



2024年三月

FSDC Paper No.62

加速離岸人民幣市場發展： 豐富香港作為 國際金融中心的功能



目錄

➤ 報告摘要	5
➤ 簡介	8
➤ 從本地貨幣發展成為全球資產: 人民幣國際化的進程	10
貨幣國際化的重要性	10
人民幣國際化政策的里程碑與進度	11
人民幣國際化的現況	11
推動人民幣國際化的成功關鍵因素	13
➤ 香港在人民幣國際化所擔當的角色	15
香港作為首屈一指的離岸人民幣中心的地位及相關成就	16
市場互聯互通機制助長人民幣國際化的角色	18
滬港通及深港通	18
ETF 互聯互通	20
債券通	21
互換通	24
內地與香港基金互認安排	25
理財通	27
➤ 推動香港作為全球離岸人民幣業務中心的共同挑戰/缺口	29
流動性需求	29
投資產品需求	29
風險管理需求	30
➤ 政策建議	32
優化市場互聯互通機制並探索新的互通選擇	33
建議1: 優化目前的市場互聯互通機制	33
建議2: 強化新興高增長領域的互聯互通	36
增強離岸人民幣市場的深度與廣度	38
建議3: 促進離岸人民幣市場的流動性	38
建議4: 離岸人民幣產品供應多元化	39
建議5: 豐富人民幣風險管理工具	41
促進人民幣生態系統發展	41
建議6: 推動人才互通	41
建議7: 促進數據跨境流動	41
建議8: 善用基礎設施、數碼貨幣發展以及創新	42

目錄

➤ 結論	45
➤ 附錄 1: 加速與超越 – 潛在機遇	47
股票市場	47
內地	47
香港	48
債券市場	49
在岸債券市場	49
離岸債券市場	51
REIT 市場	53
內地 REITs	54
香港 REITs	54
商品市場	55
內地	55
香港	56
私募股權	56
內地	56
香港	57
人民幣數碼化	57

➤ 報告摘要

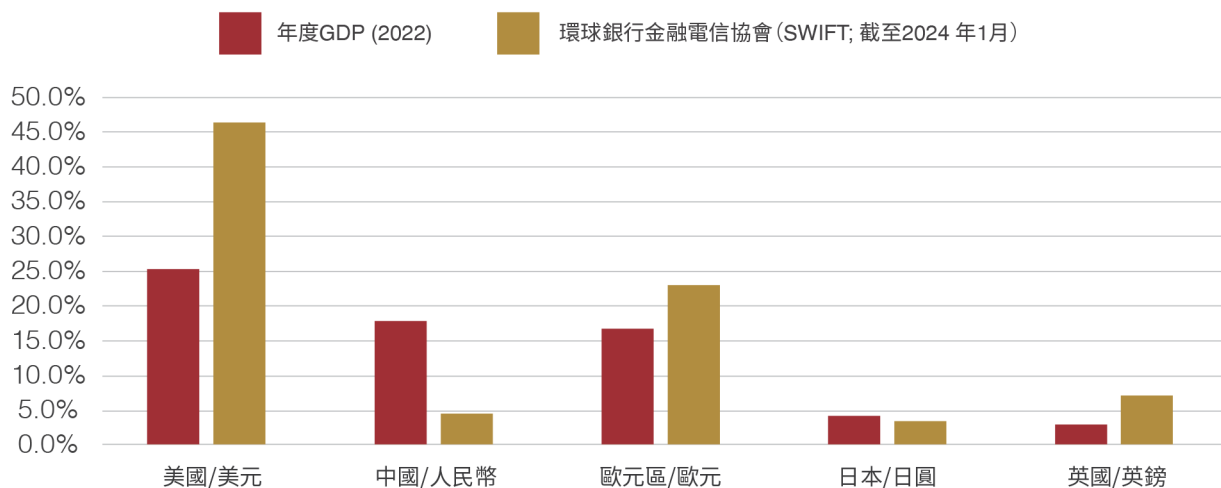
報告摘要

香港作為領先的國際金融中心，應把握全球經濟格局變化的契機，善用其與內地及全球金融市場的緊密聯繫，提升自身競爭力。在此方面，積極強化其離岸人民幣業務，無疑蘊含著潛力和廣闊的發展前景。

自2000年以來，中國經濟增長勢頭超越全球，人民幣在境外市場的使用及跨境交易反映人民幣國際化的進程逐漸形成。香港，作為中國最為開放的地區，和聯通國內與國際社會交流的重要門戶，承擔著促進人民幣更廣泛流通的使命。憑借其作為國際金融中心的高度發展金融基礎設施，香港為人民幣離岸業務的發展創造了良好的條件。在此過程中香港推出的各種市場互聯互通機制，亦發揮了關鍵作用，有效促進資本的跨境流動。因此，香港已然成為首屈一指的離岸人民幣中心，擁有全球最大的離岸人民幣資金池，和豐富多元的內地投資產品組合。

展望未來，人民幣國際化仍有提升空間。中國的國內生產總值與人民幣跨境支付在全球佔比，於2022年和2024年1月分別維持在17.78%和4.51%（圖1）。然而，在全球經濟環境的持續演變，以及國內外其他因素的影響下，人民幣國際化的進程有望在全球範圍內持續推進。與此同時，使用人民幣作為國際交易媒介、融資工具和投資貨幣的需求預計將會增加。在這樣的發展格局下，香港作為重要的國際金融中心和人民幣離岸中心，必須主動調適策略，應對市場變化，把握發展機遇，以支持國家的經濟發展，進一步強化其國際金融中心的地位。

圖 1. 五大經濟體的國內生產總值及貨幣支付在全球的佔比



資料來源：世界銀行、環球銀行金融電信協會 (SWIFT)

為此，香港金融發展局特設專責工作小組，匯聚來自不同領域的精英專家。工作小組致力於廣泛搜集市場意見，確保意見具有代表性，因此積極與各行業協會展開深入對話。本報告提出的建議，正是基於這樣的深度合作與交流，再融合市場的寶貴意見與專責工作小組的專業見解而制定，旨在支持人民幣的國際化進程，進一步鞏固香港作為國際金融中心的地位。

這些建議主要涵蓋三大核心主題：首先，對現行的市場互聯互通機制進行戰略性的強化與擴建；其次，針對擴大離岸人民幣市場的規模與影響力提出具體建議；最終，提出加快發展香港人民幣生態系統的潛在措施。

相關建議包括：

- **優化市場互聯互通機制並探索新的互通選項**

- 建議1：優化現行市場互聯互通機制
- 建議2：強化新興高增長領域互通性

- **加深及擴大離岸人民幣市場**

- 建議3：提升離岸人民幣市場的流動性
- 建議4：促進離岸人民幣產品多元化發展
- 建議5：豐富人民幣的風險管理工具

- **促進人民幣生態系統發展**

- 建議6: 推動人才互通
- 建議7: 促進數據跨境流動
- 建議8: 善用基礎設施、數碼貨幣發展以及創新應用

這些建議是根據短期、中期和長期優先事項所提出，並充分考慮了在實務操作上的可行性和靈活性。同時，著眼於內地與香港市場的獨特發展優勢。本報告旨在促進人民幣的雙向跨境流通，推動香港離岸人民幣業務的持續發展，進一步鞏固和提升香港作為領先國際金融中心的地位。

➤ 簡介

簡介

人民幣在全球金融市場的地位日益顯著，這不僅彰顯了中國在世界經濟結構中的重要地位，也標誌著人民幣國際化進程所取得的顯著成果。在過去十多年的轉型間，香港作為一個自由開放的國際城市，在推動人民幣國際化方面扮演了至關重要的樞紐角色。

香港一直是國際社會進入中國的重要門戶，積極促進資本、人口、貨物和服務的跨境流動。這一角色不僅進一步鞏固了香港作為國際金融中心的地位，也使香港逐漸崛起成為首屈一指的離岸人民幣中心。香港離岸市場擁有龐大的人民幣存款，截至2024年1月底已累計達9,547億元人民幣^{1,2}，並擁有多元化的內地金融產品組合。這獨一無二的地位使香港在支持中國推動人民幣成為全球主導貨幣的進程中發揮著關鍵作用。

在推動人民幣國際化的進程中，互聯互通機制發揮了關鍵且不可替代的作用。這些機制為投資者提供了必要的投資渠道，有效促進跨境投資流動，從而推動人民幣在環球金融市場的廣泛應用。當中，滬股通及深股通每日北向和南向的交易額已出現顯著增長，分別從2016年的41億港幣和47億元人民幣增長至2023年12月的289億港幣和1,074億元人民幣³。截至2023年12月底，內地個人投資者透過跨境理財通所持有的香港和澳門投資產品總市值約為48.7億元人民幣，反向持有則達2.3億元人民幣⁴。

這些數據確實令人鼓舞，然而，金融世界的瞬息萬變，讓我們時刻保持高度警覺和靈活應變。為鞏固香港作為離岸人民幣中心的領先樞紐地位，持續引領人民幣國際化進程，香港必須定期全面評估現有的金融生態系統，並深入探討需要進一步完善的領域。隨著全球越來越多地區致力於推動外匯儲備多元化，使得人民幣正逐漸受到國際社會的廣泛認可和歡迎。這為香港提供了難得的機遇，我們應積極探索各種創新方法，以進一步推動人民幣在跨境貿易中的廣泛使用，並努力提升人民幣在國際外匯儲備中的比重。截至2023年第三季，人民幣在世界外匯儲備的佔比為2.37%，相較於在2016年第四季首次納入國際貨幣基金組織的特別提款權貨幣籃子時增加了1.3%⁵，這一趨勢不僅有助於推動人民幣的國際化進程，更進一步確立了香港在全球金融體系中的關鍵樞紐地位。

因此，本報告深入剖析了香港與內地及國際市場間的緊密聯通優勢，並聚焦於當前的改進空間與潛在機遇。報告首先分析現有互聯互通機制，深入探究其在促進跨境資本流動和人民幣國際化方面的作用及效果。在此基礎上，進一步檢視這些機制在運作過程中潛在問題和不足之處，並提出了相應的改善措施和建議。除了互聯互通機制外，本報告還廣泛探討了其他能夠促進香港離岸人民幣流動性、人民幣產品以及風險管理工具成長的有效措施。這些措施旨在進一步完善香港離岸人民幣市場的基礎設施和制度環境，提升市場的活力和吸引力。本報告所提出的措施與政府在2024-25年財政預算案中強調的目標高度契合。政府明確提出要加強各項互聯互通機制，充分善用人民幣日益增長的國際需求，並進一步發揮香港作為“一帶一路”倡議中功能性平台的關鍵角色。⁶

1 金管局。2024年1月份貨幣統計數字。2024年2月。https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2024/02/20240229-7/

2 主要離岸市場的人民幣存款餘額於2022年超過1.54 5萬億元，其中香港銀行體系佔總金額的60%。

中國人民銀行。2023年人民幣國際化報告。2023年10月。http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/3871621/5114765/2023102720175126516.pdf

3 港交所。港交所每月市場概況。2023年12月。https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/HKEX-Monthly-Market-Highlights?sc_lang=en

4 中國人民銀行廣東省分行。2023年12月跨境理財通業務情況通報。2023年12月。

http://guangzhou.pbc.gov.cn/guangzhou/129196/4332364/4332376/5211537/index.html

5 國際貨幣基金組織。官方外匯儲備貨幣構成。於2023年9月5日存取自https://data.imf.org/regular.aspx?key=41175

6 香港政府。2024-25年度財政預算案。2024年2月。https://www.budget.gov.hk/2024/eng/budget16.html



➤ 從本地貨幣發展成為全球資產： 人民幣國際化的進程

貨幣國際化的重要性

推動貨幣國際化，需要多管齊下，當中涉及了擴大貨幣在全球貿易和跨境投資的使用，以及在環球金融市場獲得各國的認同。透過對外國投資者進一步開放國內金融市場、允許貨幣在國際市場自由交易，以及與其他國家建立雙邊互換協議等一系列措施，有助加快貨幣國際化的發展。⁷

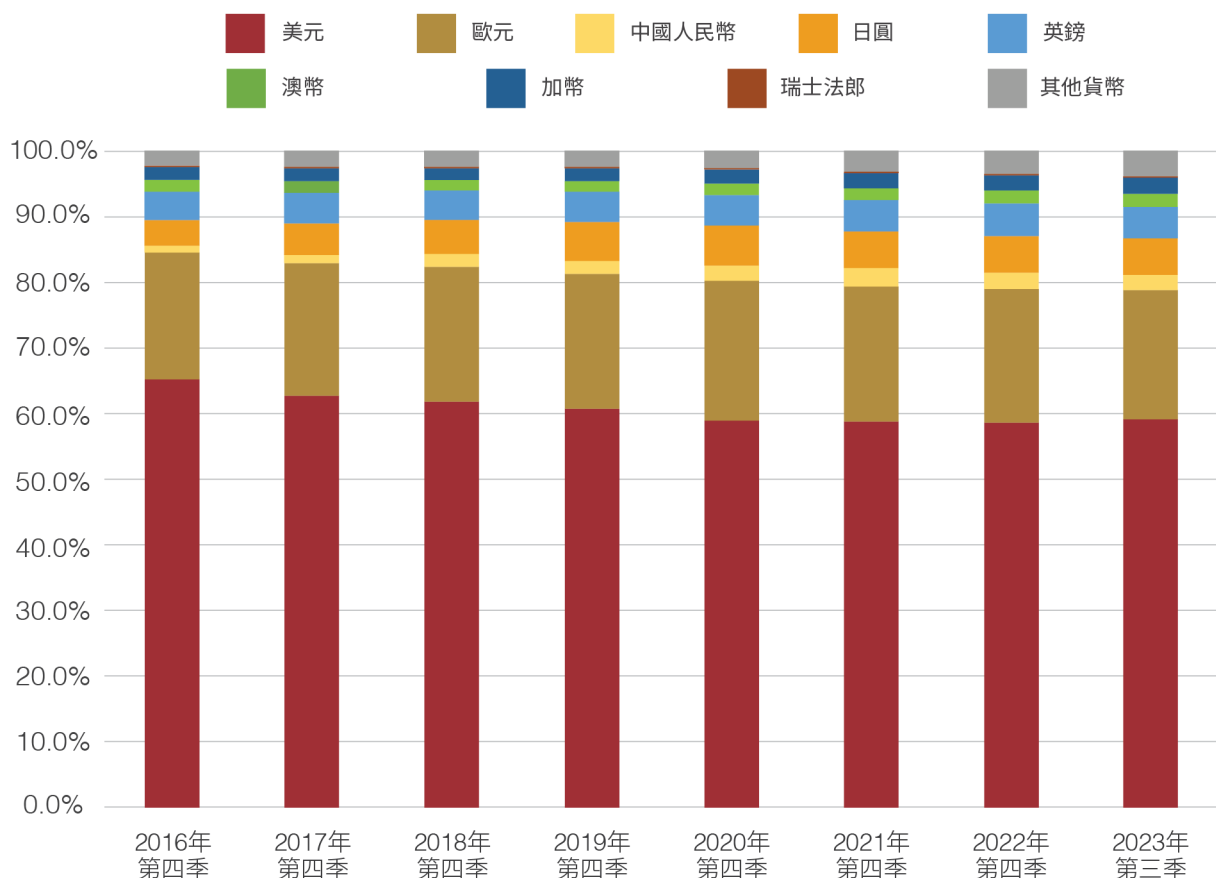
貨幣國際化不僅是國家發展的策略性工具，也為企業、投資者、公民和政府等持份者創造利益的機制。⁸舉例而言，貨幣國際化可大幅降低交易成本，並減緩外幣兌換風險，有助提升國際貿易和投資效率，支持國家經濟成長和發展。

在中國，人民幣國際化不單是重要國家政策，已經發展成為中國長期策略願景不可或缺的基石。⁹藉由推動人民幣成為全球儲備貨幣，進一步提升國家經濟福祉及人民幣在國際市場使用的增長。

貨幣國際化亦可維持金融穩定，支持長遠經濟成長。¹⁰穩定的金融環境能提升投資者的信心、鼓勵境內和外國投資，並促進長期策略規劃。藉由促進人民幣在國際貿易和投資的使用，中國便可能享有更穩定的貨幣制度，使國內和國際投資者雙雙受益。中國也可以為全球經濟提供另一種主要外幣，有助減少國際貿易和投資活動的相關交易成本，同時分散國際貨幣制度的潛在集中化風險。

現時，環球金融市場主要由重要的避險貨幣所組成，包括美元、歐元、人民幣、日圓和英鎊。¹¹美元在全球金融和貿易領域中佔據主導地位已達數十年，即使過去數年因為歐元、日圓及人民幣等其他外幣的使用增加而出現輕微調整（圖2），但美元仍佔世界外匯儲備三分之二左右。

圖 2. 全球央行外匯儲備佔比



資料來源：國際貨幣基金組織¹²

7 亞洲開發銀行學院。人民幣國際化的利益與成本。2014年5月。https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156336/adbi-wp481.pdf

8 國際結算銀行。貨幣國際化：綜覽。2009年3月。https://www.bis.org/repoofficepubl/arpresearch200903.01.pdf

9 中國國務院。《中華人民共和國國民經濟和社會發展第十三年五年規劃綱要》。2016年3月。https://www.gov.cn/xinwen/2016-03/17/content_5054992.htm；中國國務院。中華人民共和國國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和2035年遠景目標綱要。2021年3月。https://www.gov.cn/xinwen/2021-03/13/content_5592681.htm；中國國務院。習近平：高舉中國特色社會主義偉大旗幟 為全面建設社會主義現代化國家而團結奮鬥——在中國共產黨第二十次全國代表大會上的報告。2022年10月。https://www.gov.cn/xinwen/2022-10/25/content_5721685.htm

10 香港科技大學。人民幣國際化：人民幣成為下一個全球貨幣的展望。2015年6月。

https://iems.ust.hk/publications/thought-leadership-briefs/renminbi-internationalisation-the-prospects-of-chinas-yuan-as-the-next-global-currency

11 國際貨幣基金組織。中國債券市場的未來。2019年3月。https://www.elibrary.imf.org/downloadpdf/book/9781484372142/ch001.xml

12 國際貨幣基金組織。官方外匯儲備貨幣構成。於2023年9月5日存取自https://data.imf.org/regular.aspx?key=41175

人民幣在國際市場的使用規模不斷擴大，是中國金融業對外開放的一個重要環節，將有助增進跨境投資和貿易活動的效率。鑑於這些潛在優勢，中國自2009年起一直積極促進人民幣全球化，這項策略與中國謹慎開放金融市場並融入全球經濟的更廣大目標一致。¹³中國採取的舉措包括放寬對外國投資的限制、提供更大進入國內債市和股市的渠道，並推動更開放透明的金融生態系統發展。

人民幣國際化政策的里程碑與進度

人民幣跨境使用在2009年全球金融危機後開始迅速發展，並在此後持續有效地鞏固中國經濟和金融的穩定。¹⁴2009年和2010年推出的跨境人民幣貿易結算試點計劃，標志這人民幣國際化的起點，相關計劃的目標是允許和推動跨境貿易和直接投資使用人民幣進行結算。自2011年起，相關計劃開始全面陸續推行。2012年，中國人民銀行開始建構人民幣跨境支付系統，作為人民幣跨境交易的必要金融基礎建設，這標志著另一個重要里程碑。人民幣跨境支付系統符合國際標準，為從事跨境人民幣業務的國內和外國參與者提供結算及結算服務，有效擔任人民幣國際化的「高速公路」。¹⁵

在2014年底，中央經濟工作會議首次提出「穩步推進人民幣國際化」，並納入「十三五」規劃綱要（2016-2020年），取代先前的「跨境人民幣定價與結算」或「跨境人民幣流通與使用」的用語。¹⁶「十三五」規劃綱要提出系統性的方法以穩步推進人民幣國際化，包括人民幣資本帳戶可自由兌換、擴大人民幣使用彈性，以及促進人民幣資本全球化等倡議。

「十四五」規劃綱要（2021-2025）重申穩慎推進人民幣國際化，堅持市場驅動原則，並推動公司治理，目標是在不限制人民幣使用的基礎上，創造全新的互利合作關係。此外，「十四五」規劃綱要也強調香港擔當國際金融中心的重要性，以及作為離岸人民幣業務、國際資產管理和風險管理全球中心的功能¹⁷。

在2022年10月召開的中國共產黨第二十次全國代表大會描述了有序推動人民幣國際化的目標¹⁸，高水平對外開放的進程已從謹慎推進至系統性發展的階段，焦點從探索和累積經驗轉變成設計制度機構框架和協調行動，這表示對人民幣國際化採取更結構化和策略性的方法。

此外，不同政府部門正在調整人民幣跨境交易的相關政策。例如，2021年，內地的多個監管機構聯合發布通知，以支持穩定外貿和投資。該通知提出了簡化人民幣跨境結算流程、優化跨境人民幣投資和融資管理、促進個人跨境人民幣支付，以及便利海外機構使用人民幣結算帳戶。¹⁹這些舉措能簡化各種程序、提升效率，並確保個人和機構的跨境人民幣交易順利流動，強化中國對人民幣國際化的承諾。

人民幣國際化的現況

儘管中國已是全球第二大經濟體，在2022年中國佔全球生產總值的17.78%²⁰，但人民幣在國際貿易和外匯市場仍相對有限。2022年4月外匯成交金額僅佔全球3.51%²¹，2024年1月全球支付份額僅佔全球4.51%（圖3），人民幣在國際舞台上的角色幾乎未能反映中國的經濟表現，這個懸殊差距突顯了人民幣在全球金融事務上承擔更重要角色的潛力，也同時突顯了在推進人民幣國際化上仍需繼續努力。

圖 3: 主要國際貨幣及其發行國關鍵經濟指標的全球佔比

	年度國內生產總值 (2022年)	外匯儲備 (2023年第三季)	全球支付 (2024年一月)	貿易融資 (2024年一月)
美國 / 美元	25.21%	59.17%	46.64%	82.84%
歐盟 / 歐元	16.50%	19.58%	23.02%	5.41%
英國 / 英鎊	3.04%	4.83%	7.10%	0.15%
日本 / 日圓	4.19%	5.45%	3.56%	1.49%
中國 / 人民幣	17.78%	2.37%	4.51%	5.25%

資料來源：世界銀行、國際貨幣基金組織、環球銀行金融電信協會

儘管人民幣目前表現不如預期，但已經在環球金融市場激起漣漪。隨著中國經濟持續成長，人民幣在國際金融市場的不同層面的接受度和使用出現明顯的上升趨勢，越來越受全球支付、外匯交易和國際儲備以及人民幣跨境結算歡迎。接一下的章節將進一步檢視人民幣在某些領域的增長成績：

13 中國國務院。中華人民共和國國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和2035年遠景目標綱要。2021年3月。https://www.gov.cn/xinwen/2021-03/13/content_5592681.htm

14 香港人民幣國際化小組（2023年2月）。全面推動香港離岸人民幣中心建設。鞏固提升香港國際金融中心地位

15 中國人民銀行。人民幣跨境支付系統二期全面投產。2018年5月。http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3533376/index.html

16 中國國務院。《中華人民共和國國民經濟和社會發展第十三個五年規劃綱要》。2016年3月。https://www.gov.cn/xinwen/2016-03/17/content_5054992.htm

17 中國國務院。中華人民共和國國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和2035年遠景目標綱要。2021年3月。https://www.gov.cn/xinwen/2021-03/13/content_5592681.htm

18 中國國務院。習近平：高舉中國特色社會主義偉大旗幟 為全面建設社會主義現代化國家而團結奮鬥——在中國共產黨第二十次全國代表大會上的報告。2022年10月。https://www.gov.cn/xinwen/2022-10/25/content_5721685.htm

19 國家發展改革委員會。2021年1月。人民銀行 發展改革委 商務部 國資委 銀保監會 外匯局聯合發布《關於進一步優化跨境人民幣政策 支持穩外貿穩外資的通知》。https://www.ndrc.gov.cn/fggz/lywzjw/wstz/202101/t20210128_1266105.html

20 世界銀行。Gross domestic product 2022。2023年7月。https://databankfiles.worldbank.org/public/ddpext_download/GDP.pdf

21 國際結算銀行。2022年三年一度的外匯與衍生工具市場成交額調查。2022年12月。https://www.bis.org/statistics/rpfx22.htm

- **國際儲備：**根據中國人民銀行的人民幣報告指出，有超過80個外國央行或金融管理局已將人民幣納入其外匯儲備。²²國際貨幣基金組織發表的官方外匯儲備貨幣構成資料指出，人民幣在2023年第三季的佔比為2.37%，自2016年納入特別提款權一籃子貨幣以來已增加1.29個百分點（在2016年第四季佔比為1.08%）。²³

人民幣在2016年被正式納入國際貨幣基金組織的特別提款權一籃子貨幣，是人民幣國際化的重大里程碑。在2022年5月，國際貨幣基金組織進一步將人民幣在特別提款權一籃子貨幣的比重從10.92%增加到12.28%，²⁴證明人民幣地位持續提升，使用自由度亦有所增加。

- **外匯交易：**中國人民銀行引用國際結算銀行資料的報告指出，截至2022年4月，人民幣在外匯交易的佔比也出現顯著增長，佔比達到7%，名列第五大最常用外匯交易貨幣。²⁵這個增長反映外匯市場動態正在穩定轉變，交易員和投資者對於將人民幣納入其交易感到越來越安心。
- **國際支付：**根據環球銀行金融電信協會指出，在國際市場使用人民幣作為支付工具亦出現顯著增長。在2022年，人民幣跨境支付總金額達到42.1萬億元人民幣，按年增長達15.1%。²⁶在2023年頭九個月，人民幣跨境支付金額已達38.9萬億元人民幣。²⁷

在2011年，人民幣只是排名第17的國際支付貨幣，在全球支付佔比約為0.29%。在2021年12月，人民幣使用百分比達到2.7%，超越日圓成為世界第四大最活躍支付貨幣。²⁸這一上升趨勢持續到2024年1月，人民幣在國際支付中的佔比創下歷史第二高水平，達到4.51%。²⁹

- **人民幣融資：**在2023年10月，人民幣作為全球貨幣在貿易融資市場的佔比創下5.8%的全新記錄，超越歐元成為第二大最常使用的貿易融資貨幣，僅次於美元。³⁰在2024年1月，人民幣在貿易融資市場的佔比稍微下滑至5.25%，但仍穩守國際貿易前三大使用貨幣的地位。³¹
- **離岸人民幣結算：**在2022年，海外結算銀行進行的人民幣結算金額總計達到504.3萬億元人民幣，按年增長7.7%，³²這些數據反映越來越多跨境貿易依賴人民幣進行結算。
- **境外實體持有的國內人民幣金融資產：**截至2023年6月，境外實體總計持有市值9.7萬億元人民幣的國內人民幣金融資產，包括股票、債券、貸款、存款及其他形式的資產³³，於2013年的2.9萬億元人民幣相比出現了顯著增長。³⁴這股趨勢反映了在中國的國際持份者願意承擔風險，對中國金融市場的信心增加，而中國金融市場對外國投資更趨開放。
- **離岸人民幣市場的交易量：**離岸人民幣市場交易量歷經顯著激增。截止2022年底，主要離岸市場的人民幣存款餘額已達1.54萬億元人民幣，回升到歷史高點³⁵。起初，主要離岸市場的人民幣存款餘額在2015年底，已超過1.5萬億元人民幣，但之後到2017年初便逐漸減少。由於中國政府提出「十三五」規劃，在提升人民幣使用彈性並促進人民幣資本全球化的目標下，離岸人民幣市場的存款額又再次穩步上升，相信債券通計劃亦進一步促成了這些發展。³⁶

22 中國人民銀行。2023年人民幣國際化報告。2023年10月。http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/3871621/5114765/2023102720175126516.pdf

23 國際貨幣基金組織。官方外匯儲備貨幣構成。於2023年9月5日存取自https://data.imf.org/regular.aspx?key=41175

24 國際貨幣基金組織。國際貨幣基金組織執董會總結五年一次的特別提款權評估檢討。2022年5月。

https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/05/14/pr22153-imf-board-concludes-sdr-valuation-review

25 中國人民銀行。2023年人民幣國際化報告。2023年10月。http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/3871621/5114765/2023102720175126516.pdf

26 中國人民銀行。2023年人民幣國際化報告。2023年10月。http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/3871621/5114765/2023102720175126516.pdf

27 中國國務院。China's cross-border RMB use up 24 pct in January-September。2023年10月。

https://english.www.gov.cn/archive/statistics/202310/30/content_WS653f1eccc6d0868f4e8e0c8f.html

28 環球銀行金融電信協會。人民幣追蹤報告。於2023年11月11日存取自https://www.swift.com/zh-hans/node/11096

29 環球銀行金融電信協會。人民幣追蹤報告。於2024年2月28日存取自https://www.swift.com/zh-hans/node/11096

30 環球銀行金融電信協會。人民幣追蹤報告。於2023年11月11日存取自https://www.swift.com/zh-hans/node/11096

31 環球銀行金融電信協會。人民幣追蹤報告。於2024年2月28日存取自https://www.swift.com/zh-hans/node/11096

32 中國人民銀行。2023年人民幣國際化報告。2023年10月。http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/3871621/5114765/2023102720175126516.pdf

33 中國人民銀行。貨幣統計概覽。http://www.pbc.gov.cn/en/3688247/3688975/4787948/4788001/index.html (2024年1月30日存取)

34 中國人民銀行。人民幣國際化報告。2015年6月。http://www.pbc.gov.cn/portal/fileDir/image_public/UserFiles/goutongjiaoliu/upload/File/%E4%BA%BA%E6%B0%91%E5%B8%81%E5%9B%BD%E9%99%85%E5%8C%96%E6%8A%A5%E5%91%8A%EF%BC%882015%E5%B9%B4%EF%BC%89.pdf

35 中國人民銀行。2023年人民幣國際化報告。2023年10月。http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/3871621/5114765/2023102720175126516.pdf

36 中國人民銀行。2022年人民幣國際化報告。2022年11月。http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4666144/2022112809590450941.pdf

推動人民幣國際化的成功關鍵因素

人民幣國際化是中國金融市場基礎建設改善後的成果，人民幣在全世界貿易和投資活動的接受度和能見度提升，背後有著許多支持的因素。

強化經濟合作紐帶 – 一帶一路、區域全面經濟夥伴協定 (RCEP) 及其他計劃所創造的機遇

一帶一路及區域全面經濟夥伴協定等各種計劃，強化中國與國際夥伴的經濟紐帶，成功擴大了人民幣的全球業務版圖。

一帶一路沿線國家的龐大基礎建設計劃，推動了對人民幣融資和結算的需求，進而提升參與國家之間的貿易和投資。中國與一帶一路沿線國家的貿易額，從2013年的1.04萬億美元³⁷增長到2023年的2.71萬億美元（19.41億元人民幣）。³⁸中國在一帶一路國家的非融資直接投資³⁹在此期間亦有所增長，在2023年上升到318億美元，按年增長高達22.6%。⁴⁰這些投資的主要目標國家包括新加坡、印尼、馬來西亞、泰國、越南、巴基斯坦、阿拉伯聯合酋長國、柬埔寨、塞爾維亞和孟加拉。⁴¹

由於人民幣被視為資助一帶一路相關計劃所使用的主要貨幣，因此人民幣的使用率已見明顯增長。在2023年首三季，中國與一帶一路沿線國家的跨境支付累計達6.5萬億元人民幣，佔同期總跨境人民幣支付的16.7%。⁴²

區域全面經濟夥伴協定也為人民幣國際化作出重大貢獻。區域全面經濟夥伴協定由15個成員國組成，包括10個東盟國家及其他5個重要經濟體（澳洲、中國、日本、新西蘭和韓國）⁴³，佔世界人口約30%，並佔全球國內生產總值的30%。這項協定強化成員國之間的經濟整合，推動更密切的經濟紐帶關係，並鼓勵使用包括人民幣在內的地區貨幣以進行結算和投資。中國與其他14個區域全面經濟夥伴協定成員國之間的貿易額擴大到12.6萬億元人民幣，⁴⁴比2022年的12.95萬億元人民幣輕微減少，⁴⁵但相較於在2021年協定生效前的數字仍增長達5.3%。

雖然一帶一路和區域全面經濟夥伴協定各自有不同框架和目標，但擁有促進國際經濟合作的共同目的。即使協議結構有所不同，這兩項倡議都希望尋求提升參與國之間的互通性、貿易和投資，兩者之間的協力作用已在某程度上提升了人民幣的地位。中國其亞洲貿易夥伴，尤其是東盟國家、中東和拉丁美洲之間的貿易流動和業務互通性也進一步推升了人民幣的接受度。

雙邊貨幣互換協議與人民幣清算行

雙邊貨幣互換協議和人民幣清算行補充了上述倡議的不足，為推升人民幣國際化添增了助力。在雙邊貨幣互換協議下，國與國之間可以直接換匯，而不需使用美元等共同儲備貨幣。截至2023年9月，中國已與40個中央銀行或金融管理局簽訂互換協議，總價值超過4萬億元人民幣⁴⁶，其中有30個是一帶一路沿線國家，這個策略性操作已大幅提升人民幣在跨境貿易與投資的使用。

除了這些協議外，中國人民銀行已在重要國際金融樞紐指定人民幣清算行。截至2023年9月，有高達31間人民幣清算行在29個國家和地區運作，當中在17個在一帶一路沿線國家⁴⁷，以加快人民幣交易。⁴⁸人民幣清算行處理的清算總金額達504.3萬億元人民幣，較前一年增加7.7%。⁴⁹部分國家已正式將人民幣納入為儲備貨幣，包括馬來西亞、阿根廷和柬埔寨，進一步印證人民幣國際地位獲提升。

展望未來，金融科技的發展以及央行數碼貨幣 (CBDC) 的探索，可望加速人民幣國際化的推進。⁵⁰

離岸人民幣中心的戰略地位

人民幣在全球的突出表現也可歸功於內地進一步開放資本市場的承諾和決心。中國一直善用香港作為國際金融中心及離岸人民幣中心的獨特地位以向國際投資者開放市場，香港及倫敦等其他離岸人民幣中心提供了離岸人民幣交易平台，同時擔任人民幣流動性關鍵樞紐，促進了人民幣的整體成長和全球接受度（下一節將詳述細節）。

37 國家發展改革委員會。商務部：2013年到2022年我國與“一帶一路”沿線國家貨物貿易額年均增長8%。

https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/ztl/zgdmydy/cntzhz/202303/t20230331_1352966.html

38 國務院辦公室。國務院新聞辦就2023年全年進出口情況舉行發佈會。2024年1月。 https://www.gov.cn/lianbo/fabu/202401/content_6925700.htm

39 非金融部門是指國內投資者對海外非金融企業的對外直接投資。請參照中國商務部、國家統計局和國家外匯管理局的2022年中國對外直接投資統計公報。2023年9月。

<http://images.mofcom.gov.cn/fec/202310/20231030091915777.pdf>

40 中國政府。2023年我對“一帶一路”共建國家投資合作情況。2024年1月。 <http://hzs.mofcom.gov.cn/article/date/202401/20240103469619.shtml>

41 中國政府。2022年我對“一帶一路”沿線國家投資合作情況。2023年2月。 <http://hzs.mofcom.gov.cn/article/date/202302/20230203384453.shtml>

42 中國人民銀行。2023年人民幣國際化報告。2023年10月。 <http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/3871621/5114765/2023102720175126516.pdf>

43 中國商務部。國際司負責人就《區域全面經濟夥伴關係協定》(RCEP) 對所有簽署國全面生效答記者問。2023年6月。

http://fta.mofcom.gov.cn/article/rcep/rcepnews/202306/54024_1.html

44 中國商務部。海關總署：2023年我國對RCEP其他14個成員國合計進出口12.6萬億元。2024年1月。 http://fta.mofcom.gov.cn/article/rcep/rcepfgd/202401/55040_1.html

45 中國商務部。國際司負責人就《區域全面經濟夥伴關係協定》對所有簽署國全面生效答記者問。2023年6月。

http://fta.mofcom.gov.cn/article/rcep/rcepnews/202306/54024_1.html

46 2023年人民幣國際化報告。2023年10月。 <http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/3871621/5114765/2023102720175126516.pdf>

47 中國人民銀行。2023年人民幣國際化報告。2023年10月。 <http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/3871621/5114765/2023102720175126516.pdf>

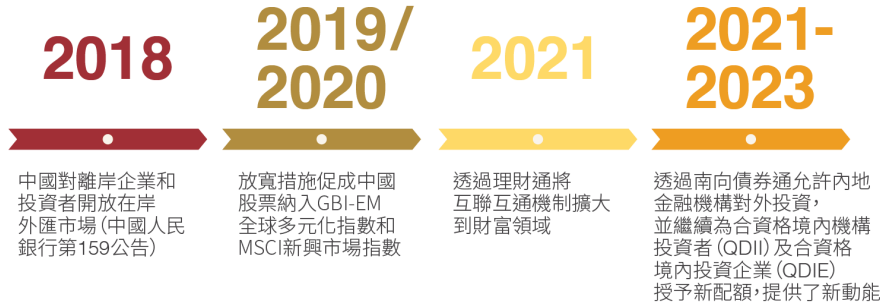
48 中國人民銀行。2023年人民幣國際化報告。2023年10月。 <http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/3871621/5114765/2023102720175126516.pdf>

49 中國人民銀行。2023年人民幣國際化報告。2023年10月。 <http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/3871621/5114765/2023102720175126516.pdf>

50 例如中國人民銀行與金管局、泰國銀行和阿聯中央銀行等機構之間在貨幣橋專案上的合作。

中國內地持續開放：人民幣國際化的關鍵動力

中國內地堅決繼續開放資本市場 過去五年來已成功達到多個重要里程碑：



近期的發展進一步支持人民幣國際化：



離岸貨幣中心是貨幣國際化的關鍵環節，提供了貨幣流出和流入的渠道，因此提升貨幣在國際市場的流通性和便利性，部分原因是非居民投資者傾向於將非本地貨幣資產存放於離岸市場，尤其是有優良金融服務的國際金融中心⁵¹，例如倫敦就是全球金融中心和歐元市場樞紐，對美元國際化扮演著關鍵角色。

根據國際結算銀行的報告指出，從環球市場而言，源自內地的全球人民幣外匯佔比從2019年4月的28.0%下降到2022年4月的17.4%。⁵²但是在離岸市場，香港、倫敦和新加坡的最新佔比分別是28.2%、21.9%和14.9%⁵³，加上全球人民幣支付有70%-80%皆經由香港處理，因此香港長久以來維持著主要離岸人民幣中心的地位。

香港發行離岸人民幣債券（點心債）亦為人民幣國際化開啟了全新篇章。在2022年，香港的點心債發行量達到3,300億美元，較前一年增長100%⁵⁴，這個成長非侷限於傳統的海外發行者和金融機構，政府實體也積極參與⁵⁵2023年香港離岸人民幣債券發行量達5,451億元人民幣，較上年成長65%⁵⁶。

儘管人民幣相關計劃的發展相對緩慢，身為全球第二大離岸人民幣中心的**倫敦**繼續扮演著橋樑角色，連接歐洲與美國市場，確保離岸人民幣業務能夠全天候運作⁵⁷。

地理因素也促成**新興人民幣離岸市場**的崛起，中國人民大學重陽金融研究院的首席經濟學家廖群博士便強調，東南亞在地理上鄰近中國，又與地區具有強大的經濟紐帶關係，因此深具發展潛力。東盟與中國之間的貿易平衡，加上中國積極參與東南亞基礎建設計劃，為促進人民幣貿易結算和基礎建設投資創造了理想的架構⁵⁸。

51 國際結算銀行（2010年9月）。國內貨幣的離岸市場：貨幣與金融穩定議題。 <https://www.bis.org/publ/work320.pdf>

52 財新傳媒（2022年12月）。離岸人民幣中心新動向。 <https://weekly.caixin.com/2022-12-10/101976508.html?sourceEntityId=102064665>

53 國際結算銀行。2022年三年一度的外匯與衍生工具市場成交額調查。2022年12月。 <https://www.bis.org/statistics/rpfx22.htm>

54 證監會（SFC；2023年8月）。2022年資產及財富管理活動調查。 https://www.sfc.hk/-/media/EN/files/COM/Reports-and-surveys/AWMAS-2022_E.pdf?rev=3b6a43ac11404a2cacf7123c2f5c949e&hash=C33D88F5AAEAC176BC072AE9326091CC

55 金管局（2023年7月）。債券通周年論壇2023主旨演講。 https://www.hkma.gov.hk/gb_chi/news-and-media/speeches/2023/07/20230704-1/

56 金管局（2024年2月）。2024年2月5日立法會財經事務委員會簡報會。

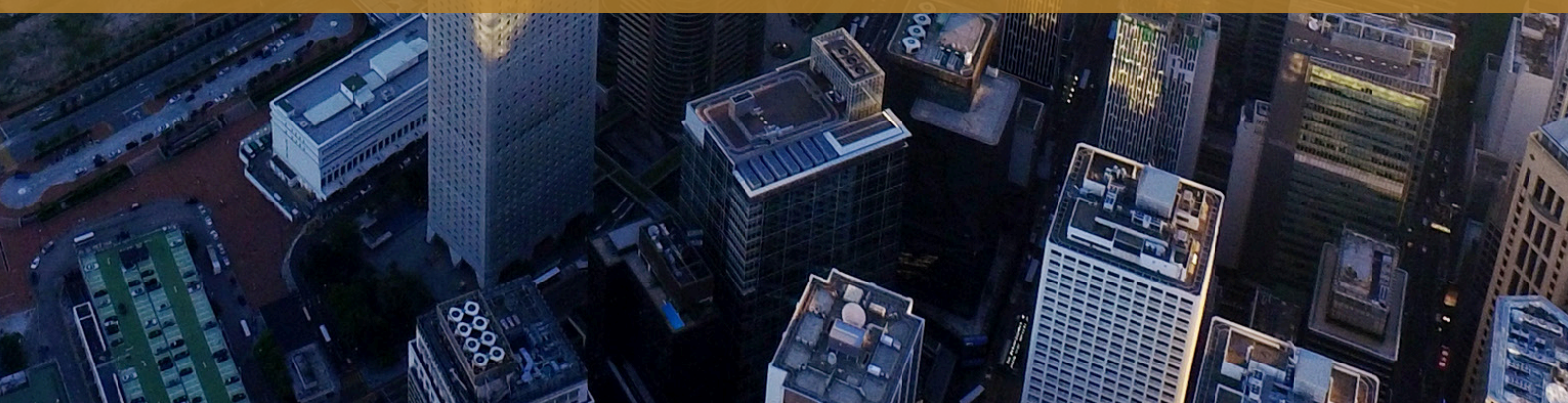
<https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/about-the-hkma/legislative-council-issues/20240205e2.pdf>

57 財新傳媒（2022年12月）。離岸人民幣中心新動向。 <https://weekly.caixin.com/2022-12-10/101976508.html?sourceEntityId=102064665>

58 財新傳媒（2022年12月）。離岸人民幣中心新動向。 <https://weekly.caixin.com/2022-12-10/101976508.html?sourceEntityId=102064665>



► 香港在人民幣國際化所擔當的角色



香港作為首屈一指的離岸人民幣中心的地位及相關成就

如前所述，作為首屈一指的離岸人民幣中心，香港在人民幣國際化過程中扮演重要角色。

國家明白香港作為重要金融樞紐和中國國際金融中心的靈活韌性，並且積極支持香港的離岸人民幣業務成長。一如「十四五」規劃綱要所強調，香港被公認發揮了顯著功能，並在國家整體發展上具有獨一無二的地位，支持香港繼續擔任全球離岸人民幣業務樞紐的角色。⁵⁹在2022年，為了提升香港離岸人民幣的流動性，中國人民銀行和香港金融管理局聯手將貨幣互換協議升級為長期協議，將交換規模從5,000億元人民幣 / 5,900億港幣一舉提升到8,000億元人民幣 / 9,400億港幣，強化了香港的離岸人民幣市場地位。

內地與香港之間的金融合作也達到全新的里程碑。中國人民銀行與香港金融管理局在2024年1月宣佈了六項政策措施，以加深香港與內地的金融合作，其中有四項措施尤其有助於推升香港的離岸人民幣業務，包括將特定在岸人民幣債券納入香港金融管理局人民幣流動資金安排的合資格擔保品⁶⁰、對外國機構投資者開放境內債券回購業務，支持所有已進入銀行間債券市場的境外機構（包括「債券通」投資者）參與債券回購，發布優化跨境理財通業務試點的實施細則，並擴大香港的跨境數字人民幣試點計劃。⁶¹這些措施預期能進一步開放內地的金融市場、鞏固香港的國際金融中心和離岸人民幣業務樞紐地位，並增進大灣區內更密切的聯繫。

過去二十年來，香港已證明能促進內地金融市場開放，並促進人民幣在全球市場發展。香港致力推動人民幣國際化，並推動環球金融市場採納人民幣，**在2004年香港引進人民幣業務**，這項重大里程碑標記著國際化過程的關鍵發展，到2009年更進一步推行**跨境貿易人民幣結算試點計劃**。

經過持續努力，香港已建造了一個**健全的離岸人民幣市場基礎建設，包括全面的人民幣結算和國際支付系統**，為投資者提供了參與離岸人民幣投資和交易的便利渠道。⁶²

舉例而言，香港已加速發行**離岸人民幣債券**，促進離岸人民幣市場的流動性和深度⁶³，並已推行免稅等措施以作為發行人民幣債券的誘因。香港同時亦推出**港幣-人民幣雙櫃台模式、一系列的互聯互通機制和mBridge項目**，均彰顯了香港對增進人民幣國際化的承諾，及其在這場全球金融演化的先行者角色。

在上述倡議行動的支持下，香港成功穩固領先離岸人民幣中心的地位，此一成就奠基於好幾個關鍵因素，包括香港有著廣大的人民幣資金池、是世界最重要的離岸人民幣結算中心、在外幣和人民幣交易的傑出表現、成為離岸人民幣融資主要平台，以及具備全球人民幣投資重要平台的建設。

59 中國國務院。中華人民共和國國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和2035年遠景目標綱要。2021年3月。https://www.gov.cn/xinwen/2021-03/13/content_5592681.htm

60 金管局。人民幣流動資金安排及一級流動性提供行。2024年1月。

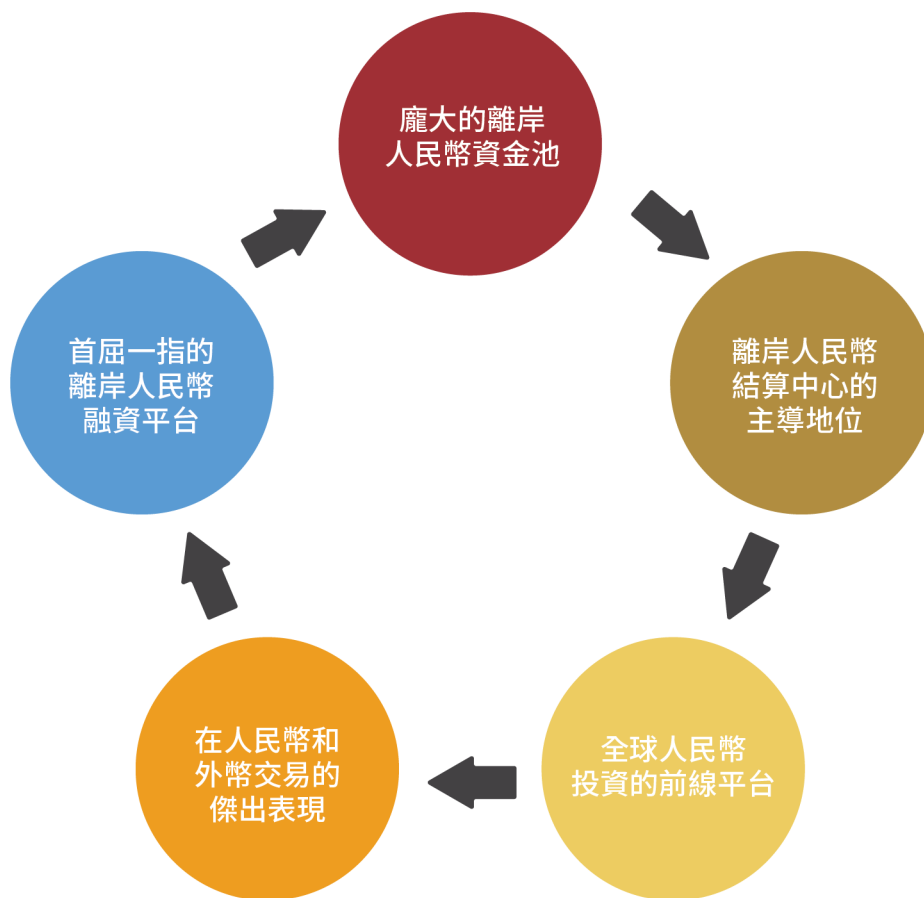
https://www.hkma.gov.hk/eng/key-functions/money/liquidity-facility-framework/rmb-liquidity-facility-and-primary-liquidity-providers/

61 金管局。金管局和人民銀行公布深化香港和內地金融合作的措施。2024年1月。https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2024/01/20240124-3/

62 大公報（2023年4月）。撥雲見日/建好離岸市場 助力人幣國際化。http://www.takungpao.com/finance/236134/2023/04/14/839498.html

63 香港特區政府。政府發售人民幣綠色債券。2021年11月。https://www.news.gov.hk/chi/2021/11/20211124/20211124_164215_119.html

圖 4. 香港成為首要離岸人民幣中心的關鍵成功因素



● **龐大的離岸人民幣資金池**

香港坐擁內地以外的龐大離岸人民幣資金池，在2024年1月規模達到將近9,547億元人民幣⁶⁴，是本地活躍離岸人民幣業務的骨幹。這個資金池及龐大規模直接影響了廣泛的業務活動範圍，為交易提供了充裕的流動性，並促進離岸人民幣市場的強度。

● **離岸人民幣結算中心的主導地位**

香港在過去五年持續維持著其全球首要離岸結算中心的地位，反映了其在促進人民幣結算活動的獨特角色。根據環球銀行金融電信協會的統計資料指出，全球人民幣支付結算有70%-80%均由香港金融體系進行處理。⁶⁵在2024年1月，跨境貿易結算的總人民幣匯款金額累計達1.4萬億元人民幣。⁶⁶香港的人民幣支付日交易量亦見到實質增長，在2023年達2.06萬億。⁶⁷相較於2019年增加了大約82%，反映了香港的人民幣交易展現了強勁的上升趨勢。⁶⁸

● **首屈一指的離岸人民幣融資平台**

香港的金融機構和企業發行離岸人民幣債券，對滿足投資者的離岸人民幣需求具有關鍵作用，不僅符合投資者的需要，也為內地的中國企業創造了另外的融資機會。香港的離岸人民幣債券市場在2022年底經歷了顯著復興。如本報告前文所述，這些債券的發行量攀升到3,300億元人民幣，較前一年增加超過100%。⁶⁹這一發展趨勢延續到2023年，離岸人民幣債券發行量達5,451億元人民幣。⁷⁰

香港的角色已不僅僅是受企業信賴的債券發行平台，也是發行離岸主權債券和地方政府債券的首選目的地。從中國人民銀行和財政部的舉措可清楚看出，多次選擇香港作為發行人民幣中央銀行票據和債券的目的地。⁷¹財政部於

64 金管局。2024年1月金融數據。2024年2月。https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2024/02/20240229-7/

65 環球銀行金融電信協會。人民幣追蹤報告。https://www.swift.com/zh-hans/node/11096 (2024年1月30日存取)

66 金管局。2024年1月金融數據。2024年2月。https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2024/02/20240229-7/

67 金管局。立法會財經事務委員會簡報會。2024年2月。https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/about-the-hkma/legislative-council-issues/20240205e1.pdf

68 金管局。金管局2019年報。2023年4月。https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/speeches/2023/04/20230424-1/

69 證監會。2022年資產及財富管理活動調查。2023年8月。https://www.sfc.hk/-/media/EN/files/COM/Reports-and-surveys/AWMAS-2022_E.pdf?rev=3b6a43ac11404a2cac7123c2f5c949e&hash=C33D88F5AAEAC176BC072AE9326091CC

70 金管局 (2024年2月)。2024年2月5日立法會財經事務委員會簡報會。https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/about-the-hkma/legislative-council-issues/20240205e2.pdf

71 金管局。招標通告。2023年10月。https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-information/press-release/2023/20231018e3a1.pdf

2023年10月在香港發行160億元人民幣主權債券，是自2009年開始發行以來連續第15年發行這種債券。⁷²深圳市政府及海南省政府分別於2021年及2022年在香港首次發行離岸人民幣，各發行規模為50億元人民幣。^{73,74}強化了人民幣債券的離岸二級市場，為外國投資者打開了新的投資渠道。

2023年10月18日，中國國家發展和改革委員會與香港金融管理局簽署諒解備忘錄，重點包括支持中國企業跨境融資，並促進香港債券市場發展，進一步鞏固了香港的首要離岸人民幣樞紐地位。兩個政府機關將攜手推進香港綠色和可持續金融市場及點心債市場發展，目標是鼓勵中國企業透過香港平台進行綠色和可持續融資活動。此外，這兩個機關也打算運用香港的離岸人民幣業務樞紐地位，增加點心債市場的規模和流動性，拓寬人民幣業務範圍。

● 在人民幣和外幣交易的傑出表現

香港在全球離岸人民幣外匯與衍生品交易市場展現了傑出表現。根據國際結算銀行的三年一度的外匯與衍生工具市場成交額調查指出，香港的人民幣外匯交易和場外交易利率工具的平均每日成交金額錄得可觀增長。⁷⁵根據國際結算銀行提供的最新資料顯示，人民幣外匯交易在2019年4月的平均每日成交金額達到1,076億美元，在2022年4月更大幅躍升77.7%，達到1,912億美元。⁷⁶此外，另一個關鍵市場指標 – 人民幣場外交易利率工具的平均每日成交金額也有增長，從2019年4月的127億美元增長到2022年的147億美元，明顯成長15.5%。⁷⁷

● 全球人民幣投資的前線平台

香港向來是全球人民幣資產投資的主要平台，提供一系列豐富的人民幣資產類別，並推出滬港通及深港通、債券通和理財通⁷⁸等計劃，這些已讓香港發展為不可或缺的人民幣資產全球投資樞紐。北向（香港和海外投資者投資內地）和南向（內地投資者投資香港）交易的成交量越來越高，加上境內（內地）與離岸（內地以外、主要是香港）市場的資本流動增加，意味著人民幣資本帳戶開放性的重大轉變。

滬港通及深港通計劃自2014年推行以來，平均每日成交金額大幅成長，有效促進了跨境投資。同樣地，自2017年開始運行的債券通計劃為國際投資者提供了前所未有便利，使他們能夠參與中國銀行間債券市場，這也是全球最大的銀行間債券市場之一。

這些發展大幅簡化了集資和投資活動，吸引越來越多元化的國際投資者。除了這個因素外，互換通帶來的有效風險管理功能提供了豐富了金融風險避險工具，提升了投資者的信心。下文將更深入探討一連串的互聯互通機制，及其在強化香港全球人民幣投資地位的關鍵角色。



市場互聯互通機制 助長人民幣國際化 的角色

香港和內地共同努力推動全球使用人民幣，推出了一連串的市場互聯互通機制，促進兩個金融市場的跨境投資，其中包括顯著成功的滬港通、深港通和債券通。近期推出的北向互換通進一步擴大海外投資者的避險工具，促進了內地金融衍生品市場的成長。

市場人士普遍認為，互聯互通機制（包括現行的和未來實施的）對於提升香港的策略性地位具有關鍵作用。香港無疑有其優勢，但應避免自滿，因此香港應持續優化互聯互通機制，目標是讓外國投資者能在較小的阻礙下參與內地的經濟的機會。

以下簡單介紹滬港通及深港通、ETF互聯互通、債券通，互換通、理財通和互認基金等制度的重點，藉由評估和發掘這些制度的增進潛力，香港可確保其有效性，並為投資者帶來最大益處。

滬港通及深港通

滬港通及深港通被公認是促進跨境投資和貿易機會的實際可行計劃，市場人士強調，鞏固了香港作為投資內地股票首選渠道的地位。

滬港通及深港通這些年持續擴增，北向和南向渠道的平均每日交易額已出現顯著成長。在2017年到2023年間，北向交易激增，年均複合增長率（CAGR）達34.68%，南向交易則追隨在後，年均複合增長率也有15.24%。⁷⁹在2023年，北向交易的平

72 金管局。國家財政部透過金管局的債務工具中央結算系統發行人民幣國債。2023年10月。

https://www.hkma.gov.hk/gb_chi/news-and-media/press-releases/2023/10/20231018-3/

73 香港政府。(2021年9月)。特區政府歡迎深圳市人民政府在香港發行債券。 <https://www.info.gov.hk/gia/general/202109/24/P2021092400201.htm>

74 香港政府。(2022年10月)。特區政府歡迎海南省政府及深圳市政府在香港發行債券。 <https://www.info.gov.hk/gia/general/202210/24/P2022102400499.htm>

75 金管局。2022年國際結算銀行三年一度的外匯與衍生工具市場成交額調查結果。2022年10月。

<https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2022/10/20221027-3/>

76 國際結算銀行 (2023年4月)。2022年4月場外交易外匯交易額三年期中央銀行調查。 https://www.bis.org/statistics/rpfx22_fx_annex.pdf

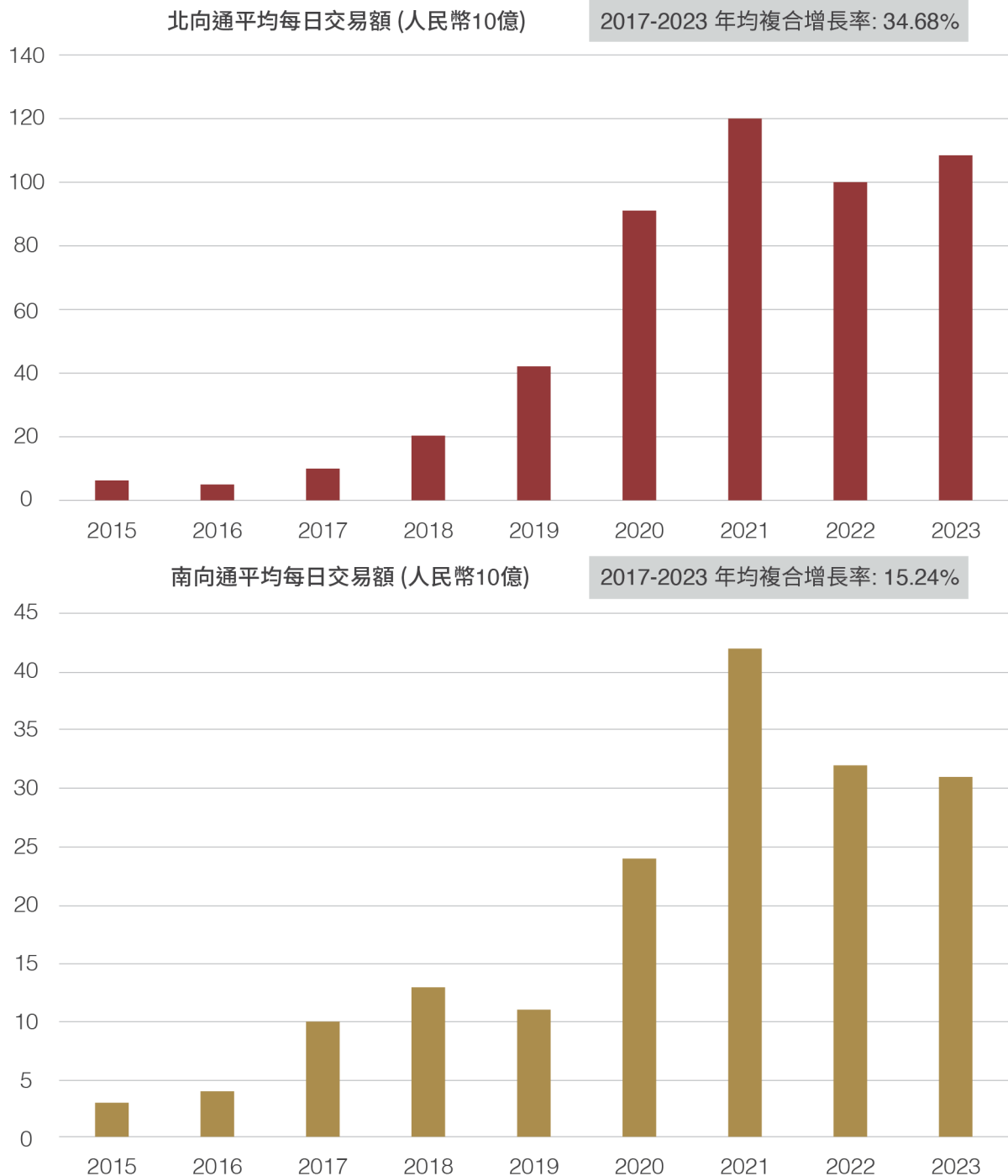
77 國際結算銀行 (2023年4月)。2022年4月場外交易利率衍生品交易額三年期中央銀行調查。 https://www.bis.org/statistics/rpfx22_ir_annex.pdf

78 現階段理財通僅在大灣區試點（即大灣區內9個城市及香港、澳門居民）。

79 港交所。2023年市場統計數據。2024年1月。 https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/Annual-Market-Statistics/FY_2023-Annual-Market-Stat_Eng.pdf

均每日交易額達1,080億美元，南向則為310億港幣(圖5)。⁸⁰滬深港通為香港股市做出積極貢獻，尤其是南向交易渠道，在2023年，香港市場的南向平均每日交易額百分比已超過14.8%。⁸¹

圖 5. 滬港通及深港通北向和南向平均每日交易額



資料來源：港交所

挑戰與限制

香港金融發展局與業界的討論均普遍認為滬港通及深港通是內地與香港之間最成功的互聯互通機制之一，市場人士對其成就給予高度評價。擴大產品範圍並進一步增強基礎建設(例如將港幣-人民幣雙櫃台擴大到南向渠道)等策略，對於維持其成功居功至偉。

80 港交所。2023年市場統計數據。2024年1月。

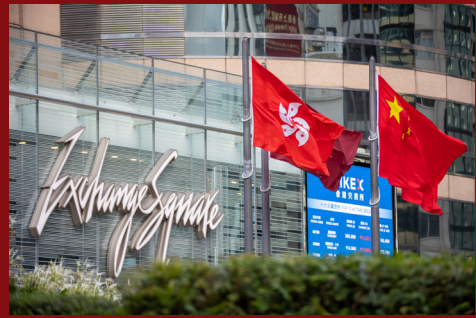
https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/Annual-Market-Statistics/FY_2023-Annual-Market-Stat_Eng.pdf

81 港交所。2023年年報。2024年3月。https://www.hkexgroup.com/-/media/HKEX-Group-Site/ssd/Investor-Relations/Regulatory-Reports/documents/2024/240318ar_c.pdf

港幣-人民幣雙櫃台模式

香港交易所在2023年6月將港幣-人民幣雙櫃台模式和雙櫃台莊家機制引進二級市場，讓單一發行商的證券能夠用港幣和人民幣交易和結算，這項策略舉措的目標是提升雙櫃台證券的流動性，並減少兩個櫃台的價差，進一步鞏固香港的首要離岸人民幣樞紐地位。政府及重要持份者積極考慮將人民幣櫃台雙櫃台納入南向滬港通及深港通的益處，鼓勵使用人民幣交易港股。

市場人士一致認為，雙櫃台安排在現階段可能尚未具有高度吸引力，但對香港資本市場的長期繁榮是有益及必要。市場人士亦明白，實行這些安排也造成了特定挑戰，尤其香港交易所在內地的夥伴要適應交易機制和制度的挑戰。⁸²舉例而言，透過深港通和滬港通交易股票涉及兩人民幣和港幣兩種貨幣，這會需要兩個有區別的股票代碼在每個滬深港通渠道，因此需要發展更精密的交易機制來管理有多個股票代碼的證券。儘管出現種種挑戰，業界預期申請這些制度的數字會大幅增加，反映了香港與內地之間金融整合的樂觀展望。

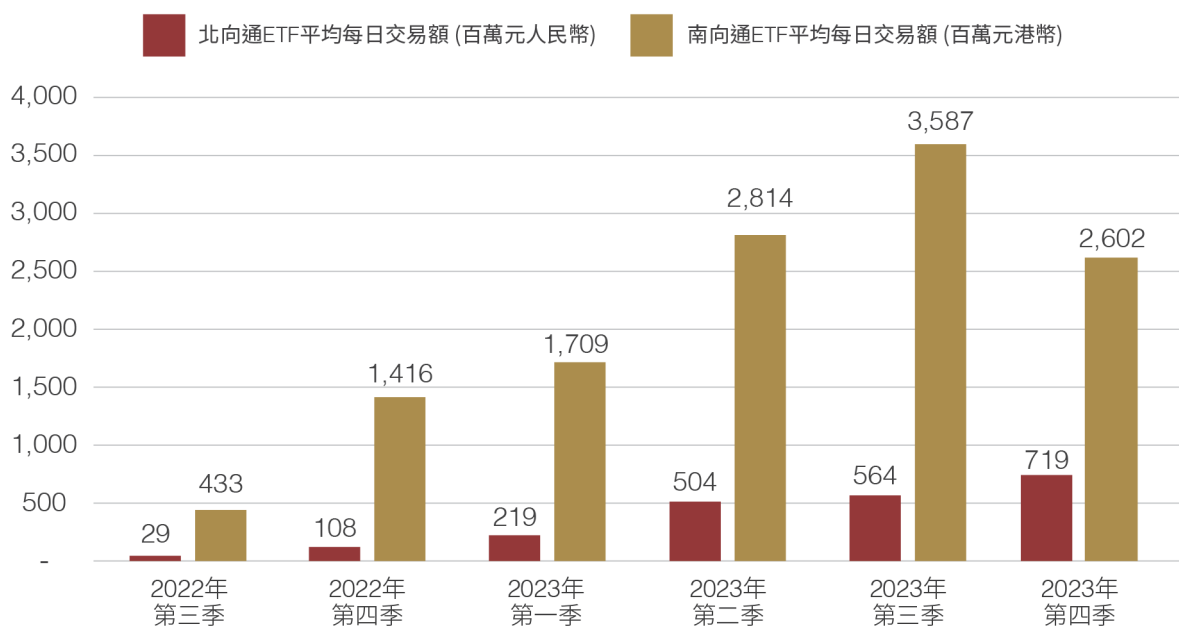


ETF 互聯互通

滬港通及深港通在2022年7月擴大範圍以引入合資格的指數股票型基金 (ETF)。此次擴容有助發行商拓寬集資渠道的投資工具。投資者可以受益於跨行業的多元化組合，投資者可探索進入新市場，除去選股的負擔，同時又能減小暴露於單一股票的風險。此次擴容有望吸引更多投資者進入香港和內地市場。

將ETF引進滬港通及深港通已證明是一項意義重大的發展，能夠雙向刺激交易活動。自ETF於2022年7月納入滬港通及深港通以來，ETF的交易額已見到穩定成長，北向平均每日交易額從2022年第三季的2,900萬人民幣上升到2023年第四季的7.19億元人民幣，⁸³南向交易額也在同期從4.33億港幣增加到26.02億港幣 (圖6)。⁸⁴這個顯著的成長反映了投資者對於透過滬港通及深港通運用ETF的興趣和信心，隨著投資者數目擴大，資產經理可考慮在內地和香港市場引進更多特色的ETF產品。

圖 6. 滬港通及深港通下北向和南向的ETF平均每日交易額



資料來源：港交所

82 根據工作小組的見解。

83 港交所。港交所投資者簡報。2024年2月。https://www.hkexgroup.com/-/media/HKEX-Group-Site/IR/IR-Pack/202402_HKEX-IR-Pack_vFF.pdf

84 港交所。港交所投資者簡報。2024年2月。https://www.hkexgroup.com/-/media/HKEX-Group-Site/IR/IR-Pack/202402_HKEX-IR-Pack_vFF.pdf

挑戰與限制

儘管ETF互聯互通有龐大發展潛力,但嚴格的要求和其他限制阻礙其發展和可能性,目前ETF互聯互通受到嚴格審核標準所限,主要是因為嚴格的准入標準。⁸⁵

ETF的資格審批取決於標的資產、資金規模、交易額及指數追蹤等因素。內地的ETF必須在前六個月達到15億元人民幣(2.23億美元)以上的平均每日資金規模才合資格。在對等基礎上,合資格的香港ETF需要有平均17億港幣(2.17億美元)。⁸⁶雖然市場規模有差異,但截至2023年第四季,香港交易所有151檔ETF掛牌上市,只有8檔被納入ETF互聯互通的南向通,而在深圳和證券交易所掛牌上市的899檔ETF,已有141檔被納入北向ETF互聯互通。⁸⁷

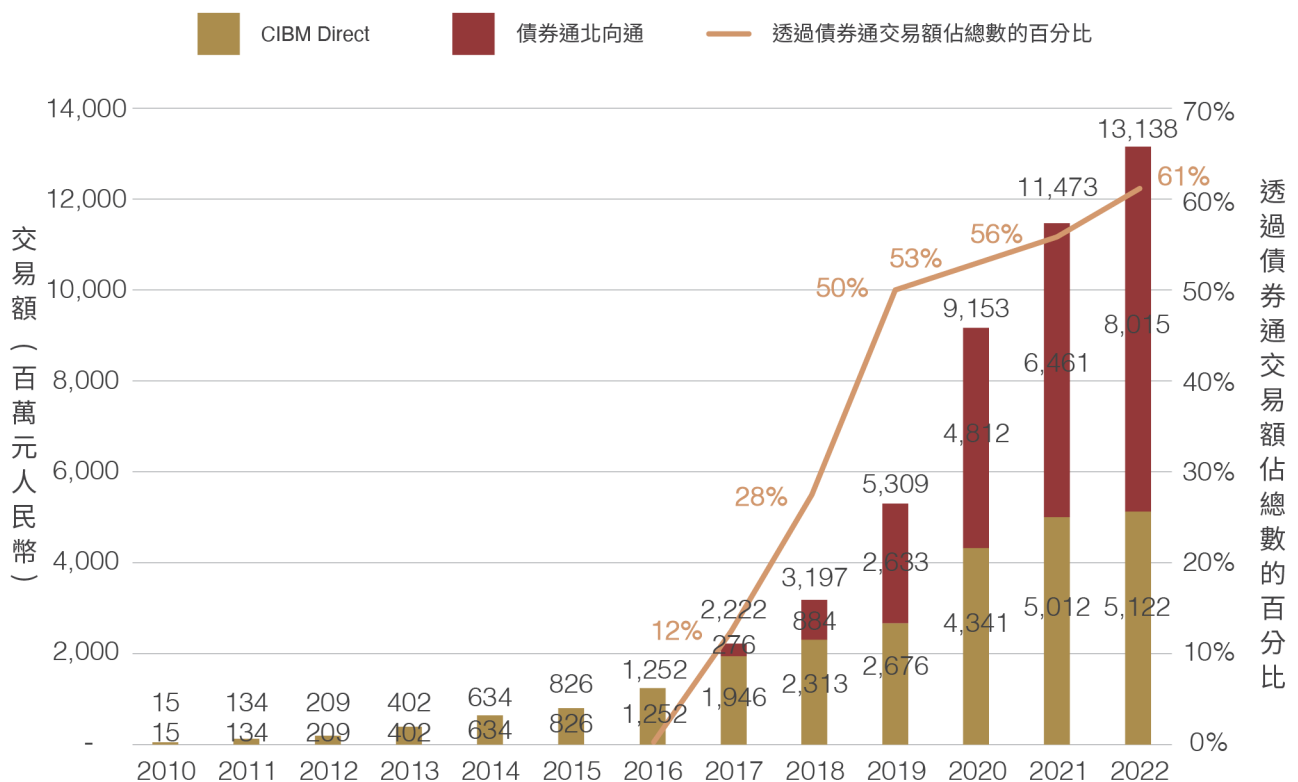
儘管ETF互聯互通處於萌芽發展階段,市場人士已體認到其龐大的潛力,已納入的ETF在本地市場的平均每日成交金額佔有很大比例便是證據,截至2024年1月,這些ETF在南向和北向的平均每日交易額分別是96%和38%左右。⁸⁸

債券通

中國擁有世界第二大的債券市場,在2023年6月總規模達21.3萬億美元,僅次於美國;美國債券市場在2023年第二季規模為53.57萬億美元。⁸⁹

雖然債券市場主要是由國內投資者驅動,但債券通是外國投資者進入內地岸債券市場的三個渠道之一,另外兩個管道是合資格境外機構投資者(QFII)制度和銀行間債券市場直接進入(CIBM Direct)制度。自北向債券通在2017年推出以來,已快速成長為受歡迎的渠道,海外投資者在CIBM現金債券的交易值佔61%(圖7)。⁹⁰

圖 7. 海外投資者透過CIBM Direct和債券通在CIBM現金債券的交易值 (2010 – 2022)



資料來源:中國外匯交易中心、債券通有限公司、香港交易所

85 香港會計師公會。ETF互聯互通有何機遇與局限?。2022年10月。 <https://aplus.hkicpa.org.hk/second-opinions-30/>

86 協力管理諮詢有限公司(2022年6月)。中國內地與香港之間新核准的ETF互聯互通能為外國投資者帶來什麼?

<https://www.China-briefing.com/news/what-can-the-newly-approved-etf-connect-between-mainland-china-and-hong-kong-bring-to-foreign-investors/>

87 港交所。港交所投資者簡報。2024年2月。 https://www.hkexgroup.com/-/media/HKEX-Group-Site/IR/IR-Pack/202402_HKEX-IR-Pack_vFF.pdf

88 港交所。港交所投資者簡報。2024年2月。 https://www.hkexgroup.com/-/media/HKEX-Group-Site/IR/IR-Pack/202402_HKEX-IR-Pack_vFF.pdf

89 國際結算銀行:債務證券統計數據。 https://data.bis.org/topics/DSS/tables-and-dashboards/BIS_SEC_C1_1.0?time_period=2023-Q2 (2023年11月11日存取)

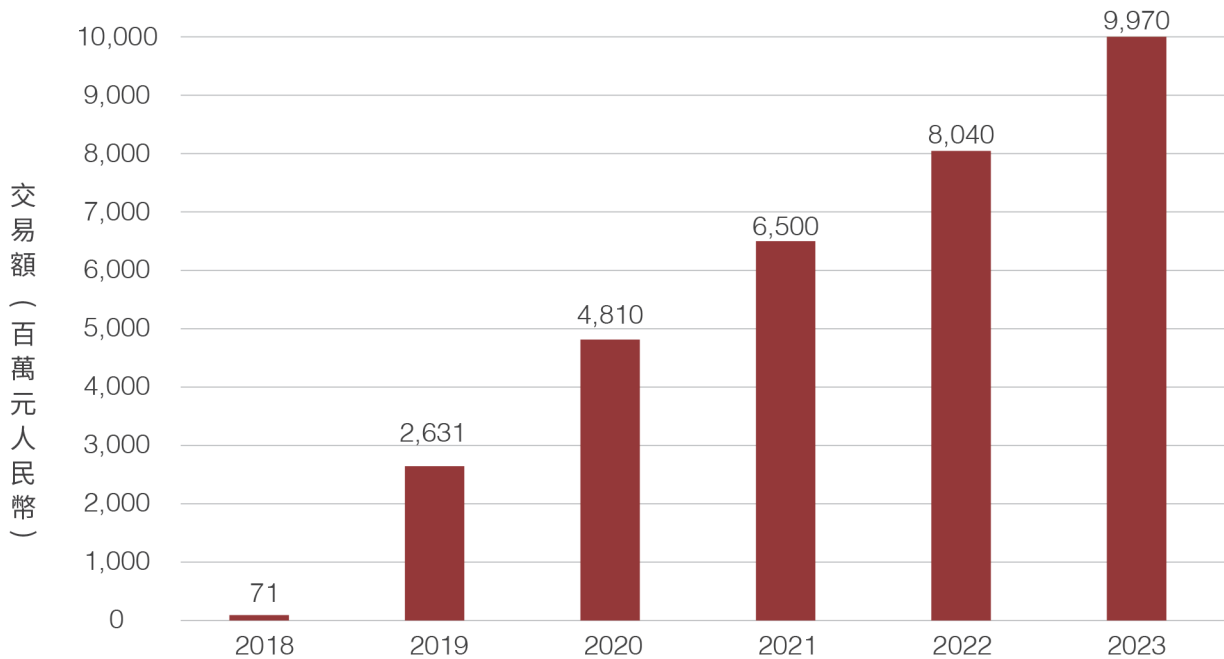
90 港交所。互換通——國際投資者進入中國內地衍生產品市場、支持在岸債券投資的便捷渠道。2023年6月。

https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Research-Papers/2023/CCEO_SwapConnect_202306_e.pdf

此成就主要歸因於債券通一些獨有的特色，其中包括內地和國際投資者之間債券交易、結算和持有手續的精簡。債券通有效連結中國內地和香港的金融基礎建設，讓投資者能維持標準交易操作，同時享有高效率的參與兩個債券市場。⁹¹

市場人士發現，與滬港通及深港通制度相仿，債券通的北向通已鞏固香港作為海外投資者進入內地債券市場首選門戶的地位，北向債券通的年交易量在2023年增加24%，達到9.97萬億元人民幣（圖8）。⁹²

圖 8. 北向債券通的交易活動



資料來源：債券通公司

境外機構在內地在岸市場的持有份額穩定成長

根據中國銀行的一項研究指出，內地的證券市場雖然位居全球第二大，但相較於歐洲和美國的債券市場，在發展和成熟度上仍較落後。⁹³這項研究突顯了好幾個市場尚未充分發展的領域，包括債務證券發行的相關流程、交易架構及債務違約機制。此外，內地的債券信用評級制度仍在發展中，市場普遍認為代理銀行可進一步發展其服務海外投資者的專業知識。話說回來，引進債券通已為跨境債券投資建立了有競爭力的機制，並刺激內地債券市場改革。債券通幫助讓人民幣債券進入世界各地的主要市場，促進全球債券市場之間的互聯互通，並提升人民幣的投資和儲備功能。

債券通在2017年12月推出後六個月，外國機構持有的債券金額為1.22萬億元人民幣，僅佔總市值的1.65%。⁹⁴在2023年12月，外國在中國在岸債券市場持有債券的金額總計達到3.72萬億元人民幣，約佔總市場的2.36%（圖9）。⁹⁵

91 金融四十人論壇（2017年7月）。債券通中的金融制度創新，http://www.cf40.com/news_detail/7607.html

92 中國債券通（2024年1月）。債券通要況報告 - 2023年12月。

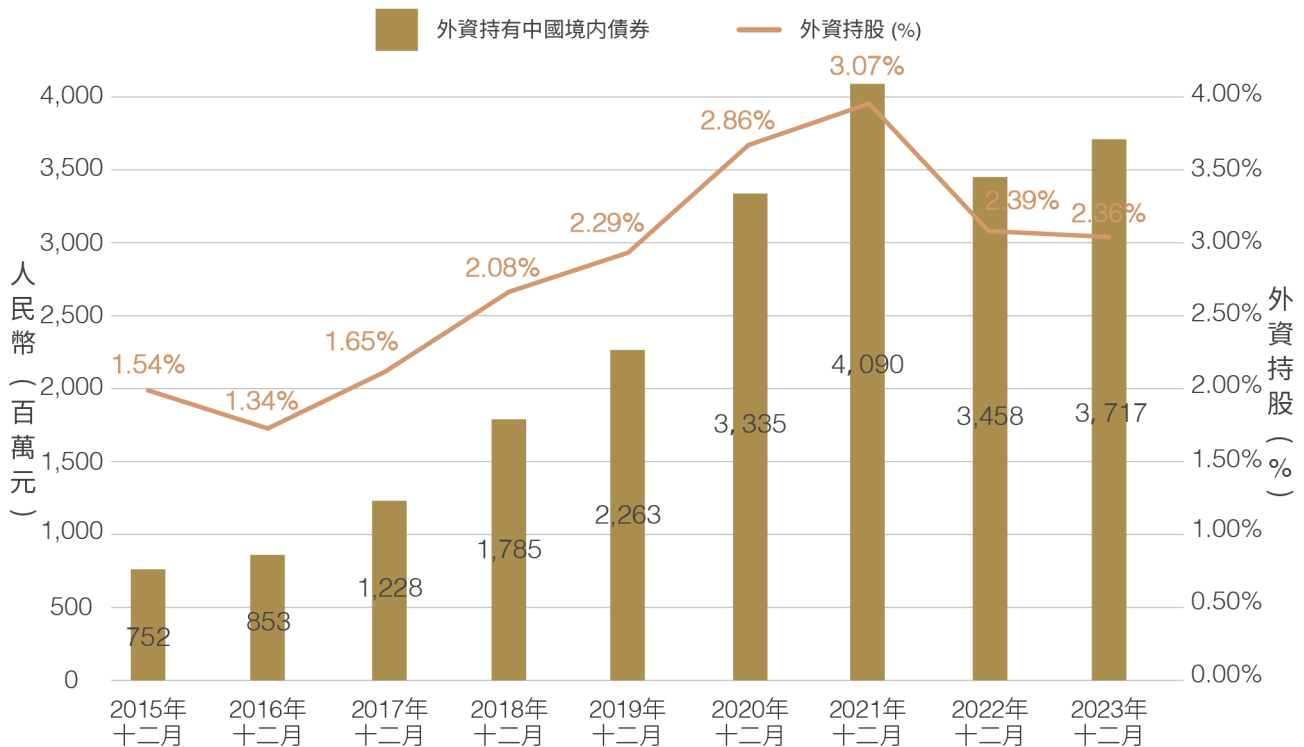
<https://www.chinabondconnect.com/en/Resource/Flash-Report/Bond-Connect-Flash-Report---December-2023.html>

93 中國銀行（2020年7月）。“債券通”助力人民幣國際化踏上更高台階，[https://www.bochk.com/dam/investment/bocecon/SY2020020\(en\).pdf](https://www.bochk.com/dam/investment/bocecon/SY2020020(en).pdf)

94 中國人民銀行（2024年3月）。調查統計司。<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116319/4780803/4780808/index.html>

95 中國人民銀行（2024年3月）。調查統計司。<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116319/4780803/4780808/index.html>

圖 9. 境外機構持有中國境內債券市場份額 (2015 – 2023)



資料來源: 中國人民銀行

在過去數年,為了提升債券通的實用性和有效性,已引進好幾項增強措施,包括稅務相關措施、擴大交易平臺,以及降低平台使用費。實行貨銀對付(DvP)制度尤其增加了結算效率,並降低相關成本⁹⁶,還有一項在線分配功能可促進大宗交易,投資者可在提交訂單前,將交易分配到多個個別帳戶,因此大幅簡化了投資者的交易流程。⁹⁷在2023年9月,香港金融管理局增加了九家金融機構擔任債券通下南向交易的做市商,令指定做市商的總數從十三家變成二十二家⁹⁸,進一步提升了債券通南向通的流動性。

挑戰與限制

債券通已運行六年,在公共部門持份者、業界和投資者的合作努力下,這項計劃已有效發揮功能,但仍有需要改善的領域,才能完全發揮其潛力。

市場人士強調,精簡債券通申請流程以及簡化南向流動的跨境資金管理十分重要。目前,為了防止跨境資金過度外流,對南向流動已實行配額機制,每日投資配額限於200億元人民幣,每年限額則為5,000億元人民幣。⁹⁹

隨著債券通的吸引力持續增長,投資者可能越來越需要擴大南向流動,因此定期檢討和評估這些配額,才有助於確保符合發展中的市場動態。¹⁰⁰

外國機構目前持有國內債券市場(圖9)約2.36%,多個受訪者指出此數字仍相當低,但這意味著未來有相當大的擴大潛力。提及外國投資國內債券,政府債券被認為比公司債券較安全穩當,因此較受歡迎。儘管如此,外國投資中國政府債券相較於在其他市場的政府債券持份仍是低的,例如外國的中國政府債券持份在2022年第四季上升至9.1%,但對其他政府債券的外資佔比較高,以日本和美國為例,這個數字在2022年第四季分別是14.9%和22.6%。¹⁰¹

96 貨銀對付是一種確保只在成功完成付款後才移轉證券的結算方法。

97 中國銀行(2020年7月)。“債券通”助力人民幣國際化踏上更高台階。 [https://www.bochk.com/dam/investment/bocecon/SY2020020\(en\).pdf](https://www.bochk.com/dam/investment/bocecon/SY2020020(en).pdf)

98 金管局。金管局指定債券通「南向通」做市商。2023年9月。 <https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2023/09/20230922-3/>

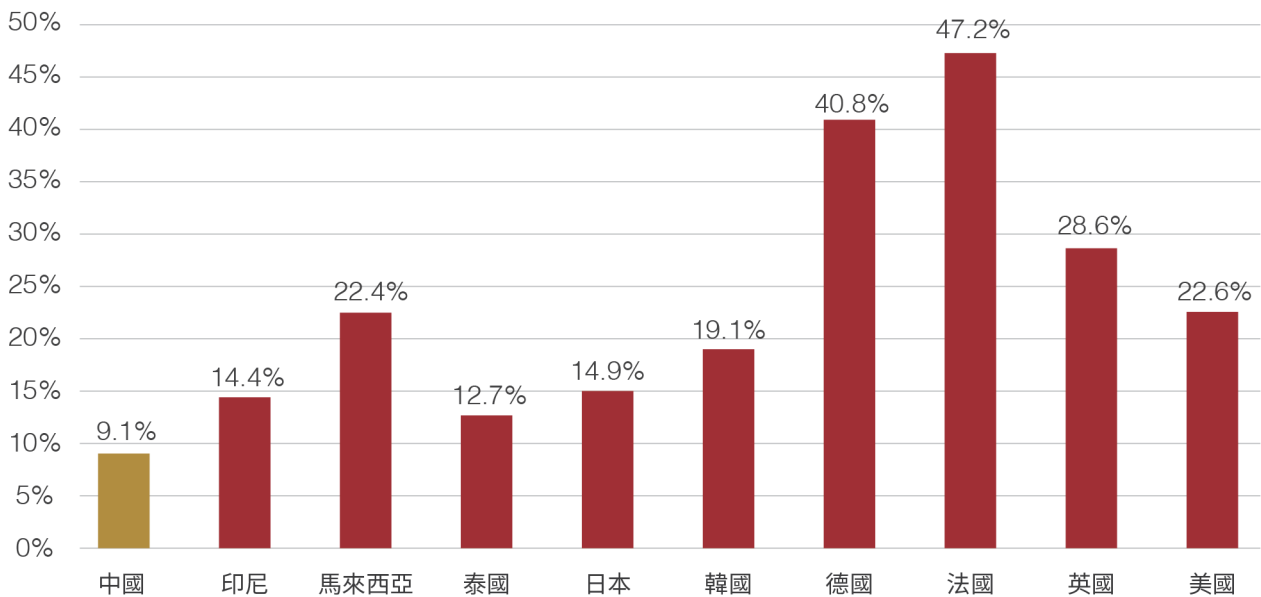
99 金管局。債券通「南向通」。2023年11月11日。 <https://www.cmu.org.hk/en/bond-connect-southbound>

100 證券時報(2023年7月)。「債券通」北向通六周年:走過外資湧入期,機制仍有優化空間。 <https://www.stcn.com/article/detail/909049.html>

101 亞洲開發銀行。 <https://asianbondsonline.adb.org/data-portal/> (2023年12月1日存取)

國際貨幣基金組織。 https://www.imf.org/-/media/Websites/IMF/imported-datasets/external/pubs/ft/wp/2012/Data/_wp12284.ashx (2023年12月1日存取)

圖 10. 2022年第四季若干市場的政府債券的外資持有比例



資料來源：亞洲開發銀行、國際貨幣基金組織

為了鼓勵國際市場進一步持有國內債券，其中一種方法提升信用評級制度的透明度，市場人士呼籲內地必須改善此方面，才能促進債券通的北向通健全發展。重視信用和固定收益的投資者希望了解發債公司和政府的償債能力，而提升透明度有助於讓國際投資者願意試探內地債券市場，並促進債券通成長。¹⁰²

國際投資者也尋求其他風險管理工具來幫助其在債券市場的投資活動，而引進互換通是解決此一需求的重大里程碑。互換通為投資者提供從事衍生品交易的平台，可有效避險，並更好的參與內地的債券市場。香港交易所已表示願意為北向投資者提供進一步的風險管理工具¹⁰³，這將有助於香港作為風險管理中心的角色，並顧及投資者想要提高風險減緩能力的需求。

互換通

互換通於2023年5月正式推行，是香港與內地銀行間利率互換市場之間的市場准入協議。互換通在最初階段先開通北向通，將香港和國際投資者與內地的銀行間利率互換市場連接在一起。隨著內地的債券市場對國際投資者持續開放和得益於CIBM Direct和債券通等計劃，全球資本流入有了顯著的增加，其中尤以債券通為主要渠道。因此，隨著國際投資者對內地在岸市場的風險敞口逐漸擴大，對風險管理工具的需求也隨之增加。

國際投資者可運用離岸利率互換契約（IRS），而互換通讓他們可以進入在岸利率互換市場。根據香港交易所，在岸利率互換會是比離岸利率互換更有效且具成本效益的風險管理工具¹⁰⁴，有一些現象可支持這項主張，包括在岸利率互換產品與其在岸固定收益市場的關鍵基準具有較密切的關係、波動性較低，以及明顯較小的買賣價差。¹⁰⁵

互換通提供了進入在岸人民幣利率互換市場的渠道，讓國際投資者能有效管理人民幣利率風險，這反過來助長了在岸人民幣債券作為可行投資選項的吸引力。

互換通不僅是通往中國銀行間利率互換市場的渠道，也有助於擴大人民幣國際化。藉由促進國際使用在岸金融工具，互換通助長人民幣成為貿易結算、跨境投資和國家儲備的全球貨幣，同時因為對香港的國際投資者提供多樣廣泛的人民幣資產，豐富了人民幣的生態系統，包括可透過互聯互通機制取得內地股票和債務證券。因此，互換通強化了離岸人民幣投資架構，且促進使用離岸人民幣來進入和投資在岸利率互換市場。

102 財華社（2021年7月）。摩通朱海斌：改善債券通三大建議。https://www.finet.hk/newscentre/print_content/60de9c3bbde0b3600d14a155

103 港交所。年報。2023年3月。https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2023/03/13/2023031300159.pdf

104 港交所。互聯互通新篇章。一文讀懂「互換通」。2022年10月。

https://www.hkexgroup.com/media-centre/insight/insight/2022/hkex/swap-connect-a-new-channel-a-new-chapter?sc_lang=en

105 港交所。互聯互通新篇章。一文讀懂「互換通」。2022年10月。

https://www.hkexgroup.com/media-centre/insight/insight/2022/hkex/swap-connect-a-new-channel-a-new-chapter?sc_lang=en

挑戰與限制

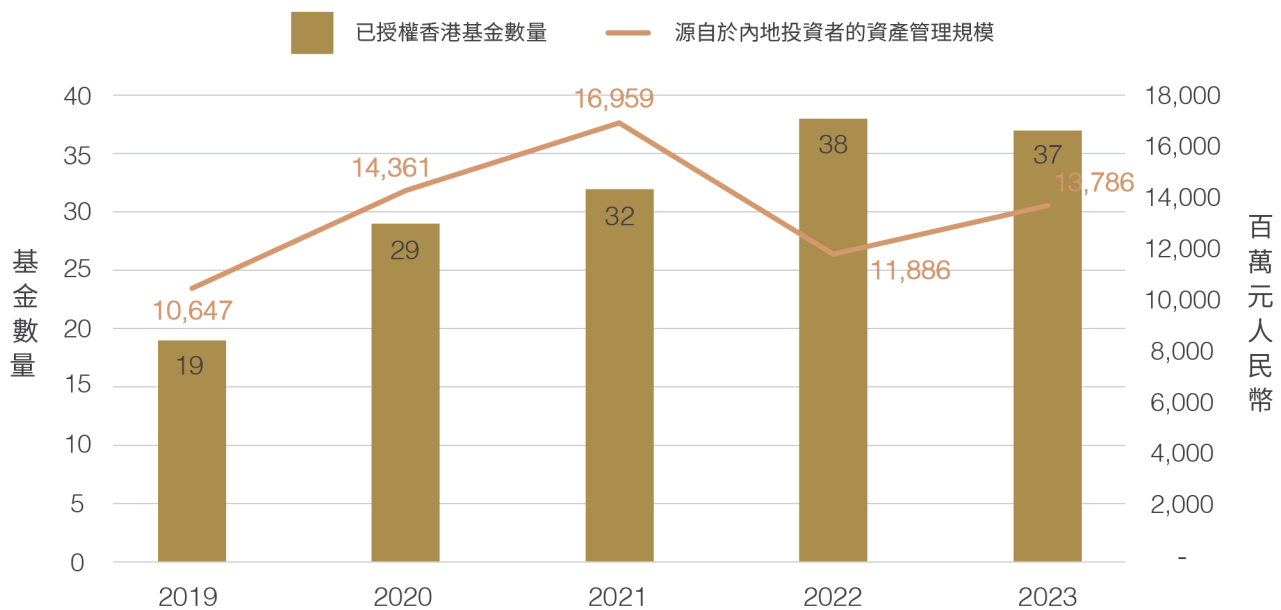
互換通是CIBM債券投資的有效避險機制，但目前僅限於作為CIBM債券相關風險的避險工具，這可能阻礙互換通的完全潛力。為了發揮互換通的最大益處，值得考慮擴大其應用來規避其他風險。此外，雖然互換通的初步基礎產品是利率互換，但為了提升其有效性，必須探討將其他產品納入此制度。再者，考慮擴大到南向通也可能進一步擴大互換通的範圍和影響力，確保國內和國際投資者有更全面的解決方法。

內地與香港基金互認安排

內地與香港基金互認安排 (MRF) 在2015年7月正式推行，允許外國零售基金在國內市場分銷，並允許國內零售基金在內地以外銷售，是一項突破性的行動計劃，不僅為內地和香港的基金市場發展創造新渠道，也為雙方的投資者提供範圍更廣的基金產品，同時促進更大的分散投資機會。內地與香港基金互認安排涵蓋一般股票型基金、平衡型基金、債券型基金和指數型基金。

截至2023年3月，證券及期貨事務監察委員會已授權47隻內地基金參與基金互認安排，中國證券監督管理委員會也已授權37隻香港基金參與基金互認安排。雖然源自於對方市場的資產管理規模 (AUM) 波動相當大，但在2019到2023年間已呈現整體成長，尤其是源自於內地投資者的香港基金資產管理規模明顯增長16%，達到137.86億元人民幣 (圖11)¹⁰⁶，對照來看，源自於香港投資者的內地基金資產管理規模則下降9%到11.3億元人民幣 (圖12)¹⁰⁷。

圖 11. 基金互認安排下的香港基金

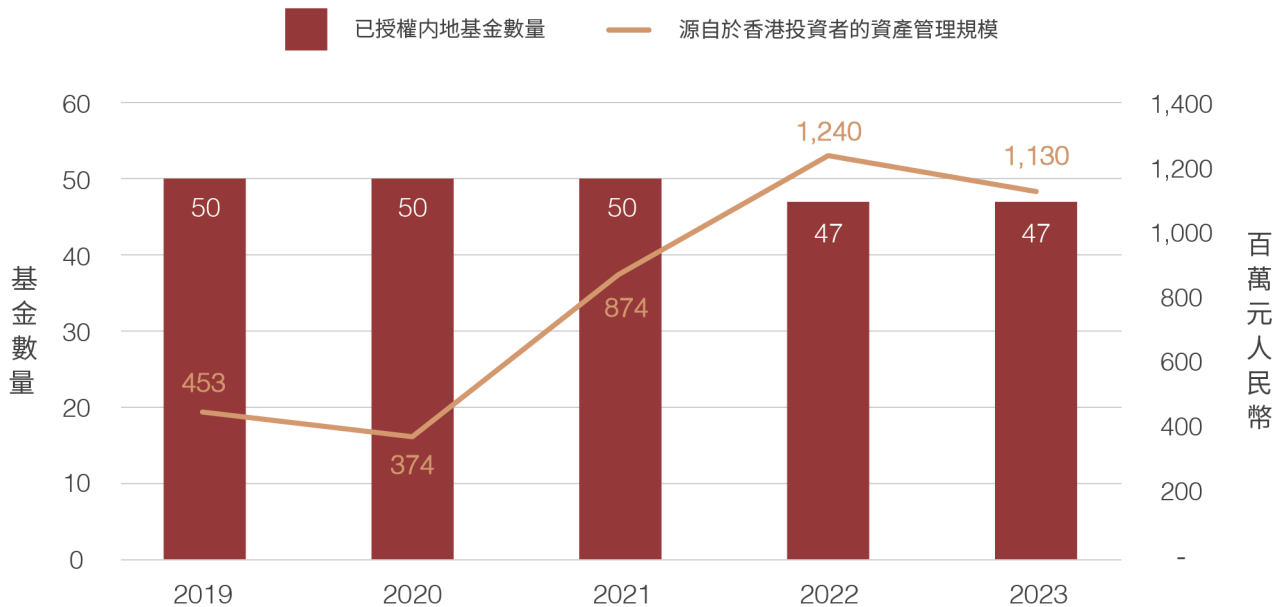


資料來源：證監會

106 證監會。2022年資產及財富管理活動調查。2023年8月。https://www.sfc.hk/-/media/EN/files/COM/Reports-and-surveys/AWMAS-2022_E.pdf?rev=3b6a43ac11404a2cacf7123c2f5c949e&hash=C33D88F5AAEAC176BC072AE9326091CC

107 證監會。2022年資產及財富管理活動調查。2023年8月。https://www.sfc.hk/-/media/EN/files/COM/Reports-and-surveys/AWMAS-2022_E.pdf?rev=3b6a43ac11404a2cacf7123c2f5c949e&hash=C33D88F5AAEAC176BC072AE9326091CC

圖 12. 基金互認安排下的內地基金



資料來源: 證監會

挑戰與限制

自MRF推行以來,香港與中國內地的市場整合已躍進一大步,但仍有些具體的挑戰與限制阻礙了這項制度發揮完全潛力。

公募基金的經理必須駐在所屬司法管轄區:關鍵挑戰之一是基金經理的地理限制。在現行安排下¹⁰⁸,基金經理必須駐香港,禁止指定非常駐香港的基金經理投資歐洲和美國市場,這項政策與全球產業做法背道而馳,後者的基金經理經常將投資組合管理委託給駐在被投資市場的專業經理。這項限制直接或間接導致內地與香港基金互認安排下的產品範圍受限,使其更傾向於亞洲市場,全球或歐洲和美國資產則分配不足,投資者可有的選擇因此減少。¹⁰⁹

50/50銷售規模的規定:此規定要求內地銷售的基金在內地與香港的募資必須是平均,如果一隻基金在香港募集1,000萬港幣,在內地只能募資最多1,000萬港幣的銷售。

這項規定造成相當大的限制,因為香港與內地的市場規模有著顯著差距,內地市場相對較大,理論上應可能為國內投資者提供更多資產分散化的機會,但50/50規定將基金在內地的銷售與較小的香港市場連結,實實在在地限制了基金的潛力。

因此,要求檢討50/50銷售規模的規定的聲浪已起。如果能讓資產經理根據每個地區的市場潛力和投資者需求,更靈活地募資,內地與香港基金互認安排可能釋放更多潛力,使基金經理和投資者雙雙受惠。¹¹⁰

核准程序:在基金互認制度下,在香港發起的產品獲得證監會核准後,必須經歷內地管制機關的另一次核准程序,一層又一層的核准程序增加了複雜度,也對產品推出時間表造成相當大的不確定性。¹¹¹根據香港投資基金公會的一項研究指出,核准程序大約需要8到9個月,有時甚至更久,這樣冗長的核准時間表遏阻了基金經理考慮內地與香港基金互認安排,因為這會影響策略規劃和進入市場的時機。¹¹²

108 證監會。有關內地與香港基金互認的通函。2015年5月。https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/circular/doc?refNo=15EC29

109 大公文匯。發展建議/優化基金互認 公會倡三項改革。2022年5月。https://epaper.tkww.hk/a/202205/18/AP62840e25e4b0a4690265f7ab.html

110 財經雜誌(2021年10月)。跨境理財通首批產品即將上架 粵港兩地公募、銀行積極布局。https://m.caijing.com.cn/api/show?contentid=4806691

111 財經雜誌(2021年10月)。跨境理財通首批產品即將上架 粵港兩地公募、銀行積極布局。https://m.caijing.com.cn/api/show?contentid=4806691

112 大公文匯。發展建議/優化基金互認 公會倡三項改革。2022年5月。https://epaper.tkww.hk/a/202205/18/AP62840e25e4b0a4690265f7ab.html

理財通

理財通於2021年正式推出,是首次專門為大灣區的個人投資者設計的市場互聯互通計劃,提供各種低至中高風險及非複雜的財富管理產品。¹¹³由於大灣區內的財富持續累積擴大,這項制度主要就是為了迎合發展中的個人投資需求。

理財通計劃下的跨境匯款是使用人民幣進行,而貨幣轉換是在離岸市場執行。內地大灣區城市的居民可直接使用人民幣投資香港和澳門銀行及/或證券公司提供的合資格產品,同樣地,香港和澳門的居民可使用離岸人民幣投資內地銀行及/或證券公司在分銷的合資格人民幣計價資產。這些發展可加速人民幣國際化,並強化香港的全球離岸人民幣樞紐地位。¹¹⁴

截至2023年12月,理財通計劃已吸引69,200名個人投資者,其中45,400名來自香港和澳門,另外23,800名來自內地。¹¹⁵這些投資者進行了43,300次的相關基金跨境移轉,金額達128.1億元人民幣。¹¹⁶但配額有相當大部分仍未被使用。¹¹⁷

挑戰與限制

內地和香港的監管機構為了因應情況,在2024年1月推出了五項增強措施,進一步強化管理通¹¹⁸,包括改善投資者的資格標準,讓更多大灣區的居民參與理財通,擴大參與機構的範圍,納入證券公司,增加南向通和北向通的合資格產品範圍,增加個人投資者的配額,以及增強推廣和銷售安排。金發局樂見這些制度引進優化措施,市場也歡迎更多元化金融產品的加入。

市場希望看到的另一個改進是更簡化的銷售流程。與理財通的制定有關的跨境資料互通是一項決定性的因素。在這些互聯互通機制的權限範圍內,香港和內地經客戶後同意分享客戶個人資料,有其必要性。因此,在理財通範圍內處理內地個人資料的非當地組織,包括香港的參與銀行,必須遵守嚴格的資料法例,這些法例規範在理財通下處理個人資料以提供產品和服務給內地客戶的相關事宜,在理財通制度下運作的銀行負有嚴格保護資料的義務,包括在進行跨境資料轉移活動之前取得客戶同意,以及進行資安評估。香港金融發展局在2022年發表了一項研究報告,詳細闡述了有關挑戰,並提出各種建議來增進與大灣區的資料互通。¹¹⁹

113 證監會授權的代幣化產品被評估為「低」風險至「中高」風險。並且為「非複雜」也是理財通下的合格產品。

114 KPMG (2020年7月)。大灣區開始實行跨境理財通制度。

<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/cn/pdf/en/2020/07/cross-boundary-wealth-management-connect-scheme.pdf>

115 中國人民銀行廣東省分行。2023年12月跨境理財通業務情況通報。2024年1月。

<http://guangzhou.pbc.gov.cn/guangzhou/129196/4332364/4332376/5211537/index.html>

116 中國人民銀行廣東省分行。2023年12月跨境理財通業務情況通報。2024年1月。

<http://guangzhou.pbc.gov.cn/guangzhou/129196/4332364/4332376/5211537/index.html>

117 中國人民銀行廣東省分行。跨境理財通額度使用情況。2024年1月。(截至2024年1月31日24時)

<http://guangzhou.pbc.gov.cn/guangzhou/129196/4332364/4332372/4332394/4363171/index.html>

118 國家金融監督管理總局。《粵港澳大灣區“跨境理財通”業務試點實施細則》修訂並發佈。2024年1月。

<https://www.cbirc.gov.cn/branch/深圳/view/pages/common/ItemDetail.html?docId=1149287&itemId=1038>

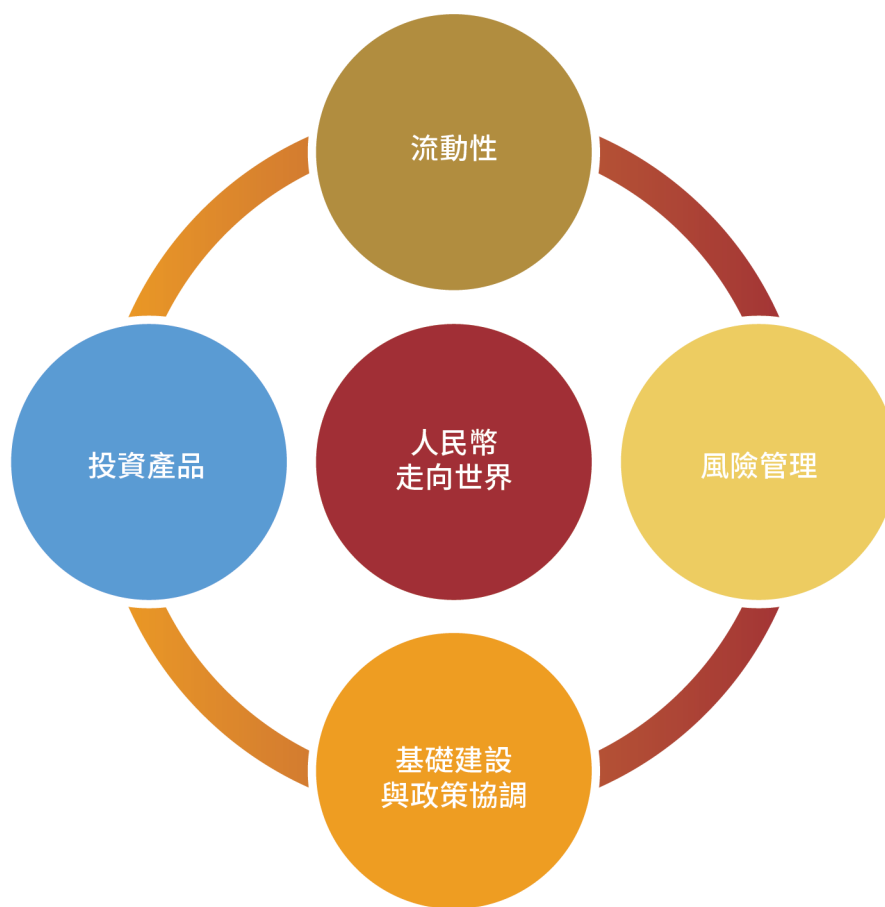
119 金發局。連接數據:將香港打造為跨境金融數據樞紐。2022年12月。<https://www.fsdc.org.hk/media/rbjle0yr/20221209-datahub-report-final-en.pdf>



➤ 推動香港作為全球離岸人民幣業務中心的共同挑戰/缺口

在各方的集體努力下，人民幣國際化已取得顯著成果，但香港作為主要離岸人民幣業務中心有潛力作出更大貢獻。為了鞏固香港的全球離岸人民幣業務樞紐地位，健全的基礎建設及政策協調十分重要。研究小組在審視各類文獻和研究報告，並與業界進行詳細訪談後發現，各方均認為人民幣國際化同時存在挑戰及機遇，這些機遇包括**提升流動性、擴大產品供應範圍及強化風險管理工具**，將可有助進一步協助人民幣國際化繼續向前邁進。

圖 13. 人民幣國際化成功要素



流動性需求

越來越多海外投資者選擇分散人民幣資產投資，以管理投資組合風險。雖然投資者對人民幣市場感興趣，但在擴大人民幣投資時也受到各種阻礙，包括外國投資者進入內地市場的嚴格要求，以及離岸人民幣資產的規模和市場深度有限。市場人士指出現時投資渠道不足，人民幣投資產品和投資服務稀少，尤其是在海外持有人民幣的投資者，因此出現了流動性挑戰。

此外，市場人士指雖然他們的客戶對於人民幣作為結算貨幣持正面觀感，但實際應用於交易結算時，仍會因為資金池有限及離岸人民幣計價資產交易量不大而受阻。舉例而言，傾向於保留債券至到期時而非積極交易債券，就是一種會限制市場流動性的常見做法。

投資產品需求

雖然香港作為重要的人民幣離岸中心，但提供的人民幣產品範圍仍有提升的空間，主要著重於投資選項。為了滿足投資者的需要，香港必須擴大產品組合，納入範圍更廣的避險工具。

銀行界代表指出投資者考慮的一些關鍵因素，包括可利用的選項種類、其相關風險、回報和流動性，但大部分投資者表示離岸人民幣市場缺少有吸引力的投資機會。

以債券為例，從發行商的觀點而言，要大量發行到期期限超過兩年的人民幣計價債券是有困難，主要受到香港的人民幣儲備有限所致，因而限制發行量。

風險管理需求

市場人士表示，海外投資者如希望增加中國債券的配置，其中一個值得注意的阻礙是人民幣與其他貨幣的收益率差。有時這個差距會令人民幣的吸引力降低。改善風險管理產品的供應可望改善這個問題，藉由提供範圍更廣的避險工具和策略，投資者會有較多選擇管理這些風險，因此可能改善投資報酬率。

另一個影響投資者考慮人民幣計價資產的因素是匯率波動，因此必須推出更多專為減緩匯率風險而設計的工具。

另外，內地企業債務違約及有效的風險減緩措施不足，令許多海外投資者對於透過香港投資內地市場持謹慎態度。因此，改善風險管理並制定有效的風險減緩措施，包括提升公司財務透明度、改善信用評級制度，以及加強管制監督，方可有效加強投資者的信心。

圖 14: 銀行界的案例研究

不同地區對人民幣的觀點

客戶對於使用人民幣作為結算貨幣或投資資產的觀點和優先順序，會因其特定狀況和地理位置而有差異。在銀行業，使用人民幣當作投資資產的客戶，經常面對人民幣兌換性、流動性、多變的監管環境及貨幣波動風險管理等相關挑戰。

不同區域的參與者表現出不同的模式和偏好，例如，東盟地區的客戶傾向於優先使用人民幣結算以加快支付流程，希望有效便利地完成跨境交易。中東的客戶著重分散投資以及參與一帶一路等倡議計劃，希望在擴大其投資組合的同時善用人民幣的潛在效益。歐洲的客戶則積極尋求人民幣投資機會，但鑑於其與全球金融市場的廣泛接觸，因此他們十分重視遵守監管標準及有效管理風險。

每個地區都有自己的獨特要求和優先順序，這影響了不同投資者對使用人民幣為結算貨幣或投資資產的觀點和做法。

中東地區的人民幣最新發展動態

中東的投資者對於把人民幣當作交易結算和潛在投資貨幣，展現出越來越高的興趣，但現時中東仍主要把貨幣與美元掛鉤，轉換到人民幣可能意味著要放棄與美元體系有關的利益，因此人民幣的發展受到一定阻礙。中東客戶提出的顧慮包括：



匯率風險增加：使用美元或美元掛鉤貨幣以外的貨幣，會增加外匯風險。中東國家包括沙地阿拉伯和阿拉伯聯合酋長國等經濟體都將其貨幣與美元掛鉤，為企業和投資者提供較佳的可預測性和穩定性。如果把人民幣引入營運，會讓企業暴露於匯率的潛在波動和不確定性，可能影響了整體投資穩定性，並增加避險相關的額外成本。



發展限制：人民幣盈餘基金缺乏投資選擇，抑制了維持大量人民幣的意願。因為缺乏多元化的投資機會，令客戶在有效分配其人民幣資金及優化報酬率時可能面對困難。例如，雖然中國的債券市場已大幅成長，但相較於更開放的經濟體，外國投資者的渠道仍相對有限，此一限制可能讓中東投資者降低持有盈餘人民幣資金的意願。



結算經驗有限：投資者擔憂結算過程可能會遭到中斷，而一些傳聞又進一步加深了此疑慮。海灣阿拉伯國家合作委員會 (GCC) 的某些銀行已在中國開設海外銀行同業帳戶¹²⁰，但這些銀行是在內地進行結算，相較於透過香港海外銀行同業帳戶進行結算的效率較低，因為香港具有較穩健的基礎建設及人民幣交易經驗。

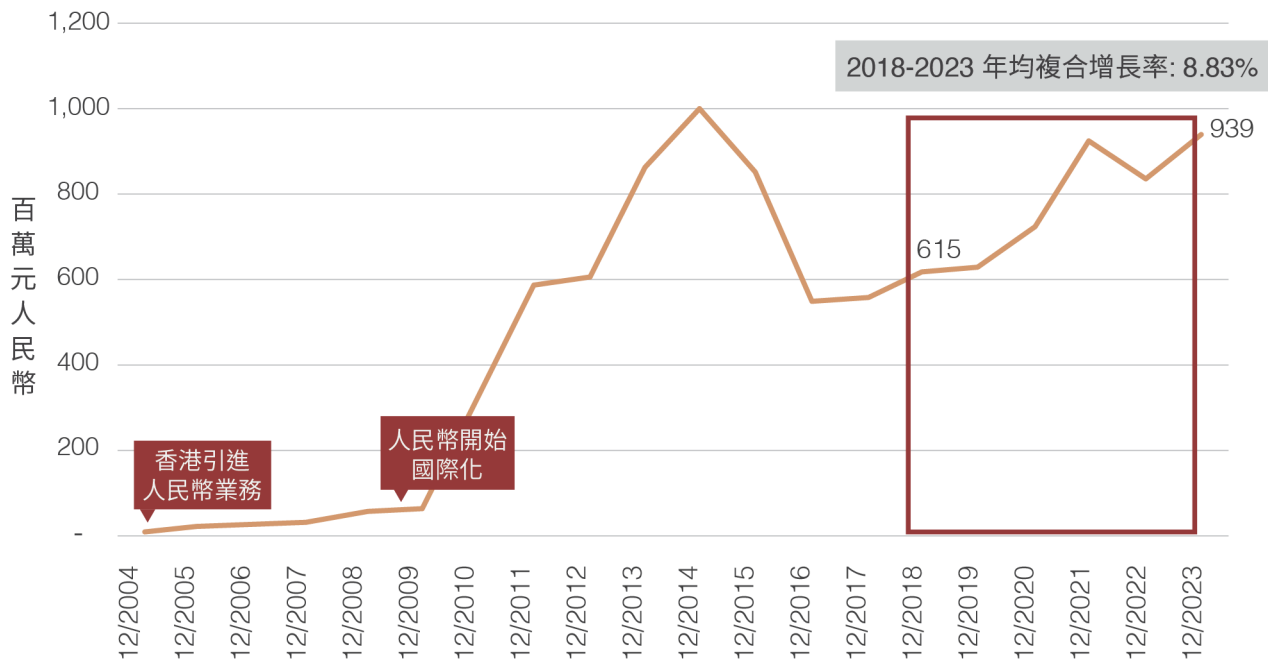
120 海外銀行同業帳戶是指國內銀行在另一個國家持有，並以該特定海外國家的貨幣計價的銀行帳戶。

➤ 政策建議

人民幣國際化一直是國家的發展策略重點。作為主要離岸人民幣中心，香港扮演著關鍵角色，藉由積極參與和推動人民幣的國際化，香港有望同時進一步提升國際金融中心的地位。

雖然香港的人民幣存款規模龐大，但不應將其視為人民幣國際化的唯一指標。全面評估人民幣在全球的融入程度還需考慮其他指標，如人民幣在外匯儲備、外匯交易、國際支付和貿易融資的佔比。這些指標能夠更全面地反映人民幣在全球市場的接受度和使用度。

圖 15. 香港的人民幣存款



資料來源：香港金管局

儘管如此，業界支持設立更宏大的目標以推進人民幣國際化進程，其中特別強調擴大香港人民幣資金池的重要性，這對促進人民幣計價資產進行流暢交易十分關鍵。目前，香港的人民幣存款量已接近一萬億元關口，各方正齊心協力，設定在未來五年內將其存款量提升50%至1.5萬億元人民幣的目標。¹²¹鑒於2018年12月至2023年12月期間，年均複合增長率 (CAGR) 達到8.83%的歷史趨勢，香港有望可能順利達成這一宏大目標 (圖15)。

為了實現增長目標，香港必須改善與內地市場的金融互聯互通。政府可考慮採取雙向策略。首先，焦點應放在提升現行互聯互通機制的效率，以充份發揮其潛力。互聯互通機制有助推動資本暢通流動，因此必須優化相關措施以符合短中期的市場需求。同時，政府也應該具備前瞻性，積極探索和培育具有高增長潛力的新領域，建立香港的策略性地位，以迎合未來市場對金融服務的需求。

中期的關鍵績效指標或目標應訂為人民幣存款總額超過2萬億萬億人民幣。為此，政府應致力提升整體人民幣市場生態系統的關鍵領域，包括流動性、產品供應及風險管理能力 (圖16)。人民幣國際化的最終目標是讓人民幣能夠暢通無阻地在內地與香港市場之間流通，令兩地的投資者更容易投資人民幣計價資產，增加對投資者的吸引力，進一步讓人民幣能夠在全球金融投資中扮演更重要的角色。

圖 16: 強化香港離岸人民幣業務的關鍵里程碑

時期	里程碑
短期	人民幣存款增加至1.5萬億，超越目前接近1萬億元人民幣的水平
中期	人民幣存款增加至超過2萬億元人民幣
長期	內地與香港人民幣持續無縫跨境流通

121 金管局。2023年10月金融數據。2023年11月。https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2023/11/20231130-6/

金發局認為，以下這些依照短、中、長期優先次序排列的建議，至少在宏觀層面是可行的。這些建議旨在推動內地與香港市場互利最大化的共同目標，相關部門和監管機構應進一步深入研究和探討。

- **優化市場互聯互通機制並探索新的互通選項**
 - 建議1：優化現行市場互聯互通機制
 - 建議2：強化新興高增長領域互通性
- **擴大離岸人民幣市場的深度與廣度**
 - 建議3：促進離岸人民幣市場的流動性
 - 建議4：促進離岸人民幣產品多元化發展
 - 建議5：豐富人民幣風險管理工具
- **加速人民幣生態系統發展**
 - 建議6：推動人才互通
 - 建議7：促進數據跨境流動
 - 建議8：善用基礎設施、數碼貨幣發展以及創新

這些建議旨在實現中國與香港之間人民幣跨境雙循環的長期目標，這對香港的離岸人民幣業務持續成長與發展具十分重要。透過實施這些建議，香港有望可鞏固全球離岸人民幣樞紐的地位，並在人民幣國際化的大前提下發揮重要作用。

優化市場互聯互通機制並探索新的互通選擇

自2014年推出滬港通以來，多項互聯互通方案相繼推出，標誌著香港與內地在共同市場准入方面取得了廣泛進展。互聯互通機制不單大大提升流動性，更推動多元化投資機會，但相關制度仍有進一步增強和優化的空間，以及開發全新領域的發展潛力。

建議1：優化目前的市場互聯互通機制

為了進一步優化現行市場互聯互通機制，並促進海外企業更便捷地投資內地市場，可以透過多項關鍵措施來提升這些機制的效率和吸引力。

優化互換通

雙向流動：北向互換通為香港和其他地區的投資者開啓了進入內地銀行金融衍生品市場的通道，自此兩地的監管機構便積極探索南向通的可行性，以完善北向通計劃¹²²。短期而言，香港應與內地部門合作，以適時引進南向交易，實現互換通機制的平衡發展。我們了解政府和相關監管機構正與內地當局對話，以達成此目標，市場也殷切期盼這項措施的實現。¹²³

資產類型：雖然互換通可作為CIBM債券有效的投資避險策略，但目前僅限於緩解CIBM債券相關風險，可能會限制其作為全面風險管理工具的潛力。中期而言，應考慮將範疇拓展至其他領域，例如股權互換、換匯換利，甚至可能是操作到期時的商品價格互換。透過提供更全面和超越CIBM債券投資範圍的風險管理解決方案，互換通將更能吸引投資者，並顯示其優勢。

功能：為進一步滿足投資者的需求，互換交易必須結合，例如「拆倉」¹²⁴、「遠期開始」¹²⁵、「匯報期末段」¹²⁶、「交易壓縮」¹²⁷、「非現金抵押品」等的關鍵功能。制定相關策略性路徑圖將顯著提升計畫的接受度和效能，增進市場參與者的使用度。

優化ETF互聯互通

為了提升潛力並克服目前的限制，政府需要放寬和擴大ETF互聯互通的資格標準。南向通所提供的ETF選擇有限，加上嚴格的審核標準，對ETF互聯互通機制的發展帶來挑戰。為排除此障礙，建議降低現行標準的入門門檻，並引入新的標的資產類型（例如國際標的ETF和固定收益ETF）來擴大ETF互聯互通的範疇。這將有助增加符合交易資格的ETF種類，促進ETF互聯互通機制的擴張，並提升其吸引力。¹²⁸此外，開放新的標的資產類別將為國際投資者提供投資內地ETFs的新渠道，並進一步推動人民幣國際化發展。

為了提高投資者的參與度，將更具特色的ETF納入市場互聯互通是一種行之有效的策略。具體來說，包括提供特定海外市場和跨市場敞口的香港ETF對內地投資者來說尤其重要，因為內地市場鮮有提供全球資產配置機會的投資產品。只要稍為作出對比便會發現市場供應存在顯著的差異：就特定外國市場而言，內地的ETF選擇稀少，例如涉及越南市場的ETF，而香港則已

122 金管局。中國人民銀行 香港證監會 香港金融管理局聯合公告。2022年7月。https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2022/07/20220704-3/

123 香港政府。(2024年2月)。2024-25年度財政預算案。https://www.budget.gov.hk/2024/eng/budget16.html

124 「拆倉」是指結束某個交易部分。

125 「遠期開始」是指在指定的未來日期開始且到期日設定在未來更遠日期的協議。

126 「匯報期末段」是指在互換合同或貸款中或債券息票上的短期或部分期間。

127 「交易壓縮」是一種減少未完成合同數但維持相同經濟風險的方法。

128 中國基金公司。ETF通開半年成績可圈可點未來多維度提升深度和廣度。2023年1月。https://app-web.chnfund.com/fund/202301/t20230109_4139720.html

在此類ETF領域占有先導地位。此外，內地的ETF在很大程度上局限於互聯網產業中等主題類產品，這並不能完全代表全球市場的多樣性。相比之下，香港的ETF投資組合更為多元化，覆蓋多個國家及更廣泛的領域。更全面地挑選香港ETF並納入內地市場，有望產生協同效應。¹²⁹

另外，也可以考慮納入非股票資產類別ETF，例如債券和大宗商品ETF，為投資者提供不同資產類別的投資選擇。進一步來說，引入非香港地區的ETF，特別是那些在策略上具有重要性的地區ETF，可能帶來諸多好處。例如，引入中東和東盟市場的ETF，不僅能夠增加內地投資者的多元化選項，同時也與中國對這些地區的廣泛經濟利益和外交關係相契合。

優化債券通

資產證券化產品受惠於資產擔保的本質、相對高的收益率以及歷史違約率低，因此已成為全球投資者分散風險的熱門工具。¹³⁰根據一家國際信用評級公司指出，中國逐漸成為全球第二大結構融資市場，僅次於美國。¹³¹截至2023年12月，內地證券化市場的總發行量達到約17.67萬億元人民幣。¹³²

根據氣候債券倡議組織指出，綠色資產證券化（ABS）是證券化市場成長的重要推手。¹³³促進國際參與內地的ABS市場，對資產擁有人、投資者、銀行業及其他金融和專業部門參與者尤其有利。此舉會進一步提升香港作為綠色金融區域樞紐的地位，以及配合全球環境倡議行動。

債券通是將國際投資者與內地證券化產品連結的重要渠道，尤其是中國銀行間債券市場（CIBM）下的產品。然而，考慮到內地證券化市場龐大規模（全球第二大市場），債券通的潛力可視為尚未完全發揮，因為CIBM的證券化產品僅佔內地證券化市場約一半。

內地的證券化市場是由兩個部分構成，分別是CIBM（也包括資產支持票據（ABN）市場）和中國證券交易所市場（圖17）。¹³⁴以市值來看，截至2023年12月，中國證券交易所市場構成內地資產證券化市場的57.5%。¹³⁵中國證券交易所市場供的證券化產品包括在各種高成長行業所發行的產品，例如電動車和新能源，這些行業的快速成長和潛力令中國證券交易所市場的產品對投資者很有吸引力，但是在債券通目前的制度下，只有在CIBM發行的內地證券化產品才能被納入債券通，而香港和海外的投資者無法取得中國證券交易所市場上的產品。

圖 17: 內地證券化市場概覽

內地證券化市場	2023年在總證券化市場的佔比	可透過債券通進入
中國銀行間債券市場 (包括資產支持票據市場)	1.63萬億元人民幣 (42.31%)	是
中國股票交易市場	2.22萬億元人民幣 (57.7%)	否

中國證券交易所市場的市場佔比相當大，加上外國投資者對內地資產證券化市場的產品的興趣日增。香港應盡快採取舉措把握機遇，擴大債券通的範圍或透過其他機制，探討外國投資者參與中國證券交易所市場的機會。這將為外國投資者提供更廣泛的投資選擇，實現理想的風險分散，同時也能讓中國證券交易所市場的國內發行商觸及更多投資者群，進而加深離岸人民幣債券市場的發展。

為激勵國際投資者更主動參與人民幣證券化市場，相關機構可考慮引入證券化特殊目的實體（SPV）的制度，即在香港設立公司，使其自動符合成為債券通、QFII或其他準入制度的投資者資格。此一機制可作為外國投資者與國內證券化市場的橋樑，從本質上促使香港發展成為國內發行商可進行交易設定的平台，同時外國投資者可投資有結構性特色、類同國際證券化交易的人民幣產品。然而，為達到此目標，香港必須進行審視並可能需修改若干法例。以下特別指出一些需關注的領域：

129 中國基金公司。ETF通開閘半年成績可圈可點未來多維度提升深度和廣度。2023年1月。 https://app-web.chnfund.com/fund/202301/t20230109_4139720.html

130 Regulation Asia。中國資產支持票據市場：吸引全球投資者。2021年11月。 <https://www.regulationasia.com/China-abs-market-a-magnet-for-global-investors/>

131 惠譽國際。中國證券化市場概覽。2023年4月。 <https://www.fitchratings.com/research/structured-finance/china-securitisation-market-overview-17-04-2023>

132 中國資產證券化分析網。於2023年1月29日存取。 <https://www.cn-abs.com/#/home>

133 氣候債券倡議組織。2020年中國綠色資產證券化市場現況報告。2021年9月。

https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_cn_2020_sotm_04h_1.pdf

134 惠譽國際。中國證券化市場迅速成長但區隔化。2023年4月。

<https://www.fitchratings.com/research/structured-finance/china-securitisation-market-growing-rapidly-but-segmented-17-04-2023>

135 中國資產證券化分析網。於2023年1月29日存取 <https://www.cn-abs.com/#/home>

加強監管以推動香港證券化市場的發展¹³⁶

業界指出，為了迎合市場的需求，有機會需要對《放債人條例》、《稅務條例》及《打擊洗錢及恐怖分子資金籌集條例》進行修訂。

- 根據《放債人條例》，SPV因其功能有限，不獲發放債人牌照，但某些SPV，尤其是在香港的SPV，仍可能符合《放債人條例》下的「放債人」定義，尤其是涉及發起新貸款及/或執行貸款時提供資金。¹³⁷除非適用豁免條款，否則無牌放債在《放債人條例》下被視為非法行為。但是，現行的《放債人條例》中並未列明專門為SPV設置的豁免條款。為解決此問題，建議公司註冊處可考慮在憲報中刊登公告，豁免證券化SPV遵守《放債人條例》的規定。
- 針對香港的《稅務條例》方面，證券化SPV對於其在特定會計期間的收益，應遵守利得稅規定。¹³⁸但對於證券化SPV，《稅務條例》中的「收益」定義可能包括在目標資產上收到的全部利息金額（收益）。既然證券化SPV在結構上是流通實體，除了小部分的保留收益外，SPV會將大多數的現金流量用來支付費用、成本，以及給投資者的利息。遺憾的是，根據《稅務條例》的定義，這些支出並非全部明確可扣除，這表示香港的證券化SPV可能需要繳納超過其小額保留利潤的金額的稅款。為了解決這個問題，必須為證券化SPV制定清楚明確的「收益」定義，反映SPV在支付資金後實際保留作為收益的金額。
- 明示信託在英國和澳洲等管轄區的證券化交易中經常被使用。這是一種信託形式，其中委託人（創立信託之人）明確指示其財產應如何持有的信託。信託是具有多種功能的靈活工具，可協助達到當事人參與交易的目標。根據《打擊洗錢及恐怖分子資金籌集條例》，任何個人因其商業活動而擔任明示信託的受託人，必須持有公司註冊處核發的信託或公司服務牌照。¹³⁹因此，對其資產授予信託的發行人，或為其已取得的資產建立信託的證券化SPV，可能符合這個定義，因此需要牌照。然而，證券化SPV因其功能有限，或缺標準營運公司會有的金融服務合規部門，要取得牌照可能有困難。如果信託創立是為了促成或促進真正的商業交易，或保護和行使與此等交易有關的權利，亦即使用信託只是交易主要目的的附帶做法，要解決上述問題，建議透過法例免除信託遵守《打擊洗錢及恐怖分子資金籌集條例》下的信託牌照規定。

優化基金互認安排

內地與香港基金互認安排（MRF）是內地與香港金融共生的基石，進一步優化將更能符合投資者的利益以配合全球的發展趨勢。在與業界持份者進行深入訪談後，構建出需要改善的框架。

市場人士指出，政府需要在短時間著手處理部分業界需求，其中根據目前的規定要求基金經理必須常駐香港，並禁止指派非常駐香港的基金經理處理歐洲和美國市場的投資。這項規定不僅限制了MRF開拓全球市場的能力，也限制了提升基金績效的管理。因此，我們建議政府應採用與國際社會常見的管理模式，允許基金經理進行跨境操作，讓MRF能夠涵蓋更多元化的資產範圍並緊貼市場脈搏。¹⁴⁰

此外，目前的MRF設有銷售額50/50銷售規模的規定，即銷售給香港投資者的持份價值不應超過基金總資產價值的50%，相同規定亦適用於內地市場。因為兩地市場的規模並不均等，此一方法並不符合實然市場需求。以市場指標為指導，結合基金市場規模的比較分析，重新評估此政策，放寬50/50的銷售限制，將有利於MRF的發展。這樣的評估可以產生更務實和相稱的資產配置架構。

再者，內地方面對基金互認的審批程序較為冗長，往往需時八到九個月，缺乏靈活的審批流程，難以緊貼市場的最新投資動態。制定更迅速流暢的審批流程，顯著提升運作效率，更能滿足市場需求。建議內地監管機構亦應優先處理即時一致的資訊分享，並努力提升審批過程的透明度，強化資訊流通。

優化跨境理財通

自2021年推出以來，跨境理財通便備受期待，有望可落實大灣區發展前景的理想投資工具。兩地有關當局適時評估計劃效率和有效性，政府亦已承諾進行必要調整以優化運作流程，令計劃極受兩地投資者廣泛歡迎。業界專家針對現行計劃細節，建議可改善跨境開戶手續、增加投資配額，及擴大產品範圍。

如前文所述，內地和香港的監管機構在2024年1月引進五項優化措施，以解決其中一些受關注的領域，其中最重要的是增加投資配額，以減輕重大限制。

¹³⁶ 根據結構融資產業協會的會議。

¹³⁷ 電子版香港法例第163章《放債人條例》。於2024年1月8日存取。https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap163

¹³⁸ 電子版香港法例第112章《稅務條例》。於2024年1月8日存取。https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap112

¹³⁹ 電子版香港法例第615章《打擊洗錢及恐怖分子資金籌集條例》。於2024年1月8日存取。https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap615

¹⁴⁰ 大公文匯。發展建議/優化基金互認 公會倡三項改革。2022年5月。https://epaper.tkw.com.hk/a/202205/18/AP62840e25e4b0a4690265f7ab.html

納入保險產品

除已公布的優化措施外，業界認為納入保險產品可有助於市場發展。保險產品不僅可作為必要的風險管理工具，對於分散投資組合具有關鍵作用，並且在人民幣國際化方面也扮演著關鍵角色。2009年，隨著當時對人民幣產品投資機會需求的增加，人民幣保險產品進入市場。目前，香港約有一半的壽險公司提供人民幣保險產品。這突顯了香港作為一個提供多樣化保險產品，有效滿足各種客戶需求（包括內地公民）的獨特地位。¹⁴¹

中港兩地居民交流頻繁，不論是跨境出行或到訪大灣區城市旅遊，因此促進內地與香港的保險整合極為重要。如果把人民幣保險產品納入跨境理財通計劃，可為投資者提供更全面的金融工具選擇，加上保險本身也具有穩定性和風險管理優點，可滿足內地投資者對積極尋求分散投資渠道的需求，並補充內地政府促進投資分散化的策略。

內地的老齡人口持續增加，僅僅仰賴養老金並不足以滿足銀齡一族的需求，社會需要按他們的風險管理的特定需求提出針對性解決方案。這為引入年金產品提供重大機遇，可為退休人士提供穩定收入，有效減輕退休後財務負擔。此外，香港保險公司發行人民幣養老年金保單可以方便計劃在內地（尤其是大灣區）退休的香港居民。在這方面，人民幣養老年金產品有潛力增進連接性，進一步促進人流雙向流通。

把人民幣保險產品納入跨境理財通，可以從較簡單易懂的產品開始，隨著計劃推展及對市場的熟悉度和信心增加後，可引進較複雜的保險產品，以配合不同的風險取向和投資偏好。舉例而言，除人民幣計價產品外，亦可考慮引進多貨幣可轉換產品，這些產品提供外幣兌換選擇，讓保單持有人在保單年度期間可彈性改變保單貨幣，一開始可實行人民幣與美元互換的選擇，讓投資者有更多貨幣風險分散的機會。

在關鍵地點如南沙和前海建立保險售後服務中心，為保險通的發展奠定了基礎。如果將保險產品納入跨境理財通，將更進一步的促進保險通計劃的發展。保險通涉及的內地和香港監管狀況更為複雜。因此首階段可以采取較為審慎的做法，包括在一開始制定離岸限制或試點計劃，在受控制下的環境進行檢驗和改進保險通架構，最後使之臻於完善。此類試點計劃可以專注於較不複雜的產品，例如非人壽保險產品。也可以探索利用理財通目前安排的閉環機制，包括使用指定帳戶。但這些措施的可行性和仍需要全面評估。

其他可能的增強措施

內地與香港之間的跨境資訊流通也迫切需要改善。發展基礎建設外加上優化信息流通，將改善跨境開戶手續，例如使用數碼認證，並實行涵蓋內地和香港兩地的收集個人資料聲明，簡化同一個銀行集團內的開戶手續，以進一步簡化流程，便利香港投資者參與進行跨境理財通的北向交易。

建議2：強化新興高增長領域的互聯互通

REIT通

根據我們的訪談結果顯示，房地產投資信託基金（REIT）因其可能為傳統資產類別帶來風險分散的好處而越來越受市場關注。隨著內地REIT市場持續成長，以及REIT在全球的普及，香港可以藉此機會吸引更多REIT在香港掛牌上市，鼓勵投資者參與在岸內地REITs（C-REITs）和香港REITs（H-REITs），發展成為區域REIT投資的樞紐。¹⁴²

自2021年6月首批九隻公共基礎設施C-REITs在試點計劃下掛牌上市以來，內地的REIT市場在數量方面迅速增長，並擴展至更廣泛的資產類型^{143,144}。截至2022年，C-REITs是已成為亞洲第四大市場。¹⁴⁵內地的REIT市場快速增長強化了將REITs納入滬深港通，或建立類似機制的理由。中國證監會意識到外資參與REITs的潛力，正在探索將C-REITs納入互聯互通機制的可能性。¹⁴⁶金發局樂見香港政府目前正在與內地當局討論擴大互聯互通機制，將REITs納入其中。¹⁴⁷

香港金發局早於2021年便提出把REITs納入滬深港通計劃，以推動內地與國際市場的雙向REIT投資。¹⁴⁸提高互通性讓投資者有更多機會投資C-REITs和H-REITs，REITs的現有和潛在發行人（包括國有企業、企業和私募股權公司）也會受益於額外的流動性。反過來，這將增強 C-REITs 和 H-REITs 的全球競爭力，可能吸引來自香港、內地和自全球各地的贊助商。以國家一帶一路倡議沿線的發行人為目標，可帶來有吸引力的機會。這些市場以其龐大的基礎設施項目而聞名，為投資帶來潛在的前景。根據世界經濟論壇的一項研究，2023年上半年“一帶一路”國家簽署了100多項“一帶一路”的協議，總價值達430億美元。與2022年上半年相比，增長了20%。¹⁴⁹另外，私募股權基金經理表示有興趣以REITs的形式打包其投資，但內地的監管

141 S&P Global (2016年11月), Chinese currency depreciation hits yuan insurance market in Hong Kong,

<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/trending/hjtyvxqxohetpyl1g8hwhw2>

142 港交所。香港的離岸內地房地產投資信託基金深具發展潛力。2023年10月。

https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2023/CCEO_ML_REIT_202310_e.pdf

143 德勤。中國REITs發展報告。2023年7月。

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cn/Documents/real-estate/deloitte-cn-re-china-REITs-development-report-zh-230714.pdf>

144 詳情請參照本報告附錄1。

145 戴德梁行。2023亞洲REIT市場洞察報告。2023年。<https://cushwake.cld.bz/asia-REIT-market-insight-2023/4-5/>

146 上海證券報。證監會：抓紧完善REITs信息披露體系 研究推動將REITs納入互聯互通機制。2023年7月。<https://news.cnstock.com/news/yw-202307-5087235.htm>

147 香港政府。(2024年2月)。2024-25年度財政預算案。<https://www.budget.gov.hk/2024/eng/budget16.html>

148 金發局。振興香港房地產投資信託基金市場 — 提升流動性。2021年5月。

<https://www.fscd.org.hk/en/insights/revitalisation-of-hong-kong-s-real-estate-investment-trusts-market-promoting-liquidity>

149 世界經濟論壇 (2023年11月), China's Belt and Road Initiative turns 10. Here's what to know,

<https://www.cfr.org/backgrounder/chinas-massive-belt-and-road-initiative>

限制抑制了C-REITs作為私募股權投資可行退場策略的吸引力，因為IPO收益有90%必須重新投資於屬於同一資產類別的新項目或者現有項目。此外，內地監管機構優先考慮符合國家發展計畫的特定資產類別，並安排相應 C-REITs 上市。因此，尋求退出策略和/或管理非優先產業資產的私募股權基金經理人可能會將 H-REITs 視為替代方案，但目前與內地REITs的定價差距又是個阻礙因素。實行REITs通加上改善流動性，可透過REIT IPO將香港建立為私募股權退場的理想平台。

在擬定將REITs納入滬深港通/REIT通的資格標準時，採用包容性的策略會更為有效。標準應盡可能務實且全面，容納REITs市場的多元性本質，並了解到REITs (特別是 C-REITs) 的市值通常低於上市公司。此外，激勵更多發行人通過H-REITs將其投資組合掛牌上市，不僅符合人民幣國際化的長遠目標，而且若能鼓勵新設立及現有的H-REITs採用雙貨幣模式。

私募股權互聯互通

內地和香港擁有亞洲前兩大私募股權市場，可望透過加強互聯互通性而受惠，事實上在近年來，兩地均有意願提升私募股權市場的互通性。

- 前海管理局與財庫局在2022年2月聯合發布《關於支持前海深港風投創投聯動發展的十八條措施》(簡稱十八條措施)，目的是促進深圳與香港的風投創投聯動發展，以滿足創新科技部門初創企業越來越高的私募投資資本需求。十八條措施支持香港有限合夥基金在前海設立合資格的投資實體，鼓勵前海的合格境內投資企業(QDIE)基金經理投資香港創新科技，並提議為金融創新利用跨境監管「沙盒」機制，以促進深圳和香港私募股權市場的聯動發展。¹⁵⁰
- 內地多個監管部門在2023年2月發布了《關於金融支持前海深港現代服務業合作區全面深化改革開放的意見》(簡稱為三十條措施)，包括進一步支持香港私募股權基金在前海發展，以及有序地探索深圳與香港私募股權市場互通機制的措施。這項計劃讓程序流暢化、擴大了投資範圍，並降低投資者障礙，特別讓在香港註冊的私募股權基金能夠獲得合格境外有限合夥人的地位，並從事內地投資，同時也能釐清納稅狀況。¹⁵¹
- 2023年施政報告指出，政府計劃利用在前海合作區的金融改革與創新措施來擴大在前海的香港金融機構業務。相關措施包括促進香港的有限合夥基金取得前海QFLP的資格，以參與內地的私募股權投資。¹⁵²

提升跨境私募股權互通性對於經濟增長十分重要，QFLP及QDIE架構促進資金流向內地，並引導內地資金流入香港。因此，一項關鍵策略計劃是完善前海模式，包括推行對投資者更加有利的QFLP和QDLP政策，以簡化和鼓勵基金經理及私募股權投資者在前海與香港之間進行跨境投資。

現行的「十八條措施」和「三十條措施」已為此類安排奠定了堅實的基礎。在此基礎上，政府應考慮分階段將這些措施擴展至其他金融中心，如上海和海南，以開拓更多機遇。在這些地區實施上述政策，有望提升跨境資本交易的流動性和規模，並在更廣泛的經濟框架內加強私募股權投資的地位。

外匯管制也會影響這些跨境投資的成功。倘若香港能夠在前海推出一個試點計劃，將有助於為私募股權投資提供更為高效的資金流動。在「三十條措施」的支持下是可行的，因為這些措施倡導在跨境金融和外匯管理方面進行實驗性改革。

在此領域，另一個能強化互通性的方法是在香港加快建立人民幣計價的私募股權基金，同時允許在內地提取人民幣。藉由促進內地與香港之間的人民幣流動 – 或許是在一個封閉循環的環境中，可增進人民幣在內地以外的流通。這項策略需要香港與內地政府合作制定有利於此目的的政策。

總括而言，這些策略性計劃的宗旨是要創造一個更一體化、和充滿活力的私募股權環境，以鞏固香港作為多元廣泛金融活動中心的角色。

大宗商品通

大宗商品是人民幣國際化不可或缺的一部分，而香港有潛質發展成為卓越的大宗商品交易樞紐。致力於成為大宗商品交易樞紐，香港交易所於2012年收購了倫敦金屬交易所(LME，全球最大非貴金屬交易所)建立穩固的基礎。根據路透社在2024年1月的一則報導指出，LME據報正研究將香港作為擴大其全球金屬倉庫網絡的地點，以便進一步開拓內地市場。¹⁵³

綜觀歷史而言，商品交易中心主要位於實體商品移動及有穩健運輸基礎建設的地點。全球各地歷史悠久的商品交易中心便是最好的例子，包括芝加哥、休士頓、倫敦和新加坡。作為進入內地市場的跳板，香港有優勢成為促進北向和南向商品交易

150 財庫局。深圳市前海深港現代服務業合作區管理局香港特別行政區政府財經事務及庫務局關於支持前海深港風投創投聯動發展的十八條措施。2022年2月。
https://www.fstb.gov.hk/en/financial_ser/financial-co-operation-with-the-mainland_Full-document.html

151 中國國務院。中國人民銀行銀保監會證監會外匯局廣東省人民政府對金融支持前海深港現代服務業合作區全面深化改革開放的意見。2023年2月。
https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2023-02/23/content_5743026.htm

152 香港特區政府。2023年施政報告。2023年10月。https://www.policyaddress.gov.hk/2023/public/pdf/policy/policy-full_en.pdf

153 路透社。獨家：倫敦金屬交易所鎖定香港為金屬倉庫網絡擴充的選擇。2024年1月。
<https://www.reuters.com/markets/commodities/lme-targets-hong-kong-option-warehouse-expansion-2024-01-30/>

的中心，協助中國與全球市場接軌。

雖然傳統上香港未以商品交易為主，但卻是把實體黃金從歐洲和其他地區運輸到中國的重要樞紐，促成了本地繁榮的黃金交易市場發展，使香港具備成為亞洲黃金主要定價者的潛力。目前，香港期貨交易所（HKFE）提供黃金和白銀期貨。為充分發揮香港作為黃金交易中心的潛力，香港期貨交易所可探討與金銀業貿易場進一步合作。

從產品供應的角度而言，憑藉健全的金融交易基礎建設和歷史，香港可讓內地投資者參與LME交易的大宗商品，以提升其大宗商品供應。這可藉由發展商品通來完成，與現行互聯互通機制的架構互相呼應。此措施可幫助內地投資者更廣泛地參與國際商品市場。此外，香港交易所還可以透過便利前海商品交易所有限公司或上海期貨交易所（SHFE）等境內交易所交易的商品來吸引國際投資者。

在中東市場，人民幣用於石油交易結算的情況日益增多¹⁵⁴，香港和內地亦應在此基礎上專注於吸引更多內地消費的商品，這項策略性舉措可提升人民幣作為全球貨幣的角色，並進一步強化商品交易生態系統。舉例而言，印尼的鎳是電動車供應鏈不可或缺的商品，市場應鎖定這類商品作為人民幣計價交易的目標。

事實上，我們在相關領域已見證了一些成效，特別是商品的國際化進程中表現顯著。內地有23種國際化的大宗商品，為國際投資者提供了直接投資機會¹⁵⁵、¹⁵⁶，但仍大多數主要透過QFII計劃進入交易所市場，對國際投資者做成一定程度的不便。

鑒於香港在連接中國與西方世界資金流通上扮演著重要角色，我們可考慮如何藉由強化兩個市場的互通性，在人民幣國際化的過程領先。香港可積極主動地將自己定位為亞洲地區的重要人民幣計價商品定價中心，藉以塑造商品市場的動態¹⁵⁷，鞏固香港作為最大離岸人民幣中心地位。鑑於大宗商品交易市場的高潛力，金發局將會進行相關研究，進一步全面探討相關議題。

增強離岸人民幣市場的深度與廣度

強化內地與香港的金融互聯互通，對支持人民幣國際化十分重要。人民幣國際化的成功取決於數個關鍵因素：提升人民幣流動性、擴大以人民幣計價的金融產品、強化人民幣資產風險管理工具，以及優化人民幣業務的交易基礎建設。實行這些措施有助於香港建立更完整的人民幣生態系統，進而推動人民幣在全球的使用。

建議3：促進離岸人民幣市場的流動性

流動性是貨幣國際化的關鍵因素。香港擁有最龐大的離岸人民幣資金池，以及活躍的人民幣外匯市場。在2022年7月，中國人民銀行與香港金管局優化貨幣互換協議，改為常備協議形式，毋須續期，而協議規模由原來的5,000億元人民幣/5,900億元港幣擴大至8,000億元人民幣/9,400億元港幣，目標有望增加人民幣在香港離岸人民幣市場的流動性。¹⁵⁸此外，值得注意的是，該協議所設立的互換額度在全球範圍內均居首位，為香港離岸人民幣市場的發展提供了充足的流動性後備。

透過持續努力和落實合適措施可確保流動性持續成長和穩定，更能夠積極支持香港離岸人民幣市場的進一步發展。

吸引來自海外市場的人民幣以刺激對人民幣計價投資工具和產品的需求

要進一步推動環球市場使用人民幣結算，需要訂立更明確的目標和詳盡的計劃，吸引香港以外的海外市場認識到使用人民幣的便利性，並鼓勵全球企業和個人將人民幣作為認可的跨境投資和交易結算貨幣，特別是東南亞和中東國家。當中可以特別聚焦於石油業。透過引入和支持人民幣計價的石油合同，特別是與中國建立緊密關係的國家，可作為有影響力的工具，預期能產生新獲利機會，並進一步增加市場流動性。

推廣人民幣結算將帶來雙重效益，包括增加持有人民幣的個人和機構數目，以及刺激對人民幣計價投資工具和產品的需求。當中，中東地區是進一步促進人民幣使用的理想合作夥伴。隨著人民幣已用於石油支付¹⁵⁹，香港可借此向中東各國推廣在商品交易以外的交易使用人民幣結算。透過培育有利於第三方交易使用人民幣的環境，香港可擔當積極的角色，推動人民幣在跨境交易中的廣泛應用。

154 上海石油天然氣交易中心。中國石油達成我國與海合會國家首單LNG跨境人民幣結算交易。2024年4月。https://www.shpgx.com/html/zxdt/20230424/5362.html

155 中國證券監督管理委員會。證監會確定菜籽油、菜籽粕、花生期貨和選擇權為境內特定品種。2023年1月。http://www.csrc.gov.cn/shanghai/c105566/c6974400/content.shtml

156 中國期貨協會。完善行業自律規則體系 促進期市健康平穩發展。2023年1月。

https://www.cfachina.org/aboutassociation/associationannouncement/202301/t20230116_35150.html

157 深圳市人民政府。前海聯合交易中心：助力提升大宗商品人民幣定價能力。2023年7月。http://www.sz.gov.cn/cn/xxgk/zfxgj/zwdt/content/post_10692731.html

158 金管局。中國人民銀行與香港金融管理局優化貨幣互換協議。2022年7月。https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2022/07/20220704-5/

159 上海石油天然氣交易中心。中國石油達成我國與海合會國家首單LNG跨境人民幣結算交易。2024年4月。https://www.shpgx.com/html/zxdt/20230424/5362.html

中國與中東的關係日益密切

中國在中東的經濟外交和戰略投資標誌著中國有意鞏固人民幣在該地區金融架構中的地位。在2022年，中國主辦首屆中國-阿拉伯國家峰會及中國-海灣阿拉伯國家合作委員會峰會，展現了對兩地策略性合作並促進中東經濟發展的承諾。¹⁶⁰中國與海灣阿拉伯國家的自由貿易協定談判在中國外交議程上亦具重要地位。¹⁶¹

此外，中國已逐漸成為沙地阿拉伯¹⁶²和阿聯酋在全球的首要非石油貿易夥伴，而阿聯酋更是中國第二大貿易夥伴。¹⁶³

一帶一路倡議是中國促進各地區互通合作的標誌性外交政策。根據中國一帶一路投資報告指出，中東及北非地區在2021年受到中國投資者關注，相關地區在2022年的一帶一路參與度顯著激增，佔總參與度的23%，較前一年上升16.5%。¹⁶⁴

內地和香港可配合具伊斯蘭教義的基金量身訂做人民幣投資產品，利用內地與中東日益增強的經濟協同效應。這些基金嚴守伊斯蘭教義的金融原則，嚴格遵照倫理道德投資綱領，不得有來自酒類、豬肉、武器等界別的收入。根據市場人士的指出，外國投資者的興趣主要來自石油和銀行業，尤其是中東投資者，這些界別被認為符合伊斯蘭教義。¹⁶⁵香港擁有完善的金融平台，例如滬深港通和港幣-人民幣雙櫃台模式，具絕佳的優勢引入中東的資金以投資內地股權市場。

建議4：離岸人民幣產品供應多元化

市場人士指出，香港人民幣產品的供應和種類有限，限制了可支配流動性的使用效率。雖然互聯互通機制的發展有助推動多元化的金融發展，但市場仍需提供更多種類的人民幣產品，方可緊貼市場發展趨勢，滿足投資者的多元化需求。

進一步發展離岸人民幣債務市場

作為首屈一指的離岸人民幣債券市場，香港仍需進一步提升債券市場的深度和廣度。在2022年，香港發行包括存款證在內的離岸人民幣債券，金額達3,300億元人民幣¹⁶⁶，在2023年更達到5,451億元人民幣¹⁶⁷，包括由港府發售的150億元人民幣綠色債券。¹⁶⁸在擴大離岸人民幣收益率曲線，並提升市場離岸人民幣產品供應範圍方面，都一直扮演著關鍵角色。

雖然市場現時已取得正面成果，但香港仍需繼續積極推動債券市場發展方可吸引不同發行商，亦更須考慮一帶一路、東盟、中東和拉丁美洲等新興市場的投資者需求。這些投資者經常相較已開發市場投資者需付出更高的資金成本，因此會青睞能提供較高超額報酬的投資機會。因此市場必須提供適當平衡風險與報酬特性的投資產品，吸引新興市場的投資者使用人民幣當作投資貨幣。這些倡議符合政府利用香港作為「一帶一路」功能平台的角色，以及開拓東協和中東新市場的目標。¹⁶⁹在這方面，可考慮以下建議：

發行與非境內市場風險掛鈎的離岸人民幣債券：擴大離岸人民幣產品範圍，探索納入內地市場風險以外的產品，讓外國投資者有機會投資與中國市場較少關連的人民幣產品，藉此分散人民幣投資。這亦可鼓勵非中國企業在香港發行人民幣債券，包括與中國建立緊密貿易投資關係的中東和東盟國家的企業。為了促進相關做法，必須為這種人民幣債券發行建立基準收益率曲線，提供定價和估值的參考點。另外，亦可吸引非中國的發行商在債務工具中央結算系統（CMU）掛牌和發行人民幣計價債券及存款證，善用點心債券市場和南向債券通等平台，提升更大的投資配額並提高投資者參與度，使南向債券通運作更順暢，將有助於非中國的發行商進入人民幣債券市場。

代幣化債券：香港政府在2023年2月16日首次發行8億港元的一年期代幣化綠色債券¹⁷⁰，這是第一個受香港法律監管的代幣化債券，突顯了香港擁有靈活便利的法律和監管環境，有利於發行創新債券。2024年2月6日，政府更進一步發行全球首單多幣種數位綠色債券，以港元、人民幣、美元和歐元計價。¹⁷¹展望下一步，可藉由發行代幣化綠色債券的成功經驗，市場可探索將創新科技和金融工具結合在人民幣債券市場中的可行性，這不僅能提升效率、改善透明度、擴大產品供應，也有助於市場的發展，增加對投資者的吸引力。

160 中國外交部（2022年12月），國家主席習近平出席首屆中國-阿拉伯國家峰會，發表關鍵演說，強調帶著中國與阿拉伯友誼特色的團結互助、平等與互利精神前進，互相包容和學習，在新時代攜手建立一個有共同未來的中國-阿拉伯共同體，https://www.fmprc.gov.cn/mfa_eng/zxxx_662805/202212/t20221211_10988748.html

161 中國日報（2023年2月），中國-海灣阿拉伯國家自由貿易協定為議程優先項目，<https://www.chinadaily.com.cn/a/202302/01/WS63d9a031a31057c47ebac2b7.html>

162 阿拉伯新聞（2022年12月），中國如何成為沙烏地阿拉伯的首要貿易夥伴-復興古老絲路？

<https://www.arabnews.com/node/2213231/business-economy>

163 中國駐阿聯酋大使館（2022年9月），中國駐阿聯酋大使張益明在慶祝中華人民共和國成立73周年招待會上的致辭，

http://ae.china-embassy.gov.cn/eng/dshd/202209/t20220929_10773756.htm

164 綠色金融與發展中心（2023年2月）中國一帶一路（BRI）2022年投資報告，<https://greenfdc.org/china-belt-and-road-initiative-bri-investment-report-2022/>

165 Sina（2023年9月），中東土豪上半年爆買A股，多國主權財富基金同步中國佈局，現身89家上市公司前十大流通股東，

https://finance.sina.cn/stock/ggyj/2023-09-07/detail-imzkvkm8315705.d.html?vt=4&cid=76524&node_id=76524

166 證監會。2022年資產及財富管理活動調查。2023年8月。https://www.sfc.hk/-/media/EN/files/COM/Reports-and-surveys/AWMAS-2022_E.pdf?rev=3b6a43ac11404a2cacf7123c2f5c949e&hash=C33D88F5AAEAC176BC072AE9326091CC

167 金管局（2024年2月），2024年2月5日立法會財經事務委員會簡報會，

<https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/about-the-hkma/legislative-council-issues/20240205e2.pdf>

168 香港政府。香港特區政府發售機構綠色債券。2023年6月。<https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2023/06/20230601-5/>

169 香港政府。2024-25年度財政預算案。2024年2月。<https://www.budget.gov.hk/2024/eng/budget16.html>

170 金管局。香港特區政府發售首批代幣化綠色債券。2023年2月。<https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2023/02/20230216-3/>

171 金管局（2024年2月）。香港特區政府發售數碼綠色債券。<https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2024/02/20240207-6/>

布雷迪債券：布雷迪債券發行的目的是交換有違約風險的商業銀行貸款，這些債券經常有零息債券擔保，以折價購入，其價值在到期時會足以償付布雷迪債券的本金，因此在理論上可降低債券持有人的信用風險。透過發行布雷迪債券以支持推動人民幣國際化，可以是一項吸引更多廣大投資者群並提升人民幣計價投資吸引力的策略性舉措。¹⁷²中國人民銀行的研究員已提議，針對高負債國家積欠中國的不良債務，或可發行人民幣計價的類布雷迪債券以作為重整這些債務的解決方法。根據中國人民銀行金融研究所所長周誠君指出，除了評估債務可持續性，以及進行必要的政策改革來恢復債務國的經濟穩定性和成長外，引進人民幣計價的類布雷迪債券不僅能解決債務重整挑戰，也有助於發展全球人民幣債券市場。¹⁷³

總括而言，確保香港發行商的融資成本與內地的融資成本是非常重要的。

擴大及推動人民幣計價股票多元化發展

如要善用內地和香港股市的發展機遇，可考慮多管齊下擴大人民幣計價股票的範圍。

鼓勵在內地上市的科技公司發行香港預託證券 (HDR)：藉由促進內地上市的科技公司在香港發行香港預託證券，讓投資者可擴大投資範圍，同時亦享有香港股市高流動性和透明度的好處。HDR為國際投資者提供了便捷且可接觸內地高速發展的科技行業的渠道，特別是對於那些沒有參與滬深港通機制的上市公司。

擴大港幣-人民幣雙櫃台模式：港幣-人民幣雙櫃台模式於2023年6月推出，目標是推動更健全的人民幣產品生態市場，但現行的計劃尚未發揮其全部潛力。

目前共有24家香港上市公司被納入雙櫃台模式¹⁷⁴，港交所應考慮鼓勵更多證券加入這項計劃，以吸引更多投資者，創造更有活力的市場。展望未來，當局或可考慮將雙貨幣的選擇擴大到其他金融工具，例如衍生品和其他融資計劃。

現行制度的限制讓內地投資者無法透過滬深港通利用雙櫃台模式進行跨境投資，要改善這個情況，必須將雙櫃台模式完全納入滬深港通計劃，這有助促進更深化的市場整合，並讓內地投資者能參與香港人民幣計價股票。

利用香港上市的海外股票豐富人民幣計價產品：結合與日本和中東等其他市場有關聯性的香港上市的海外股票，豐富人民幣計價產品的標的資產。香港目前的人民幣產品組合主要由A股和中國債券組成，而建議的做法讓投資者能取得更多元化的人民幣計價產品，因此降低內地市場的相關集中風險。擴大資產基礎可望提高投資者的興趣，並鼓勵更持續地參與各種投資週期的人民幣計價產品。

促進香港股票使用人民幣作定價、交易和融資：為了進一步深化人民幣在香港股市的使用，當局可與銀行、經紀商和金融服務提供商等重要金融機構合作，有助於創造符合投資者偏好的人民幣產品及服務。此外，當局亦可推出獎勵措施讓市場人士更樂於採用人民幣。透過持續改良市場基礎建設，包括交易系統、結算和結算機制及支付系統，將能確保香港股市的人民幣交易能高效順暢運作。

探索創新的人民幣產品

由於資產代幣業逐漸受到主流認同，商界亦開始發掘相關市場的增長潛力和需求。全球代幣化市場在2023年達到28.7億美元，預期到2027年會達到68.9億美元。從發行證券型代幣發行 (STO) 的角度而言，美國、德國和瑞士正率先開發這個新興的集資市場。¹⁷⁵

如前文所述，政府兩次發行港元、人民幣、美元和歐元的代幣化綠色債券，證明了香港擁有靈活便利的法律和監管架構，貼合發行創新債券的目標，因此當局可考慮把這個方法擴展至其他金融產品，而證監會針對代幣化證券相關活動及認可投資產品，在2023年11月兩度發出通函。¹⁷⁶

隨著香港持續努力促進可持續金融科技生態系統發展，可望吸引內地公司或產品發行者探索證券型代幣發行 (STO) 或其他以人民幣計價的代幣化資產，為他們額外的集資渠道。

172 以美國前財政部長Nicholas Brady命名的布雷迪債券，是新興市場國家為重整其外債而發行的主權債務工具。這種債券通常是以美元等外幣發行，有著各種對投資者具吸引力的特色，可贖回債券或票息遞增債券是最常見的特色，提供了操作彈性及可能較高的報酬。此外，某些債券可能因為連結到經濟因素或油價而提供額外的收益來源，進一步增加了對投資者的吸引力。

173 波士頓大學全球發展政策研究中心。低收入國家主權債務重整與「上海模式」的反思。2022年1月。

<https://www.bu.edu/gdp/2022/01/30/reflections-on-sovereign-debt-restructuring-in-low-income-countries-and-the-shanghai-mode/>

174 港交所。香港交易所推出「港幣-人民幣雙櫃台模式」及雙櫃台莊家機制。2023年6月。https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/2023/230619news?sc_lang=en

175 國際金融法律評論 (2023年9月)，香港證券型代幣發行：Web3時代的募資，

<https://www.iflr.com/article/2c5buqbppkg8jsuallse8/features/security-token-offerings-in-hong-kong-raising-capital-in-the-web3-era>

176 證監會 (2023年11月)。有關中介人從事代幣化證券相關活動的通函。https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/circular/doc?refNo=23EC52;

證監會 (2023年11月)。有關代幣化證監會認可投資產品的通函。https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/circular/doc?refNo=23EC53

建議5：豐富人民幣風險管理工具

如市場人士指出，雖然香港的離岸人民幣中心地位因為多元化的人民幣投資產品而得到廣泛認可。然而，日益增多的聲音表明，若能將更多避險工具納入香港離岸人民幣生態系統，將有助於降低持有人民幣的風險，並進一步鞏固香港作為區域風險管理中心的地位。如前所述，隨著內地與「一帶一路」沿線國家關係的深化以及區域全面經濟夥伴關係協定（RCEP）的加入，石油以人民幣結算的機會不斷增加¹⁷⁷，從而推動了對人民幣的需求。¹⁷⁸故此，對於利用人民幣計價金融產品進行風險管理的需求亦持續上升。

其中一個選擇是引入**人民幣債券期貨市場**。債券期貨是一種高效靈活的避險投資商品，讓投資者能有效管理與中國債券投資組合有關的風險。港交所在2023年11月宣佈計劃在香港推出中國國債期貨，擴大中國相關風險管理工具組合，¹⁷⁹這可有助國際投資者對內地資產的風險進行避險。市場人士期望有關當局盡快落實相關計劃，如果市場發展順利，有可鼓勵把範圍涵蓋至其他人民幣計價債券。

除擴大避險產品外，為境外投資者參與境內人民幣外匯市場建立**健全及靈活的監管框架**十分重要。這種監管架構可滿足企業客戶的避險需求，並支持香港離岸人民幣生態系統的成长。如未能盡快落實相關建議，則可能導致人民幣業務外流到其他離岸人民幣中心。為了能夠維持離岸人民幣業務樞紐地位，香港必須盡快創造一個能夠滿足企業客戶避險需求的環境。

為了讓香港能夠提升作為領先的離岸人民幣交易中心的地位，政府應在實施適當保障措施的同時，積極支持高度市場化運作的環境。

促進人民幣生態系統的快速發展

建議6：推動人才互通

金融服務業專業人才跨境流動對推動業界發展至關重要。雖然內地與香港間的金融產品流通已經相當完善，但在某些跨境商業活動方面，如理財通計劃等，仍受到較為嚴格的限制，形成了發展瓶頸。這些計劃的有效推行和產品銷售，依賴於專業人才能夠自由進行跨境商業活動。

應對這項挑戰的一種方法是放寬考試要求和/或為具有海外資格的專業人士提供激勵措施，以鼓勵他們進入內地市場。透過認可國際專業資格，鼓勵結合國際觀點和技能，進而豐富內地的金融環境。

根據《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》（CEPA），內地自2004年起簡化了香港專業人士在證券、期貨或基金行業的從業資格的申請程序。持有香港證監會頒發的相關執照的專業人士，只需通過內地法律法規考試，即可免試專業知識考試。香港專業人士必須受聘於內地的證券、期貨或資產管理公司，才能在內地進行註冊或取得執照。證監會已向內地專業人士提供互惠安排。

然而，據內地行業協會的分享，儘管有這些安排，報考相關考試的專業人士人數仍然相對較低。這代表了需要進一步推廣這些機會，鼓勵更多外國專業人才在內地就業。

合資格的專業人才短缺，亦為跨境銷售金融產品帶來挑戰，尤其是ETF。沒有有效內地牌照的專業人才，限制了這些產品的銷售。其中一個可探索的決方法是設立銀行業協會的註冊制度，為專業人才提供獲取必要牌照的渠道，從而擴大跨境銷售金融產品的能力。

另一個可行的解決方案是，允許某些金融專業人士從事相對低風險及複雜性的臨時跨境金融活動，無需額外的考試或符合當地就業要求。早在2021年，深圳市政府已在稅務、建築、城市規劃、醫療、海事和旅遊等多個領域推行創新政策。深圳市政府為香港專業人士在這些領域豁免額外考試。這些專業人員只需向當地政府註冊，即可在深圳前海區或整個城市執業。¹⁸⁰這一發展為金融服務業以大灣區作為試點的起點計劃打開了大門。增進專業人才流動的措施意義重大，不僅擴大兩地金融機構的潛在人才庫，也強化了金融產品和服務的互通性，推動更全面的金融生態系統發展。

建議7：促進數據跨境流動

大灣區數據跨境流通是地區經濟發展的關鍵，市場人士指出現時跨境數據流動管理面臨不少挑戰，包括內地與香港的法律和監管架構有所不同，導致服務和產品範圍有所不同，進而引發了更多作業流程的考量。另外，數據輸出的相關法例影響了跨境企業內部的信息分享，影響了企業的客戶服務和財務業務安排。

在2022年，金發局發表了名為《連接數據：將香港打造為跨境金融數據樞紐》的研究報告，提出種種增進香港與內地資訊流通的措施建議，包括釐清規範跨境數據流動的法例、強化大灣區內的數據管理和政策協調、制定跨境資訊轉移的標準協議

177 上海石油天然氣交易中心。中國石油達成我國與海合會國家首單LNG跨境人民幣結算交易。2024年4月。https://www.shpgx.com/html/zxd/20230424/5362.html

178 中國人民銀行。2023年人民幣國際化報告。2023年10月。http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/3871621/5114765/2023102720175126516.pdf

179 港交所。香港交易所擬推出中國國債期貨。2023年11月。https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/2023/2311242news?sc_lang=en

180 深圳市人民政府辦公廳（2022年3月）。我市推進境外專業人才執業便利化 https://www.sz.gov.cn/cn/ydmh/zwdt/content/post_9609523.html

條款、成立第三方認證機構、探索資料轉移技術的使用，以及吸引和培育具備科技和數碼相關技能組合的人才。¹⁸¹此外，當局也可考慮各種互聯互通機制落實數據跨境流動的先導計劃。

金發局樂見創新科技及工業局和國家互聯網信息辦公室密切合作，推動數據從內地有序輸入香港，尤其是大灣區。在2023年6月，創科局與國家網信辦簽署《促進粵港澳大灣區數據跨境流動的合作備忘錄》，落實雙方對這項倡議計劃的承諾。¹⁸²在2023年12月，相關部門在此基礎上共同發布《粵港澳大灣區（內地、香港）個人信息跨境流動標準合同》（《大灣區標準合同》）便利措施及先行先試安排。¹⁸³首階段計劃公開邀請了對跨境服務需求較為殷切的銀行業、徵信業及醫療業機構參與，我們建議未來擴大範圍，讓更多金融機構參與。如果此合同在大灣區內證明是有效，亦建議擴大適用範圍至大灣區以外更多內地城市。

值得注意的是，香港金管局和中國人民銀行在2024年1月公布了六項深化香港和內地金融合作的政策措施，其中雙方的監管機構已同意推動跨境信資合作，以促進企業的跨境融資活動。在這項計劃下，香港和內地的銀行將能分享公司的信用信息，藉此讓香港企業更容易取得流動資金。香港金管局已表示在未來數個月開始進行試點計劃，並確認深港通道為初步的試點區。香港金發局樂見這項最新發展，並期待引入更有多有利措施以支持跨境信息共享。

建議8：善用基礎設施、數碼貨幣發展以及創新

為了推動本地人民幣使用，創造更完整的生態系統，有關當局可考慮採用多項策略性計劃，以提升離岸人民幣生態系統的效率、韌性和整體結構。

當中首要的是持續提升香港跨境基礎建設連結，以提升效率和結構穩定性，相關的例子包括香港金管局推行的為期多年的項目，目標是將系統現代化，使中央結算系統能執行所有必要功能。

另外，金融機構在建立更有效率的人民幣生態系統中扮演的角色，金融機構應增強其基礎建設，以推動人民幣更廣泛的使用，策略可包括擴大人民幣結算銀行網絡，進而提升取得人民幣服務的管道，並增進市場流動性。為了達到內地與香港之間的人民幣交易高效運作，改善跨境支付系統是不可或缺的一步。此外，發展多元化的人民幣計價金融工具，將為投資者提供更多投資選擇，促進香港人民幣市場的發展。

香港也可以利用數碼貨幣的興起，支持人民幣在國際間的擴展。透過把香港定位為數碼人民幣全球跨境支付網絡其中一個重要節點，香港可試行探索日益受關注的數碼貨幣的可行性，並提升香港作為全球金融中心的競爭力。¹⁸⁴

為了讓香港作為全球金融中心繼續蓬勃發展，業界強調繼續創造有利於創新的環境的重要性，並接納在發展過程中必然會遇到挑戰或挫敗。這方可讓香港能夠繼續在全球金融中心的地位上繁榮興盛。此方式會讓企業願意承擔經過權衡利弊後的風險，並從錯誤中學習，也能在保護投資者的框架內成長。香港必須適時調整其監管門檻，確保這些門檻是合理且公平。如設定的門檻過於嚴格，雖然有助發掘穩固的大型實體，卻阻礙了較小但有實力的投資者。

香港在過去一直被讚許能快速應對投資者的需求，當中包括率先引進H股，為特專科技業及特專科技公司指定上市規則以及發布代幣化指南。這些都清楚地表明了政府致力於擁抱創新，培育金融市場創新發展。香港必須持續縮小創新差距，以適應不斷變化的投資者偏好。根據目前市場趨勢的轉變，特別是對數碼資產和代幣化證券的關注，反映了投資者的偏好及金融業發展路徑的轉變。雖然香港在債券和股權方面的傳統市場發展仍然穩固，但為了緊貼市場發展趨勢，對產品創新有明顯需求。

為了填補這個創新缺口並把握機遇，香港必須訂立長期願景以支持長遠的創新倡議舉措，包括調整監管標準以提升競爭力和歡迎新市場參與者。修訂監管架構並非會削弱市場質素或一體性，反之，它將為新進者開拓發展空間，促進香港金融服務業的多元化發展和活力，以建立有韌性的金融生態系統，適應瞬息萬變的全球金融需求。

181 金發局。連接數據：將香港打造為跨境金融數據樞紐。2023年12月。https://www.fsdc.org.hk/media/rbjle0yr/20221209-datahub-report-final-en.pdf

182 香港特區政府。創新科技及工業局與國家互聯網信息辦公室簽署合作備忘錄。2023年6月。https://www.info.gov.hk/gia/general/202306/30/P2023063000219.htm

183 香港特區政府。《粵港澳大灣區（內地、香港）個人信息跨境流動標準合同》便利措施及先行先試安排。2023年6月。

https://www.info.gov.hk/gia/general/202312/13/P2023121300134.htm

184 北京大學匯豐商學院。張明：數字貨幣如何助推人民幣國際化？2023年5月。https://mp.weixin.qq.com/s/Z2dj4j_GS6Pey5cl1qTMFQ

圖 18: 建議摘要

優化市場互聯互通機制並探索全新的互通選擇			
	建議1: 優化目前的市場互聯互通機制	建議2: 強化新興高成長領域的互通性	
短期	<ul style="list-style-type: none"> • 互換通: 推出南向通 • ETF通: 增加特色和非股票型ETF • 債券通: 增加中國證券交易所市場的(綠色)資產支持證券 • 基金互認: 調整銷售額50/50銷售規模的規定 • 理財通: 加入保險產品 	<ul style="list-style-type: none"> • 私募股權: 為跨境私募股權交易建立綠色渠道 • REIT: 將REITs加入滬深港通或建立REIT通 	
中期	<ul style="list-style-type: none"> • 互換通: 拓展範圍和功能 • 基金互認: 取消銷售額50/50銷售規模的規定 	<ul style="list-style-type: none"> • 大宗商品: 引入商品通 	
增進離岸人民幣市場的深度與廣度			
	建議3: 促進離岸人民幣市場的流動性	建議4: 離岸人民幣產品供應多元化	建議5: 豐富人民幣風險管理產品
短期	<ul style="list-style-type: none"> • 進一步吸引其他市場投資人民幣, 例如中東和東南亞 	<ul style="list-style-type: none"> • 擴大港幣-人民幣雙貨幣櫃檯模式 	<ul style="list-style-type: none"> • 快速推出中國國債期貨
中期		<ul style="list-style-type: none"> • 鼓勵發行非境內市場風險掛鈎的離岸人民幣債券 • 推廣香港股票使用人民幣定價、交易和融資 	<ul style="list-style-type: none"> • 建立全面靈活的監管架構以規範離岸人民幣外匯的使用 • 增強互換通
促進人民幣生態系統發展			
	建議6: 拓展人才互通	建議7: 增進跨境數據流動	建議8: 善用基礎設施、數碼貨幣發展以及創新
短期	<ul style="list-style-type: none"> • 放寬考試要求或提供激勵措施, 鼓勵兩地金融專業人士積極參與各自市場 	<ul style="list-style-type: none"> • 允許更多實體參與大灣區標準合同計劃 • 制定試點計劃以促成跨各種互聯互通機制的跨境數據流動 	
中至長期	<ul style="list-style-type: none"> • 允許金融專業人士從事風險較小、複雜程度較低的臨時跨境金融活動 	<ul style="list-style-type: none"> • 釐清大灣區內數據跨境流動、強化數據管制和政策協調的法例 • 建立公平獨立的第三方認證機構 • 探索如何運用數據轉移技術 • 吸引和培育有科技和數碼技術相關技能的人才 	<ul style="list-style-type: none"> • 提升跨境基礎建設, 提升效率和健全性 • 善用數碼貨幣的發展以支持人民幣在國際的發展 • 培育鼓勵創新和擁抱失敗的環境, 讓企業站穩腳跟發展創新產品

➤ 結論

結論

在全球金融格局的快速變化中，香港的競爭力取決於其適應能力、創新能力和領先新興趨勢的能力。實現這一目標的關鍵策略之一是加強香港的離岸人民幣業務。人民幣國際化是中國的優先發展策略目標，而香港在這個轉型過程擔當了關鍵角色，以促進人民幣跨境雙向流通。作為國際社會進入內地資本市場的門戶，香港可積極推動在國際交易、融資和投資採用人民幣結算。

展望未來，香港有潛力將人民幣推升到世界舞台上的全新高度。本報告提出的可行建議是與行業專家根據專業的市場見解作為基礎聯手合作制定，為決策者和監管機構加速人民幣國際化提供了明確方向。

藉由加強內地與香港的協同作用，並強化離岸人民幣市場，香港擁有極佳的優勢以提升其全球金融樞紐的地位。這不僅可加速人民幣的全球佈局，也能吸引國際投資者進入活躍的中國市場。

附錄

附錄1: 加速與超越 – 潛在機遇

香港的金融市場具有許多發展潛力，加上近期香港和內地股市作出的各種改革和優化措施，可望進一步鞏固香港作為離岸人民幣業務中心樞紐的角色。

隨著市場對人民幣計價債券的需求增加，讓香港處於有利的位置以擁抱不同的發展機遇。內地的REIT和大宗商品市場的蓬勃發展，開啟了人民幣交易的全新一頁，而香港已準備好擁抱新興的數碼貨幣運動，可望為離岸市場的人民幣數位化建立榜樣。

總括而言，這些發展有助香港鞏固作為主要離岸人民幣業務中心的地位，提供了清晰的發展路徑和動力。以下章節將深入探索每個潛在市場，了解現時的行業環境，識別潛在發展機遇。



股票市場

內地

在2024年2月，內地股市市值達到10.52萬億美元，是全球第二大資本市場。¹⁸⁵

根據首次公開募股收益，中國內地擁有世界兩個最大證券交易所（圖19）。¹⁸⁶在2023年，A股IPO市場經歷衰退，反映了全球的IPO活動趨勢¹⁸⁷，但從集資額而言，上海和深圳證券交易所全球排名第一及第二。

圖 19: 2023年全球十大IPO集資市場

排名	證券交易所	IPO 收益 (十億美元)
1	上海 (主板和科創板)	31.3
2	深圳 (主板和中國創業板)	22.0
3	美國 (納斯達克)	12.5
4	美國 (紐約證券交易所)	9.8
5	印度國家和孟買股票交易所	6.9

資料來源: 畢馬威

中國財政部和中國證券監督管理委員會明白需要培育更永續的資本市場，因此已提出了好幾項振興資本市場和提高投資者信心的措施，旨在創造一個有利的上市環境。

中證監在2023年2月公布全面實行股票發行註冊制度¹⁸⁸，從先前的核准制轉變為註冊制，是促進主板發行標準達到更大分散化和包容性的重要一步¹⁸⁹，預期這項改革也能改善中國的多層次資本市場制度，每個交易所都可藉此制度配合按不同行業、不同類型、不同成長階段的企業制定合適的註冊制度。以下簡單總結每個交易所的角色。¹⁹⁰

185 環亞經濟資料有限公司。於2024年3月20日存取。<https://www.ceicdata.com/en/indicator/china/market-capitalization>

186 畢馬威。中國內地與香港的公開募股市場。2024年1月。

<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/cn/pdf/en/2024/01/china-hk-ipo-markets-2023-review-and-2024-outlook.pdf>

187 畢馬威。中國內地與香港的公開募股市場。2024年1月。

<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/cn/pdf/en/2024/01/china-hk-ipo-markets-2023-review-and-2024-outlook.pdf>

188 中國國務院新聞辦公室。中國在具有里程碑意義的改革中全面推行註冊制IPO。2023年2月。http://english.scio.gov.cn/pressroom/2023-02/18/content_85113621.htm





189 德勤。內地及香港新股市場將於2023年下半年變得更暢旺。2023年6月。

<https://www2.deloitte.com/cn/en/pages/audit/articles/pr-mainland-and-hk-ipo-markets-in-1h-2023.html>

190 德勤。地及香港新股市場將於2023年下半年變得更暢旺。2023年6月。

<https://www2.deloitte.com/cn/en/pages/audit/articles/pr-Mainland-and-hk-ipo-markets-in-1h-2023.html>

圖 20: 內地的資本市場制度

	上海證券交易所和深圳證券交易所的主板 以規模較大的藍籌股為優先，主要適合達到特定標準的企業。
	上海證券交易所創科板 以「硬科技」公司為主，這個市場劃分的目標是納入更多先進科技創新領域的公司。
	中國創業板 以創新成長的公司及初創企業為主，允許尚無收入的公司掛牌，為有顯著成長潛力的新公司提供一個融資平台。
	北京證券交易所和全國中小企股份轉讓系統 為創新中小企業量身訂做的規則，這項倡議計畫的目標是提供更多目標明確的服務，並為這些公司在掛牌和成長的過程中提供支持。

資料來源: 德勤

香港

截止2023年12月，香港股票市場的市值達到31萬億元港幣。¹⁹¹香港一直佔據全球IPO集資市場的前列地位，在2023年香港在全球證券交易所中排名第六。¹⁹²儘管因為2023年的交易相較於2022年同期較少，使IPO集資排名下滑，但截至2023年9月仍有超過100件有效的IPO申請，反映市場仍然認同香港作為主要集資平台。¹⁹³

港交所和政府一直積極引進措施來強化股票市場，以下概述近期多項以提升股市供應為目標的發展：

《主板上市規則》第18C章：港交所在2023年3月宣布在《主板上市規則》增設第18C章《特專科技公司》，特專科技企業包括人工智能、機器人、自動化和半導體。¹⁹⁴

外國公司納入滬深港通：自2023年3月開始，主要在香港掛牌上市的外國公司股票獲納入滬深港通的南向交易¹⁹⁵，這項發展提升了香港作為首要上市目的地的吸引力，讓國際發行商可接觸更大的投資者群。

港幣-人民幣雙櫃台模式和雙櫃台莊家機制：在雙櫃台模式下，投資者可以互換同一個發行人發行的港幣櫃台證券及人民幣櫃台證券。雙櫃台莊家機制增進了雙櫃台證券的流動性，並減小兩個櫃台的價差，為投資者提供了更大的交易彈性。

將ETF納入滬深港通：將ETF納入滬深港通計劃，對國際和內地投資者而言，代表著長期的分散化和投資展望。這令全球投資者更容易取得內地和人民幣資產，同時讓內地投資者拓展其投資組合，進而促進跨境投資。

促進股票市場流動性專責小組：這個專責小組的成立突顯了港府改善股市流動性和效率的決心¹⁹⁶，尤其是2023年施政報告落實了專責小組的建議，說明政府積極主動的立場。這些獲得背書的提案包含各種措施，例如降低股票過戶的印花稅、檢討股票交易價差、降低市場數據費用、改革創業板（GEM），並透過各種策略促進股市發展。

改革創業板：港交所在2023年9月針對改革創業板推出公眾諮詢。¹⁹⁷值得注意的是，在2022年和2023年，香港創業板沒有新掛牌的公司。為了鼓勵中小企業在香港掛牌，港交所已建議改革創業板上規規則，除其他提議外，包括移轉到主板的機制流暢化，以及引進特別為研發公司量身訂做的全新上市途徑。考慮到公眾意見後，港交所已於2024年第一季實行修訂後的上市規則。¹⁹⁸

191 港交所。每月市場概況。2023年12月。https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/HKEX-Monthly-Market-Highlights?sc_lang=en

192 畢馬威。中國內地和香港的IPO市場。2024年1月。

https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/cn/pdf/en/2024/01/china-hk-ipo-markets-2023-review-and-2024-outlook.pdf

193 德港交所。2023年第三季業績簡報。2023年10月。

https://www.hkexgroup.com/-/media/HKEX-Group-Site/IR/Analyst-Presentation/2023-Q3-Results-Presentation-(16x9)_vF.pdf

194 港交所。特專科技公司上市。於2023年11月9日存取https://www.hkex.com.hk/Listing/Rules-and-Guidance/Listing-of-Specialist-Technology-Companies?sc_lang=en

195 港交所。滬深港通股票標的範圍3月13日起再擴容。2023年3月。https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/2023/230303news?sc_lang=en

196 香港特區政府財政司司長。提升股市流動性 展示香港新優勢。2023年9月。https://www.fso.gov.hk/eng/blog/blog20230903.htm

197 港交所。聯交所刊發有關GEM上市改革的諮詢文件。2023年9月。https://www.hkex.com.hk/News/Regulatory-Announcements/2023/230926news?sc_lang=en

198 港交所。聯交所刊發有關GEM上市改革的諮詢總結。2024年1月。https://www.hkex.com.hk/News/Regulatory-Announcements/2023/2312152news?sc_lang=zh-HK

降低印花稅: 港府將股票印花稅從買賣雙方各自應支付的每筆交易對價或價值的0.13%降低到0.1%，並已於2023年11月生效。¹⁹⁹此舉可降低交易成本，因此預期可促進香港資本市場的參與度，並提高股票市場的流動性。

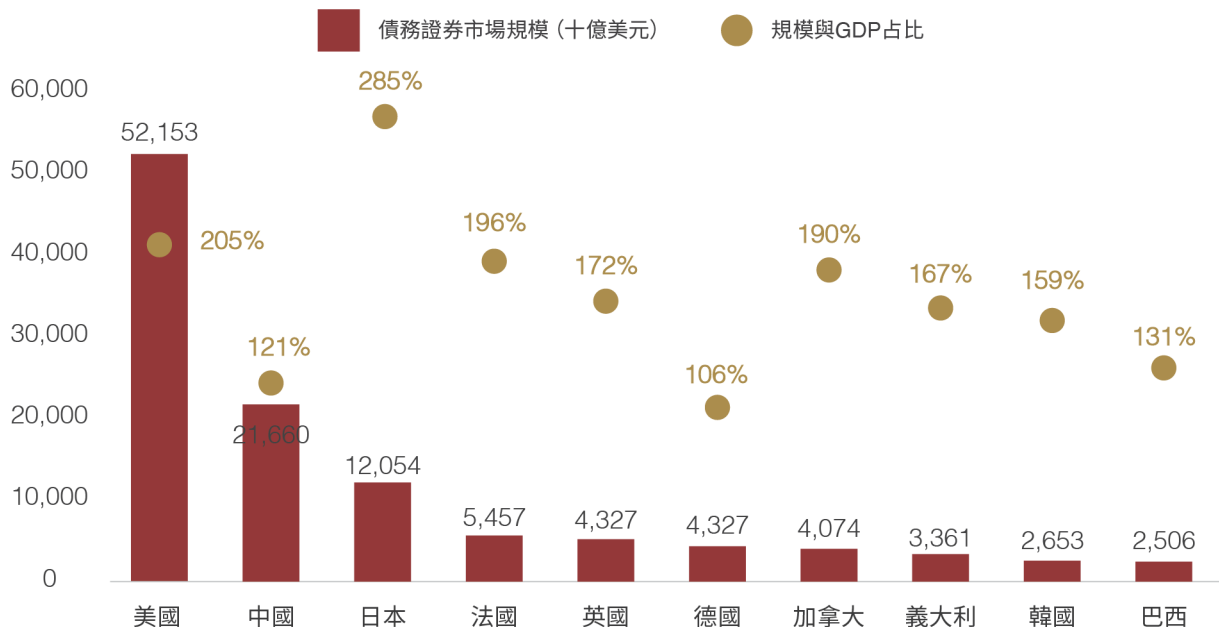
香港作為內地與國際投資者之間的門戶，在這個策略性地位上提供了顯著的進入內地資本市場渠道。透過持續改善上市制度，可望吸引更多中國企業在香港上市，為國際投資者提供更多參與內地經濟成長的機會。

債券市場

在岸債券市場

中國的在岸債券市場目前名列世界第二大，仍有相當大的成長潛力。相較於其他成熟市場，中國的債券市場以其實質國內生產總值(GDP)來看仍是相當小(圖21)。再者，全球對於人民幣計價資產的需求和使用逐漸增加，進一步促進了中國在岸債券市場的成長展望。

圖 21. 全球首十大債券市場的債務證券及規模相對於GDP佔比 (2022)



資料來源: 國際結算銀行及世界銀行²⁰⁰

人民幣債券需求增加

過去數年，外國機構投資者持有的人民幣債券份額逐漸增加。截止2023年底，外國持有的境內債券總值達3.72萬億元人民幣，這代表自債券通在2017年6月推出以來，價值增長了203%²⁰¹，但這僅佔中國在岸債券市場總值的2.36%。²⁰²外國在中國債券市場持有的份額比例比其他國際市場低相當多，未反映中國在全球經濟中的比重。雖然從絕對值來看，中國超越了較小的市場，但除了德國外，其規模相對GDP佔比(121%)落後於好幾個較小的債券市場(圖21)。

金管局的一項研究也指出，內地在岸債券與傳統資產類型的關聯性較小，例如跟成熟市場的國債和全球股票。²⁰³國際資產經理越來越考慮投資內地在岸債券以分散資產。²⁰⁴在全球經濟成長疲弱以及市場波動較多期間，例如近年受新冠疫情影響，中國債券的表現相較於其他債券是相對穩定(圖22)。

199 香港特區政府。施政報告。2023年10月。https://www.policyaddress.gov.hk/2023/en/p70.html

200 國際結算銀行: 債務證券統計數據, https://data.bis.org/topics/TDDS/tables-and-dashboards/BIS_SEC_C1_1.0?time_period=2022-Q4 (2023年11月11日存取); 世界銀行, 性別數據門戶, GDP (現時美元), https://genderdata.worldbank.org/indicators/ny-gdp-mkt-p-cd/ (2023年11月9日存取)

201 中國人民銀行(2024年3月)。調查統計司。http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116319/4780803/4780808/index.html

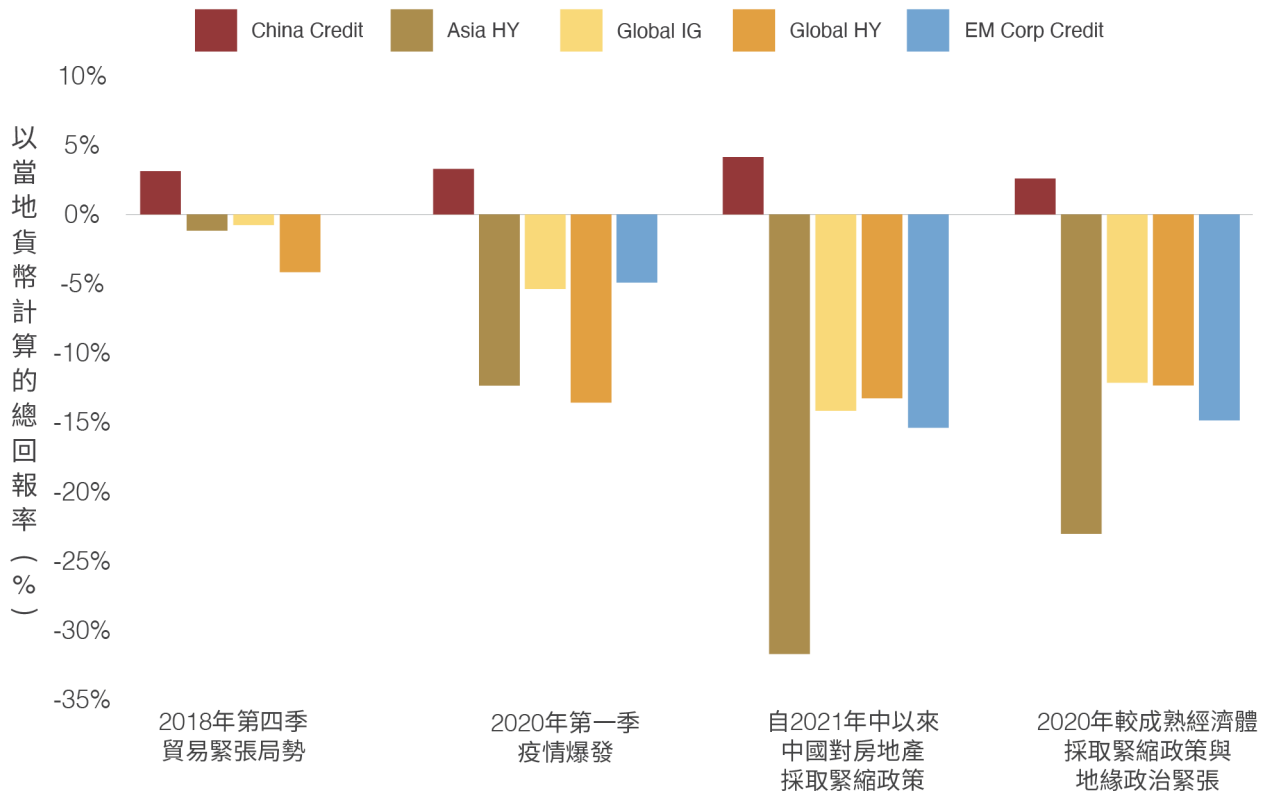
202 中國人民銀行(2024年3月)。調查統計司。http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116319/4780803/4780808/index.html

203 金管局(2021年9月), 進一步檢討債券通及前方之路, https://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/quarterly-bulletin/qb202109/fa1.pdf

204 高盛銀行(2021年7月), 考慮增加中國債券曝險的四理由,

https://www.gsam.com/content/gsam/us/en/institutions/market-insights/gsam-connect/2021/China-Bond-Exposure.html

圖 22. 2018到2022年間不同地方貨幣債券的報酬率



資料來源: 彭博社²⁰⁵

從發行商的觀點而言，銀行界觀察到市場對人民幣計價借貸的興趣正在增加，包括債券發行和借款²⁰⁶。除人民幣近期貶值外，此趨勢在很大程度上受到美元與人民幣的利率差所影響。此外，在岸投資者一直透過南向債券通購買人民幣資產，利用較低的在岸利率與較高的離岸利率之差²⁰⁷。市場人士也指出，主要資產在內地的客戶已積極尋求使用人民幣貸款以重新融資奇美元/港幣資產，這種策略性的轉變可以較低的利率取得貸款，並提供自然貨幣避險。

205 China Credit是指彭博社中國總回報指數、Asia HY是指彭博社亞洲高收益率總回報指數、Global IG是指彭博社全球累計企業總回報指數、Global HY是指彭博社全球高收益率企業總回報指數，而EM Corp Credit是指彭博社新興市場投資級總回報指數。

206 根據銀行部門市場參與者的見解。

207 根據銀行部門市場參與者的見解。

人民幣再保險與境內債券市場機會的融合

隨著中國經濟的崛起，人民幣交易市場需求不斷攀升，為人民幣再保險產業帶來了寶貴的發展機會。同時，中國加強與「一帶一路」及「區域全面經濟夥伴關係」等倡議國家的經濟聯繫，也進一步推動了這一趨勢。因此，作為中介機構的銀行辦理的人民幣業務量持續成長²⁰⁸，這些銀行在業務拓展過程中面臨許多風險，需要藉助人民幣再保險來有效管理。

此外，中國的銀行在「一帶一路」計畫的融資中扮演著至關重要的角色，提供了大量的資金支持，而這些貸款多以人民幣計價。²⁰⁹鑑於「一帶一路」地區基礎設施項目通常伴隨著較高的風險和不確定性，銀行在向專案開發商提供貸款時，往往選擇將部分風險轉移給再保險公司。這項做法不僅有助於銀行降低風險敞口，也為人民幣再保險產業提供了廣闊的發展空間。

香港作為著名的金融和保險中心，有潛力成為人民幣再保險的主要樞紐。它擁有亞洲最高的保險密度，並在該地區的保險普及率中排名第二。此外，全球十大保險公司中有七家獲准在香港經營。²¹⁰2014年，金發局發佈了一份題為《發展香港成為離岸人民幣再保險中心》的報告，提出了多項措施，旨在將香港發展為中國領先的離岸人民幣再保險中心。²¹¹鑑於最近的發展和有利的市場條件，越來越多的人認為香港應該加強發展其人民幣再保險中心。

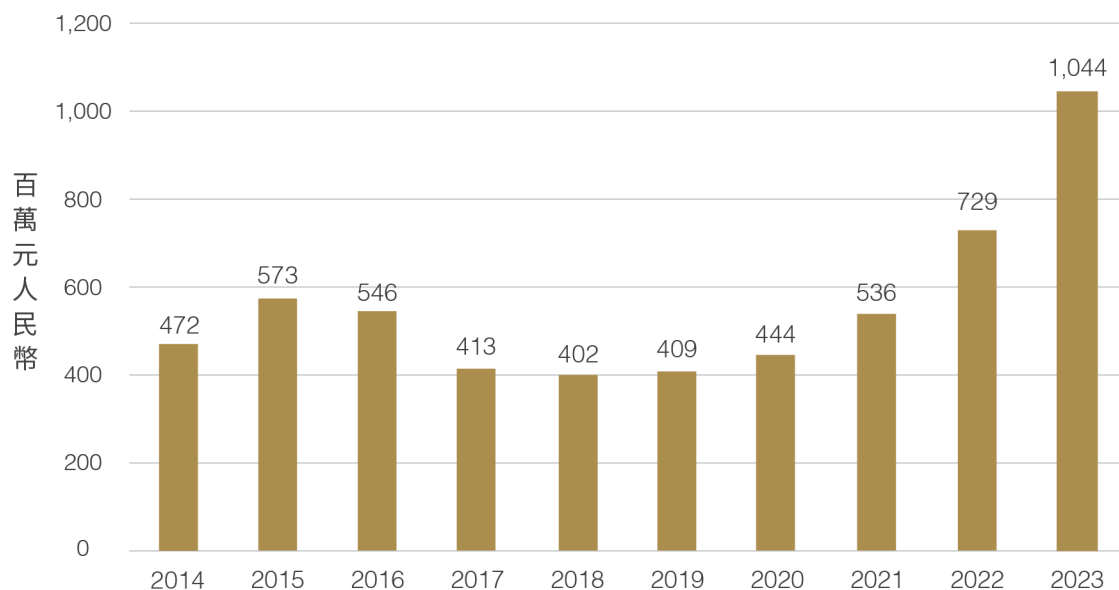
市場建議吸引保險及再保險公司透過註冊本地公司到香港設立業務。吸引他們的一種有效方法是提供激勵措施，例如更容易參與中國資產市場。保險及再保險公司賺取以人民幣計價的溢價，促使他們尋求投資人民幣計價資產的機會。中國境內債券市場對外國投資者尤其具有吸引力。目前，透過人民幣合格境外機構投資者（RQFII）計劃進入該市場是一個較為繁瑣的過程。為了簡化投資，香港和內地可以考慮允許本地註冊的再保險公司獨家無配額進入中國債券市場。

離岸債券市場

香港作為首屈一指的離岸人民幣業務中心，擁有龐大的離岸人民幣資金池，也是最大的離岸人民幣外匯交易中心及離岸人民幣債券市場。隨著內地繼續努力往更開放的資本帳和推動人民幣國際化邁進，香港的離岸人民幣債券市場近年來也已顯現相當大的成長。

離岸人民幣債券市場自2007年起已逐漸發展成極為重要的離岸人民幣融資平台。在2014至2020年間，成長規模中等，總未償還債券金額在4,000 – 5,000億元人民幣之譜（圖23），但是到2021年，發行量激增，將市場規模推升了20%以上，2022更進一步成長超過35%，這股動能延續到2023年，發行量達到5,451億元人民幣。²¹²

圖 23. 點心債券市場規模



資料來源：彭博社、海通國際

208 中國人民銀行。2023年人民幣國際化報告。2023年10月。http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/3871621/5114765/2023102720175126516.pdf

209 中國日報網。2023年10月。Bank of China boosts development of Belt and Road, https://regional.chinadaily.com.cn/en/2023-10/18/c_931497.htm

210 保險業監管局。(2024年2月)。2022-23 年報, https://www.ia.org.hk/en/infocenter/files/Insurance_Authority-AR23_eng.pdf

211 金發局。(2014年12月)。發展香港成為離岸人民幣再保險中心, https://www.fscd.org.hk/media/d40dpte4/fsdc-paper-no-11-rmb-re-insurance-final-16-12-2014.pdf

212 金管局。(2024年2月)。2024年2月5日立法會財經事務委員會簡報會,

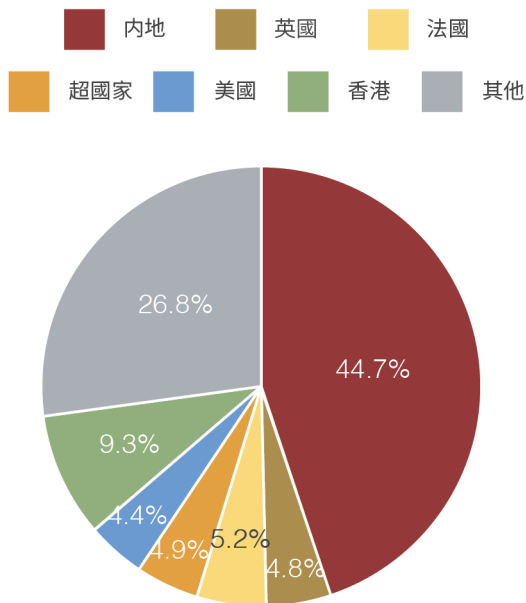
https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/about-the-hkma/legislative-council-issues/20240205e2.pdf

發行商概況

身為離岸人民幣集資的重要渠道，中國的發行商是點心債券市場的主要推手，佔已發行未償還債券的44.7%（圖24），而香港和美國的發行商分別佔市場發行量9.3%和4.4%。

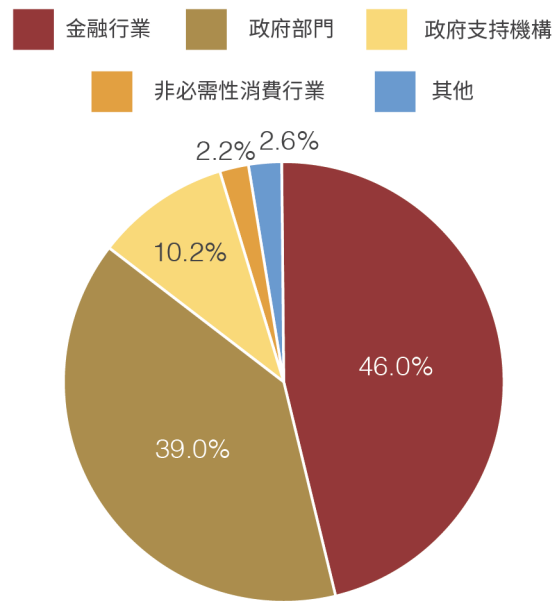
債券市場集中某幾大類別，金融業和政府部門佔市場半數以上，總計分別達46%和39%（圖25）。政府支持機構（GSE）的中國地方政府融資平台（LGFV）發行的債券在市場佔有率居於遠遠落後的第三（10.2%），其次是非必需性消費行業（2.2%），其他行業的佔比相對小，突顯了發行商的行業多元性有限。²¹³

圖 24. 按國家區分的未償還債券



資料來源：彭博社、海通國際（截至2024年3月7日）

圖 25. 按行業區分的未償還債券



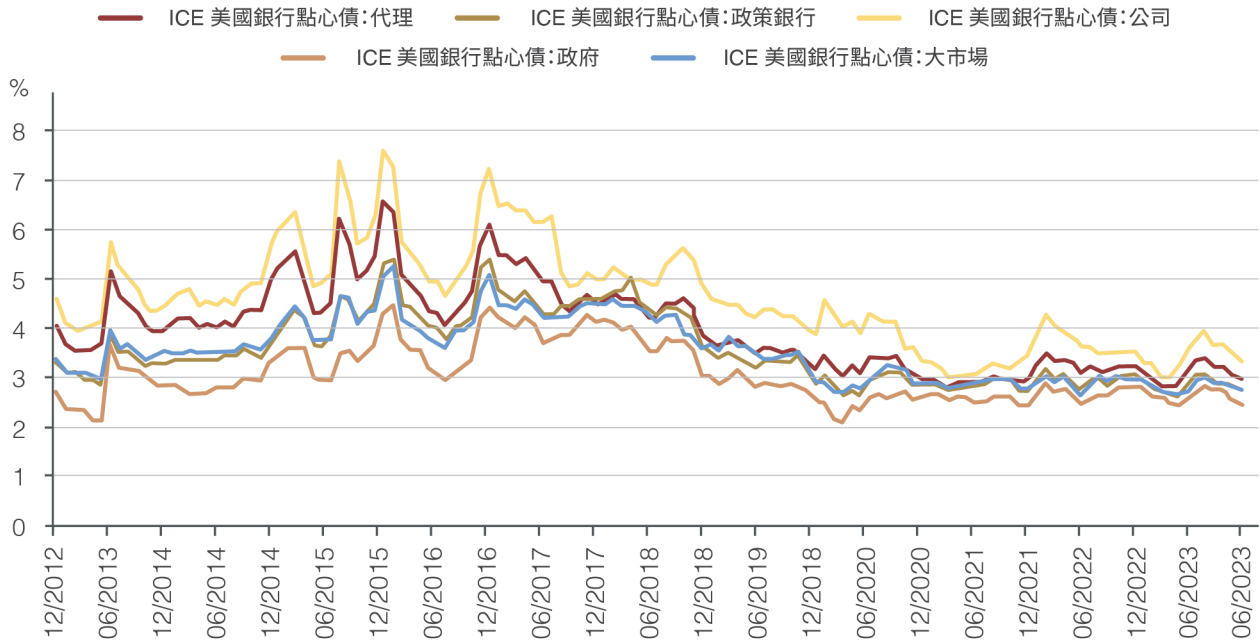
資料來源：彭博社、海通國際（截至2024年3月7日）

到期情況

點心債券的有效收益率在2016年達到高峰，之後下滑，並在2023年觸及歷史低點。在2023年，政府國債的收益率介乎2.45%至2.84%之間（圖26），而公司發行的點心債券收益率則是以3%到3.95%的收益率交易，基點差為39-95，從2015年的186-375bp下滑，這種差距縮小代表市場對公司發行商的信用品質觀點提升。

213 彭博社和HTI。

圖 26. 點心債券的有效收益率



資料來源：彭博社、海通國際 (截至2024年3月7日)

隨著中央政府在「第十四個五年規劃」中重申其人民幣國際化和加強人民幣影響力的承諾，我們持續見到為支持更廣泛使用人民幣而引進的有利計劃。中國國家發展和改革委員會與香港金管局在2023年10月簽署了一項諒解備忘錄，支持中國企業跨境融資，並促進香港債券市場發展²¹⁴，目標是利用香港的離岸人民幣業務樞紐地位，擴大點心債券市場的規模並提升流動性。

此外，內地與香港持續發展中央銀行數碼貨幣 (mBridge項目)，加上全新的金融基礎建設，也可有助於促進範圍更廣的發行商和投資者發行和交易代幣化債券，因此進一步推升點心債券市場的交易量和深度。

REIT 市場

房地產投資信託 (REIT) 是以信託方式組成的集體投資計，主要投資房地產 (香港和內地的REITs的房地產投資價值分別為75% 和 80%)，為投資者提供從房地產 (例如商場、辦公室和酒店等) 的經常性租金收益衍生的報酬²¹⁵。

根據一家全球房地產服務公司發表的一篇研究指出，截至2022年12月，日本、新加坡和香港共佔亞洲REIT市場的80% (圖27)，尤其是內地的REIT市場經歷了顯著成長，到2022年已成為亞洲第四REIT大市場。

圖 27: 2023年主要亞洲交易所的有效REITs總市值

	數量	市值 (十億美元)	在主要亞洲交易所的%
日本	61	120.89	45.8%
新加坡	40	73.13	27.7%
香港	11	24.17	9.2%
中國內地	23	12.37	4.7%
印度	3	7.41	2.8%
泰國	29	6.73	2.6%
馬來西亞	18	6.13	2.3%
南韓	21	5.5	2.1%
菲律賓	7	4.13	1.6%
其他	7	3.3	1.3%
總計	220	263.75	100.0%

資料來源：戴德梁行

214 金管局。國家發展和改革委員會與金管局簽署支持中國企業跨境融資並推動香港債券市場發展諒解備忘錄。2023年10月。
<https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2023/10/20231019-3/>

215 投資者及理財教育委員會，房地產投資信託，<https://www.ifec.org.hk/web/en/investment/investment-products/REIT/REIT.page> (2023年11月9日存取)

內地 REITs (C-REITs)

儘管內地相對較遲開發相關市場，但已見證其REIT市場的顯著成長。自首批9個公共基礎建設REITs於2021年6月根據試點計劃上市以來，內地REIT市場（亦稱為C-REITs）已經迅速增加各種不同類型的REITs。²¹⁶

直到2023年7月，總共有33個產品首次公開募股及後續集資通過核准，募得將近1,000億元人民幣的資金，進一步刺激了超過5,600億元人民幣的新專案投資。²¹⁷資產組合涵蓋各種行業，包括工業園、公路、倉儲與物流、廢水處理、潔淨能源、公共租住房屋及新能源。

REITs在中國的角色不僅是金融工具，它們還充當社會政策工具，將資本疏通到政府關注的行業，因為發行人需將90%的IPO收益重新部署到同一種資產類型（不同於H-REIT IPO）的現有和新發展²¹⁸，尤以公共租住房屋、潔淨能源和商業基礎建設（例如商場）為優先。²¹⁹受歡迎的行業可能隨著時間改變，REITs上市也根據此進行相應調整，以符合國家發展計劃。在2023年10月20日，規範C-REITs的規則納入了商業基礎建設²²⁰，首批4個商業基礎建設C-REITs申請案在2023年10月26日獲受理²²¹，其中3個在2023年11月獲核准。²²²

REITs讓內地地方政府或私人公司將資本回收並投入新專案。跨國公司有興趣為其在內地的項目計畫C-REITs（例如ESR這家以亞洲為主的房地產服務和投資公司，在2023年12月申請其物流C-REIT上市，目標是在2024年2月以前讓其股份可公開交易）。²²³ C-REIT市場的成長和分散化，突顯了其作為全球REIT環境重要角色的潛力。

各個監管機構的政策支持為C-REITs市場的發展提供助益。中國證監會債券部主任周小舟表示，中國證監會正在促進市場定期發行REITs，並改善基礎系統，同時強化市場監督²²⁴。某些領域已見到進展，例如鼓勵公共共同組合型基金（FOF）產品投資REITs，以及增進對做市商的評估和獎勵。中國財政部在2023年12月發佈新措施，表示政策支持國家養老金基金（即國家社會保險基金）投資C-REITs，許多監管機構都提供了廣泛且協調的支援。²²⁵

中國證監會計劃增進REITs的信息披露系統、加強臨時披露要求、增加披露的頻率和及時性，並正確反映標的資產的運作狀況，此外也會鼓勵社會保險基金、養老金基金（如前文所提）和企業年金等長期機構投資者參與REIT投資，並積極培養REITs的專業投資者群。中國證券投資基金業協會（AMAC）於2023年10月舉行工作會議，中國證監會及其他監管機構皆出席，期間建議加速建立多層次REIT市場，並探索如何協調發展公共REITs、私人REITs及pre-REITs。²²⁶

香港 REITs (H-REITs)

香港的REIT市場將投資分配至香港、內地、歐洲和澳洲的房地產，包括辦公室、商場、酒店、混合用途和工業建築物、停車場和物流地產。²²⁷

香港房地產投資信託基金將投資分配至香港、中國內地、歐洲和澳洲的房地產

目前總共有11個REITs在香港掛牌，截至2023年第一季市值為260億美元。²²⁸從市場規模而言，香港的REIT市場名列亞洲第三大，在2022年佔整體亞洲市場的9.2%（圖27），日本和新加坡首兩大市場的市場佔有率分別達到45.8%和27.7%的（圖27）²²⁹

關於交易活動，H-REITs的交易額已展現整體上升趨勢，反映了投資者的興趣增長。根據港交所所在2023年進行的研究指出，從2011年到2023年上半年，H-REITs的平均日交易額達到年均複合增長率（CAGR）約6.3%（圖28）²³⁰

216 德勤。中國REITs發展報告。2023年7月。

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cn/Documents/real-estate/deloitte-cn-re-china-REITs-development-report-zh-230714.pdf>

217 上海證券報（2023年7月），證監會：抓緊完善REITs信息披露體系 研究推動將REITs納入互聯互通機制，<https://news.cnstock.com/news.yw-202307-5087235.htm>;

218 國家發展和改革委員會（2023年3月），國家發展改革委關於規範高效做好基礎設施領域不動產投資信託基金（REITs）- 項目申報推薦工作的通知，https://www.ndrc.gov.cn/xgk/zcfb/tz/202303/t20230324_1351765.html

219 戴德梁行。2023亞洲REIT市場洞察報告。2023年。<https://cushwake.cld.bz/asia-REIT-market-insight-2023/4-5/>

220 新華財經（2023年10月），消費基礎設施納入資產範圍 中國公募REITs市場揭開新篇章，https://www.cnfin.com/yw-lb/detail/20231020/3952196_1.html

221 新華網（2023年10月），首批四單消費基礎設施REITs項目開股受理，http://www.news.cn/fortune/2023-10/27/c_1129942049.htm

222 新華網（2023年11月），首批3單消費基礎設施REITs項目獲批，http://www.news.cn/2023-11/28/c_1129996398.htm

223 明天地（2023年12月），ESR - 中國REIT獲得第一個穩固投資者 瞄準2月上市，

<https://www.mingtiandi.com/real-estate/finance/esr-china-reit-secures-first-cornerstone-investor-targets-february-listing/>

224 上海證券報（2023年7月），證監會：抓緊完善REITs資訊披露體系 研究推動將REITs納入互聯互通機制，<https://news.cnstock.com/news.yw-202307-5087235.htm>；港交所。香港的離岸內地房地產投資信託基金深具發展潛力。2023年10月。https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2023/CCEO_ML_REIT_202310_e.pdf

225 中國財政部（2023年12月），財政部擬出管理辦法進一步規範社保基金境內投資運營，

https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caijingshidian/xinhuanet/202312/t20231207_3920283.htm

226 中國證券報（2023年10月），中基協資產證券化業務委員會2023年第二次工作會議在上海召開，https://www.cs.com.cn/tzjj/jdt/202310/t20231027_6373078.html

227 證監會（2023年5月），助長REIT在香港成長 - 香港房託基金協會午餐會評論，https://www.sfc.hk/-/media/EN/files/COM/Speech/20230516_CEO-speech-at-HKREIT-luncheon.pdf?rev=48bc48a7bccb4adcb0d6f76c9f36dab&hash=3D6B01D8736F1FCFA614E7A83F1930C

228 港交所。香港的離岸內地房地產投資信託基金深具發展潛力。2023年10月。

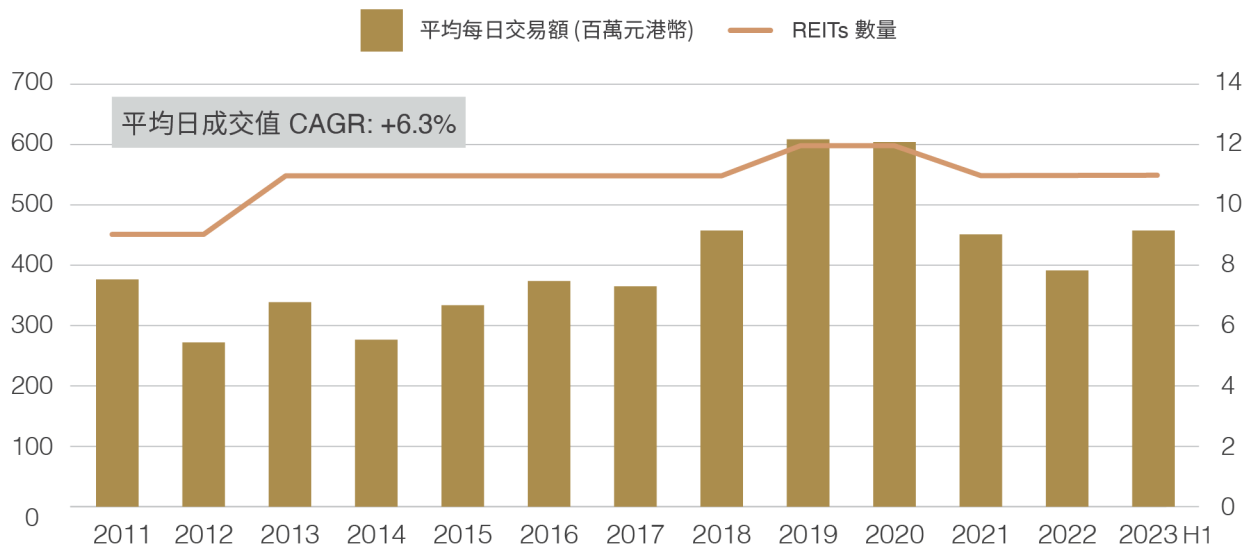
https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2023/CCEO_ML_REIT_202310_e.pdf

229 戴德梁行。2023亞洲REIT市場洞察報告。2023年。<https://cushwake.cld.bz/asia-REIT-market-insight-2023/4-5/>

230 港交所。香港的離岸內地房地產投資信託基金深具發展潛力。2023年10月。

https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2023/CCEO_ML_REIT_202310_e.pdf

圖 28. H-REIT數目及平均日交易值 (2011年 - 2023年上半年)



資料來源: 港交所

離岸內地REITs主要是在香港及新加坡發行和上市。第一個離岸內地REIT於2005年在香港推出。在市場佔有率方面，內地REITs在香港的分佈已明顯比鄰國大許多，具體來說，內地REITs佔香港REIT (H-REIT) 總市值13.2%，而新加坡REITs (S-REIT) 佔3.3%。²³¹

受惠於政策措施支持，以及國際投資者和內地經濟活動樞紐的策略性地位，為離岸內地REITs的上市和交易提供了有利的平台。2020年12月，證監會修訂了REITs發行監管制度，提供了更大彈性，包括鬆綁房地產開發專案投資限制，讓REITs可將其總資產值最多25%分配給這些專案。²³²引進這些修訂後，REIT市場獲得了更大彈性。



商品市場

內地

在2022年，全球商品市場呈現放緩，但內地商品市場仍然維持世界第一的地位，國內商品期貨和期權交易量達到66.16億手（圖29），佔總計91.53億手的全球商品期貨和期權總交易量的72.3%²³³，較2021年增長2.5%²³⁴。在2023年前六個月，國內商品期貨和期權佔全球總交易量70.91%，代表年均增長率為1.84個百分點。²³⁵

圖 29: 2022年根據交易所交易商品衍生品交易量的前十大商品交易所

排名	交易所	2022年交易量 (10億手)
1	鄭州商品交易所 (ZCE)	2.398
2	大連商品交易所 (DCE)	2.275
3	上海期貨交易所 (SHFE) ²³⁶	1.943
4	芝加哥商品交易所集團 (CME 集團)	0.965
5	洲際交易所 (ICE)	0.839
6	印度多種商品交易所 (MCX)	0.218
7	莫斯科交易所 (MOEX)	0.161
8	香港證券交易所 (HKEX)	0.135
9	土耳其伊斯坦堡證券交易所 (BIST)	0.070
10	新加坡交易所 (SGX)	0.036

資料來源: 中國期貨協會·FIA

231 港交所。香港的離岸內地房地產投資信託基金深具發展潛力。2023年10月。

https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2023/CCEO_ML_REIT_202310_e.pdf

232 港交所。香港的離岸內地房地產投資信託基金深具發展潛力。2023年10月。

https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2023/CCEO_ML_REIT_202310_e.pdf233 中國期貨協會 (2023年2月), 2022年度期貨市場發展概論, https://www.cfachina.org/aboutassociation/associationannouncement/202302/t20230221_36601.html234 中國期貨協會 (2023年2月), 2022年度期貨市場發展概論, https://www.cfachina.org/aboutassociation/associationannouncement/202302/t20230221_36601.html235 中國期貨協會 (2023年8月), 2023上半年期貨市場發展概論, <https://www.cfachina.org/index/zygx/202308/P020230822331108151915.pdf>

236 上海期貨交易所包含上海國際能源交易中心 (INE)

內地的商品市場正在經歷顯著成長，吸引外國投資者越來越有興趣參與內地的商品市場。隨著新冠疫情影響衰退，旅行和經濟活動增加、亞太地區基礎建設項目和經濟成長，以及填補歐盟制裁俄羅斯產品造成的缺口機會等因素，預期能夠支持內地和更廣大亞洲地區的商品市場成長。

商品市場被公認是驅動人民幣國際化的力量。²³⁷在東盟地區，商品市場的人民幣使用增加，加上與內地的貿易活動增加，皆促成了人民幣獲得更廣大的接受度。²³⁸在中東可觀察到類似的趨勢，該地區的一些國家越來越常使用人民幣進行石油支付。²³⁹

香港

透過香港交易所及其子公司，香港一直參與商品交易市場。港交所在英國經營一個交易所和一個結算所，即倫敦金屬交易所（LME）及倫敦金屬交易所結算所，促進了卑金屬和帶鐵金屬期貨及期權的交易和結算。此外，港交所已在內地建立了一個大宗商品交易平台，即前海聯合交易中心（QME）。

雖然香港或許非是一個擁有豐富商品的地區，但可善用其作為內地經濟門戶的策略性地位來彌補這一點，並藉此將自己打造成將內地與國際市場接軌的商品交易樞紐，而香港的北向通和南向通可確保內地與世界其他地方的商品交易順暢流動。

藉由積極參與大宗商品市場，香港可提升其作為全球金融中心的地位，並為人民幣國際化更廣大的目標作出貢獻。²⁴⁰

私募股權

內地

內地是亞洲第一大、全世界第二大的私募股權市場，截止2022年，資產管理規模達到1.5012萬億美元。²⁴¹為了吸引更多外國投資，內地的重要持份者鼓勵私募股權基金經理利用QFII和QFLP等計劃進入內地市場。²⁴²

根據一家全球投資銀行顧問所進行的研究指出，內地私募股權的投資者（也被稱為金融贊助商），偏好投資受政策青睞/推動的行業，例如能源、工業科技和醫療。²⁴³在互聯網、生物醫學及可再生能源等行業，許多科技驅動的公司已因私募股權和創投風投基金的加入而受益。

為了進一步驅動私募股權部門和更廣大的私募股權市場成長，內地已實行私募基金的新法例，以鞏固行業標準。私募投資基金監督管理條例在2023年9月1日生效²⁴⁴，確立了更清晰的行政管理措施，可打壓私募基金經理的不當行為、加強投資者保護，並促進產業標準。

近年來，內地城市競相吸引基金經理成立QFLP和QDLP計劃的現象已白熱化，各城市紛紛提出更有利的條件，例如進一步鬆綁資格條件和申請要求，以及擴大投資範圍。

值得注意的是，包括北京、深圳、海南、廣州、南沙新區、寧波和青島自由貿易區在內的好些地區已經取消或者刪除對QFLP基金經理註冊資本的特別要求。²⁴⁵再者，深圳和海南已搶先一步讓，豁免基金管理人向中國證券投資基金業協會（AMAC）註冊從海外募集的基金，從而降低了合規成本。²⁴⁶北京已漸進地擴大其投資範圍，從最初的投資非公開交易公司股權，到納入大宗股權交易、夾層投資、私募債、不良資產等部門，以及其他曾受限制的專門投資領域。²⁴⁷由於這些鬆綁措施，離岸基金經理有更多機會探索和發掘法例最有利的地點來建立QFLP和QDLP，這在某種程度上促進了私募股權部門內的資本流動性。

237 上海證券報 (2023年6月)，上證研究 | 全方位多舉措推進人民幣國際化，<https://news.cnstock.com/news.yw-202306-5078869.htm>

238 中國外匯網 (2023年10月)，人民幣東盟國家使用進展、趨勢及建議<http://www.chinaforex.com.cn/index.php/cms/item-view-id-52652.shtml>

239 上海石油天然氣交易中心。中國石油達成我國與海合會國家首單LNG跨境人民幣結算交易。2024年4月。https://www.shpgx.com/html/zxd/20230424/5362.html

240 港交所。研究報告：香港商品市場。2020年3月。

https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research%20Papers/2020/CMD_HK_CommMkt_e_202003.pdf

241 金發局。提升市場流動性和多樣性：強化作為國際集資中心的競爭力。2023年8月。https://www.fsdc.org.hk/media/qd0agfzt/en-boosting-market-liquidity-and-diversity-enhancing-hong-kong-s-competitiveness-as-an-international-capital-formation-centre_-final.pdf

242 金發局與內地利益相關者溝通後得出的見解。

243 畢德投資諮詢 (2023年2月)，2023年中國私募股權報告，<https://www.bdapartners.com/wp-content/uploads/2023/02/BDA-China-Private-Equity-Report-2023.pdf.pdf>

244 中國國務院 (2023年7月)，私募投資基金監督管理條例，https://www.gov.cn/zhengce/content/202307/content_6890738.htm

245 中倫律師事務所 (2022年5月)，QFLP政策的發展變化及實務，<https://www.zhonglun.com/Content/2023/05-22/1255345441.html>

246 中倫律師事務所 (2022年5月)，QFLP政策的發展變化及實務，<https://www.zhonglun.com/Content/2023/05-22/1255345441.html>

247 北京市人民政府 (2021年5月)，北京市地方金融管理局，北京市市場監督管理局關於印發《關於本市開展合格境外有限合夥人試點的暫行辦法》的通知，https://www.北京.gov.cn/zhengce/zhengcefagui/202105/t20210506_2382005.html

香港

香港是亞洲第二大私募股權中心，也是內地的私募股權中心。截至2022年底，香港的私募股權資本金額達到2,120億美元²⁴⁸，相較於2017年的市場規模(1,410億美元)增長將近50%²⁴⁹。近來的法律和稅制改革可創造有利於市場發展的環境^{250,251,252}，勢必能進一步推動相關市場發展。

香港的私募股權業受惠於多元化發展，以及身為全球和地區投資基金經理的主要目的地，現時香港有大約650家私募股權/創投風投公司²⁵³，是一級養老基金、保險公司、主權財富基金、家族辦公室及其他投資者的主要集中地。香港的私募市場環境持續演進，截至2022年12月，香港私募股權市場佔公共股權市場市值約4.0%²⁵⁴。

人民幣數碼化

過去數年，世界各地的中央銀行聚焦發展數碼貨幣，為跨境貨幣流通創造了新渠道。截至2023年6月，有超過20個國家或地區已著手試行中央銀行數碼貨幣²⁵⁵，從貨幣流通金額(136.1億元人民幣)及使用者數(2.6億個錢包)來看，內地已逐漸成為領跑者之一。²⁵⁶

人民幣國際化的其中一個挑戰是建立獨立的跨境結算系統，而數碼科技提供了可能的解決方法，為中央銀行數碼貨幣為主的跨境支付和結算系統建立基礎。²⁵⁷

中央銀行數碼貨幣預期會對全球支付系統造成轉型影響，採用這種貨幣可能成為國家經濟增長的催化劑，創造符合國際標準且助長基於規則的國際合作的環境。藉由善用中央銀行數碼貨幣，中國等國家能增進其在全球支付系統中的角色，進而助長更多元且平衡的跨境投資、結算和交易方法。²⁵⁸

數碼人民幣在香港的發展

數碼人民幣在香港穩健發展，中國人民銀行與香港金融管理局在2020年底發起了數碼人民幣支付的跨境合作，首階段技術測試已於2020年12月順利完成，接著的第二階段也已在2022年7月完成。第二階段讓更多香港銀行參與，並透過轉數快系統促成了數碼人民幣錢包的附加價值功能。

中銀香港已在2022年底獲香港金管局批准，推出數碼人民幣沙盒試驗，並與母公司中國銀行合作在內地和香港進行兩階段的優先試用數碼人民幣方案，開放2,100個試用配額給香港的零售客戶體驗。²⁵⁹在2023年12月，中銀香港完成了首次涉及大宗商品、價值達2,400萬人民幣的數碼人民幣跨境交易²⁶⁰，此一具有標誌意義的交易不僅突顯了數碼人民幣在商業交易中的實際可行性，也象徵著跨境交易更廣泛地採用數碼貨幣的潛力。

一如前文所述，中國人民銀行和香港金管局在2024年1月宣佈擴大香港的跨境數碼人民幣試點，此舉讓更多香港居民能使用數碼人民幣錢包，並使用人民幣付款，也讓內地居民能在香港花費數碼人民幣。²⁶¹

隨著越來越多國家探索中央銀行數碼貨幣及替代支付系統，香港具備優勢支持數碼人民幣的發展，並進一步為人民幣國際化作出貢獻。

248 證監會。2022年資產及財富管理活動調查。2023年8月。https://www.sfc.hk/-/media/EN/files/COM/Reports-and-surveys/AWMAS-2022_E.pdf?rev=3b6a43ac11404a2cacf7123c2f5c949e&hash=C33D88F5AAEAC176BC072AE9326091CC

249 證監會。2017年資產及財富管理活動調查。2018年7月。https://www.sfc.hk/-/media/EN/files/ER/PDF/2017-Asset-and-WealthManagement-Activities-Survey_eng.pdf?rev=a6a391d3c1054145b1a63985c5d2878e&hash=A1727A12ABFFB88253A3F218D1121ED5

250 法律商業研究有限公司(2023年3月)，私募股權評論，https://www.media/files/perspectives/2023/04/hong-kong-fundraising.pdf

251 香港特區政府。立法會六題：吸引私募基金在港註冊和營運。2023年2月。https://www.info.gov.hk/gia/general/202302/22/P2023022100422.htm

252 私人財富管理公會。2035年香港將成為全球財富管理中心。2023年3月。

https://www.pwma.org.hk/wp-content/uploads/2023/03/Hong-Kong-2035-A-Global-Wealth-Management-Centre-rv1.pdf

253 金管局。第36屆AVC/私募股權與創業投資年度論壇開幕禮。2023年11月。https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/speeches/2023/11/20231114-1/

254 金發局。提升市場流動性和多樣性：強化作為國際集資中心的競爭力。2023年8月。https://www.fscd.org.hk/media/gd0agfzt/en-boosting-market-liquidity-and-diversity-enhancing-hong-kong-s-competitiveness-as-an-international-capital-formation-centre_-_final.pdf

255 大西洋理事會，中央銀行數碼貨幣，https://www.atlanticcouncil.org/cbdctracker/ (2023年11月9日存取)

256 大西洋理事會(2023年4月)，中央實踐熱能生巧：中國在2023年想要從其數碼貨幣獲得什麼

https://www.atlanticcouncil.org/blogs/econographics/practice-makes-perfect-what-china-wants-from-its-digital-currency-in-2023/

257 北京大學匯豐商學院。張明：數碼貨幣如何助推人民幣國際化？2023年5月。https://mp.weixin.qq.com/s/Z2dj4j_GS6Pey5cl1qTMMFQ

258 北京大學匯豐商學院。張明：數碼貨幣如何助推人民幣國際化？2023年5月。https://mp.weixin.qq.com/s/Z2dj4j_GS6Pey5cl1qTMMFQ

259 中銀香港。中銀香港「數字人民幣」優先體驗活動 加推第二期 1,600 個名額 首期反應熱烈 推出兩日隨即額滿。2023年2月。

https://www.bochk.com/dam/bochk/desktop/top/aboutus/pressrelease2/2023/20230201_02_Press_Release_EN.pdf

260 中銀香港。中銀香港啟動「企業數字人民幣跨境交易試驗」。2023年2月。

https://www.bochk.com/dam/bochk/desktop/top/aboutus/pressrelease2/2023/231213092_Press_Release_EN.pdf

261 金管局。金管局總裁就國新辦發佈會回應記者。2024年1月。https://www.hkma.gov.hk/gb_chi/news-and-media/speeches/2024/01/20240124-1/

鳴謝

金發局感謝以下工作小組成員的寶貴意見:

巴曙松教授
陳慶耀先生
丁晨女士
張秀芬女士
房東明先生
何耀波先生
黃海洲博士
江競競先生
林涌博士
林戰先生
王進雄先生
卓慶崇先生
唐漢城先生
謝佩蘭女士

金發局亦謹此感謝以下協會對本報告的貢獻:

另類投資管理協會、亞洲證券業與金融市場協會、香港中資銀行業協會、香港中資金融業財資協會、香港中國金融協會、香港中資證券業協會、香港銀行公會、香港保險業聯會和香港投資基金公會。

金發局的運作由行政總監領導:

區景麟博士
行政總監

此報告由金發局的政策研究團隊妥為準備:

董一岳博士
總監·政策研究主管
陸浩賢女士
高級經理
陳晴臻女士
經理
鍾曦文女士
經理
李恩如女士
經理
梁雋邦先生
經理
施凱凝女士
分析師



本報告的連結

本報告pdf版的連結



金發局網頁連結

香港金融發展局

關於香港金融發展局

香港金融發展局於二零一三年一月由特區政府宣布成立，為高層和跨界別的平台，就如何推動香港金融業的更大發展及金融產業策略性發展路向，徵詢業界並向政府提出建議。金融發展局會集中研究如何進一步發展香港金融業，促進金融業多元化，提升香港國際金融中心在國家和地區中的地位 and 作用，並背靠國家優勢、把握環球機遇，以鞏固本港的競爭力。

聯絡我們

電郵：enquiry@fsdc.org.hk

電話：(852) 2493 1313

網頁：www.fsdc.org.hk