

人民幣國際化突顯基礎薄弱

李元莎、何順文

在剛剛過去的一年裏，中國人民銀行和外管局動作頻頻，在金融危機尚未消退的大背景下，着力推進人民幣的國際貨幣化，如在眾多第三世界發展中國家擴大人民幣貿易結算試點，開放以香港為離岸交易中心的金融產品和銀行間拆借市場，以及一定條件下允許國外金融機構以持有的人民幣投資到內地人民幣債券市場等。

內地貨幣當局的頻頻動作，雖然作為人民幣國際化的實際步驟無可厚非，但是卻可能掩蓋人民幣國際化基礎的薄弱，掩飾內地金融自由化不足帶來的長期負面影響。這一內地自身金融發展狀態與國際化本身的內在矛盾，實際上制約了香港作為事實上的離岸交易中心，尋求擴大人民幣金融交易範圍和品種的努力。

利率市場化不可回避

目前，香港的人民幣離岸市場仍處於發展的初期階段，即使是在內地中央政府的力挺下，其交易規模也遠遠不能與內地市場相提並論。但是由於內地金融管制造成的利率和匯率非市場化，香港的人民幣市場與內地長期存在無風險套利機會。比如，目前人民幣離岸市場的利率低於內地市場，一旦資本管制放開，則離岸市場人民幣將回流內地，博取利差。

兩地利率差的現實存在，將是人民幣下一步國際化的直接障礙。因為，一國貨幣的國際化其實是一國金融產業國際化的外在表現和結果，而非本質和原因。縱觀貨幣國際化國家，無一不是以金融自由化、國際化為基礎和前提。而在內地金融業仍以銀行融資為主體、利率高度管制的模式下，利率市場化成為關鍵之關鍵、基礎之基礎。

內地長期以來經濟發展的一個基本哲學就是漸進式改革，對於處於經濟命脈和政府宏觀調控中堅的金融產業尤其如此，所以分步驟、有計劃的進行利率市場化和金融自由化，就是不二選擇。從內地銀行業的發展現狀而言，經過近五年的大規模改革、引資、上市和再融資，雖然內地銀行國有體制依然主導、經營風險仍然不低、

經營方式尚待提升，但是最近幾年的資本補充和經營提升，至少提供了進行利率市場化的客觀基礎。

資本賬戶開放須謹慎

內地人民幣利率市場化之下，隨之而來的就是人民幣資本賬戶的自由兌換問題。資本賬戶目前通過QFII等方式，已經不是鐵板一塊，但是合法進入內地資本市場的國際資本，規模仍然無法與龐大的內地金融資本相比。在人民幣持續單向升值的預期下，人民幣資本賬戶的開放，已經成為現實挑戰。

鑑於1998年亞洲金融危機時，部分東南亞國家開發資本賬戶的慘痛教訓，內地決策層對於人民幣的資本兌換，一直持非常謹慎的態度。在政策操作層面，也是倍加小心，即使對於已經公布的制度政策，也多進行狹義解釋，拖延執行。而人民幣的資本賬戶開放的根本前提，則是內地金融自由化，即內地金融產業自身的市場化自由化達，要基本達到可以國際金融市場對接的水準。

東亞其他國家在亞洲金融危機的經驗表明，金融自由化需要重視相關核心制度建設，這些核心制度應包括法治的有效性，明晰的產權和債權人權利、更好的會計準則、適當的公司治理標準、明晰的小股東權利、嚴格的審慎監督及對具有更好風險管理技術的人力資源強烈的需求。要達到這些目標，需要時間和出於實用的考慮而做出的權衡抉擇。從現狀看，內地的核心制度仍距離國際水準相當差距。因此，在內地金融自由化沒有實現和核心制度尚待完善的情況下，資本賬戶的開放仍需謹慎。

彈性匯率是自然結果

在利率市場化和資本賬戶開放的情況下，人民幣匯率將只能走向彈性的市場匯率體制。這既是內地平衡國際收支壓力、保持貨幣政策獨立和維護資本市場正常的必然選擇，更是金融自由化的必然結果，是金融市場自身動態平衡機制的必然要求。因此，彈性匯率在內地基本實現金融自由化之後，將自然成為人民幣國際化的前提和基礎。

內地央行已經開始逐步允許人民幣匯率更具有彈性，雖然在目前看，這一彈性匯率，事實上成為人民幣單向升值。但是，在這一人民幣匯率逐步彈性化過程中，人民幣匯率已經與一籃子貨幣的相關度愈來愈高，這意味着人民幣匯率與國際外匯市場情況在逐步接近。而隨着人民幣利率市場化和資本賬戶的開放，匯率市場化將成為現實。

總體來看，內地在利率自由化、資本賬戶開放和匯率彈性化方面仍有較多的基本工作沒有完成，在這種情況下，貿然推進人民幣國際化，可能會使國內金融體系面臨較大的風險。

從目前的情況看，市場的目光大多集中在人民幣國際化身上，而忽視了其他配套措施的建設，因此應該強調人民幣國際化的基礎問題。

李元莎 美國威斯康辛大學商學院助理教授
何順文 澳門大學副校長兼教授



■在人民幣國際化的進程中，國內金融體系可能會面臨較大的風險。（資料圖片）