

人民幣國際化， 清算機制與台灣

沈中華、王儷容



人民幣國際化， 清算機制與台灣

沈中華、王儷容



人民幣國際化，清算機制與台灣

編者：沈中華、王儷容

發行：財團法人台灣金融研訓院

地址：100 台北市羅斯福路 3 段 62 號

電話：(02)33653562、563

印刷：平面藝術印刷文具有限公司

初版：2012 年 8 月

• 版權所有 • 翻印必究 •

本書如有缺頁、破損、裝訂錯誤，請寄回更換。

ISBN 978-986-5943-07-3 (平裝)

目 錄

PART1：人民幣國際化的演化

第一章 人民幣國際化及資本帳的開放

第一節 人民幣為何要國際化.....	3
第二節 金融帳開放三階段.....	5

第二章 人民幣國際化 I：學理面

第一節 前言	8
第二節 國際貨幣的三功能.....	9
第三節 人民幣國際化的測量指標.....	12
第四節 人民幣國際化之具體作為.....	21

第三章 人民幣國際化 II－政策面

第一節 前言	23
第二節 貿易結算	24
第三節 人民幣走回去：投資.....	33
第四節 融資	38
第五節 國際儲備貨幣.....	38

PART2：人民幣離岸中心

第四章 離岸中心之定義與涵義

第一節 離岸金融中心 (OFC) 的起源	43
第二節 OFC 之定義	45
第三節 使用離岸金融中心內涵	48
第四節 各國家和地區發展離岸金融中心模式的比較分析	51
第五節 人民幣離岸中心競爭城市	56

第五章 香港的人民幣離岸中心

第一節 香港成為人民幣離岸中心	61
第二節 香港人民幣離岸中心的演化	64
第三節 香港人民幣離岸中心的現況	80
第四節 過往經驗對香港發展人民幣離岸中心的啓示	88

第六章 台灣成為人民幣離岸中心本身條件之探討

第一節 人民幣離岸市場的發展過程	93
第二節 台北必須發揮自己特色，才有發展人民幣離岸市場 或中心之空間	94
第三節 台北在相關金融中心形成條件之表現	95
第四節 台灣成為人民幣離岸中心之優勢所在	106
第五節 台灣發展人民幣離岸中心之劣勢所在	116

PART3：人民幣在台灣：過去、現在及未來

第七章 兩岸貨幣清算協議的進展

第一節 兩岸貨幣清算的動機.....	123
第二節 兩岸對貨幣清算之態度.....	124
第三節 台灣目前的人民幣清算業務.....	126
第四節 台灣的 OBU 業務.....	130
第五節 OBU 的人民幣清算.....	133
第六節 在台灣人民幣目前之去處.....	138

第八章 兩岸貨幣清算協議簽訂之影響

第一節 兩岸的情境假設.....	140
第二節 兩岸清算機制成立對目前狀況的影響.....	141
第三節 兩岸清算機制成立對修正的目前狀況的影響.....	149
第四節 台灣漸成為人民幣離岸中心的影響.....	158
第五節 人民幣成為區域性國際貨幣 (此時人民幣清算機制早已成立).....	161
第六節 兩岸清算機制成立四種狀況下之影響.....	162
第七節 清算機制應注意事項及風險.....	164

第九章 台灣成為人民幣離岸中心須配合相關法規之修改

第一節 兩岸貨幣清算機制之運作.....	165
第二節 ECFA 相關諮商及接續之法規配套措施.....	167
第三節 相關法規之修改.....	168

第十章 結論.....

參考文獻及資料.....

表目錄

表 1-1	資本帳開放三階段	6
表 2-1	國際貨幣的功能	11
表 2-2	既有文獻對於當前人民幣國際化程度的測量方式.....	13
表 2-3	人民幣國際化程度與世界排名 (李瑤)	14
表 2-4	人民幣國際化程度與世界排名 (人民幣國際化研究課題組)	15
表 2-5	人民幣國際化程度與世界排名 (Wu, Pan and Wang).....	17
表 2-6	Thimann (2009) 的貨幣國際化程度衡量指標體系	18
表 2-7	國際貨幣的功能 (實務分析)	20
表 3-1	2008 年-2009 年世界前五大進口國與出口國排名 (商品貿易).....	25
表 3-2	跨境貿易人民幣結算業務範圍	29
表 3-3	與中國大陸簽訂雙邊貨幣互換協議之國家及金額.....	30
表 4-1	離岸金融中心特徵	46
表 4-2	主要離岸金融中心發展模式比較	53
表 4-3	離岸金融中心的四種類型	55
表 4-4	人民幣離岸中心之優劣勢比較	60
表 5-1	香港的人民幣業務發展過程	65
表 5-2	至香港發行點心債之知名跨國企業及機構	71
表 5-3	香港人民幣業務	78
表 5-4	RQFII 之發展進程	87
表 6-1	WEF 年度金融發展指數排名	98
表 6-2	五個城市在 GFCI 之分數及排名	101
表 6-3	台灣成為亞洲 NASDAQ 中心之 SWOT 分析	102

表 6-4	台灣成為亞洲財富管理中心之 SWOT 分析	104
表 6-5	中國大陸與貿易夥伴歷年貿易總值	109
表 6-6	中國大陸對貿易夥伴歷年出口總值	111
表 6-7	香港轉口往兩岸 (目的地) 之比重	112
表 6-8	中國大陸自貿易夥伴歷年進口總值	113
表 6-9	中國大陸歷年吸引之直接外人投資 FDI	114
表 7-1	台灣前十大出口地區	123
表 7-2	台灣前十大進口地區	124
表 7-3	台資銀行香港分行、台灣 OBU、DBU 人民幣業務比較	128
表 8-1	對中國大陸進行直接投資之前 5 名國家	142
表 8-2	台灣核准對中國大陸投資	144
表 8-3	兩岸清算機制成立四種狀況下之影響	162
表 9-1	台灣地區成為人民幣離岸中心須配合修正之法令規定	171

圖目錄

圖 2-1	各國貨幣國際化程度.....	10
圖 2-2	人民幣國際化程度與世界排名 (Thimann).....	18
圖 3-1	人民幣國際化步驟	24
圖 3-2	外人投資	34
圖 5-1	中國大陸與香港清算之簡易流程圖	66
圖 5-2	人民幣債券發行機構類別.....	72
圖 5-3	香港人民幣債發行金額與數量.....	74
圖 5-4	香港的人民幣存款與人民幣債券規模	75
圖 5-5	人民幣計價債券平均殖利率與美元計價中國大陸公司債平均殖利率	76
圖 5-6	2004 年－2011 年 10 月香港人民幣存款量.....	81
圖 5-7	港幣、人民幣、其他外幣的存款量，人民幣存款量占港幣存款量之比例.....	82
圖 5-8	港元、美元、人民幣、其他外幣占香港總存款量比例.....	83
圖 5-9	2007 年－2011 年 9 月點心債發行規模.....	84
圖 5-10	跨境貿易人民幣結算總額 (香港、中國大陸).....	86
圖 6-1	人民幣離岸市場的發展過程.....	93
圖 6-2	金融發展 7 大指標.....	97
圖 7-1	間接清算與直接清算.....	135
圖 8-1	兩岸清算機制成立四種狀況下之影響	141
圖 8-2	台商對中國大陸直接投資的形式.....	142
圖 10-1	兩岸貨幣清算三部曲.....	177

Part **1**

人民幣國際化的演化

- 第一章 人民幣國際化及資本帳的開放
- 第二章 人民幣國際化 I：學理面
- 第三章 人民幣國際化 II：政策面

第一章 人民幣國際化及資本帳的開放

第一節 人民幣為何要國際化

人民幣的國際化是一條長遠的路，其必須國際化的原因有四：

人民幣必須國際化的第一個原因即是保護中國大陸的海外資產。在其龐大之外匯存底，中國大陸持有全球最大的美元部位，故美元的風吹草動都對中國大陸的海外資產影響極大。中國大陸瞭解到過份倚賴美元作為全球結算及儲備貨幣的風險，故為了維護其國家經濟的安全，降低其外匯存底之風險，人民幣必須國際化。

2008 年下半年全球金融危機爆發後，美國不斷採用量化寬鬆貨幣政策，大量印鈔票，以達成其振興經濟之目標。可是美國的量化寬鬆政策導致美元趨貶，加深新興市場熱錢流入、提高通貨壓力之風險，並使得持有全球最大量美元外匯儲備的中國大陸受到傷害。美國前財政部部長約翰·康納利 (John Bowden Connally, Jr) 曾像無賴地說出：「美元是我們的貨幣，但是是你們的問題！」。美國這種只顧自己不顧別人的做法遭到全球譴責，中國大陸新華社在 2011 年 7 月底發表評論：「美國綁架全世界」，俄羅斯總理普亭則在 2011 年 8 月 1 日的莫斯科青年論壇對美國提出抨擊：「美國是寄生蟲」。

人民幣必須國際化的第二個原因是減少貿易的成本。由於美元是全球貿易往來的主要計價單位，故中國大陸與周邊國家的貿易，如果均是透過美元結算，則使中國大陸廠商貿易結算成本上升，故如能直接使用人民幣，將大幅降低貿易成本。

第三，人民幣國際化過程中，將對中國大陸經濟發展創造許多（金融）商機，其中很重要的是在中國大陸金融機構「走出去」時，人民幣國際化必可為其帶來不少金融相關業務，如人民幣匯款、貿易融資、存貸款等。此即為溫家寶所提之「為了提升外匯管理對服務經濟發展之功能」之意涵所在。

第四，由於中國大陸預計上海在 2020 年成為國際金融中心，而成為國際金融中心的一個前提即是，人民幣可以自由兌換。而人民幣國際化最終須令國際的資金可以自由兌換人民幣，即可以自由匯進匯出中國大陸國境，故兩者（上海成為國際金融中心與人民幣國際化）結果不謀而合。此亦為溫家寶所提之「為了提升外匯管理對服務經濟發展之功能」之另一意涵所在。

其他較長時間之後方能達成之動機，包括：在人民幣國際化最後階段--即人民幣成為國際準備貨幣時，中國大陸將享有之鑄幣稅及更大之經常帳調整空間（Barry Eichengreen (2011) 將之稱為"exorbitant privilege"），以及較大程度之貨幣政策自主性等。這些通常係身為國際準備貨幣之國家所享有之好處。

另外必須提及的是，過去多年來，對人民幣的升值預期確實有利於人民幣之國際化，但人民幣在未來應升值或貶值並非本書討論的重點，此處僅簡略先說明人民幣升值有助於人民幣國際化之原因至少有二：

第一，就價值儲藏的動機而言，民眾通常會保有升值的貨幣，故當人們有人民幣升值的預期，則較願意保有人民幣，此時人民幣國際化較易成功。

第二，就交易的動機而言，人民幣之升值傾向有助於中國大陸貿易對手國出口至中國大陸，而賺得人民幣，此將有助於境外交易對手擁有更多人民幣，因此人民幣升值可以加速人民幣的國際化。

第二節 金融帳開放三階段

首先先指出國際貨幣基金 (IMF) 在 1994 年重新規劃國際收支帳，將過去沿用的資本帳大部份改為金融帳 (financial account)，只有其中極小部份仍稱之為資本帳，故嚴格地說，中國大陸所稱之資本帳，在與國際接軌之理想上均應改稱為「金融帳」，包含 FDI、FOI 及 FPI，即中國大陸所稱之資本帳等於國際上的金融帳，但為了行文之一致，及配合中國大陸用語，以下仍均稱之為「資本帳」。

目前在中國大陸，外人進入人民幣外匯市場仍受到嚴格限制，他們必須提供證據證明交易外匯交易的基礎交易；當然，有實質交易為基礎之外匯交易，目前已經自由化，如貨物貿易和服務貿易，這些即國際收支帳中的貿易帳及經常帳。然而，資本帳的交易仍然受到限制。這其中，外人在中國大陸直接投資方面所受的限制較小，惟其他資本交易仍有嚴格限制，且基本上要先經過允許方能進行。例如，在 2002 年年底的 QFII (合格境外機構投資者) 制度下，引進外來之證券投資；並在 2006 年 4 月的 QDII (合格境內機構投資者) 制度下放寬對外證券投資，允許中國大陸人民在一定限度內投資中國大陸境外有價證券。

根據國際貨幣基金 IMF 統計，一般國家從開放經常帳到開放資本帳的時間，平均約花 7 到 10 年；而中國大陸從 1996 年開放經常帳可兌換，至今已經 15 年。之前所以無法訂出時間表，是因為中國大陸很大，所需面對及處理之問題相當複雜，如經濟成長壓力、熱錢流出入、歐美為了貿易保護所施予之壓力等，讓可自由兌換的問題不易處理。不過，2012 年 2 月 23 日，中國人民銀行調查統計課題組公佈的報告指出，中國大陸加快資本帳戶開放的條件基本成熟，且中國大陸目前處於資本帳戶開放的戰略機遇期

¹，不應過度強調須等利率市場化、匯率市場化或人民幣國際化條件皆成熟才進行資本帳戶的開放。

該份報告建議中國大陸資本帳²的開放可分成三階段，即短期、中期、長期，我們將之整理成下表。

表 1-1 資本帳開放三階段

階段	期間	開放項目	類別	說明
短期	1-3 年	開放真實交易背景的直接投資管制	FDI	直接投資本身較為穩定，受經濟波動的影響較小，而實證也表明，放寬直接投資管制的風險最小。
中期	3-5 年	開放有真實貿易背景的商业信貸管制	FOI	有真實貿易背景的商业信貸由於與經常帳戶密切相關，較為穩定，且風險相對較小。
長期	5-10 年	加強金融市場建設，先開放流入後開放流出，依次審慎開放不動產、股票及債券交易	FPI	不動產、股票及債券交易與真實經濟需求有一定聯繫，但往往難以區分投資性需求和投機性需求。按市場完善程度的開放原則，依次開放房地產市場、股票市場和債券市場。

資料來源：作者整理自中國人民銀行調查統計司 (2012)

¹ 「戰略機遇期」指的是國際與國內各種因素綜合作用形成的影響下，能為國家經濟社會發展提供良好機會和境遇，並對其歷史命運產生全局性、長遠性、決定性影響的某一特定時期。

² 事實上，在大陸十二五計劃或人行、學者所提之「資本帳」可兌換相關分析，指的即為國際收支帳中之「金融帳 (financial account)」，即包括表 1-1 中所提之：外人直接投資 (FDI)、外人證券投資 (FPI)、及外人其他投資 (FOI)。

資本帳的開放已成為中國大陸讓人民幣邁向國際化的關鍵，上述中國人行公佈的報告亦指出開放資本帳有三個好處：

1. 有利於中國大陸的企業對外投資。例如，併購外國企業，以獲取國外技術、市場及資源。
2. 有利於中國大陸的經濟結構調整。例如，讓附加價值較低的產能，轉移到更具比較優勢的國家或地區。
3. 有利於推動境外人民幣的使用，以及香港的人民幣離岸中心的發展，讓人民幣邁向國際化。

在 2012 年 1 月，中國大陸國家發展改革委發佈《“十二五”時期上海國際金融中心建設規劃》，中國大陸正積極打造上海成為國際金融中心，亦即在發展人民幣的國際化時，不僅須有人民幣離岸市場，人民幣在岸市場亦相當重要，而要讓上海國際金融中心得以發展完善，則有賴於資本帳的開放，因此人行此次發佈的報告亦是與規劃上海為國際金融中心的政策相呼應。

第二章 人民幣國際化 I：學理面¹

我們將人民幣國際化分成二大部份，即學理的部份（本章）及政策的部份（下一章），一般討論人民幣國際化時，比較偏向下一章政策部份，但其實只討論政策執行面而不談學理會失去高度，故我們兩者皆探討。

而本書增列此章做為對人民幣國際化的初略介紹，以助於讀者對後續章節之理解。

第一節 前言

隨著中國大陸的國力增強，成為僅次於美國，世界第二大經濟體，而人民幣國際化也逐漸成為世界關注的焦點，但需注意的是，貨幣自由化不等於國際化。例如，港幣是可自由兌換貨幣，但非國際化貨幣。

我們先定義何謂人民幣國際化，人民幣國際化指的是人民幣當作「國際貨幣」。在一個國家之內，貨幣定義具有下列 3 個功能：交易媒介、計價標準、價值儲藏，具有此 3 個功能即為該國家的貨幣。而如果將一國之內的觀念擴大到全世界，則國際貨幣在國際上也須符合此 3 個功能：交易媒介、計價標準、價值儲藏。雖然貨幣在國內貨幣及國際貨幣的定義相似，其實並不相同，一個國內貨幣只要討論私部門部份，但在國際貨幣的定義中，仍必須再進一步區分為私部門與公部門，而只有私部門與傳統國內貨幣定義相似。下一節分別說明。

¹ 沈中華 (2012a)。