

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2017 年 6 月 27 日

人民幣國際化「倒迫」金融改革

黎麟祥

香港科技大學商學院經濟系教授

前美國達拉斯聯邦儲備銀行高級經濟學家及顧問

中國國家主席習近平於 2013 年 9 月和 10 月，分別提出建設「新絲綢之路經濟帶」和「21 世紀海上絲綢之路」的戰略構想。這個「一帶一路」(Belt and Road Initiative • BRI)發展藍圖，隨著 5 月份舉行的國際合作高峰論壇後，受到外界更多關注。

習近平在論壇上透露，中國將對「一帶一路」沿線國家提供建設資金的絲路基金，增資 1000 億元人民幣(147 億美元)，還將以各種方式提供超過 7000 億元人民幣(1030 億美元)以上的基金或貸款，最終投資將達 9000 億美元。

誠然，區域基礎設施建設和製造業合作，是「一帶一路」最具吸引力的兩個核心內容。但「一帶一路」可以幫助人民幣國際化「更上一層樓」，也是一個很值得討論的問題。再者，人民幣國際化可以「倒迫」中國金融改革，也是值得注意的。

離岸市場厚度增加

「一帶一路」基本上鼓勵中國企業「走出去」，往海外進行直接投資，甚至設立工廠等。當然，基建是最引人注目的內容。基建需要很多建築材料、鋼材和林林總總的材料，這些材料中國都可以生產和出口。與此同時，在基建工程之中，中國建築公司都可以參與。更重要一點是，「一帶一路」龐大投資金額所牽涉的融資活動，是人民幣國際化向前邁進的有力刺激因素。

因為融資不一定再用美元，或者索性使用人民幣。若融資金額是由中國金融機構或企業借出去，相信中方一定冀望用人民幣進行融資。如果借方把資金用來向中國進口物資或購買中國產品和服務，則交易使用人民幣似乎很順理成章。這樣一來，人民幣離岸市場便得以壯大，增加人民幣離岸市場的厚度(market thickness)，金融產品的種類可以更多、人民幣離岸債券市場和銀團貸款等可望受到刺激，得以進一步擴展。在離岸市場厚度增加之下，市場流動性也可望得以提高。從這個角度看，「一帶一路」無疑對人民幣國際化更上一層樓大有幫助。

有人擔心，如今人民幣短期下跌的情況不變，會不利人民幣國際化。記得 2015

年 8 月 11 日，中國人民銀行宣佈實施人民幣匯率形成機制改革，包括參考收盤價決定第二天的中間價；日浮動區間為正負 2%。當日，人民幣在岸市場及離岸市場人民幣兌美元即期匯率，分別下跌 1.80% 及 2.65%，追隨人民幣兌美元中間價一次性貶值近 2% 的走勢。自此人民幣匯價走勢持續向下。雖然匯價下跌，但跌勢慢慢喘定。在 2016 年，跌幅如筆者所料只約 6% 之譜。到目前，人民幣匯價基本穩定下來。

中國經濟處周期低谷

在人民幣下跌過程中，人民銀行不時在匯市進行干預，主要是希望人民幣的聲譽和市場信心不致受損；加上中國資本帳目未完全開放，對資金進出實施管制，這對穩定人民幣匯率有一定作用。

無可否認，中國經濟周期當前處於低谷。不過，對於中國的改革和發展，我們要抱有一個長遠觀點，並認同經濟發展是有周期性。目前所處的低潮，顯示增長速度持續放緩，但未致衰退。

筆者估計，中國經濟增速不會在 7% 或以上運行，只能在 6% 左右增長。這個增速水平估計會持續多年（可能 10 年或以上）。在這個「新常態」下，對人民幣幣值有什麼負面性影響？筆者的答案是：沒有。為什麼呢？因為經濟增速達 6% 水平，以今日的經濟規模來說，增速已相當快。

長遠而言，人民幣幣值主要取決於中國勞動生產率的增長率，相對美國的勞動生產率的增長率的變化。若中國勞動生產率增長率高於美國，人民幣便有持續升值的空間，但必須指出，這是長期性而言。當陷入經濟周期低潮，悲觀情緒便會當道，而一般投資者對人民幣的熱情亦告冷卻。與幾年相比，當時，中國經濟高速增長、人民幣單邊升值預期幾乎一面倒，投資者爭相購買人民幣，如今情景不可同日而語。

人民幣幣值變化的關鍵

然而，我們的著眼點不應該那麼短視。基於中國迄今仍是一個追趕發達國家的經濟體，勞動生產率與美國當前水平比較，還有一段相當長的距離可供追趕，因此，長遠而言，人民幣的幣值應該得到中國勞動生產率增長率提升的支持。如今一帶一路的開展，為人民幣國際化前進步伐帶來機遇。事實上，除了一帶一路，中國國內的一些因素，包括開放資本帳目，也為人民幣國際化提供支持。

要注意的是，人民幣的幣值和國際化是兩碼子事。人民幣國際化則是指人民幣在

國際經濟交往中，發揮計價、結算和價值儲藏等職能。也就是說，人民幣國際化有助中國國際貿易和金融的運作；而人民幣的幣值卻是關乎人民幣的購買力問題。

人民幣國際化，一方面，中國企業可以在國際貿易和國際融資的領域使用人民幣，而毋須再使用美元。另一方面，人民幣國際化可以促使中國國內的金融改革。亦即以外力「倒迫」國內金融改革。這一點較少人討論和分析。

由於國內金融系統領域的既得利益集團山頭林立，對金融改革一直有所抗拒。只要看看近年中國金融體系領域的一些「事件簿」，包括 2015 年 A 股股災後，國家主席習近平等中央高層很快「清洗」金融界，包括證監會副主席姚剛、證監會主席助理張育軍、中信證券總經理程博明在內的 11 名中信證券高管、「私募一哥」徐翔等紛紛落馬。到今年 4 月上旬，中國保監會原主席項俊波「嚴重違紀」而「落馬」。過去一年多，中國「一行三會」中的三會三名主管已全部換人，包括 2016 年 2 月遭免職的證監會主席肖鋼、2017 年 2 月退休的銀監會主席尚福林，以及今年 4 月「落馬」的項俊波。唯一央行行長周小川還在位。由此可見，中國內地金融體系中的腐敗和頑固，需要大規模清洗和改革。筆者認為，通過人民幣國際化可以「倒迫」國內金融改革、削弱抵制力量。

「雞與雞蛋」誰先問題

走筆至此必須指出，人民幣國際化「倒迫」國內金融改革是一個「雞和雞蛋」的問題。當國內金融市場法規變得完善、市場提高效率，無疑有助人民幣國際化，因為人民幣發揮出貨幣的儲藏升值功能，海外投資者願意持有更多人民幣進行投資；而人民幣國際化反過來可以「倒迫」中國金融體制改革，使它更有競爭力。然而，究竟貨幣國際化與國內金融體制改革是先有「雞」、還是先有「雞蛋」，亦即是否首先要有一個良好的國內金融市場，貨幣才有高度國際化，或者次序調轉？的確不容易回答。

照中國的情況看，在國內金融市場利益集團力量頑固、抗拒改革的力量根深蒂固下，透過人民幣國際化，壯大人民幣離岸市場，發揮外力「倒迫」改革，是合理的政策選擇。逐步有序開放資本帳戶，既可推動人民幣走上國際化之路，同時「倒迫」國內金融市場打開改革的缺口。當金融市場更為成熟、更有效率和競爭性，反過來又推動人民幣國際化更上一個台階，形成一個良性循環。因此，按照中國的國情和現實，人民幣國際化和隨之而來的金融市場對外開放，可能是推動國內金融市場改革的重要一環。

借「外力」是中國常用策略

筆者觀察到，「外力」是推動中國改革的一股重要力量。在中國開放改革過程中，初期啟動經濟特區發展，很大程度是靠外資和港資的力量來拉動。更典型的例子，是中國於 2001 年加入世界貿易組織（WTO）。加入世貿後，在外來競爭的壓力下，中國相關行業或企業必須應對，設法提升本身的競爭力，最終鞭策和刺激中國的貿易和經濟出現突破性的發展和進步。如今人民幣國際化，也可以作為借助「外力」來「倒迫」國內金融市場改革的工具，歷史證明，這是中國改革中很管用的策略。

總括來說，一帶一路是人民幣國際化更上一層樓的契機，但並非唯一的刺激因素，因為還有開放資本帳、金融體制改革等作用；而金融市場改革與人民幣國際化無疑有互相促進的關係。因此，當前人民幣可趁一帶一路帶來的機遇，推動國際化步伐再向前踏出一大步，反過來，又加大推動國內金融改革的力量。

中國經濟改革走到目前一步，把過去依靠投資來拉動增長的模式，轉為主要以消費拉動增長，金融改革是一個關鍵部分。若沒有一個具效率和競爭力的金融體制，中國經濟難以進一步發展。因此，把握「一帶一路」，推動人民幣國際化，「倒迫」國內金融改革，不失為好策略。（筆者 Edwin L.-C. Lai 網頁：<http://ihome.ust.hk/~elai/>）