

港離岸人民幣中心地位更穩

英國「脫歐」倫敦備受挑戰

回歸中國 19 年，適逢英國「脫歐」引發全球前所未有的震盪，可以預見本港人民幣離岸中心地位將更穩固。



除了致力擴闊人民幣產品種類，本港更可藉完善的評級與定價機制，進一步確立人債收益率曲線，同時發展次級人債市場，擴大人債流動性。此外，隨內地企業在港的人民幣融資渠道增多，形成人民幣回流內地機制，香港在人民幣邁向自由兌換的過程中，能夠作出實質貢獻。

香港商報記者 鄭偉軒



2016年6月24日，52%英國人就脫離歐盟投下贊成票，結果不單為國際金融市場帶來震盪，也對倫敦國際金融中心地位帶來前所未有的挑戰。「脫歐」前英國努力發展成為香港與新加坡以外全球最具影響力的人民幣離岸中心，但英國國民決定「脫歐」令國家被下調評級後，倫敦要挑戰香港的離岸人民幣中心的美夢，短期內恐怕難以實現。

在英國決定重新走上如 19 世紀「光榮孤立」的路線後，英國的金融影響力難免下降。本港憑藉近水樓台的優勢，在地理上仍略勝新加坡一籌。本港離岸人民幣中心業務自 2004 年起航以來，由單純從人民幣存款，發展到取消人民幣兌換限制，甚至推出人民幣指數，過去 12 年本港人民幣業務突飛猛進，吸納很多機構投資者進場參與。

今天香港的人民幣產品種類，不論在證券及債券層面看似廣泛，但定價機制、收益率曲線(Yield Curve)以至建構人民幣次級市場等三方面，卻仍有很大發展空間。在人債方面，大多發行商均發展中短期債為主，只有財政部發行 10 年、15 年、20 年及 30 年的長期人債。因市場缺乏長期人債，致使收益率曲線不具備形成條件。若人債收益率曲線在港得以確立，對發行人、投資者以至評級機構均極具參考價值。

收益率曲線待確立

人債收益率曲線尚未在港確立，人債評級機制又豈能得以完善？本港人債缺少評級，歸其究因，其一是人債供應量仍然相當有限，其二是評級機構對人債的評級結果，一般與債券利率並不相干，令投資者難以識別風險。此外，內地評級機構對發行主體的評級的國際認可度不高，投資者對境內評級機構欠缺認識，致使香港的人債評級機制至今尚未步向成熟。

另一方面，雖然人債在港發行已近 10 年，與人債相關有效基準利率至今尚未形成。香港財資市場公會早於 2013 年 6 月已推出離岸人民幣同業拆息(CNH HIBOR)定價，但當下香港的人債發行商仍傾向採用固定利率發行人債，藉以鎖定交易成本。同時，本港人民幣次級市場並不活躍，因內地與香



「中國人民銀行與香港金融管理局合作備忘錄」和「香港人民幣業務清算協議」，早於 2010 年 7 月 19 日在港簽署。

港市場仍存在分隔，境內外債券利率仍存在較大差異。

須發展二級人債市場

面對這些問題，本港人民幣業務應如何擴充？一是發展香港人民幣二級債券市場，透過提升中央結算系統網站建設水平，進一步完善本港離岸人民幣交易流通機制，從而達到培育二級市場、提高債券流動性的效果。人民幣債券報價機制水平獲得提升後，人債的二級市場交易可望因而提高。

要形成人債收益率曲線，則需要發展多種年期的人債。除了由國家開發銀行主導發行多年期的人債，更可鼓勵國有企業發行長年期的人債。事實上，大多數在港發行人債的內地企業，一般以發行 3 年期或 5 年期為主，鮮有發行 10 年甚或更長年期的人債。增加長期限的主權債以及金融債的發行比重，也有助市場發展。

面對內地企業在港融資需求穩步增長，本港應放寬人債的審批，並為在港募集的人民幣資金開啓更為便利的通道，包括境外合格投資者(RQFII)、境內投資及跨境貸款等渠道回流至內地，完善人民幣回流內地機制。

香港離岸人民幣業務發展進程

2004年1月
離岸人民幣業務正式在港開展，初期提供人民幣存款、兌換、匯款及信用卡服務。
2005年12月
人民幣業務首次擴大，涉及購物、餐飲、住宿、交通、醫療及教育等指定商戶，獲准開設人民幣存款帳戶。
2007年7月
回歸10周年，國家開發銀行在港發行首批人民幣債券。
2009年7月
跨境貿易人民幣結算試點在港啟動。
2009年9月
國家財政部在港發行人民幣主權債券。
2010年8月
人民銀行發布通知，允許香港人民幣清算行投資銀行間債券市場。
2011年1月
人民銀行准許內地企業及金融機構開展境外直接投資，容許香港銀行為該等交易提供人民幣清算業務。
2011年8月
時任國務院總理李克強訪港期間，宣布擴大跨境人民幣結算範圍至全國。
2011年11月
允許境外合格投資者(即RQFII)，透過香港基金及證券機構，投資內地證券及債券市場。
2012年8月
容許香港銀行為非香港居民提供人民幣業務。
2012年12月
容許前海及深圳註冊企業就有關前海發展項目，直接從香港銀行取得貸款。
2013年6月
香港財資市場公會推出離岸人民幣同業拆息(CNH HIBOR)定價。
2013年7月
金管局優化人民幣流動資金安排，包括提供翌日交收(T+1)的一日期票，以及提供即日交收(T+0)的隔夜資金。
2014年11月
因應「滬港通」推出，金管局取消每人每日兌換上限 2 萬元人民幣的限制。

借力前海 深化人民幣產品業務

拆局解碼

回歸 19 年，香港離岸人民幣業務得以壯大，除了倚仗長久以來的國際金融中心地位，憑藉借力前海的「先行先試」政策，容許當地落戶企業向香港銀行借入人民幣，為香港的人民幣資金池，提供了有效回流內地的機制。

人民幣業務 2004 年開展至今，涉獵層面早已擴至港人的「衣、食、住、行」，但前海確立跨境人民幣回流機制之前，跨境人民幣業務一直存在明顯的「只許出境、嚴防入境」現象，嚴重阻礙人民幣國際化的步伐。

開放跨境人款借貸

不過，自從前海落實容許當地企業可向香港銀行以人民幣舉債後，情況即見逆轉。2013 年 1 月，深圳人行發布《前海跨境人民幣貸款管理暫行辦法實施細則》，正式受理深圳各結算代理行提交的前海跨境人民幣貸款業務，為香港開啓跨境人民幣回流機制。

前海跨境人民幣貸款渠道正式開通後，內資企業無須向外匯局申請貸款額度之餘，內資企業及香港銀行亦從此多了一個對接渠道。按市場慣例，香港銀行向內地企業提供的一年期貸款，年利率一般介乎 4 厘至 5 厘，低於內地銀行的 6 厘至 7 厘。

香港銀行借助前海拓展人民幣業務有何優勢？相對於內地銀行，香港銀行更擅長國際化融資活動，對落戶前海的内資企業而言，香港金融機構提供的融資建議，不論在融資成本及規模方面，更有利他們日後透過香港的融資平台，完成海外併購。

另一方面，對內地企業而言，前海跨境人民幣貸款機制有何吸引力？相比內地其他自貿區，前海未有為跨境人民幣貸款設定期限，至於貸款額度亦沒有特殊限制。對香港銀行而言，若有意與前海註冊企業放貸，不論貸款年期及融資方式，均具有相當程度的彈性。

點心債需求大

單單憑開拓人民幣融資渠道，並未足以激活香港的離岸人民幣市場。國務院有關《支持深圳前海深港現代服務業合作區開發開放有關政策的批覆》中指，明確支持前海註冊、符合條件的企業和金融機構，在國務院批准的額度範圍內，在港發行人民幣債券。

2014 年 5 月，國家發改委批准深圳前海中小企業金融服務公司，在香港發行不超過 30 億元人民幣債券，用於支持高新科技中小企業的融資需求。發改委同時發出批覆，原則上支持設立前海股權投資母基金，同時容許該等基金在香港募集的人民幣資金，投向前海使用。

前海透過放寬境外進行發債及私募活動，從而打通境外及境內的人民幣資金渠道連接，不僅有助前海成為「特區中的特區」、「香港的後花園」，隨着內地企業赴港籌集人民幣資金的需求逐步增加，香港金融機構可透過前海，有望接觸更多內地企業。

在可見將來，透過允許深圳企業發行境外人境外幣債券的門檻，以及放寬進一步前海企業進行跨境人民幣融資所得資金的用途，香港在人民幣業務獲得的機遇，有望呈現「放射式增長」。

人幣國際化 港交所貢獻巨大

互聯互通

在人民幣國際化的進程中，港交所(388)擔任了連接全球以及內地金融市場的證券交易所的角色，不斷促作為離岸人民幣中心的香港，可從中獲得最大商機。其中 2014 年啟動的「滬港通」以及明年在前海啟動的商品交易平台，更是得意之作。

由推出人民幣計價股票、企業以「雙幣雙股」形式掛牌、人民幣期貨、以及近日積極配合中央落實「滬港通」、以至近日與湯森路透合作，共同推出離岸及在岸人民幣指數系列，港交所在配合中央積極推進人民幣國際化的政策上，一直不遺餘力。由初期停留在證券層面，直到今天擴闊至衍生工具，反映了港交所在離岸人民幣業務的「擴容」及「增量」兩大目標上，取得階段性成果。

一國兩制至關重要

2009 年 9 月，李小加上任之初，便透過發表「萬言書」，表明香港憑着「一國」、「兩制」及「高度國際化」三大條件，定必成為人民幣離岸中心的最佳選址。當時李小加寫道：「待人民幣在港的存量增至一定水平後，香港金融市場可以進入更高收益、更大規模、品種更全、二級市場交易更加活躍的發展階段。……在這一階段，兩類金融產品值得關注，一是貿易融資服務，二是資本市場產品。」

離岸人民幣業務依次滲透至一級及次級市場後，不僅有效地吸引境外機構及個人使用人民幣，更可在港注入人民幣流動性，使到從事證券、債券、以至期貨產品的金融機構，可從中受惠。為進一步促進人民幣在香港的流動性，港交所在年初發布的《2016-2018 戰略規劃》提到，將探索針對機

構投資者參與為主的「債券通」，藉此連接內地在岸債券市場的基礎設施。

兩地市場互聯互通

除透過激活香港離岸人民幣債券，港交所在人民幣業務的另一重大舉措，就是積極配合內地及香港證券市場實現「互聯互通」。正因為俗稱「1117 號列車」的「滬港通」在 2014 年 11 月 17 日盛大啟動，每人每日兌換上限 2 萬元人民幣的限制亦得以取消。此舉意味通過兩地證券市場融合，香港作為離岸人民幣中心的地位更穩固。

展望明年，隨着港交所位於前海的交易交易平台開始運作，離岸人民幣業務可望進一步大擴展至商品領域，加上倫敦金屬交易所(LME)的市場渠道有望拓寬，本港人民幣業務勢進一步興旺。

