

人民幣內外失衡累積風險

以離岸市場為軸心的人民幣國際化發展加速之際，內地以利率自由化為核心的金融改革步伐卻明顯滯後。這樣的內外失衡將累積嚴重的金融風險，需要認真分析應對。從宏觀而言，這種內外失衡是內地整體對內改革和對外開放不匹配的一個具體反映；但由於金融產業的流動性、系統性和外部性特點，內地行之有效並形成路徑依賴的開放倒逼改革機制，可能在金融業失效，並誘發巨大的金融風險。

首先，是人民幣離岸市場的發展呈現以點及面的趨勢，以香港為突破點，台灣和新加坡的離岸市場清算銀行也在近期逐步確立。亞洲之外，倫敦人民幣離岸市場進展也很順利；整個人民幣離岸市場已經從試驗走向了成熟推廣，加之近期人民幣與一些國家的貨幣實現了直接的雙邊貿易結算，人民幣的整體離岸交易已經出具規模和影響。

對內利率改革停滯

其次，海外離岸市場之外，珠海橫琴與深圳前海金融試驗區的啟動，也標誌着內地的人民幣離岸市場成型。由於橫琴與前海對外開放、對內半隔離的狀態：直接承接香港的人民幣貸款，但只能用於內地的實體投資，這一模式實際上更大程度上承擔着鏈接海外離岸市場和內地人民幣市場，在體制和模式上進行制度探索的功能。這一非典型資本賬戶開放模式，實際上預示着巨大的制度創新和金融創新空間。

再次，在證券投資市場，隨着QFII及RQFII的幾次大規模擴容，內地資本市場與海外金融投資的自由流通程度已經大大提高。比如，根據中國證監會的最新規定，RQFII試點機構的範圍將由境內基金管理公司、證券公司的香港子公司擴大到境內基金管理公司、證券公司、商業銀行、保險公司等香港子公司，或者註冊地及主要經營地在香港地區的金融機構。投資範圍也得到拓寬，試點機構可以自行決定產品類型，而不是僅僅發行債券型基金或者A股ETF。

與對外開放相比，內地利率市場化進程幾乎停滯，並出現一定程度的倒退。如在近期的一系列理財以及信託產品出現償付危機之後，內地的利率市場化反而呈現出更加保守的趨勢。在利率嚴格管制大背景下，影子銀行體系在內地開始快速發展，但監管機構對其基本採取打壓的態度，對其背後代表的金融體制性問題和加快改革解決問題的呼聲，採取了避重就輕的迴避拖延問題的做法。如此，非但不能解決正在累積的金融風險，還導致了逆向創新，進一步隱藏和傳導風險。

與推進人民幣國際化相比，利率市場化明顯面臨着以國有銀行為代表的既得利益集團的巨大阻力。這既是國有金融機構坐擁百萬億資產要挾改革動議的結果，也是決策高層改革意識不明確、改革動力不足後果。而在改革共識缺乏的情況下，維持穩定的金融產業現狀慣性力量成為主導。金融機構作為國民經濟的一個組成部分，其利潤的增加是以其他行業的利潤降低作為代價



資料圖片

■人民幣離岸市場的發展近年一直穩步推進，但內地的金融改革步伐卻明顯滯後。

的。內地金融機構這種低效率下的高利潤，實際上是金融資源和經濟效率的巨大浪費，需要加快改革引入競爭。

這樣的內外不平衡，將導致嚴重的系統性風險。一方面，貨幣對外開放加快，但國內的金融市場化進展較慢，利率管制和不充分競爭，將導致境內外的利差水平進一步擴大。

風險累積須防範

內地企業將轉向海外市場尋求相對便宜的外幣資金，從而形成較為明顯的資產負債錯配的問題。另一方面，由於國內利率水平較高，大量熱錢也傾向於湧入境內市場，造成中國的通脹和資產泡沫壓力，也造成人民幣的升值壓力。

一旦通脹壓力和資產泡沫擴大，可能帶來貨幣政策的收緊，從而導致資產泡沫破裂，並造成人民幣大幅度貶值，而借入外債的企業也將因過度投機付出沉重代價。這樣的循環就是當年亞洲金融危機的爆發的直接原因。總結東南亞金融危機的教訓，可以發現資本賬戶的開放是導致金融危機爆發的重要原因，但是國內脆弱的金融系統以及利率奇高是導致的匯率高估、國際收支不平衡時危機爆發的根本原因。

從對內改革的具體路徑而言，利率市場化改革不僅是允許商業銀行根據自身的狀況決定存貸款利率，更加重要的是，要真正引入市場競爭。比如，外資銀行的進入能夠豐富金融市場的層次，提高市場的競爭水平；民營銀行則是服務於中小企業的生力軍，這是因為民營銀行擁有大銀行不具備的行業、地域以及產業的優勢。

同時，債券市場的發展也是利率市場化的重點，目前內地的債券市場以國債和政策性金融債為主，公司債也以大型國有企業以及城投債券為主，這樣的結構表明債券市場仍然沒有真正向全社會開放，而債券市場是建立信用體系的重要基石。

李元莎 美國麻省大學商學院助理教授
何順文 香港公司管治議會主席