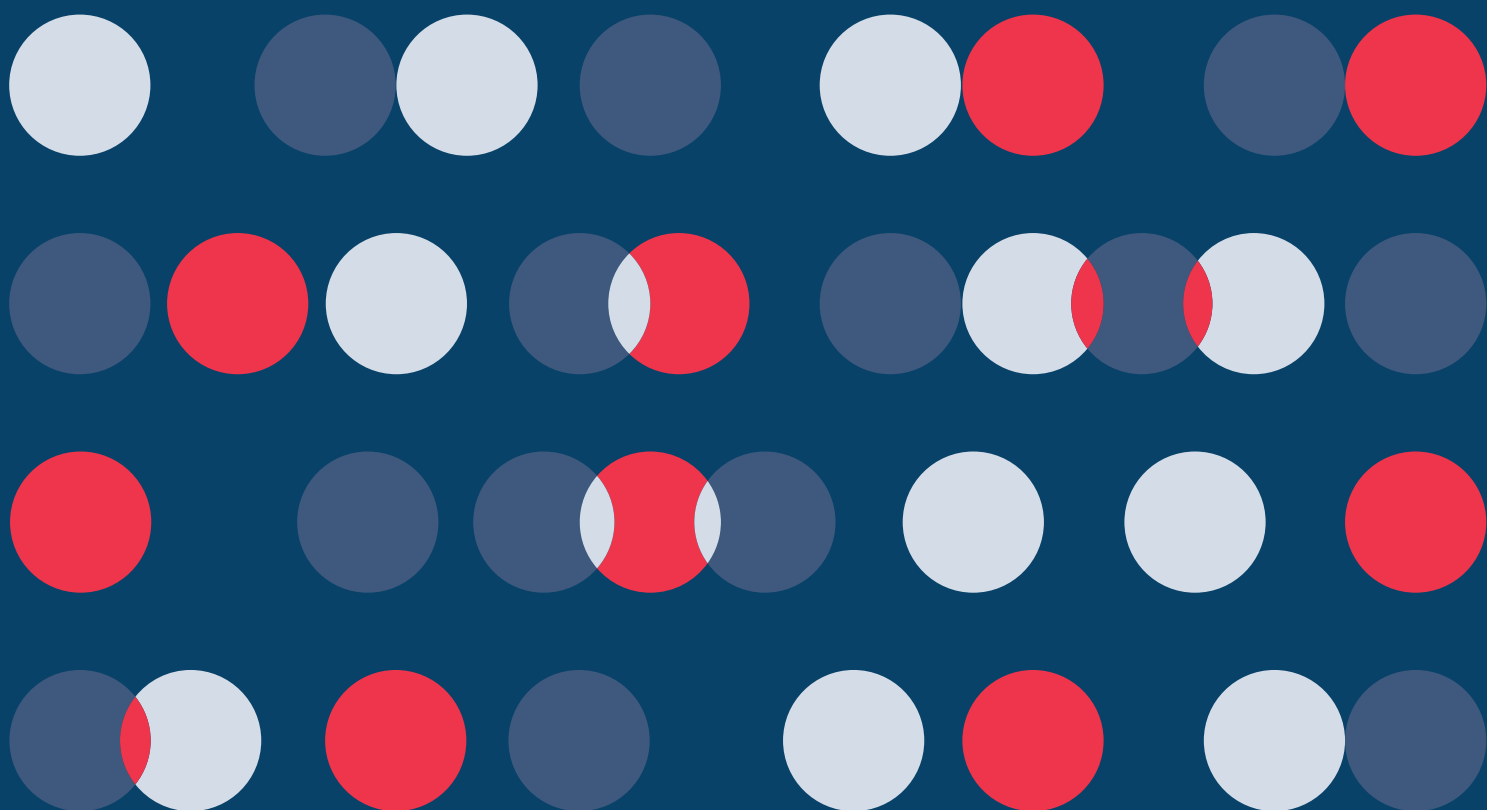


2020年4月

研究報告

中國內地國際收支新格局和
香港金融中心的新定位



目錄

頁數

摘要	1
1. 中國內地經常賬戶餘額的新趨勢與金融含義.....	2
2. 內地金融市場開放的必要性與必然性	3
3. 在內地新的國際收支格局下香港的新定位	5
3.1 探索人民幣國際化「先本幣開放，再完全可兌換」的新格局.....	5
3.2 堅持以市場需求驅動，擴大人民幣的跨境使用.....	5
3.3 推動資本市場開放和人民幣國際化的協同發展.....	6

摘要

當前中國內地經濟金融領域具有深遠意義的變化之一是經常項目順差出現明顯下降：2018年經常項目順差同比下降70%至491億美元，佔國內生產總值（GDP）的比重降至1.55%，這一趨勢在2019年前三季度仍然持續。內地國際收支經常項目順差逐步縮窄，從根本上反映了中國內地經濟增長從外需拉動走向內外需協調推動的階段，經常項目持續大規模順差格局將成為過去式，經常項目順差與GDP的比值較大可能在1%的區間內波動，階段性還可能會出現小幅逆差。

內地國際收支週期基本進入經常項目輕微順差甚至逆差的階段，其對應的金融含義在於需要資本項目下的資本流入來支持國際收支平衡，這意味著中國內地金融市場需要進一步深度開放。此外，從戰略上考量，金融市場深度開放，加深中國內地與國際金融市場的聯繫，可以部分發揮對沖逆全球化浪潮的衝擊。因此，當前階段，中國內地金融市場改革開放的重點之一應該是如何更好地對接國際市場並吸引國際資本流入，及掃除海外投資者流入中國內地市場的障礙。

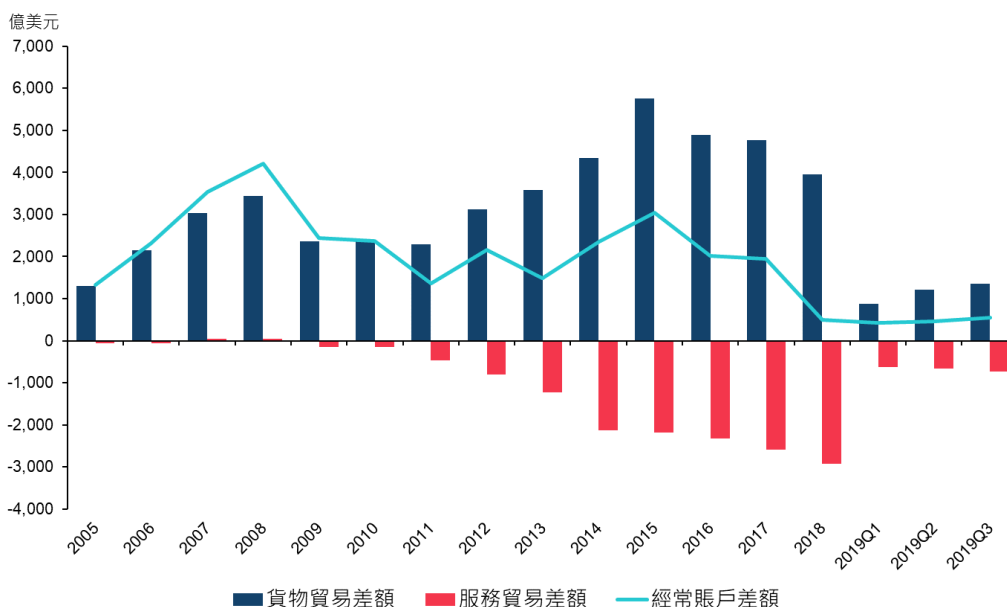
內地與香港市場「互聯互通」的金融開放模式，可以為中國內地全面融入國際經濟體系提供新渠道，在安全可控的情況下切實推動人民幣的國際使用和內地金融市場的開放，在保持境內外的監管規則、交易習慣以及人民幣資本項目不完全兌換的大框架下，推動中國內地股票市場、債券市場進一步敞開懷抱，更好地吸納全球資本、推動人民幣資產的國際化程度。

為順應內地金融市場開放的新需求，更好地對接國際市場並吸引國際資本流入，需要建立全球相互聯通的人民幣金融市場。具體而言，第一，可以探索人民幣國際化「先本幣開放，再完全可兌換」的新格局。依託香港等離岸人民幣中心，在資本項目上首先實現本幣開放，讓本幣流動起來，然後再實現資本項目本幣對外幣的可兌換，降低資本項目開放的操作難度。第二，堅持以市場需求驅動，擴大人民幣的跨境使用。充分發揮香港的國際化、多元化的金融中心優勢，為「一帶一路」提供債券、股權等不同類型資金，把香港打造為「一帶一路」的融資支點。第三，推動資本市場開放和人民幣國際化的協同發展，便利境外機構投資者投資人民幣債券，同步推動中國內地投資者到海外投資，並且為全球投資者建設符合國際規範的人民幣金融基礎設施，提升內地交易後託管、結算和質押品管理服務的能力。

1. 中國內地經常賬戶餘額的新趨勢與金融含義

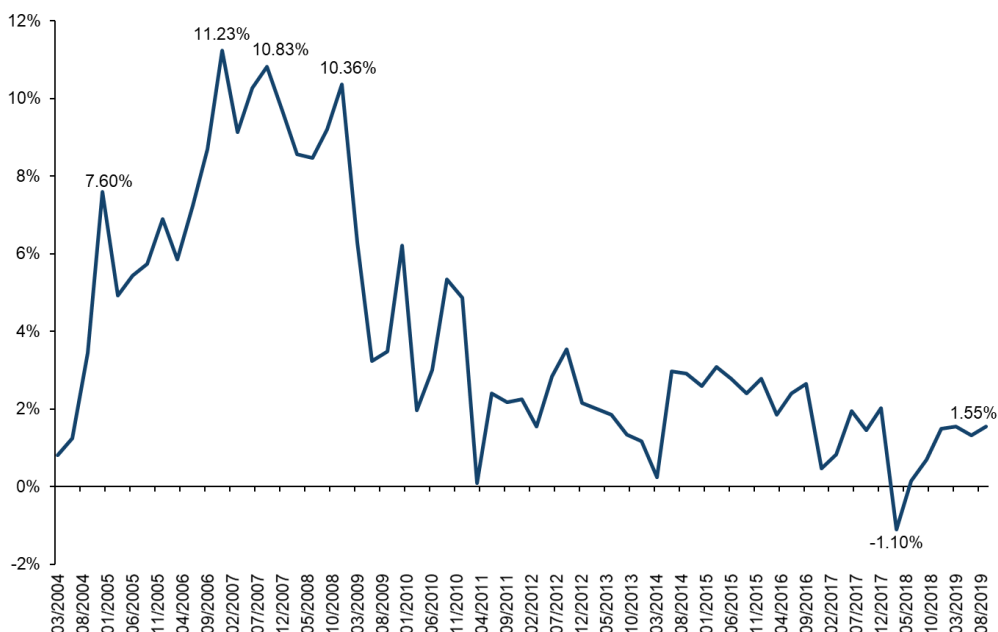
當前中國內地經濟金融領域具有深遠意義的變化之一是經常項目的順差出現明顯下降：2018年經常項目順差同比下降70%至491億美元，佔國內生產總值（GDP）的比重降至1.55%，這一趨勢在2019年前三季度仍然持續：經常項目順差在400-500億美元之間，佔GDP比重徘徊在歷史低位。對比歷史數據，2006年內地國際收支經常項目順差與GDP之比達到了11.23%的峰值，之後逐漸回落，2010年起下降到4%的國際關注標準以下，2016和2017年連續兩年位於2%以下，2018年第一季度甚至出現了17年以來的首次大規模逆差。（見圖1及圖2。）可以預見，未來經常項目順差與GDP的比值有望在1%的區間內波動，階段性還可能會出現小幅逆差。

圖 1：中國內地經常賬戶以及子賬戶餘額（2005年至2019年第三季度）



資料來源：Wind。

圖 2：中國內地經常賬戶餘額與 GDP 之比（2004年3月至2019年9月）



資料來源：Wind。

內地國際收支經常項目順差逐步縮窄這一趨勢性的重大變化，從根本上反映了中國內地經濟增長從外需拉動走向內外需協調推動的階段，國際收支格局出現顯著變化。從具體項目來看，在內需逐漸擴大、低端加工貿易產業優勢下降、部分低端製造業外移的趨勢下，未來貨物貿易順差很可能出現結構性收縮；另一方面，消費升級驅動下的服務進口不斷增多，服務貿易逆差會進一步擴大。更為長期的宏觀背景在於，人口快速老齡化會降低儲蓄率，逐步放大投資-儲蓄缺口，對經常賬戶形成較大壓力，削弱出口對中國內地經濟長期增長的貢獻度，進而改變國際收支格局。這意味著，經常項目持續大規模順差格局將成為過去式，經常項目餘額未來大概會在窄幅區間內雙向波動。

內地國際收支週期基本進入經常項目輕微順差甚至逆差的階段，其對應的金融含義在於需要資本項目下的資本流入來支持國際收支平衡，這意味著中國內地金融市場需要進一步深度開放。此外，從戰略上考量，**金融市場深度開放，加深中國內地與國際金融市場的掛鉤，可以部分發揮對沖逆全球化浪潮的衝擊**。因此，當前階段，中國內地金融市場改革開放的重點之一應該是如何更好地對接國際市場並吸引國際資本流入，及掃除海外投資者流入中國內地市場的障礙。

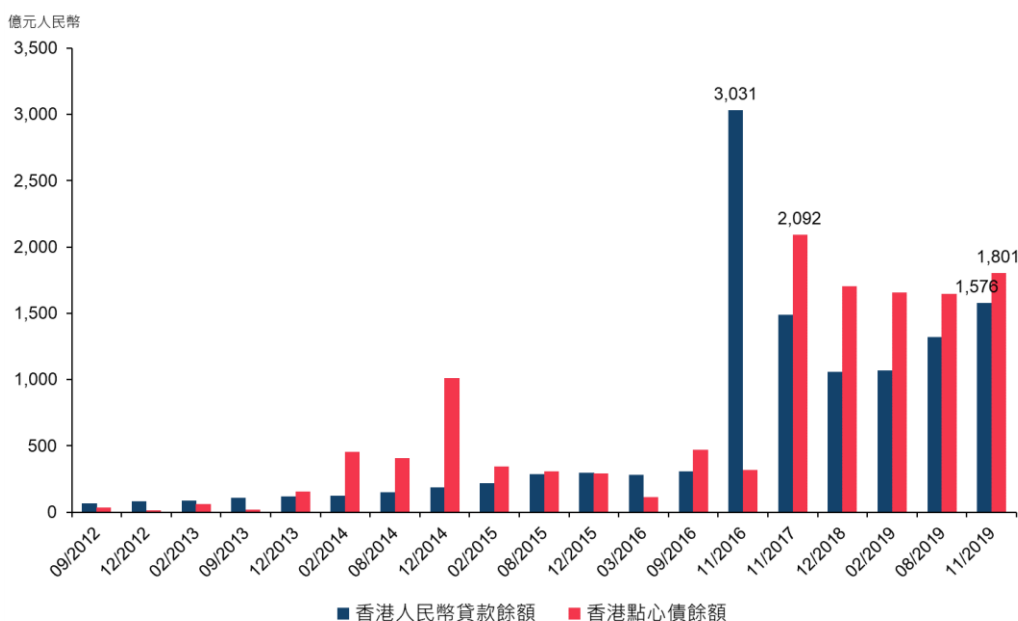
2. 內地金融市場開放的必要性與必然性

順應中國內地金融市場開放的新需求，香港可以充分利用自身作為內地的門戶和國際金融中心的獨特優勢，以創新模式實現內地與海外市場之間的「轉化器」功能，在安全、風險可控的開放模式下連接世界與內地，在建立更加便捷的覆蓋交易、清算、交收與託管等環節的金融基礎設施、繼續擴寬現有的境內外金融市場雙向投資渠道、提供完整的金融產品綫等方面，探索更為適應外資流入的中國內地市場開放的新途徑和新模式。

未來中國內地金融市場進一步開放的過程也是人民幣國際化平穩推進的過程。從國際經驗看，金融市場的開放不僅能夠彌補經常項目的逆差，還將帶來跨境金融交易的增加。中國內地金融市場的進一步開放使得人民幣作為投資貨幣的屬性更為顯著，這也就意味著在交易結算貨幣和投資貨幣屬性的基礎上，人民幣作為國際儲備貨幣的屬性進一步提升。在這一轉變過程中需要關注的重點和挑戰包括有：

第一，如何以可控方式逐步實現人民幣資本項目的開放。到目前為止，中國內地國際收支平衡表中的大部分項目，已經基本可兌換或部分可兌換，但尚有一些最為重要的資本行為主體項目依然保持嚴格的管制，主要涉及三個方面：一是外商投資需要批准，中國內地企業要走出去需要批准；二是中國內地居民不能對外負債；三是中國內地資本市場尚未充分對外資開放。上述這些都是資本賬中的核心項目，不僅決定著資本流入流出的規模，而且影響著資本賬中其他項目的開放程度。近幾年，人民幣的跨境使用有了明顯進展，出現了資本項目可以人民幣進行結算的條件。目前中國內地居民對外負債受到一定規管，但對外可以人民幣負債，例如中資企業在香港地區發行以人民幣計價的點心債。2016至2017年高峰時期點心債的年均未償還餘額超過3,000億元人民幣；同期的香港離岸人民幣貸款餘額也曾達到3,000億元人民幣的歷史高位（見圖3）。這表明人民幣資本項目可兌換有可能走一條獨特的路線，即可率先依託香港等離岸人民幣中心，探索進行資本項目本幣開放，讓本幣流動起來，然後再實現資本項目本幣對外幣的完全可兌換。

圖 3：香港離岸人民幣市場的貸款餘額與點心債餘額（2012年9月至2019年11月）



資料來源：Wind。

第二，與世界主要貨幣的國際化進程不同，未來人民幣融入國際貨幣體系可能需要在經常項目順差無法持續的背景下繼續推動。這使得人民幣可能較早進入「經常項目渠道輸出、資本項目回流」的階段，人民幣的投資貨幣屬性更為突出。美元、日元國際化過程中均出現過輸出本幣資本，加大對發展中國家的投資援助，同時帶動本國企業、產品和服務走出去，加速本幣國際化的過程。美元通過「馬歇爾計劃」的推動，以企業跨國投資和金融合作為載體強化了美國和美元作為國際貨幣的地位。類似的還有日元「黑字還流」計劃，通過鼓勵世界銀行、亞洲開發銀行等國際組織發行日元債券；推動日本國內私人資本流出；支持日本金融機構參與日元銀團貸款，向發展中國家提供商業性日元貸款等多種渠道，實現日元的國際使用。「黑字還流」計劃還促進了日本的國際收支平衡。1986至1990年，日本貿易逆差由13.7萬億日元逐年減少至7.6萬億日元，同時日元在全球官方外匯儲備中的佔比不斷提高，由1987年的6.8%逐年上升至1991年的8.7%¹。

以中國內地現有金融體系而言，加大人民幣的跨境循環以應對需求，在更大程度上便利人民幣在跨境貿易和投資中的使用，而進一步開放內地資本市場和貨幣市場，需要更加市場化的人民幣匯率決定機制，同時需要更加透明穩定的、規則為本和專業高效的金融監管體系。應對上述挑戰，就需要建立全球相互聯通的人民幣金融市場，提高人民幣金融市場的深度和廣度，未來須進一步提高人民幣在資本項目上的兌換程度，更好地對接國際市場並吸引國際資本流入。香港「互聯互通」的金融開放模式，可以為中國內地全面融入國際經濟體系提供新渠道，在安全可控的情況下切實推動人民幣的國際使用和金融市場的開放，在保持境內外的監管規則、交易習慣以及人民幣資本項目不完全兌換的大框架下，推動中國內地股票市場、債券市場進一步敞開懷抱。以「滬港通」與「深港通」（統稱「滬深港通」）為例，由起始至2019年年底，「滬深港通」共完成約2.7萬億元人民幣的成交額，而跨境結算的資金只有約450億元人民幣²，實現了較小的跨境資金量和安全可控的資金閉環。以此「互聯互通」模式推動人民幣資產的國際化程度，可以更安全地吸納全球資本。

¹ 參見徐啟元、陳璐〈日本「黑字還流」經驗：提高人民幣在對外投資中的使用〉，《中國金融》2018年第5期。

² 數據來源：香港交易所。

3. 在內地新的國際收支格局下香港的新定位

3.1 探索人民幣國際化「先本幣開放，再完全可兌換」的新格局

到目前為止，人民幣國際化走的是與當前主要主權貨幣國際化有別的特殊路徑，即在資本項目沒有完全可兌換的情況下進行人民幣國際化，主要依託香港等離岸人民幣中心，在資本項目上首先實現本幣開放，讓本幣流動起來，然後再實現資本項目本幣對外幣的可兌換，從而降低資本項目開放的操作難度。

在人民幣國際化的背景下，匯率問題與利率問題息息相關，如果能夠構建出較為有效的利率走廊，形成高效的短期利率傳導機制和短期收益率曲線，在市場力量的自發調節下，短期市場利率將圍繞中長期基準利率上下波動，驅使國內流動性合理跨境流動，最終實現內外部均衡。形成利率與匯率長端的平價關係，需要進一步打通人民幣在岸市場和離岸市場的聯繫，境外資金以人民幣投資境內金融市場，境內資金以人民幣投資海外金融市場，人民幣匯率最終與人民幣利率相互融合影響，從而使人民幣利率覆蓋全球相互聯通的人民幣資產，國內央行的貨幣政策也就可直接或間接影響到全球相互聯通的人民幣資產。

以此為目標，積極穩妥推動中國內地當前的金融業對外開放、合理安排開放順序，以及擴大金融開放就成為深化改革的重要路徑。其中的重點包括：

- (1) 加快人民幣利率市場化進程，構建以國債收益率曲線為核心的品種豐富、期限結構合理的固定收益市場及衍生品市場。
- (2) 繼續推進自由貿易區（自貿區）的建設，促進自貿區與離岸人民幣中心的互動，創造人民幣資本項目可兌換的條件，總結可複製推廣的經驗。
- (3) 在總結「滬深港通」和「債券通」的經驗基礎上，香港可以繼續探索可控的內地金融市場開放模式，將「互聯互通」機制擴展到包括「衍生品通」、「新股通」在內的更多金融產品形態，以香港為載體幫助內地實現人民幣資本項目基本可兌換。目前國際貨幣基金組織（IMF）對資本項目可兌換並沒有明確的要求，在一定指標範圍內符合一定程度的可兌換即被視為資本項目基本可兌換。如果在未來一段時間內，借助香港「互聯互通」的風險可控渠道，在人民幣僅存的三個不可兌換的子項目上進一步實現政策突破，爭取實現人民幣資本項目基本可兌換，將進一步強化香港在人民幣國際化中的紐帶作用，推動更多以人民幣計價的金融產品在國際市場上交易和流通。
- (4) 可以嘗試將當前一些政策試點與人民幣國際化相結合。比如 2017 年 12 月中國證券監督管理委員會宣佈將開展 H 股「全流通」試點³，為國企混合改革提供新的平台和吸引海外資本的新機遇。在涉及到跨境資本流動問題上，可以考慮對 H 股「全流通」適當地放鬆，試點以人民幣計價的資金結算方式，緩解 H 股「全流通」後的匯率波動問題。近年來離岸市場人民幣資產的投資屬性得到明顯提升，為人民幣資金提供了好的投資途徑。基於此，監管者可以設立一定的額度，允許「內資股」股東變現的資金投向香港的離岸人民幣資產。這一變革可以在一定程度上解決「內資股」股東變現資金的問題，滿足股東資金在境外配置的需求，而且增強了人民幣在海外金融市場的計價和結算功能，同時進一步提高了離岸市場的人民幣流動性。

3.2 堅持以市場需求驅動，擴大人民幣的跨境使用

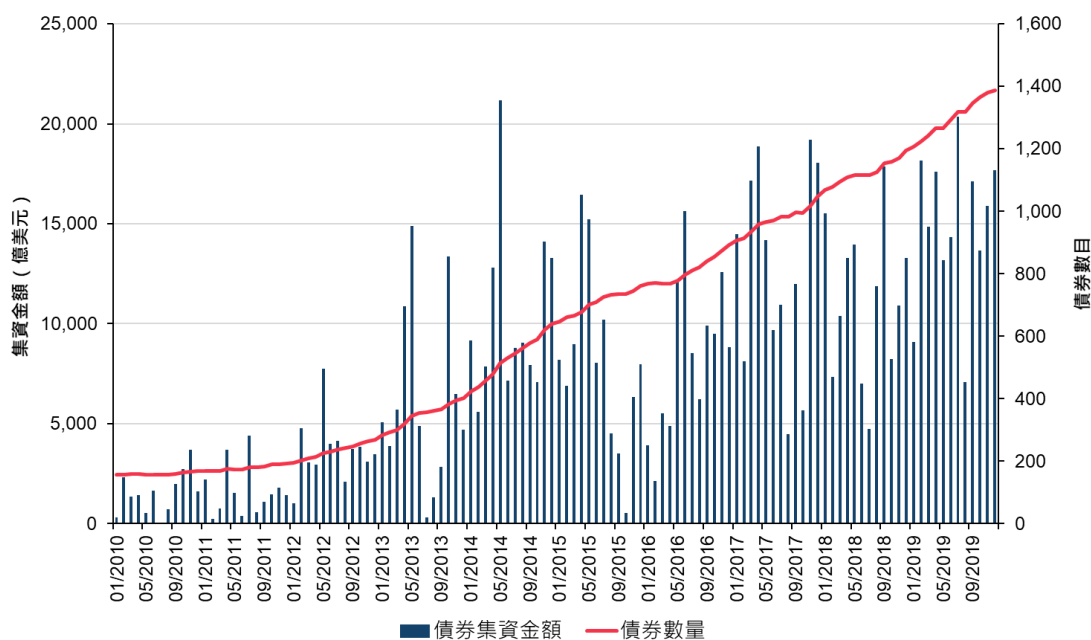
中國內地與「一帶一路」沿線國家的貿易投資聯繫日益加強，為人民幣在「一帶一路」國家的流通使用提供了難得的機遇。俄羅斯、新加坡、泰國等國央行已將人民幣資產納入其外匯儲備，人民幣在部分沿線國家開始發揮價值儲備功能。從流動性來看，隨著美國當局不斷收緊貨幣政策，人民幣將成為重要的貿易融資貨幣之一。中國內地自 2017 年的未來 10 年與「一帶一路」

³ 資料來源：〈深化境外上市制度改革 開展 H 股「全流通」試點〉，中國證監會發布，中國證監會網站，2017 年 12 月 29 日。

沿線國家的年均貿易額預計將超過 16.85 萬億元人民幣 (2.5 萬億美元)⁴。加之項目所需的部分融資會以人民幣計價，將擴大人民幣產品的範圍，吸引企業使用人民幣完成跨境貿易、現金管理及投融資。決策者可以考慮圍繞以下三個方面，繼續擴大人民幣在「一帶一路」區域的使用範圍：一是加快「一帶一路」國家的人民幣清算網路建設；二是引導「一帶一路」國家的離岸人民幣市場建設；三是進一步發揮「一帶一路」沿線中的金融中心的輻射功能，特別是香港等國際金融中心的帶動作用，為區域貿易與金融合作提供全方位的跨境人民幣服務。

在上述第三方面，可以充分發揮香港的國際化、多元化的金融中心優勢，為「一帶一路」提供債券、股權等不同類型資金，把香港打造為「一帶一路」的融資支點和金融放大器。鑒於「一帶一路」倡議的起步特性與其基礎設施項目的性質，初始階段的主要融資需求會以債務融資為主，發行債券是「一帶一路」項目融資的必然需求。近年來中資美元債券、點心債券發行在香港發展迅速，2018 年在香港交易所證券市場新上市的債務證券集資總額達到 1,344.8 億美元，2019 年截至 9 月底的債券集資總額為 1,317.4 億美元，月底上市數目達 1,347 隻 (見圖 4)，已是亞洲區內重要的債券融資市場。此外，「一帶一路」項目在建設過程中或完成後，這些項目主體也可以爭取在香港的證券市場上市，再通過「互聯互通」吸引國內資金投資，實現中國內地資本的全球分散配置，也為「一帶一路」項目持續投融資，增加資產交易流動性提供條件。

圖 4：於香港交易所上市的月底債券數量和每月債券集資金額 (2010 年至 2019 年)



資料來源：Wind。

3.3 推動資本市場開放和人民幣國際化的協同發展

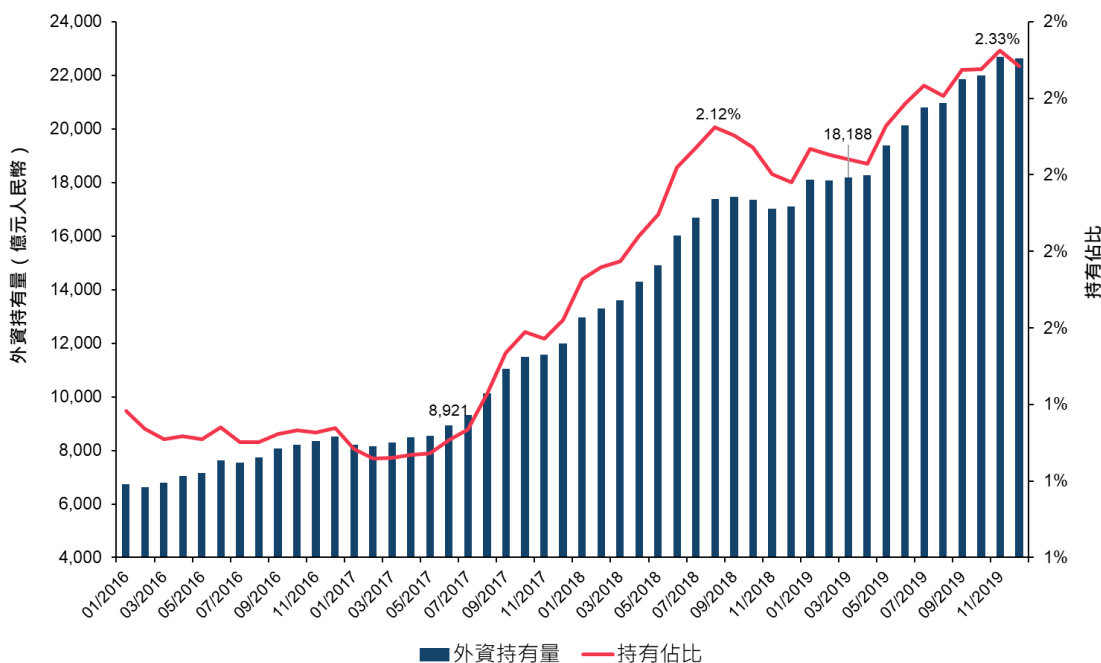
人民幣國際化需要資本市場的成熟發展，未來當資本項目完全開放後，股票市場和債券市場將為人民幣的輸出和回流提供重要的交易結算平台。通過繼續培育有深度的人民幣金融產品市場，夯實人民幣資產跨境交易的金融基礎設施建設，從全球視角提升人民幣資產的配置價值，增加人民幣的海外投資交易需求。

一是參照美國經驗，可以通過允許境外機構於境內發行人民幣債券來推動人民幣輸出，以及通過於境外發行人民幣債券來促進人民幣回流。近年來，中國內地債券市場開放程度不斷提升，已經向境外合資格的機構投資者開放了銀行間債券市場、合格境外機構投資者 (QFII)、人民

⁴ 資料來源：〈中國東盟一帶一路 締造發展良機〉，香港貿易發展局網站，2017年3月2日。

幣合格境外機構投資者 (RQFII)、「債券通」的「北向通」等四條主要渠道，便利境外投資者參與中國內地債券市場。2018年香港的「債券通」平台又根據國際投資者的要求，進一步完善功能，包括券款對付 (DvP) 結算的全面實施、交易分倉功能上綫、稅收政策進一步明確，以及彭博加入「債券通」成為 Tradeweb 以外的另一交易平台等。2019年「債券通」日均交易量達 129 億元人民幣，獲准入市的投資者數量達 1,311 家 (包含金融機構及投資產品的資產管理人)，覆蓋全球 31 個國家和地區⁵。境外機構投資者投資人民幣債券的便利性已經大大提高，其於中國銀行間債券市場所持債券的佔比亦大幅提升 (見圖 5)。

圖 5：外資在中國銀行間債券市場的持有量及佔比 (2016 年至 2019 年)



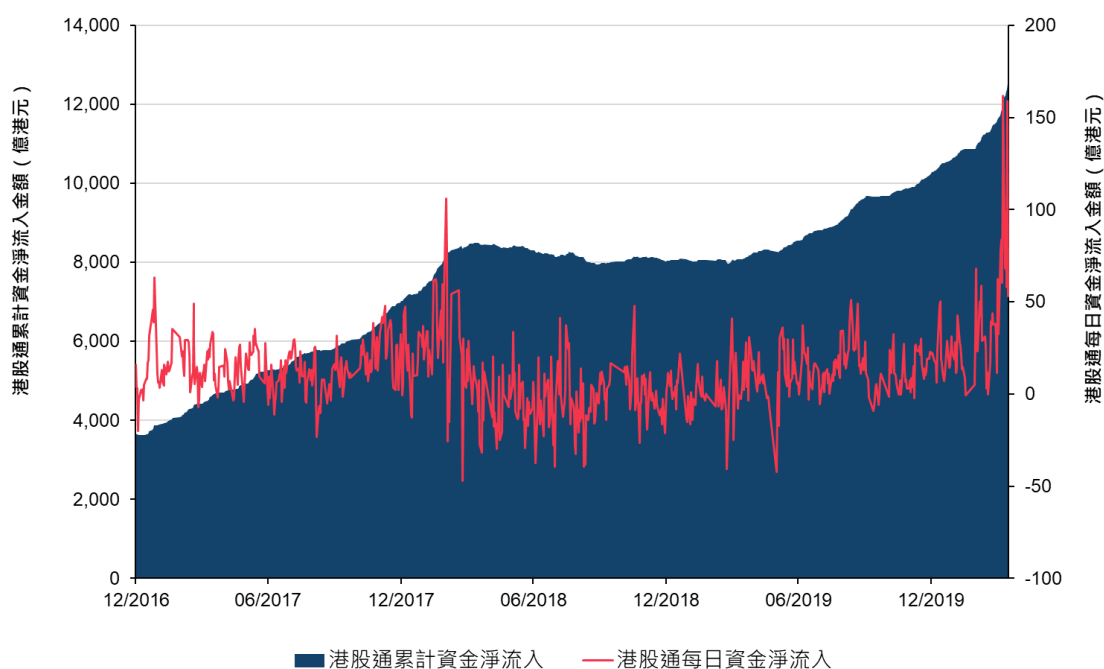
資料來源：Wind。

二是應同步繼續推動中國內地投資者到海外投資，逐步實現中國內地資本對外投資多資產種類及多渠道 (如合格境內機構投資者 (QDII) 等) 的並行模式。基於香港能連接內地與國際金融市場的獨特金融中心地位、成熟的金融體系與「互聯互通」的制度框架，香港可以在滿足對資訊透明、安全可控的要求之下，推動內地居民的全球資產配置。2020年第1季度海外市場出現較大調整時，內地資金連續流入港股，「港股通」流入香港股市的資金創歷史新高 (見圖 6)。2020年3月13日及19日，南下資金每日淨買入均超過百億港元⁶，可見中國資本正在充分利用「互聯互通」的便利優勢進行國民財富的全球配置。債券市場方面，在未來條件成熟時，適時開通「債券通」的「南向通」，進一步促進中國內地金融市場的運行制度與國際金融市場的通行標準接軌，逐步放開境內與境外市場價格聯動與套利交易的規限，從而最大程度地爭取海外投資者的參與。

⁵ 資料來源：債券通有限公司網站。

⁶ 2020年3月13日及19日，「港股通」資金淨買入分別為 161.71 億港元和 159.06 億港元。

圖 6：港股通南向資金每日淨流入和累計淨流入（2016年12月5日至2020年3月20日）



資料來源：Wind。

三是應該為全球投資者建設符合國際規範的人民幣金融基礎設施，提升交易後託管清算和質押品管理服務的能力。中國內地現行的託管結算制度與國際通行的規則仍存在較大差異，可以考慮在香港建立符合國際慣例的人民幣金融基礎設施，並推進交易所債券市場的聯通。連同跨境人民幣託管及結算系統等設施的建設，為人民幣計價的國際及地區性債券提供相應的發行、託管和結算服務，可從而消除人民幣資產的抵押、回購等交易的機制壁壘，為人民幣的跨境循環提供一整套符合國際規範的骨幹網路。

免責聲明

本文中的意見不一定代表香港交易所的立場。本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。過往表現並非未來表現的指標。本文的資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

