月，但成绩单令人尴尬。虽然资产规模由去年底的 14 亿元增长至 17 亿元，但截至 2011 年 4 月 29 日，八个月的回报率为 1.49%。年收益率也仅为 2.24%。这与市场预计每年 5% 的回报率相去较远。单从基金的绝对表现，以及扣除每年 1% 的管理费和最高 3% 的认购费，基金的收益率差强人意。这在人民币产品匮乏、散户有钱也难投的香港市场，基金的表现已经好于人民币存款。该基金 4 月底的现金存款比重仍高达三成。海通人民币债券基金并非个案。从去年下半年开始，以人民币结算的离岸人民币“点心债”井喷式增长。截至 2011 年 6 月，“点心债”的总规模已经达到 510 亿元，发债机构 30 家，品种、期限、收益及发债主体都呈现多样化，但是在机构看来，可投的标的仍然不多。在现阶段，人民币业务对部分市场机构而言只是“空中楼阁”。由于国际市场目前对于人民币的接受度仍有限，这使得在香港的人民币债券获得的收益，除了回流几乎无路可去。

**（3）回流渠道不足。**当前阶段，无论是人民币 FDI，抑或人民币 QFII，开放的步骤和尺度都不会完全达到香港市场对此的预期。现阶段，已存在和可以预见的离岸人民币的回流



主要有五大渠道，在贸易层面，主要是进口项的贸易结算；在投资层面，除前述离岸人民币债券回流渠道，还包括境内银行间债券市场的开放，以及刚刚出台的人民币 QFII（合格境外机构投资者），以及或许即将出台的许利用人民币进行外商直接投资（FDI）。进一步推动人民币多种回流渠道的完善和构建，是香港市场当下最为重要的政策期盼。香港银行是盈利性机构，不可能无偿推动人民币往外走。目前，在港人民币投资产品，包括债券及贷款在内，市场规模估计约有 800 亿元，德银发表的报告指出，若人民币 FDI 放开审批限制，市场规模还将快速扩大。德银大中华区首席经济学家马骏指出，该行对 44 家在中国营运的跨国公司的问卷调查显示，66%的受访公司表示，若中国开放人民币 FDI，公司会在香港筹集人民币，因融资成本较内地低 2-3 个百分点，还可规避未来人民币现金流面临的外汇错配风险。另一回流渠道人民币 QFII 刚刚出台，其进一步可以考虑的方向应是鼓励符合“新兴战略产业”标准的企业到香港借款和发债，这样可以达到支持产业政策和香港离岸市场与实体经济融合发展的“一箭双雕”的目的。此外，央行深圳分行可以调整其对中银香港的人民币存款的利率，从而影响香港的存贷利率和境内外的利率差。一旦在其他手段无法控制过大规模回流的极端情况下，内地政府可以对流入境内的人民币资金征收“特别税”，使实际融资成本与境内趋同，从而减少香港的人民币资金过度回流。

**（4）“外循环”路径待解。**央行对人民币回流机制的审慎态度，则与各方对人民币国际化思路的碰撞有关。香港市场希望尽快与在岸市场联通，形成回流，以增强市场动力。用陈德霖的话说，这是人民币海外流通的基础，在岸和离岸市场应有桥梁。但市场亦有不同声音。汇信资本董事总经理叶翔评价说，香港目前过于关注打通与大陆的回流渠道，而非向外推进人民币的派生能力。这种看法更符合央行当下的人民币国际化战略思路。但是，人民币回流不能吸干外面市场的人民币存量和流量，也就是说“向内循环”不能堵了“向外循环”的出口。进与出的不同侧重，使得香港和央行之间产生了一定分歧。此时，新加坡争取人民币离岸中心的努力显得如此让香港敏感。中长期看，多个人民币离岸中心并存的可能性是有的，但在现阶段，从人民币业务深度、资金池容量、金融产品丰富程度等角度考虑，从现实条件来看，达到上述条件的只有香港。新加坡与东盟关系密切，一旦新加坡成为人民币离岸中心，将可集中处理中国与东盟的贸易结算，推广东盟企业使用人民币。据中国商务部统计，包括东盟各国 2010 年占中国总进口额 11.1%，出口则占 8.8%，并且占比呈现上升趋势。与香港与内地联系密切的优势相比较，新加坡作为人民币离岸中心也具有特定优势，市场体制更为灵活，产品也更为丰富。

对香港而言，当下一方面需要促进回流以解决当下的市场驱动力，另一方面也需要在争取未来政策倾向上把稳中央决策的脉搏。香港政府已着手增强海外路演推广，推进人民币“外循环”，向中央展示香港会做成一个可靠的、可行的离岸市场的诚意。在人民币国际化的发展上，除了建立回流渠道，要尽力推进人民币的“外循环”，推动境外以人民币作为贸易结算和贸易融资的需求。香港金管局的规划，要在积极面向新兴市场推广人民币贸易结算业务的同时，积极吸引国外银行和金融机构在港建立国际资产管理中心。在小心地向中央试探和争取政策优势时，将更多的市场参与者纳入人民币业务范畴，将是香港在“外循环”有所作为的路径之一。

从外部因素的角度来看，影响香港人民币离岸市场发展的不确定因素有：

**（5）离岸人民币市场的迅速发展，对香港金融经济的稳定和其盯住美元的联系汇率制造成潜在威胁。**2011 年 1-6 月份，过去 6 个月里，香港非人民币存款的增长一直不冷不热，而贷款增长却在加速。人民币存款的迅速增长实际上正在将港元流动性吸出银行系统，迫使香港银行为港元定期存款开出较高的利率——远高于当前美国利率背景所能确保的水平。如果美国继续维持近零利率，而且企业与零售客户有关押注人民币升值是稳赚不赔买卖的假设仍不改变，那么香港银行可能将继续扮演人民币/美元套利交易中赚不到钱的那一方。如果

香港继续坚守盯住美元的联系汇率制，那么上述对香港银行系统的结构性破坏到某个时点将变得不可持续。至于具体是到何时点，则要看离岸人民币发展的速度、以及美国利率会在多长时间内维持在反常的低位状态。

人民币国际化的目标是让人民币在离岸市场发展壮大，而不是让海量卷入“套利交易”的人民币回流至内地。其次，允许香港银行在人民币存款上赚取丰厚利润，将诱发香港人民币存款利率的提高。而且，允许香港银行在人民币存款上赚取丰厚利润，将加速港元的边缘化，进一步破坏香港银行系统的稳定。最后要说的是，“一国两制”良好运行的前提，是两种制度保持真正的独立和相对分离。然而，把香港当作主要离岸人民币中心，就必然会推动香港、内地两地的银行和货币系统走向更为紧密的整合进程。

**(6) 香港人民币离岸市场对中国内地宏观调控可能会造成影响。**过快推进离岸市场发展和人民币国际化意味着中国政府必须加快开放资本项目，在短期国际资本大量流入新兴市场国家的大背景下，这会使得中国面临更大规模的短期国际资本流入的冲击；如果香港离岸人民币市场发展得足够大，离岸人民币市场上形成的价格（包括利率与汇率）会对在岸人民币利率与汇率形成冲击，从而削弱中国政府货币政策的效力；在单边人民币升值预期的背景下，境外居民与企业愿意成为人民币资产的持有者，但不愿意举借人民币债务。这或者意味着人民币跨境贸易结算必然是跛足的（例如，进口使用人民币的比例远高于出口使用人民币），或者意味着人民币升值的收益被境外居民与企业享用；人民币国际化不仅不会导致外汇储备积累速度的下降，反而可能导致外汇储备积累速度的上升，从而恶化中国过多持有外汇储备的问题；在当前中国政府面临多项重要的改革任务，例如调整经济结构、改变收入分配、改善内外失衡、实现国内要素价格市场化等的情况下，人民币国际化不应成为中国政府目前政策实施的重点。

另一个可能的风险将由汇率与利率的非市场化引起。允许内地合格的企业到香港发债，在内地利率受到控制、国内又是紧缩的情况下，在内地拿不到贷款的企业，在香港能以很低的利率发债，这对内地的宏观调控政策绝对是一种冲击（李建军，2011）。需要警惕的是，放宽限制回流后的海外人民币有可能披着合法的外衣，以人民币替代美元为名，以谋取境内外利差为实。这将额外增加境内流动性，增加货币当局的操作压力。这其中，关键的因素是要看境外的人民币以何种方式或模式回流，如果绝大部分的人民币回流到人民银行（这也是当前的主要模式），这种模式就不会对内地的货币供给带来大的冲击。如果随着回流渠道种类的增加，越来越多的货币流入内地金融体系，这些资金最终会加入到内地商业银行的货币放大过程，增加广义货币供给。货币当局对这部分新增的压力不对冲，将对国内物价和资产价格形成新的压力；如果对冲，这又导致会产生新的财务成本（张斌，2011）。

然而，何帆、张斌等学者（2011）认为，当前香港人民币离岸市场对中国内地宏观调控可能并不会造成特别的显著影响。他们指出，在两个市场存在分隔的情况下，资金流进流出内地受制于桥梁的宽度和流量管理。香港的人民币汇率和利率是受香港离岸市场供求变化而决定的。当人民币供不应求时，例如2010年10月下旬需求突然增多之时，人民币的离岸汇率便比在岸汇率高1500点子（约2.5%），但当汇率升高时，愿意卖人民币的企业便多了，供应马上增加，汇率又随着回落。2010年12月，人民币供过于求，所以离岸汇率相比上海在岸价还要低200点子。这正表现出香港离岸市场的价格形成是由市场供求来决定和调整的。由于离岸市场规模很小，加上两个市场存在分隔，香港人民币的汇率可能不会对在岸市场的价格有太大的影响。同样道理，香港的人民币资金的出路目前还很有限，所以存款利率较内地为低，尚未见到香港拉低内地的人民币利率的现象发生。理论上内地的企业看见香港发人民币债券的成本比内地低得多，便会来香港融资。但目前内地非金融机构是不容许来香港发人民币债券，即使容许，内地亦有审批制度，内地企业在香港筹集到的人民币资金未必可以随意汇回内地使用。所以内地企业并不容易利用香港离岸市场的低息融资去回避

内地的调控政策。或许有人会担心境外日益增加的人民币资金可能有一天会突然大量涌回内地，从而对内地的金融稳定带来影响。需要指出的是，资金流向主要取决于境内外多方面的经济基本因素，而非境外是否存有人民币。当有资金流入压力时，就算境外没有人民币，资金也会以外币的形式流入。重点是要对不同币种的跨境资金流动有合适和相应的监测及管理安排。

**(7) 离岸人民币市场的发展是否会冲击在岸人民币市场。**如果香港离岸人民币市场规模发展到足够大（例如香港人民币存量上升至数万亿元），在离岸市场上形成的人民币利率与汇率会不会对在岸市场利率与汇率产生影响？如果在离岸市场上人民币的汇价更贵，这会不会吸引大量人民币资金向境外运动？如果境外投机者囤积足够规模的人民币，它们能不能够在在岸或离岸市场上展开投机性供给，冲击人民币汇率？毫无疑问，如果离岸市场发展得足够大，离岸市场上形成的利率与汇率必然对在岸市场的价格产生影响。然而，基于以下两点，这种影响并非是完全负面的，并且完全是失控的：第一，在很大程度上，建设香港离岸人民币金融市场的目的之一，就是为了衡量在不受政府管制以及资本项目管制的市场上，人民币的利率与汇率水平会如何运动并稳定在特定水平上。这种离岸市场的“价格发现”功能有助于促进在岸市场的利率与汇率形成机制改革。因此，离岸与在岸人民币利率与汇率的不同可能并不是一个问题，而恰好是离岸人民币市场得以存在的意义。第二，相关研究指出，离岸人民币市场要对在岸市场形成足够大的冲击，前者必须发展到一个足够大的规模。例如，马骏指出，即使香港人民币离岸市场在未来两三年间发展到 2 万亿元的规模，在此过程中只要审慎控制境内企业在香港的融资与回流，那么离岸市场的发展对境内人民币供应、外汇储备、冲销操作以及境内外资本的流动的影响都是可控的。

**(8) 人民币国际化是否会导致中国外汇储备的进一步累积。**从中国国际投资的头寸表来看，人民币国际化的推进意味着境外主体持有更大规模的本币资产，这意味着中国政府会面临更大规模的人民币负债，那么在资产方对应的将是更大规模的外汇资产，这就意味着中国的外汇储备规模将会进一步扩大。假如人民币国际化的初衷是为了降低在对外贸易与对外投资中对美元的依赖，那么人民币国际化导致外汇储备上升是否意味着相关努力产生了南辕北辙的效果？在人民币国际化的初期，可能很大程度上会出现中国外汇储备的进一步累积的局面。原因在于：首先，在跨境贸易结算中，较高比例的出口仍以美元计算，较高比例的进口改为人民币结算，这会导致进口付汇的兑换需求下降，从而导致外汇储备规模进一步上升；其次，有换汇需求的企业由境内银行换汇改为到香港离岸市场换汇，这之前会导致外汇储备规模下降，现在却对外汇储备水平没有影响；再次，鼓励中国企业用人民币到海外投资，这也缩小了外汇储备的传统使用范围。当然，如果未来境外企业用人民币对境内实施直接投资，这将有助于降低外汇储备的进一步累积，但目前该试点尚未具有规模，实施效果仍有待观察。更为重要的因素是，伴随着中国政府人民币汇率形成机制改革的进一步推进，不远的将来市场上的人民币升值预期可能分化甚至出现逆转现象（这种现象发生的概率也较大），这可能改变人民币跨境贸易结算的“跛足”格局。伴随香港人民币市场存量的上升，在岸与离岸的人民币汇率有望进一步趋同，所以，到离岸市场换汇以套取汇差的动机将被削弱。随着人民币国际化的进一步推进，一旦人民币成长为一种真正的国际性货币，中国政府大规模积累外汇储备的必要性将显著下降。从中长期来看，人民币国际化将会导致中国外汇储备存量的下降（何帆、张斌等，2011）。

**(9) 人民币国际化是否应该成为中国政府重点推进的战略。**有观点指出，人民币国际化固然重要，但目前中国政府面临更为重要的问题，例如国内经济结构转型、国内要素价格市场化改革、人民币利率与汇率市场化改革等。目前中国央行将人民币国际化作为重点战略推进，是否有本末倒置之嫌？对上述不同意见，较为合理的看法可能是：第一，的确，目前中国政府面临着一系列更为重要的挑战，例如国内收入分配改革、纠正产业结构失衡、要素

市场化改革等。但这些改革由于涉及到不同利益集团的存量利益调整，已经变得举步维艰。从某种意义上讲，推进人民币国际化改革，可能形成一种倒逼机制，反过来推动国内金融改革。例如，香港离岸人民币市场的发展可能推动中国政府加快人民币利率与汇率形成机制改革。某些学者更是将人民币国际化改革作为一种承诺机制（commitment device）的重要性与联产承包责任制改革以及中国加入 WTO 相提并论；第二，鉴于中国已经超过日本成为全球第二大经济体，中国也亟需形成并推进其作为世界性大国的国际金融战略。目前来看，中国政府已经形成推进人民币国际化、加快东亚区域货币合作与倡导实施国际货币体系改革这一“三位一体”的国际金融新战略。国际金融战略的实施与国内结构调整并不冲突，而可以并行不悖、相得益彰（何帆、张斌等，2011）。

## （二）进一步发展香港人民币离岸市场的战略目标

**（1）短期目标：**人民币资金市场。人民币贸易结算及银行间市场，香港银行在目前吸收人民币存款业务的基础上，已经开办银行承兑汇票、短期信用证等票据融资业务，来满足贸易企业的资金支付清算和短期融资需要。伴随各家银行由此产生对短期资金的流动性管理需求，可以推动香港离岸人民币资金拆借业务的发展，实现香港离岸市场人民币短期资金的市场化定价。建立人民币区域清算中心，以现有的中银香港人民币清算路径和香港货币支付清算系统中的人民币结算子模块为依托，逐步扩展对资金拆借、贸易融资等业务的支持，最终发展成为区域人民币清算中心，实现香港离岸市场人民币资金的实时清算。随着贸易融资业务的需要，将会出现银行承兑汇票的二级交易市场，同时还可以推动商业票据、大额存单 (CDs) 和商业票据市场的发展，逐步丰富人民币离岸货币市场的产品，实现人民币短期货币资金的有效定价。积极扩大现有的人民币债券在港发行，在逐渐增大现有债券存量的基础上，从发行债券结构、发行债券主体两个方面扩展债券市场的深度和广度，逐渐引入境内的非银行企业和境外发债主体。

**（2）中期目标：**发展资产类人民币产品。对本地和境外企业发放人民币项目融资贷款，用于内地投资项目允许人民币计价的证券投资工具在交易所挂牌买卖，比如在香港股票交易所挂牌的人民币境内股票市场ETF等产品。以贸易为基础发展人民币风险管理产品及证券化工具等衍生产品人民币定价保险产品

**（3）中长期目标：**人民币金融创新。不直接在现货产品领域与上海（拥有人民币外汇交易市场和同业拆借市场）竞争。充分发挥在资产管理和专业服务领域的优势，重点拓展人民币衍生产品的制造和分销能力，成为区域人民币衍生产品中心。经过几年的发展，香港人民币离岸中心从市场容量、覆盖区域到服务提供和产品定价等方面都会实现长足的发展。这可以为国内人民币汇率均衡水平的发现和定价机制提供有益的参考，为国内金融市场自由化提供多样化的经验。并且不无重要的是，这可以巩固和发展香港国际金融中心的地位，为将来两岸四地（陆，港，澳，台）四种货币的整合创造契机。

## （三）进一步发展香港人民币离岸市场的战略思路

**1、香港作为人民币离岸中心只是人民币国际化进程中的阶段性问题。**人民币国际化的进程的第一步发展战略必须走以香港为人民币离岸中心的路径，没有其他路可供选择，但是，香港在人民币国际化的后续发展进程中作为人民币离岸中心的地位并不是必然的，也不是唯一的，问题在于在人民币国际化的后续发展进程中，香港如何定位自己？如何发展出自己的特色功能和分工优势？未来的人民币离岸市场可能有好几个（比如伦敦、纽约、新加坡等），这种背景下，香港就面临竞争和可持续发展的核心问题。当前阶段，作为人民币的离岸市场必须肩负两个最为突出的基本功能。一是能够提供一个有收益支撑的资金池，二是能够满足和中国有密切和稳定贸易关系的贸易国（比如东盟十国）之间进行人民币跨国结算和投资的体系要求。从香港的现有地位和条件来看，很显然，与此要求还是存在一定差距的。相比而言，新加坡作为东盟十国成员国以及国际金融中心之一，可能更为

满足作为人民币离岸中心的当前这两个基本功能要求。所以，以香港人民币离岸市场为桥头堡的人民币国际化之路并不一定是有效的，出于“父爱主义”的动机其有可能会成为阻碍人民币国际化的一个策略选择。因此，香港的当前发展战略就在于积极创造出有收益支撑的资金池以及能够提供满足和中国有密切和稳定贸易关系的贸易国（比如东盟十国）之间进行人民币跨国结算和投资体系。

**2、深港一体化是香港夯实人民币离岸中心以及国际金融中心的必经之路。**金融中心的形成必须依赖强大的实体经济支撑。尤其对于人民币的离岸中心来说，与实体经济的联系和共存，既可以为创造人民币离岸产品提供坚实的收益支撑，同时，可以为人民币回流渠道机制的构建打开一个主要通道机制，也可以为降低金融体系脱离实体经济后造成的风险和波动，这在全球金融危机后看的尤其清楚，金融体系不可以没有实体经济的支撑。上海国际金融中心建设和发展的优势恰恰就在于其金融功能和中国最大的经济发展区——长江三角洲经济发展区的一体化和融合，从长远发展视角来看，这为上海在建设国际金融中心的过程中超越香港提供了无可比拟的核心优势。因此，香港夯实人民币离岸中心以及建设国际金融中心的基础就必然要寻找与实体经济的融合和一体化。而深圳近年来发展起来的高新技术产业、信息电子产业以及现代物流产业等新兴产业恰好能够为香港夯实人民币离岸中心以及建设国际金融中心，提供一个独一无二的实体经济依托和支撑。

进一步来看，构建深港一体化的人民币离岸市场有助于完善香港人民币产品体系。离岸人民币产品多样化，再加上人民币离岸市场本身具有足够规模的流动性，必将会使得离岸市场人民币回流内地的渠道更加畅通，让“水”活起来，境外人民币产品也会分享到内地经济发展和产业发展的红利，“惟有源头活水来”，这反过来又会增强境外投资者的持币意愿，扩大人民币境外的使用范围没有利益相关就没有相应的关注，因此，人民币的区域化国际化必须以人民币“资产池”的区域化国际化为支撑。回顾欧元疲弱的一个重要因素也正在于欧盟以外投资者持有的欧元以及欧元资产相对有限，才使得国际投资者对欧元汇率走势相对冷漠。只有在香港离岸市场形成了有吸引力的人民币产品“资产池”，离岸和在岸的人民币资产良性互动，香港才能真正成为具有国际竞争力的全能型人民币离岸中心，担负起人民币跨境流通与使用的“桥头堡”重任。

**3、香港人民币离岸市场的近期发展目标应定位为人民币区域化发展提供支持平台体系。**基于近期人民币国际化的功能是为与中国有密切贸易联系的贸易国的人民币跨国结算和投资提供一个有效的处理平台，我们认为，就发展香港人民币离岸市场基础设施建设的阶段性战略来看，第一步是建立离岸人民币区域清算市场，以方便境外投资者把人民币与其他货币相互转换，节省持币成本，方便流通；第二步应进一步拓展离岸人民币低风险金融产品市场，比如离岸人民币债券、人民币开放式指数基金产品等，以提供更多具有保值能力的、收益稳定的人民币金融产品，使得人民币在境外留得住，促使人民币能够成为真正意义上的区域储备货币；第三步要拓宽和创造多样的离岸人民币衍生品市场，为境外投资者提供规避持有人民币资产的利率、汇率风险的金融工具，同时还可以利用境外人民币衍生品市场的价格发现功能来促进我国利率、汇率市场化改革，掌控人民币金融资产与大宗商品的国际定价权。如果香港的人民币离岸市场这三个基础平台能够顺利建立并有效运行，那就自然能解除境外投资者持有人民币的后顾之忧，人民币境外使用范围和贮藏规模也会进一步扩大，这将意味着人民币区域化迈出实质性一步，从而为实现人民币区域化国际化目标奠定良好的基础。

**4、必须对香港人民币离岸市场大力监管。**现阶段，人民币在香港沉淀的基础并不稳固，很多来源是基于对人民币升值预期、投机以及黑金。美国的次贷危机的教训就是必须对美元离岸市场实行有效监管。而且，香港人民币离岸市场的迅速发展，对香港金融经济的稳定和其盯住美元的联系汇率制可能造成潜在威胁，也可能对大陆的外汇储备、宏观

经济稳定以及货币政策造成冲击。因此，从内外强化对香港人民币离岸市场的监管，对维持香港人民币离岸市场的健康发展尤为重要。

**5、从大陆的发展战略来看，不能过度依赖香港的人民币离岸中心。**从人民币离岸市场的发展战略来看，存在着对内目标和对外目标。对内目标是实质是利用人民币国际化的力量来解决中国内外经济的失衡、经济结构的调整和转型以及中国企业的走出去战略，对外目标的实质是协助全球新金融体系的改革和形成以及创造更为合理的世界新经济秩序。基于这样的现实，香港作为人民币离岸中心只是人民币国际化进程初级阶段中的一个政策约束条件下的“偶然”事实，但这未必预示着香港必定会在人民币国际化的后续发展进程中，能够持久保持人民币离岸中心的地位及定位。

最后，考虑到经济加速扩张阶段和经济扩张减缓阶段对人民币国际化的影响效应是不对称的，经济扩张减缓阶段对人民币国际化的负面冲击，要远大于经济加速扩张阶段对人民币国际化的正面促进作用。因此，在人民币升值预期以及中国经济能够保持高速增长背景下，香港人民币离岸中心的发展理所当然地会处于一个良性发展轨道上，然而，一旦人民币升值预期不复存在或者中国经济增长处于一个下降的通道中，香港人民币离岸中心的发展必然会面临巨大的风险。香港要未雨筹谋应对人民币升值预期不复存在或者中国经济增长处于一个逐步下降通道时，香港人民币离岸中心的可持续发展问题。

## 五、对香港作为人民币离岸中心发展前景的几种展望

**前景 1：到 2020 年前后（人民币资本项目下完全可兑换时），全面成熟的人民币业务已在香港成形，香港将会成为国际上公认的人民币离岸中心**

支持这一观点的认为：即使人民币不可自由兑换，香港人民币业务的发展仍存在进一步增长的空间，而随着人民币资本账户的逐步开放，香港人民币业务的发展潜力将显著增大。一方面，在当前人民币汇率机制不变的情况下，仍可以期望香港发展成一个尽管有限制但更为活跃的人民币交易市场，进而推动整体业务更快增长。另一方面，虽然人民币完全可兑换或人民币资本账户完全开放的时间表仍在今后 5 至 10 年之间，但可期望在这期间，人民币的资本账户将呈现一个逐步开放的过程，特别是首先在香港市场逐步开放的过程。这一过程必将显著增大香港人民币业务的扩展空间，最终使香港成为一个全面的人民币离岸中心。

虽然香港所面临的挑战是其它离岸金融中心无须应对的，但香港也拥有众多显著的优势，香港作为人民币的离岸中心，与伦敦、东京和新加坡作为美元的离岸中心之间有一个重要差别，就是人民币仍不可自由兑换，而美元是一个自由浮动的货币，这意味着，香港实际上面临着新挑战，要发展成一种新型的、为不可自由兑换的货币提供金融服务的离岸中心。这一差别是目前香港人民币业务发展的一个障碍，但也是可以克服的。实际上，香港能够以这种方式发展人民币业务，即符合规定的人民币资金有控制、有序地返回内地，而其它人民币资金则限于留在香港境内交易和流通。这不会影响人民币的不可兑换性，进而将不会使内地金融市场受到相应的外部冲击。这个机制相当于一面防火墙，保护内地的人民币机制和金融市场。值得一提的是，这一机制不仅不应阻止香港发展人民币离岸业务，反而在现阶段给予香港一个相对于上海等内地城市的优势地位，因为内地城市缺乏这样一面防火墙，如果要在目前发展人民币离岸业务，势必会将人民币的在岸业务市场暴露于外部冲击之下。目前就发展人民币离岸业务而言，香港相对于内地城市还拥有众多的优势。主要包括：现代化的法律法规体系、低税率、自由的信息环境、高度市场化的商业规范、充裕的流动性、多样化的金融产品、先进的风险管理、世界一流的银行结算和清算系统、大量的财经人才、庞大的国际专业人士团体，以及国际化的语言环境等。

**前景 2：到 2020 年后，香港和上海形成各有分工、有序竞争的国际金融中心和人民**

## 币国际化中心

支持这一观点的认为：香港离岸人民币中心的发展，会对上海离岸人民币中心的发展造成冲击。因此，上海要加快建设成为一个“在岸金融中心”，且与香港离岸人民币中心形成互补的双子星座，共同推进人民币国际化的进程。把两个池子做大做深，这种做法可能会对人民币国际化更为有利。

客观地讲，短期内，香港与上海在金融市场规模、产品多元化、国际化程度以及参与者专业技能，都不是在同一个水平层次上。因此，短时期内香港的中心地位不会改变的。上海作为中国全国最大的金融中心，基础非常稳固，但成为国际金融中心，还与中国金融开放的快慢有密切的关系。一直以来，上海具有浓郁的国际金融中心情结，也一直为建立离岸人民币中心积极探索。随着跨境贸易人民币结算试点的推进，香港已成为最大的离岸人民币资金池。目前看来，香港或许比上海先行一步，成为具有真正意义上的离岸人民币中心。这或许对上海将是一个挑战及威胁。随着香港人民币债券交易市场成功扩容，香港过渡到人民币与港币完全可自由兑换的阶段，跨国公司在香港上市，既可以使用人民币计价（交易），也可以用港币计价（交易），这对上海即将推出的国际板势必形成冲击。人民币国际化必须在香港、上海“两条腿”齐头并进，缺一不可。人民币要回流，必须要形成良性循环。上海可以通过外资企业到国际板上市，以及海外ETF在上海交易，推动人民币国际化。

### **前景 3：到 2020 年后，上海形成全球性的金融中心和人民币国际化中心，香港成为次全球性的金融中心和人民币国际化中心**

支持这一观点的认为：基于上海在中国经济中的核心地位和作用，一旦人民币可以自由兑换，上海的竞争力将会得到极大的提升，上海将来有望成为以人民币为特色的国际金融中心，这点肯定会超过香港，毕竟香港只是人民币的一个离岸市场。最后可能形成的格局是：“香港就象伦敦，而上海就象纽约”，伦敦有各种类的金融产品，而纽约只有美元。上海和香港两个城市各有各的侧重点，上海形成全球性的金融中心和人民币国际化中心，而香港则成为次全球性的金融中心和人民币国际化中心。

## 参考文献

- 王信，发展香港人民币离岸市场、促进上海金融中心建设，《国际贸易》2010年第6期
- 潘英丽，沪港国际金融中心的功能定位与协调发展，《开放导报》2011年第6期
- 尚航飞，加快建设香港人民币离岸金融市场的探讨与思考——基于人民币国际化的视角，《农村金融研究》2011年第3期
- 戴金平，靳晓婷，渐进性人民币国际化中的香港地位——兼论人民币国际化的动态路径选择，《开放导报》2011年第6期
- 郑磊，香港与上海的纠结：人民币国际化语境下的思考，《金融战略》2011年
- 何帆、张斌、张明、徐奇渊、郑联盛，香港离岸人民币金融市场的现状、前景、问题与风险，《国际经济评论》2011年第3期
- 黄启聪，香港应担当人民币离岸中心的角色，《沪港经济》2010年第6期
- 周伍阳，深港人民币离岸市场：人民币区域化国际化的“试验田”，《深圳大学学报》（人文社会科学版）2011年第1期。
- 李小加，与人民币国际化有关的六个问题的看法，[www.hkex.com.hk](http://www.hkex.com.hk)，2010-9-13.
- 陈红泉，曹龙骐，跨境贸易人民币结算试点与港澳人民币业务发展，《广东金融学院学报》，2009，(11).
- 李扬，尹中立，热钱过江—深港两地地下金融活动调查，《新财经》，2004年第3期
- 曹龙骐，深港金融合作：理念、定位和路径，《当代港澳研究》，2009年第1期
- 曹远征：香港金融中心作用助人民币国际化，2010年7月21日，香港特别行政区金融论坛

曹远征，人民币的国际化以及香港与内地的金融联系，中国社科院金融研究所第三届金融论坛上的讲话，2011年8月20日

曹远征，国际货币体系改革和人民币的国际化，2011-09-04 07:33 南方网

郑君乐，人民币国际化让香港进退两难，《金融时报》2011年6月14日

苏晨，多项措施力撑香港 人民币加快国际化，财经网，2011-8-17

金融会议报告，人民币新疆域 挑战区域货币，《财经国家周刊》，2011年9月