

緩慢升值與跨境投資——人民幣雙向解壓

李元莎、何順文 | 企業管治

人民幣升值與否、升值幅度大小，一直是關係內地貨幣政策走向、宏觀經濟方向和對外貿易往來的關鍵因素之一。而在沉寂近三個月後，人民幣幣值再次成為焦點問題，最近數周，人民幣對美元的滙率迭創新高，人民幣對美元滙率升值幅度已達2%。而在眾多環境因素決定下，人們普遍認為人民幣已經進入中期的單向升值通道。

回顧人民幣自2005年開始滙率改革後的歷年資料，即可明確人民幣的緩慢升值將無可避免：2005年當年人民幣升值幅度約為3%，2006年升值接近4%，2007年升值高達7.5%；2008年三季度全球經濟危機打斷了人民幣的升值步伐，為重新盯住美元之前，人民幣升值幅度已經達到5.5%。因此相對而言，今年人民幣升值幅度在3%之5%之間，應該都是接近歷史軌跡的。

內部升值壓力覺醒

關於人民幣升值與否的討論中，外部其他國家的壓力始終是最為攪動媒體神經的，而其中由於貿易逆差巨大和其強大的雙邊影響力，美國給予中國的升值壓力則是最為直接和明顯的。就在人民幣重拾升值步伐之際，美國對於中國進行人民幣升值的壓力也達到了一個新的高度。其中的複雜因果鏈條，則是中美兩國錯綜交織的政治經濟關係的直接反映。

美國當地時間9月24日，眾議院籌款委員會投票通過了一項法案，旨在對低估本幣滙率的國家徵收特別關稅，雖然法案本身沒有直接表明針對中國，但是其矛頭所指則不言自明。根據程序，這項法案原計劃在9月底在眾議院進行全院表決，如獲通過然後將進入參議院立法程序。但一如大多數人的推測，該法案在參議院受阻，不會獲實際通過，但是這一法案本身折射的美國民眾和國會態度，仍值得中國警惕。當然，也有不少人認為這是美國總統的慣常政治伎倆，11月初美國國會中期選舉過後，這個爭議將會被消化。

而形成直接互動的是，在法案投票在專門委員會投票前两天，中國國務院總理溫家寶9月22日在紐約與美國企業、金融界和學術界人士座談時指出，造成美方對華貿易逆差的主要原因不在於人民幣滙率，而在兩國投資和貿易的結構。只有從整體上加以考慮，採取綜合性措施，而非挑起貿易衝突，這一問題才能逐步得到解決。同一天，溫家寶還強調，人民幣滙率是經濟問題，決不能政治化。由此，雙方的立場差異，得到完整體現。

筆者也認為美國高估了其貨幣政策效用，不應把失業率高企問題諉過於人。目前美國政府希望將其通脹化解於人民幣的升值。事實上，也有不少美國人相信逼人民幣升值是無補於事。

然而，在政府高層強調不受外界壓力調整幣值的同時，卻必須考慮內地自身經濟發展和商業利益。從內地普通民眾福祉和國家金融穩定的角度，進行人民幣主動升值（建議每年不超過5%），是順理成章的選擇，也反映基本經濟實力。一方面內地通貨膨脹壓力逐漸累積，從貨幣政策的選擇上看，用升值來暫時替代加息未嘗不是一種好的方式：人民幣升值後，結算同樣數量的美元，投放的人民幣會變少，這可舒緩國內資產價格與通脹壓力。中央不願本幣升值，結果只會加重物價與資產泡沫，進一步導致價格大起大落。另一方面，升值也是中國進口所需，政府高層反復強調鼓勵擴大進口不是權宜之計，是內地加快經濟發展方式轉變，調整經濟結構的需要。

中國應減少購美債驅使美國加息並有助提升美元滙率。此外，在人民幣承受內外升值壓力而進行緩慢幣值調整的同時，應加大人民幣的貿易結算和資本投資



■人民幣升值對美國的助益究竟有多大，人言言殊，但長期的貨幣戰爭肯定對各國有害無益。（資料圖片）

作用。這可實現一定程度的貨幣國際化，有效地以雙邊貨幣幣值進行經濟往來，減少對於美元中間滙率轉換的依賴作用。為此，內地在2008年經濟危機之後，一方面暫時停止人民幣升值，另一方面則加速與重要貿易夥伴進行雙邊貨幣互換，以形成一個更為多元靈活的人民幣幣值機制。

放寬跨境投資助推國際化

人民幣國際化的重點直接用於跨境投資，隨著內地企業將加大海外直接投資，人民幣的未來幾年的資本輸出將達到幾千億美元。低調試點的人民幣跨境直接投資，將在更大範圍內鋪開，上海、山東、湖北等地已有具體境外投資項目獲批。在規範層面上，央行、商務部等部門正在就人民幣境外直接投資商議管理辦法，意推出一套風險可控、具有操作性的制度框架，在更大範圍推進人民幣跨境投資。

人民幣未實現資本項下可自由兌換之前，之所以可以用於直接投資，在於目前內地的境外投資項目多伴有產能輸出以及產品、服務貿易需求。雖然專案在海外，但建設中的設備、服務都來自中國，專案建成後的部分產品服務也出口到中國。如果在整個業務過程中，能夠直接使用人民幣結算，就可以減少人民幣兌美元、歐羅等主要貨幣的滙兌損失，降低交易成本。內地企業對外投資的這一特點，使人民幣用於海外直接投資具有可能性。

長期的貨幣或貿易戰爭對各方都無好處。見到人民幣近月已升值2%，上周五美國財政部表示暫時不將中國列為滙率操縱國，會延遲到11月中才向國會公布關於國際滙率政策報告，令雙方的緊張關係可以鬆緩。一如企業管治，一國的貨幣與滙率政策治理應使各持份者取得共贏，令雙方長期發展具永續性，而非是零和遊戲。

李元莎 美國威斯康辛大學商學院助理教授
何順文 澳門大學副校長（學術）兼香港企業管治論壇主席