

人民幣國際化不宜過急

李永權

御風而行有限公司 董事總經理

人民幣升值、人民幣走向國際化，是近年來國際間及國內熱烘烘的談論課題。人民幣自 2005 年匯改後平均每年升值 6%，直至 2008 年國際金融海嘯爆發，三年來共升值約 21%，之後人民幣匯率至今原地踏步，停留在約 6.8 元人民幣兌 1 美元的水平。美國政府及輿論控訴中國政府操縱人民幣幣值，大力要求人民幣升值，以減低中美間貿易不平衡的狀況。事實上，美國與中國的貿易逆差長期高達 2 千萬億美元，比歐盟或日本高出兩、三倍。

長期的貿易順差，令國內外的投資者預期人民幣將會大幅升值，導致大批國際資金湧向中國，催化國內的資產泡沫。中國政府雖然推出不同的政策打邊炒賣活動，但是成效未見顯著。估計最後中央銀行不得不提高利率及把人民幣升值去遏抑資產泡沫及打壓通脹苗頭。

金融海嘯觸發世界各國對美國這個金融霸權王國的憤慨。如果金融海嘯爆發在別的地方，該國早已宣告破產。唯獨是美國不但可大印鈔票處理危機，還可把責任和後果分予世界各國承擔。以中國為首的「金磚四國」對環球貿易仍然以美元為最主要結算貨幣提出異議。美國歷史上的三個總統，華盛頓、林肯及羅斯福，對美國人來說十分偉大，華盛頓領導美國人脫離英國殖民地統治獨立，林肯把南北兩方的美國人團結

起來，而羅斯福在二次世界大戰後在關貿國際協議中能把美元定為國際貿易結算貨幣。自此之後，國際商品以美元訂價，國際貿易以美元結算，各國中央銀行以美元資產作為主要儲備。美國政府只要開動美元印鈔機，美元便源源不絕地供應，美國政府不愁還不起債。所以，就算美國在戰後 60 多年，無論經濟走過怎麼樣的崎嶇道路，國際信貸評級機構仍然給予美國 AAA 的信貸評級。由於有印鈔機的照應，美國成為全球最大的消費國，美國的本地國民生產總值(GDP)，消費佔去 70%。相對以出口為主的中國、印度等國，消費只佔約 30%。用通俗的說話表示，美國是有錢佬，發展中國家是工人，他們努力生產貨品供應給美國人享用，賺取美元後再用美元在國際市場購買原料及物品繼續生產。

中國正在有大國崛起之勢，過去十年，GDP 每年平均增長約 10%，貿易經年錄得雙位數字的順差，直至本年三月才首現 72 億美元的逆差結束連續 70 個月的順差。中國多年的貿易順差，賺取到大量外匯儲備，目前的外匯儲備全球之冠，高達 26000 億美元。為了對沖中美貿易的不平衡，維持美元幣值，中國花高達 40% 的外匯儲備購入美國國庫債券。龐大的外匯儲備，高速的連年經濟增長，中國已晉身為世界第三大經濟體。中國政府在金融海嘯後驚覺到人民幣必須加快國際化步伐，才可有效地調節內部經濟及有限度地擺脫美國在國際金融及經濟上的霸權行為。

人民幣國際化說易行難，處理不當可以引來巨大風浪，翻轉國內金融，摧殘國內經濟。經濟強如日本，在上世紀 80 年代日元國際化後，國內經濟過熱一時卻做成巨大

的資產泡沫。待資產泡沫爆破，日本經濟墮入深淵，二十年後的今日仍未見回復景氣。中國與日本在政治、軍事、人口、面積等方面差異很大。但在工業生產、貿易型態、文化思想方面，中國與二十五年前的日本有頗多相似的地方。

二次世界大戰戰敗後的日本得到世界銀行及美國幫助重建國家，全國致力於科技的創新和生產，以出口電子產品及汽車為主，國際貿易順差顯著。日本的政治家、官僚及商人齊合力團結起來，穩定日本的政治制度和官僚制度，給予僱員終身僱用的保證。日本人對這個由政治家、官僚及商人構成的「鐵三角」感到十分安心。在這個半開放半封閉的社會，日本人生活得快樂。

日本的 GDP 在 50 年代至 60 年間增長率處於 6% 至 12% 的高水平，70 年代至 80 年代仍有 3% 至 5% 的增長，比起其他國家飽受 70 年代石油危機及 80 年代高通脹摧殘的國家好得多。日本的銀行貸款予大企業的金額增長得很快。日本出口美國大量產品做成極大的對美順差，美國在 80 年代初遭受高通脹和高利率的打擊，經濟陷入衰弱。於是，美國政府把矛頭指於向日本和德國等主要國際貿易對手，要求他們把本國貨幣升值，好使美國增加國際貿易的競爭能力。從 1977 年開始，日本 10 年期國債的孳息率比 10 年期美國國庫券低平均約 4%，這樣大的利率差別，反映日元幣值嚴重偏低。爭論多年後，美國、日本、德國、英國和法國最後在紐約的廣場酒店達成廣場協議 (Plaza Accord)，讓美元貶值，日元匯率在國際市場自由浮動。日元應聲大幅升值，從 1985 年 238 日元對 1 美元上升至 1995 年 10 月的 80 日元兌 1 美元。日元匯價在國際

金融市場自由浮動等於說日元已走上完全國際化的道路。但是，日本已經具備了充足的貨幣國際化的條件麼？貨幣國際化後會碰到什麼問題呢？

一個貨幣走上國際化，首先要具備貨幣自由兌換的條件。日本的產品行銷世界各地，美元是主要對手，透過以美元為中介貨幣，日元可以與其他國際流通貨幣輕易地交叉兌換。

由於日本出口貨充斥世界市場，日元可以成為與一部份貿易對手的結算貨幣，歐洲日元市場開始出現。為了防止這些境外日元回流日本金融市場，打亂日本中央銀行穩定國內金融市場的措施，日本中央銀行規限歐洲日元債券發行半年後才可以賣回給日本境內的投資者，而且須經日本境內的結算及託管機構清算和保管。在實際運作上，不少歐洲日元債券在發行當日立即被賣回到日本境內的投資機構，交收日期定在半年之後。

隨著日元的國際化，日本的金融機構也國際化起來。在日本的「鐵三角」保護下，日本的銀行可以用低至 1% 至 3% 的資本充足比率去做貸款生意。相比歐美的銀行約 8% 的資本充足比率，日本的銀行的「高槓桿」經營更具「競爭能力」。當時日本的銀行為了爭奪國際資本市場生意以本傷人，提供極低的融資成本打進歐洲債券市場和銀團貸款市場，令一向是歐洲銀行壟斷的大客戶有部份流走到日本的銀行去。英國的銀行透過英倫銀行向國際結算銀行投訴，最終導致國際結算銀行在 1987 年推出巴塞爾條約，要

求國際銀行的資本充足比率不得低過 8%。在這情況下，日本政府必須開放資本市場，容許銀行發行新股及發行無期限次級資本債券去增加股本。日本資本市場的開放，也讓日本大企業可以發行公司債券及可換股債券籌集資金。這對日本銀行的衝擊不可謂不大。

一向以來日本大企業的短期及長期資金都是依靠銀行貸款。當大企業可以發債後，大企業需要短錢時發行商業票據，需要長錢時則發行債券。大企業紛紛自行發債融資，銀行驟然間發覺流失了大批大企業客戶，銀行被迫轉移向信貸低的中小企業以及向有資產抵押的客戶貸款。

大企業的信貸評級高，能以較低的成本融資，它們把籌得的資金存進銀行，反客為主為銀行提供資金。不少大企業（包括人壽保險公司）以發債取得的資金兌換成美元，賺取 3% 至 4% 的息差。利差交易從此明顯活躍起來。

原本區間分明的銀行體制隨著日元及金融國際化而解放。例如，在廣場協議定立之前，日本政府只容許當時的東京銀行及三家長期信貸銀行（日本興業銀行、長期信貸銀行及日本信貸銀行）到海外發債，並且只有這三家銀行才可作利率及貨幣掉期去減低資金成本。銀行體制開放後，日本的銀行營業分界越來越模糊，日本的城市銀行也可以到海外發債及做掉期生意了。這對一向墨守成規的日本銀行家來說，這樣的變動令他們不習慣甚至有失落感。

日元大幅升值後，明顯地影響了日本貨物的出口競爭能力，日本的經濟受到極大的收縮壓力。日本政府為了維持經濟增長，大力擴張財政開支，刺激內部消費；日本中央銀行放寬銀根配合。於是，在資金充裕的情況下，日本各大城市大興土木，修建道路，地產商趕蓋住宅和商業大廈。日本東京的住房吸引大批買家追捧，東京的樓價高企世界頂端。在 80 年代後期，不少日本家庭須花三代人的供款才可以還清住房按揭。奇怪地，日本人對高樓價竟然沒有很大的怨言，因為他們深信日本的經濟歷久不衰，自己及後代的收入在終身僱用制下有保障。直至資產泡沫爆破，公司解僱員工，日本人才如夢初醒。

日本政府一心要把東京打造成國際金融中心，於是開放銀行經營牌照予外國銀行容許外國企業到日本本土發行日元債券，也讓外國證券行到東京開業做證券包銷和經紀生意。一時間歐美銀行成為日本人樂於擺放存款的地方，而歐美的投資銀行憑實力和國際經驗很快地進佔東京市場。日本的金融市場迅速膨脹，催化日後的資產泡沫。

日本人忠心於國家和僱主舉世聞名，但是日本的金融風險管理經驗在 2000 年以前明顯貧乏。日本的大企業、銀行、保險公司互相交叉持股穩定股價，就算 P/E 高達 100 倍，股息率低過千分之一，股價依然高企不下，仍有不少投資者追捧。在 1989 年日經指數從歷史高位 38,000 點下跌，地產泡沫開始爆破之時，連只做大企業生意注重機建項目的日本興業銀行和日本長期信貸銀行也參與陌生的高風險地產貸款。據說它們受到政府有關方面的提議去「托市」，結果日本資產泡沫爆破後，日本興業銀行受到重擊，

日本長期信貸銀行和日本信貸銀行在 90 年代中期宣告關門大吉。

事實上，當時的日本金融政策制定機構及金融監管機構在金融政策及監管方面缺乏國際視野，它們過度相信金融機構的自我監控能力和道德水平，以致在會計制度及資料披露方面的監察粗疏。當 1997 年亞洲金融風暴爆發，日本的銀行及企業怎樣也掩蓋不少千瘡百孔的錯誤了。日本中央銀行在 1995 年 9 月把貼現率下調至 0.5% 的歷史低位；在 1999 年 2 月採用零息政策，從 2001 年 3 月更採用量化寬鬆貨幣政策，大印日元鈔票向市場提供更多資金和還債。飽受金融海嘯摧殘的歐美國家在去年也採用相同金融政策。最後是否如日本一樣經濟長期低沉不起，還看日後發展。

中國政府在這一兩年來大力探索人民幣國際化的道路。在 2008 年 11 月在珠江三角洲、長江三角洲及廣西、雲南開展對東盟和港澳的人民幣貿易結算；在 2009 年 7 月宣布以上海、深圳、廣州、珠海、東莞約 400 企業為試點；在 2007 年 6 月國家開發銀行在香港發債；在 2009 年 4 月批准對外貿易在香港可以人民幣結算及中國已與韓國、香港、馬來西亞、白俄羅斯、印尼、阿根廷簽署為期三年的貨幣互換等安排；計劃打造上海成為國際金融中心和把香港作為人民幣離岸中心試點。不過，如果人民幣維持現狀不可以自由兌換，人民幣國際化的規模難以擴大。一個真正國際化的貨幣應具備自由兌換的特質，可用來作貿易結算，可作中央銀行的儲備，也可發展出國際信貸市場和資本市場。

目前國內的金融基礎設施仍須完善下，人民幣國際化的步伐宜慢不宜快。日本的例子前車可鑑，而事實上，日本在美國的保護傘下，日元國際化遇到的風險應較低，可惜國際金融市場在環球化下風險愈來愈高，美國保護傘也起不了作用。何況中國正在大國崛起，惹來西方先進國家的紅眼，處處設法為難。單從國際政治風險看，人民幣國際化比日元國際化的風險高。

日元國際化後，日本本土金融市場被迫開放，二十五年前日本金融市場的封閉性不比目前的中國大。封閉的門戶一旦打開，國內的監控和人民的心態有足夠的預備嗎？日本人在八、九十年代對自己國家的經濟前景過份樂觀，現時的中國人民何嘗不是對中國的大國崛起沾沾自喜，有些更流露出暴發戶咀臉。國內的地下錢莊十分活躍，銀行舉報懷疑「洗黑錢」的個案從 2004 年的 4000 多宗上升至 2008 年的 6800 萬宗，十分驚人，反映國內的金融監管仍有很多工作要做。

有見日元的國際化演變成日本經濟長期低迷的境況，足令中國在推進人民幣國際化時步步為營。中國無論在人口、領土、民族都比日本大得多，政治和社會問題比日本更複雜。人民幣國際化必會催化國內金融市場的開放。「加快」一詞在金融市場發展是一句負面的語。人民幣國際化宜慢不宜快。

(原載於信報月 2010 年 5 月)