

香港信報

專家之言【解牛集】

2016-1-5 刊登

## 人幣國際化遇上「三元悖論」難題

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師及顧問

筆者於本欄討論人民幣國際化上兩篇文章中 (刊 12 月 8 日和 12 月 29 日)，分別對人民幣國際化的背景、實現在國際貿易上成為計價貨幣的重要性作了闡述。本文，筆者將論述當前人民幣國際化所面對的難題，並對人民幣的發展前景作扼要的瞻望。

如前文所說，貨幣有三種功能。即計價、結算和儲值。任何貨幣的國際化，都是想把本國貨幣在國內所體現的三種功能擴展至國際。從發展過程看，國際化的第一步，是該國貨幣在國際貿易上可以用來計價。無可否認，中國的確有潛力成為國際貨幣，因為中國的國際貿易量確實很大，而且佔全球比重越來越大，因而有相當討價還價能力。

### 成儲備貨幣是最後目標

比方說，中國向貿易對手出售或購入貨物，基於數量龐大，從而便有條件要求以人民幣來計價，既然可用人民幣計價，也順理成章以人民幣進行結算。

筆者估計，未來一段日子，不少亞洲國家貨幣，包括東南亞國家貨幣、韓國貨幣以至台灣貨幣都會愈來愈多「釘住」人民幣。如今也有分析認為，目前東亞區已有「人民幣區」(renminbi bloc) 的影子。在這個區內，這些國家的貨幣與人民幣互相「釘住」。

歷史上，東亞區是「美元區」，各國貨幣都「釘住」美元，如果出現以上變化，就是體現了人民幣國際化進程取得一定的成績。不過筆者估計，即使如此，人民幣能挑戰美元在全球主要計價和儲備貨幣的地位，實在是非常遙遠的事。如能夠成為東亞地區性的國際貨幣已經是很成功了。

## 貶值預期加劇有礙國際化

據環球同業銀行金融電訊協會(SWIFT)的資料，在全球支付市場，人民幣的市場佔有率從 2012 年 8 月的 0.84%，到 2014 年 12 月升至 2.17%，2015 年 8 月為 2.79%。9 月份一度超過日本，是繼美元、歐羅、英鎊後排列第四；然而，10 份卻又回落至第五，再度排在日圓之後。可以看到，雖然人民幣的發展速度相當快，但跟美元超過四成的份額相比，差距仍然很巨大，而且地位並不穩定。

走到目前，人民幣國際化的過程出現了一些阻障。基於當前中國經濟下行，使國際貿易額亦有所減少；加上人民幣貶值預期迄今仍揮之不去，都令人民幣國際化的步伐受到負面性影響。

踏入今年以來，人民幣已出現了資金外流現象，露出貶值壓力。到 8 月份，中國政府由於種種原因，毅然把人民幣匯率中間價的波幅擴大，並且每日中間價形成加入市場元素，即按對上一日市場收市價作為參照；加上經濟下行壓力，令人民幣貶幅加大，三天內貶值了 4.6%。同時，8 月份外匯儲備急降 939 億美元紀錄，9 月再減少 432 億美元，10 月外匯儲備回復增加，外界一度憧憬資金外流壓力會緩和，但 11 月數據反映，資金外流情況其實未完全扭轉。

據人行日前公佈的資料，11 月外匯儲備減少 872 億美元，降到 3.44 萬億美元，低於 10 月底的 3.53 萬億美元，並且創 2013 年 2 月以來新低。據彭博的報導，中國外匯儲備今年以來已減少了 4050 億美元。外匯儲備持續減少的部分，估計很多是央行拋售美元來支撐以至穩定人民幣匯價。

本來，貶值可以刺激經濟，那央行為何要穩定匯率呢？穩定匯率又如何影響人民幣國際化的進程呢？

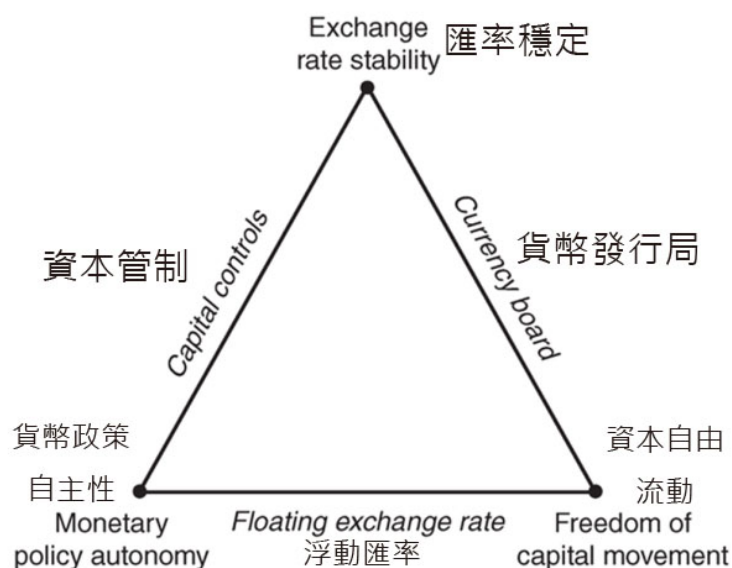
### 「三元悖論」的阻障

事實上，人民幣過去靠「單邊升值」去支撐國際化加速發展，是不可持續的。穩步的國際化，必須建基於海外對人民幣真正的信心和需求。而國內亦必須有一個穩定、成熟、開放、市場主導 (market-driven) 的金融市場，既廣又深，資金自由流動及金融監管完善等條件。

但是，中國要進一步開放資本賬，照目前形勢看並不容易。原因是「三元悖論」的限制。筆者過去談及港元與美元聯繫匯率時所提及的，開放型經濟面對的「三元悖論」

(open-economy trilemma)，會限制中國把資本帳目開放步伐的幅度和速度。按照「三元悖論」，一個開放型經濟的政策目標，在(1)匯率穩定、(2)資本自由流動、(3)實現內部

目標進行的貨幣政策自主性，這三者中，最多只能選擇兩項，亦即必須「三棄其一」。見下圖。必須強調，「三元悖論」不只是一個理論，而是一個經濟定律，放之四海皆準。



筆者相信，中國會選擇達致國內經濟目標所進行的貨幣政策自主性。事實上，大國通常都會首先選擇能夠調整內部經濟目標的貨幣政策自由性。至於在匯率穩定和資本自由流動的兩個選擇中，若選擇資本完全自由流動（即資本帳目的全面開放），則剩下來的匯率穩定選項，即使很不願意，也得放棄。

從這個角度看，若要進一步放寬資金管制，人民幣匯價有波動是無法避免的。匯價波動，在現今的中國經濟環境，意味著人民幣貶值。然而，人民幣要建立國際上的信心，匯價就不能有太大貶值。因這樣會削弱海外對人民幣的信心，影響人民幣的聲譽，此舉與國際化的目標背道而馳。

因此，筆者估計，當前人民幣貶值的幅度不會很大，因為央行不會容忍人民幣大幅度貶值，故而會在外匯市場作出干預，去穩定人民幣的匯價，避免人民幣貶值預期惡化，損害人民幣形象和削弱外部的信心。若然完全由市場決定匯率，人民幣匯價下跌的速度和幅度都可能很凌厲，相信這不是中國政府和人民銀行所願意看到的局面。

但是，由於「三元悖論」這個定律的限制，在保持行使貨幣政策的自主性的前提下，要一定程度上穩定匯率，就必須推遲資本帳的開放了。這就是人民幣國際化短期遇上的難題。因此，筆者相信，雖然人民幣已經入了 SDR 的『籃』，但是中國在一年內不會輕易進一步開放資本帳。直到中國經濟回復穩定增長、金融改革及經濟轉型初見成效為止。

## 人行面對兩難困局

中國現在遇上兩個『兩難』：1.大幅貶值或許可救經濟（刺激淨出口），但貶值太多會影響人民幣聲譽以致國際化步伐。同時，也會受美國等國家的政治壓力。因此，折衷之法就是在控制下慢慢貶值。這是短期經濟效益與國際政治之間的取捨。是第一個兩難。2.一旦要控制貶值的幅度，就是要匯率一定程度上穩定。這是上圖三個角尖目標的其中一個。若要保持貨幣政策自主這個角尖的目標，就要實行一定程度的資金管制，也就是在一定程度上放棄資金自由流動這個角尖目標了。這是在匯率受控和增加人民幣可兌性以助國際化兩者之間的取捨。是第二個兩難。

## 短期貶值長期升值

筆者估計，目前人民幣獲納入 SDR 籃子後，不僅沒有像坊間分析那樣，加快國際化的步伐，反而在「三元悖論」的限制下，再加上經濟下行之勢短期內也很難改變，人民幣會在未來一年減慢國際化的步伐。

短期而言，人民幣無可避免有貶值壓力，但長遠而言——所謂長遠，是指十年八載、甚至二十年，人民幣一定會升值，而且升幅也不會小，因為任何高速發展的經濟體，只要該國的通貨膨脹不高，本幣就會不斷升值。

背後的機制是，經濟高速發展，意味勞動生產率上升的很快；而勞動生產率上升也就意味實質工資（real wage）上升。實質工資上升，將導致人民幣實際匯率（Real Exchange Rate）也會節節上升，所謂實際匯率，是名義匯率（nominal exchange rate, 即一般人稱的匯率）除以外國和本國價格之比調整後的值。當實際匯率持續上升，而中國通脹率與歐美相若（1994年12月到2014年12月間，美國平均年通脹率為2.0%，中國則為2.5%。故這個假設其實挺符合歷史事實），人民幣匯率的長期走勢也會節節上升。

展望將來，在未來一年，人民幣國際化可能遇到較大阻力，原因是中國經濟增長放緩、貿易減少、對人民幣貶值的預期、和利率下降，會減低離岸人民幣存款、離岸人民幣資產、和人民幣貿易計價和結算的需求。但在未來五到十年，估計中國經濟會慢慢轉型，恢復穩健增長，人民幣會回復它對美元長遠升值的趨勢。金融體制改革會深化和資本賬會繼續開放。因此人民幣國際化會再次加速。東北亞和東南亞地區（除日本）可能會形成人民幣區，人民幣可能成為地區性主要貿易計價、結算和投資的貨幣。