

人民幣離岸市場的戰略佈局與輸出途徑：略論香港與新加坡雙城

潘英麗教授

上海交通大學現代金融研究中心主任、

安泰經濟與管理學院教授、

上海市政府決策諮詢研究基地潘英麗工作室首席專家

《人民幣離岸市場的戰略佈局與輸出途徑研究報告》摘要：離岸人民幣市場的培育與建設是黃金非貨幣化後人民幣國際化的必由之路。人民幣離岸市場的佈局和建設應領先於在岸資本市場的全面開放。人民幣國際化的策略是“前期穩健創造國際需求，後期激進釋放海外供給”。人民幣離岸市場的佈局屬於“前期穩健創造國際需求”。人民幣離岸市場的佈局以推進大宗商品人民幣定價和加快人民幣金融交易網路的建設為直接目標。政府著力培育香港、新加坡、澳大利亞、倫敦、和盧森堡的離岸市場，條件成熟時可探索在開曼、迪拜、孟買、莫斯科設立人民幣離岸市場的可能性。

本文重點討論離岸人民幣市場的培育對人民幣國際化的戰略意義，人民幣離岸市場如何佈局以及如何推進人民幣離岸市場建設三大問題。以下是研究報告的節錄部份。

人民幣離岸市場的佈局

人民幣離岸市場的建設本質上是一個市場化的發育過程。中國政府通過引導企業和金融機構的海外佈局與人民幣的定點投放，可以對人民幣離岸市場的形成發揮應有的引導作用。

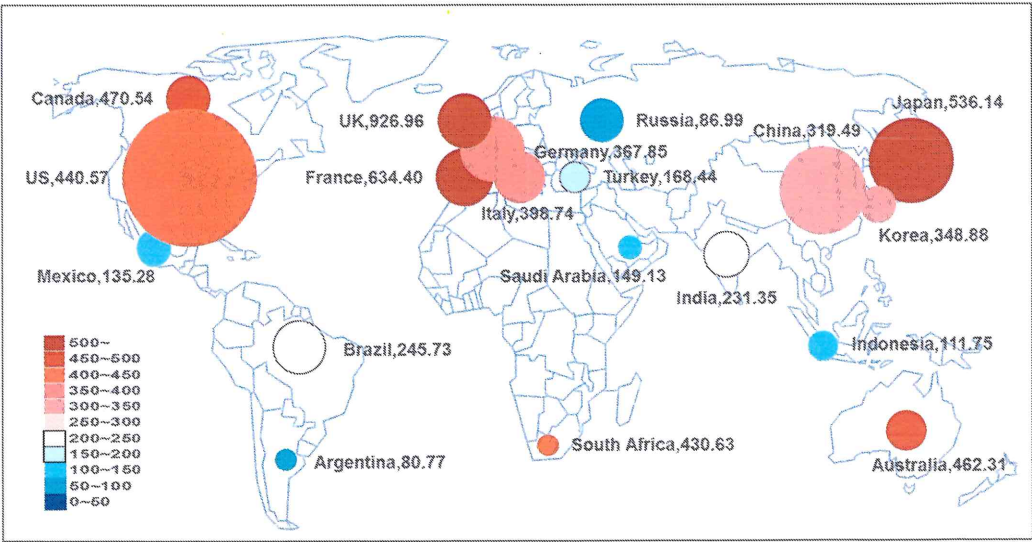
人民幣離岸市場的佈局，需要從中國對外貿易與投資的真實經濟關係及其地區分佈的現狀與未來發展趨勢出發，以推進大宗商品人民幣定價和加快人民幣金融交易網路的建設為直接目標。通過這兩個方向的發展儘快形成人民幣作為國際貨幣的價值效應與網路效應的正回饋機制，使人民幣國際化得到縱深發展。

圖 1 給出 2010 年 G20 國家金融總資產佔 GDP 比例的相對規模數值。圖中球體面積的大小代表不同國家的 GDP 規模，不同顏色及其深淺表示金融總資產佔 GDP 比例

的高低。從奠定人民幣國際化的堅實經濟基礎與擴展金融交易網路兩方面看，此圖可以給我們提供一個全球宏觀視角。深紅色球體代表金融相對規模的高水準。其背後隱含兩個內涵：一方面意味著金融交易網路發達；另一方面意味著金融發展相對獨立於或超越於實體經濟。發展這些地區的離岸人民幣業務在交易網路效應拓展方面具有事半功倍的效果。相比較，藍色和白色球體意味著相對 GDP 而言這些地區的金融發展相對滯後。考慮當地經濟規模、成長性及其與中國的未來經貿與投資關係，這些國家和地區可作為人民幣紮根實體經濟、擴大定價功能和價值效應的直接戰略目標。

結合以上分析，我們建議關注包括香港及新加坡作為地區與離岸金融中心，並將它們作為人民幣國際網路拓展中的樞紐或戰略節點進行培育。

圖 1：2010 年 G20 國家金融資產的相對規模



注：相關資料為各國金融總資產（銀行資產+股票市值+未清償債券餘額）與 GDP 比例。資料來源：World Federation of Exchanges, World Economic Outlook, BIS, Bankcope 及各國央行。

香港與新加坡

潘英麗（2010）已對香港和新加坡做過系統分析和比較。我們在此結合兩者近期發展態勢作簡要歸納和總結。

表 1 給出了香港與新加坡主要經濟金融指標的比較。香港在人口和土地面積上超

過新加坡。但 GDP 總量和人均 GDP 以現價美元計已落後於新加坡。新元相對美元升值，而港幣與美元維持聯繫匯率是其貨幣成因。但是香港正在被新加坡趕超也是不爭的事實。以 2005 年不變價美元計算，香港 2001 年 GDP 總量超過新加坡 60%，2006 年和 2012 年這一優勢只剩 40%和 30%了。在產業結構方面，香港與新加坡在工業與服務業佔比方面有很大差別。2012 年香港工業佔 GDP 的 7.1%，其中製造業僅佔 1.55%，服務業佔比接近 93%¹，新加坡工業為 26.73%，其中製造業佔比為 20.7%，服務業為 73.23%。香港製造業的空心化帶來較為嚴重的社會問題。Sassen（2001）揭示紐約、倫敦和東京這些全球城市的發展模式對各自的社會生產秩序產生重大影響。相對於提高工資待遇和創造龐大中產階級的傳統製造業，生產者服務業幾乎一半的工作是低收入崗位，比如為高收入階層提供生活和工作服務的清潔工、保安、文字處理、資料登錄等就業崗位；另外一半就業崗位如金融高管和金融交易員等薪水則處在最高水準。製造業空心化的結果必然是中產階級的消失和貧富兩極分化。資料顯示，香港的勞動參與率為 59%，比新加坡低 9 個百分點；初等和中等教育學歷的失業人數佔總失業人數的 81%，新加坡此項比例為 74.2%。

表 1：2012 年香港與新加坡經濟金融指標比較

經濟體	人口資料①	面積 (平方公里)	GDP 數據②	三大產業結構③	金融總金 融資產 /GDP④	銀行資 銀行資 產佔比 ⑤	銀行境外 資產佔比 ⑥
香港	718.4 (59.1%) 81	1092	2632.59 (32742) 3.93	0.056/7.078(1.55)/92.86	1968.00%	36.95%	51.35%
新加坡	531.2 (68.1%) 82	716	2747.00 (33988) 3.60	0.034/26.73(20.7)/73.23	877.80%	65.00%	54.70%

注：①三類資料分別為 2013 年的人口總量、勞動參與率和出生預期壽命。②GDP 三類資料分別為 2012 年美元計的 GDP 總值和人均 GDP 以及 2003-2012 年間人均 GDP 的平均增長速度。③三大產業結構分別為農業、工業（製造業）和服務業增加值佔 GDP 的比例。④金融總資產是銀行總資產、股票市值和未償還債券餘額的總和，新加坡銀行業包括亞洲美元單位資產。⑤指銀行資產佔金融總資產的比例。⑥指銀行境外資產佔銀行總資產的比例。香港為銀行對外債權佔銀行總資產比例。資料來源：The World Bank--WDI Online，香港金融管理局（www.hkma.gov.hk）、新加坡金融管理局（www.nas.gov.sg）網站。

¹ 2000 年的工業與服務業 GDP 的比例分別是 13.57%和 81.8%。參見潘英麗（2003）。

在前十大貿易的地區結構方面，香港顯現出對中國內地的高度依賴和對東南亞國家的相關性較弱（見表 2 和表 3），2008-2014 年間與這兩個地區的貿易已有所加強。香港與內地的貿易額佔比在 2008-2014 年間已上升 2.75%，達到 50.25%，與新加坡、韓國、馬來西亞、臺灣、印度、中東六個地區的貿易額佔比則從 14.4%增至 17.78%。相比較，與美歐日貿易佔比則從 26.4%下降至 20.67%。

表 2：2014 年香港對外前十大商品交易夥伴結構

單

位：10 億美元

國家/地區	進口		轉口		貿易總額	
	價值	比重(%)	價值	比重(%)	價值	比重(%)
中國內地	256.25	47.1	252.23	54.1	511.48	50.25
歐 盟	39.52	7.3	43.84	9.4	83.77	8.23
美 國	28.32	5.2	43.46	9.3	72.36	7.11
日 本	37.26	6.8	16.80	3.6	54.22	5.33
新加坡	33.63	6.2	7.39	1.6	41.35	4.06
台 灣	38.73	7.1	9.84	2.1	48.95	4.81
韓 國	22.64	4.2	7.86	1.7	30.68	3.01
印 度	12.39	2.3	11.92	2.6	24.54	2.41
馬來西亞	13.18	2.4	3.67	0.8	17.03	1.67
中 東	8.19	1.5	10.24	2.2	18.57	1.82
其 他	54.00	9.9	59.27	12.7	114.81	11.28
合 計	544.11	100	466.53	100	1017.77	100

資料來源：香港政府統計處。

注釋：

- 1) 進口資料是按主要供應地劃分的進口額(非按來源地劃分)。轉口資料是按主要目的地劃分的轉口額(非按來源地劃分)。
- 2) 港幣與美元的數值轉換，按照 2014 年平均美元港幣匯率 7.754 進行換算。

表 3：2008 年香港對外前十大商品交易夥伴結構

(單位： 10 億美 元)	進口貿易		轉口貿易		進出口總額	
	價值	比重	價值	比重	價值	比重
中國內地	181.16	46.6	176.00	48.5	357.16	47.5
歐 盟	29.34	7.6	49.62	13.7	78.96	10.5
美 國	19.35	5.0	46.14	12.7	65.49	8.7

日 本	38.22	9.8	15.54	4.3	53.76	7.2
新加坡	25.04	6.4	0.39	0.1	25.43	3.4
台 灣	24.66	6.3	0.50	0.1	25.16	3.3
韓 國	15.17	3.9	6.37	1.8	21.54	2.9
印 度	7.45	1.9	6.70	1.8	14.15	1.9
馬來西亞	8.49	2.2	3.49	1.0	11.98	1.6
中 東	4.40	1.1	5.57	1.5	9.98	1.3
對外貿易 總計	388.50	100	362.70	100	751.20	100

資料來源：香港政府統計處。

新加坡的交易夥伴分佈較為平衡，特別是與東盟成員國具有更為緊密的貿易關係（見表 4 和表 5）。新加坡與馬來西亞、印尼、香港、韓國、臺灣和泰國的貿易額佔比從 2008 年的 38.2% 增加到 38.8%。相比較與中國的貿易佔比從 9.9% 增加到 12.4%；與美日歐的貿易佔比則從 28.6% 下降至 22.4%。

表 4 2014 年新加坡對外商品貿易前十大夥伴結構

單位：10 億美元

國家/地區	進口		出口		貿易總額	
	價值	比重(%)	價值	比重(%)	價值	比重(%)
歐 盟	43.74	12.0	31.91	7.8	75.65	9.8
馬來西亞	39.01	10.7	48.97	12.0	87.98	11.3
中國內地	44.39	12.1	51.47	12.6	95.86	12.4
美 國	37.72	10.3	22.79	5.6	60.51	7.8
印 尼	18.77	5.1	38.35	9.4	57.12	7.4
日 本	20.11	5.5	16.74	4.1	36.84	4.8
香 港	3.30	0.9	45.08	11.0	48.38	6.2
韓 國	21.59	5.9	16.69	4.1	38.28	4.9
台 灣	29.97	8.2	16.13	3.9	46.10	5.9
泰 國	8.77	2.4	15.04	3.7	23.80	3.1
其 他	98.65	27.0	106.37	26.0	205.02	26.4
合 計	366.02	100	409.54	100	775.55	100

資料來源：新加坡統計局。

注釋：新加坡元與美元的數值轉換，按照 2014 年平均美元新加坡元匯率 1.2671 進行換算。

表 5 2008 年新加坡對外貿易前十大夥伴結構

(單位： 10 億美元， %)	進口貿易		出口貿易		進出口總額	
	價值	比重	價值	比重	價值	比重
歐 洲	67.2	14.9	52	10.9	119.2	12.8
馬來西亞	53.8	11.9	57.6	12.1	111.4	12.0
中 國	47.6	10.6	43.8	9.2	91.4	9.9
美 國	52.8	11.7	33.5	7.0	86.3	9.3
印 尼	24.8	5.5	50.3	10.5	75.1	8.1
日 本	36.6	8.1	23.5	4.9	60.1	6.5
香 港	4.9	1.1	49.5	10.4	54.4	5.9
韓 國	25.3	5.6	17.3	3.6	42.6	4.6
中國臺灣	23.2	5.1	13.4	2.8	36.6	3.9
泰 國	15.9	3.5	18.6	3.9	34.5	3.7
總 計	450.9	100	476.8	100	927.7	100

資料來源：新加坡政府統計局。

可見，香港與東南亞國家和地區的貿易權重不及新加坡的一半。與中國內地的貿易則比新加坡高出 35 個百分點。

香港的金融總資產規模比新加坡大得多。2012 年香港金融總資產 51,808 億美元，新加坡 24,113 億美元，前者是後者的 2.15 倍。其中香港的銀行資產為 19,144.6 億美元，是新加坡 15,684 億美元的 1.22 倍。香港最明顯的規模優勢體現在股票市場上。其股票市值為 30,978 億美元，是新加坡的 4.24 倍。香港股票與債券市場的發展主要得益於內地融資需求的外溢，後者在於國內資本市場功能的扭曲和癱瘓。香港上市公司中的外國企業只有 6%，而新加坡有 40%。中國企業在新加坡上市公司數目中佔比已達到 27%。

香港在 2013 年全球金融中心指數的 2 次排名中僅以 2 分和 8 分的微弱優勢（最高分為 800 餘分）排在新加坡之前的第三位。其實從發展潛力來看，香港領先新加坡的地位是岌岌可危的。對此我們稍作分析。

第一，香港在中國國際貨幣戰略實施中具有特殊地位，但是目前香港特別行政區政府對自己的定位尚未提升到國家戰略需要的高度。我們在給港府做的決策諮詢課題報告（2012）中曾經給出了香港的戰略定位和三大戰略任務：“世界經濟重心向亞洲轉移的必然趨勢和國際金融區域平衡發展的客觀要求，賦予了香港重大的時代使命和發展機遇。……香港已是中國的離岸金融中心，香港也完全可以憑藉英美法系法律制度和人民幣中長期強勢地位的雙重優勢成為以人民幣為載體的亞洲國際金融市場體系的核心和重要組成部分；同時建成中國企業和金融機構全球化發展的先進生產者服務中心。此外，香港通過制度牽引、市場信號傳遞、金融創新和風險管理技術援助等途徑可以幫助上海和內地金融市場體系提升其效率和現代化水準”。前提是“香港在中國金融強國戰略和全球金融平衡發展過程中的特殊地位，要求香港處理好為亞洲地區實體經濟發展服務和為全球投資者分享亞洲經濟高成長成果服務之間的關係，擺正適應國際金融市場需求和適應國家戰略需要之間的關係。”回歸以來香港始終採取內向型-弱政府發展模式。與新加坡政府的戰略思維和強勢相比，香港特別行政區政府在國際金融中心建設上的積極作用相對弱小，並且將香港繁榮和國際金融中心發展的前景維繫在中央政府的優惠政策上。港英時代的路徑依賴，以及回歸後中央政府缺乏指導意見和戰略規劃要求，使得香港處在發展無戰略、政府無作為的狀態。香港政府由一批專業並且敬業的公職人員組成。他們面對所有黨派的批評卻不能得到特別行政區內任何一個黨派有效而實質性的政治支持。其必然的選擇就是尋求中央政府的特惠政策來滿足本地區主要利益集團的利益訴求。事實上回歸後受到東南亞金融危機衝擊，以及CEPA政策的實施都在一定程度上強化了港府對中央政府優惠政策的期望值和依賴性。他們更多考慮如何讓國內金融市場對香港的側門開得更大，以便在幫助國際資本獲取內地投資機會時分享更多利潤，而不是考慮如何把握亞洲地區經濟發展提供的新機遇和人民幣國際化的國家戰略需要。儘管香港內向型發展模式對於中國上市公司治理和市場發展具有重要的制度牽引作用，但香港股票市場的繁榮和大規模擴張很大程度上建立在內地資本市場的病患與癱瘓基礎之上。這種替代功能顯然不可持續。因此香港在更好發揮對內的制度牽引和金融服務的同時，需要明確並拓展外向型戰略，即

向東南亞和中西亞輸出其國際金融中心的服務功能，不僅做好中國內地與外部世界之間的金融仲介，而且做好東南亞和中西亞各國的國際金融中心。考慮到這些小國經濟體很難建成流動性充分的證券交易所市場，香港國際金融中心的建設應將重點放在吸引這些國家和地區的企業和政府在香港上市融資和發行債券，為這些國家或地區的經濟發展提供各種投融資工具和金融服務，並逐步實現人民幣定價。如果香港不能內向與外向並重發展，其戰略地位或將為新加坡所替代。

第二，香港正面臨危險的社會分裂態勢。香港與英國倫敦、美國紐約或者英美兩國在全球的角色有著一個共同的特點，就是金融業過度發展後本土經濟的食利性增強。經濟對資產增值活動和金融交易傭金收入具有越來越大的依賴性，而不是促進實業的可持續發展。香港人口比新加坡多 35%，土地面積多 52%，但是香港的製造業為什麼幾乎都消失了呢？唯一的解釋是土地政策的不同帶來了商務成本的巨大差異。香港的地價及其商務成本已是高處不勝寒。結果必然是貧富極度分化，社會走向分裂。香港的政治態勢與經濟問題相比要複雜得多。世界經濟重心正在向亞洲轉移。美國重返亞洲，歐洲加快進入，英國難道不想舊夢重溫？鄭永年（2014.1）針對泰國的政治亂局探討了“亞洲政黨政治為何轉型為街頭政治？”² 其結論是，民主制度需要建立在一系列國家制度基礎之上。精英民主階段和相關國家制度的缺失、龐大中產階級基礎和對意識形態認同的缺失是其重要原因。因此 2017 年後香港如何避免陷入鄭永年所言的“低度民主陷阱”，將是香港社會和中央政府共同面對的巨大挑戰。

相比較，新加坡政府具有很強的危機感和戰略意識。新加坡扼守著太平洋與印度洋之間航運要道麻六甲海峽的出入口，特殊的地理位置使她成為兵家必爭之地。新加坡也是一個多種族、多宗教、多元語言和文化的移民社會，促進種族和諧是政府治國的核心政策。新加坡在經濟發展模式上被稱為“國家資本主義”，並且以政局穩定、政府廉潔高效而著稱。同時新加坡國土狹小、資源貧乏，作為小國開放經濟體和東南亞的國際金融和航運中心，其在國際關係上奉行的基本策略類似瑞士“中立國”政策：八

² 聯合早報，2014 年 1 月 22 日。

面玲瓏，和氣生財；其最大的憂慮則在地區安全威脅上。與澳大利亞相比，新加坡的戰略位置更為重要。如果亞洲爆發戰爭，新加坡不僅生意做不成，更可能面臨生靈塗炭的極大災難。因此其對美國在亞洲提供國際安全這種公共產品的依賴性也更甚。另外，新加坡強勢政府具有很強的戰略意識，他們審時度勢，把握好每一次社會經濟發展的戰略機遇。這是 1967 年獨立以來，新加坡取得輝煌發展成就的重要原因。新加坡顯然已經意識到人民幣國際化對其是個多大的戰略機遇。因此中國政府人民幣國際化的戰略需要，新加坡應該是願意考慮並放在適當地置的。

基於新加坡政府的戰略意識、管理效率和強勢地位，新加坡實際上是東盟的核心國，與東盟其他國家有著更為深厚的貿易和經濟關係；並且在東盟內部事務與地區政策上具有重要的話語權。儘管新加坡是強勢政府，國家資本主義，而不是香港這樣的全球最自由的自由港，新加坡在國際金融交易網路中的重要性仍然在香港之上。這從新加坡的外匯交易量全球佔比中就可看出。2013 年新加坡外匯交易的全球佔比為 5.7%，香港佔比僅為 4.1%。³

國際投資者幾乎年年將“全球最自由港”的桂冠頒給香港，香港的“全球最自由狀態”顯然對國際資本是最為有利的。但是中國政府如何對這個全球最自由港善加利用，則是一個重大課題。我們的結論是香港與新加坡都是極為重要的，因為人民幣國際化的戰略重點或戰略目標是在亞洲取得主導地位。如何在人民幣國際化進程中對全球排名第三和第四的這兩個國際金融中心善加利用，這是中國中央政府必須做好的一篇文章。

上文是潘英麗教授在 2015 年 11 月 24 日在「滬港大都市發展研討會：金融大時代下的機遇與挑戰」中發表的《人民幣離岸市場的戰略佈局與輸出途徑研究報告》的節錄。

³ 資料來源於國際清算銀行 2013 年 9 月公佈的該年 4 月國際外匯交易市場日均成交額初步計算結果。轉引自張光平《人民幣國際化與產品創新》中國金融出版社第四版，第 271 頁。

