

2015-12-8 刊登

人民幣國際化仍有長路要走

黎麟祥 (Edwin L.-C. LAI)

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師及顧問

國際貨幣基金組織(IMF)執行董事會上周一(11月30日)在華盛頓會議上作出決定，從明年10起，將人民幣納入特別提款權(SDR)貨幣籃。人民幣將與美元、歐元、英鎊和日圓五種貨幣，構成特別提款權貨幣籃子，這是中國經濟融入全球金融體系的一個重要里程碑；亦是國際社會對中國在改革方面所取得進展的認可。

五種SDR貨幣籃子的權重分別是：美元41.73%，歐元30.93%，人民幣10.92%，日元8.33%，英鎊8.09%。從權重可以看到，雖然人民幣佔比位列第三，權重約佔一成，但跟美元逾四成比較，依然有一段差距。

無可否認，人民幣獲納入SDR籃子，是國際化進程歷史性的一步。但是否就表示人民幣國際化自此一帆風順，迅速走抵目的地呢？答案是未必，因為人民幣真正國際化仍有一段長遠要走，筆者將撰寫三篇文章，對人民幣國際化步伐走到目前作出一個階段性總結，並瞻望未來發展形勢，供讀者參考。

國際化一舉多得

人民幣國際化是中國長遠發展策略重要一環，目的在營構一個穩定的國際貨幣環境，以助其經濟持續發展；冀無論中國人或是外國人都使用人民幣進行貿易、貸款、借款以至進行國際投資。這樣一來，內地國民能夠使用人民幣，去購買或出售其貨物和服務，也能夠在國際間用人民幣來進行借款或貸款等融資活動，因而可以在貿易和金融交易上，有效迴避貨幣兌換的匯價風險。最重要的是，一旦中國放寬資金管制，若中國的外債都主要用人民幣計價，那就能夠化解國際貨幣投機者對人民幣進行的投機衝擊而引起的貨幣危機。所以，人民幣國際化是一箭而多雕的。

事實上，很多發展中國家往往因為當向外國借貸時不能以本國貨幣(本幣)計價，以致當遭受貨幣投機者衝擊時，產生貨幣危機和其引發的其他危機。原因是本國企業借的是外幣但它們的收入來源是本幣，所以當貨幣因投機者衝擊而大規模貶值時，它們便不能償還債務，造成企業破產，銀行擠提倒閉，資金大量外撤，和貨幣進一步的貶值。這是典型的三合一危機：貨幣危機，金融危機，和資金外撤的危機。發生在 1998 年的亞洲金融危機就是一個很好的例子。加州大學柏克萊分校經濟學教授巴里·艾肯格林 (Barry Eichengreen) 把發展中國家以本幣向外國借貸而產生的以上的惡果稱為「原罪」，即它是以上多種危機的根源。1998 年亞洲金融危機無疑是箇中的典形寫照，然而，當時中國未受殃及，原因就是中國政府當時實行資本管制。

但是，今天由於中國希望與國際經濟體系更緊密的融合，以及增加它的國際影響力，所以需要向外更開放。因此，它當下面對把資本帳開放的壓力，也就是要容許資金自由流動，貨幣在資金進出時可自由兌換。

辟除「原罪」有道

假如中國放寬資金管制，而又要防止貨幣投機者衝擊人民幣而引起的貨幣危機，其中一個主要方法就是讓國際上普遍使用人民幣進行國際貿易和金融交易。這是辟除「原罪」的重要手段，也是人民幣國際化的一個重要目的。人民幣國際化的其他好處包括：增加中國在國際間的政治影響力；從國外賺取鑄幣利差

(seigniorage) (即透過發行人民幣，來換取外國人的實質貨物)；與及能夠以低利息向國外借到大量人民幣資金。

縱觀當前國際形勢，現今的國際貨幣體系(International Monetary System)，是以美元作為主要計價、投資和儲備貨幣的。這個體系是不對稱的，也就是說，全球許多國家為了維持本國貨幣兌美元匯價的穩定性，不時需要在外匯市場作出幹預，但美國卻毋須擔心本幣跟其他國家貨幣的匯率，因為它們會跟著美元走。

像其他發展中國家一樣，中國從上世紀八十年代、九十年代以至二千年起，把人民幣釘住美元(雖然這種釘住只是「爬行釘住」)。基於這種釘住行為，中國人民銀行便積累了巨額美元資產(例如在 2014 年 1 月，人行 3.8 萬億外匯儲備中，美元資產佔了很巨大的比例)，美元任何顯著的貶值，都會令中國損失慘重。

嚴防墮入「美元陷阱」

為了讓許多國家迴避上述的「美元陷阱」，中國提出使用一種「超主權貨幣」作

為全球儲備貨幣。中國提出這「超主權貨幣」由全球主要經濟體的貨幣（包括人民幣）構成一籃子的貨幣，籃子的構成比率各按其國內生產總值（GDP）規模權衡定出。剛好，“特別提款權”（Special Drawing Right，簡稱 SDR），符合了這個要求。“特別提款權”是 IMF 常用的貨幣籃子，是用來借給央行作為維持國際收支平衡用的。

長遠而這，中國希望其主要的貿易夥伴的貨幣可以與人民幣掛鉤，而人民幣則和這個「超主權貨幣」掛鉤。然而，無論 SDR 是否成為一個廣泛接受的儲備貨幣，中國都希望人民幣成為其他國家中央銀行的主要儲備貨幣之一。對中國來說，雖然這是一個漫長的過程，但無可否認當前是改革 IMF 的良機，因為 2008 年全球金融危機之痛還記憶尤新，當時，全世界都受到美元信貸收縮(credit crunch)之害，且繼後又飽嘗美國實行非常態貨幣量化寬鬆（QE）的美元泛濫之苦。

不過，中國可以說是歷史上首個發展中國家要把其貨幣國際化。由於中國發展較晚，人民幣迄今仍然在資本帳上不能完全自由兌換，金融系統也發展不成熟。因此，人民幣要國際化，重要的一步是建立離岸人民幣市場，利用政策之助來鼓勵國際間使用人民幣。在這種情況下，中國政府實行了下列舉措：容許和便利人民幣進行貿易結算，以及在離岸發行以人民幣為單位的金融工具（例如，人民幣存款、發行人民幣債券等）；向海外國家提供人民幣流動性（透過跟逾 20 家國外中央銀行簽署貨幣互換協議）；並且循序漸進地放寬資本管制，讓人民幣在資本帳的項目中更多地可自由兌換。

經此推動，變化十分顯著，包括在海外中心的人民幣存款增加，例如香港、新加坡和台灣均如是；另一方面，發行人民幣債券以及人民幣融資貸款也大幅增加（如香港的「點心債」）；在中國貿易方面，以人民幣結算也告激增（於 2013 年底，約佔中國貿易量的 18%），最終令人民幣在外匯市場的交易量迅速飆升。

潛力與實際使用差距仍大

然而，我們的研究顯示，人民幣於中國以外（如亞太地區）的潛在與實際使用兩者之間的差距仍十分巨大。再者，據資料顯示，於 2013 年，以人民幣進行貿易結算(trade settlement)總值的 70%左右，是中港兩地之間的貿易，而不是中港兩地與外國之間的貿易。因此，即使從貿易結算而不是貿易計價(trade invoicing)的角度來看，人民幣真正的國際化，還有一段長路要走。原因是什麼呢？主要阻力是中國實施資本管制和人民幣在資本帳目中缺乏全面自由兌換，國內金融體系不成熟，以及國際上長期使用美元所形成的慣性因素等等所致。

國際化政策多管齊下

我們相信，中國有必要放寬資本管制，加緊有序地讓人民幣在資本和金融帳目上可自由兌換，並且深化改革國內金融體系，使離岸人民幣市場的有足夠厚度 (market thickness)，可以成為計價、投資，以至在亞太地區甚至更廣泛地區的儲備貨幣。理由是，當資金可以自由流動，離岸和在岸的人民幣都可以進出自如，加上有一個更為發展完備、具廣度和深度的金融市場，便能夠有效激勵海外的人們使用人民幣（或者是人民幣計價的金融資產），用來作為計價和價值儲藏的貨幣。

談到上述政策建議，筆者必須馬上再附上一些「警示」—— 只有當金融體系變得成熟和監管完善之後，才可以大量放寬資本管制和讓貨幣完全自由兌換，否則，中門大開，熱錢湧來湧出，會令金融和銀行體系不穩，甚至爆發金融危機。因此，基本原則是，人民幣國際化應該被視為一個金融體系發展成熟的自然結果，而不是一個獨立的目標。

除了金融市場改革，箇中包括金融市場化和完善監管之外，中國政府提高其信譽，增強市場的信任，亦有助提升人民幣作為國際貨幣的吸引力，當中包括反貪倡廉，加強中國的「軟實力」。對亞太地區的很多國家來說，中國已是其最大的貿易夥伴。若然人民幣成為真正的國際主要貨幣，在貿易計價、貿易結算、投資和中央銀行的儲備資產等各方面都有長足進展，相信區內國家也很樂意把本幣釘住人民幣，在這種發展情況下，其對中國的貿易也不會因本幣兌換人民幣的匯價波動而受到干擾。

筆者將於下一篇文章，分析用人民幣進行貿易計價，對人民幣國際化的意義和重要性。