

人民币再进一步国际化

刘遵义 Lawrence J. Lau

中国国际经济交流中心 执行副理事长
香港中文大学 蓝饶富暨蓝凯丽经济学讲座教授
美国斯坦福大学 李国鼎经济发展荣休讲座教授
中投国际(香港)有限公司 董事长

“改革新号角、发展新阶段”
2013-2014中国国际经济交流中心中国经济年会
北京, 2013年12月21日

电话: (852)3550-7070; 传真: (852)2104-6938

电子邮件: lawrence@lawrencejlau.hk; 个人主页: www.igef.cuhk.edu.hk/ljl

*本文仅代表作者个人意见, 并不必然反映与作者相关的各机构的观点。

大纲

- ◆ 引言
- ◆ 人民币作为国际交易媒介
- ◆ 人民币作为价值贮藏工具
- ◆ 人民币作为其它东亚经济体以本币结算与清算国际交易的后盾
- ◆ 迈向人民币资本项目可兑换
- ◆ 推进人民币汇率市场化
- ◆ 结语

引言

- ◆ 2013年11月12日中国共产党第十八届中央委员会第三次会议作出的决定，包括有关人民币汇率机制与资本项目可兑换政策如下：
- ◆ （10）完善主要由市场决定价格的机制。凡是能由市场形成价格的都交给市场
- ◆ （12）完善人民币汇率市场化形成机制，推动资本市场双向开放，有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度，建立健全宏观审慎管理框架下的外债和资本流动管理体系，加快实现人民币资本项目可兑换。
- ◆ （24）放宽投资准入。扩大企业及个人对外投资
- ◆ 为达成上述目标，人民币将会再进一步国际化。

人民币作为国际交易媒介

- ◆ 国际交易，从20世纪中叶开始，大都是使用美元作为媒介，主要原因是交易双方都不愿意接受对方的货币，而都愿意接受美元。
- ◆ 美国因为是发行国际交易媒介货币的国家，所以长期以来享受巨大的铸币税利益。
- ◆ 利用本币结算与清算有下列优点：（1）减少换汇次数，降低交易成本；（2）降低或除去汇率风险；（3）不必持有过量的外汇储备。

人民币作为国际交易媒介

- ◆ 自从2009年开始，中国国际贸易可以利用人民币或贸易伙伴货币报价、结算与清算，现时超过16%的中国国际贸易是用人民币结算，预期会持续增加，大大降低了中国对外汇的需求。
- ◆ 中国的东亚贸易伙伴都愿意接受人民币，因为人民币相对美元，预期是只会升值，不会贬值，同时普遍东亚中央银行持有的美元储备已经太多，而这些经济体都对中出超，可以很容易获得人民币。
- ◆ 人民币也可以逐渐成为东亚各经济体之间的国际交易媒介之一，中国可以鼓励人民币在东亚的扩大使用。

人民币作为价值贮藏工具

- ◆ 假如人民币要被作为广泛使用的国际交易媒介，并作为价值贮藏工具，它对其它的主要储备货币的汇率，尤其是它所要代替的美元，就必须维持相对的稳定，绝对不能大升大降。
- ◆ 假如人民币汇率波动性太大，对进出口商与长期跨境投资者，都会有负面的影响，直接冲击中国实体经济的平稳发展。
- ◆ 人民币在东亚很多经济体，例如柬埔寨、香港、老挝、澳门与台湾，已成为价值贮藏的工具。香港的人民币银行存款，已超过香港银行总存款的10%。

人民币作为其它东亚经济体以本币结算与清算国际交易的后盾

- ◆ 每个国家都希望能利用本国货币作为本国贸易报价单位与结算工具，从而降低其国际交易成本与汇率风险，也降低其对美元与其它主要储备货币的倚赖性，减少它的中央银行对外汇储备的需求。
- ◆ 中国应当支持东亚经济体以本币结算与清算国际交易。中国可倡议成立东亚清算银行，正如1950年代的国际清算银行一样，让参加东亚清算银行的经济体，利用本币来结算与清算彼此之间的交易，并利用人民币或其它主要储备货币进行最终净额清算。
- ◆ 中国可承诺利用人民币或它外汇储备之中的其它主要储备货币，作为东亚清算银行最终轧差后净额清算的保证。

迈向人民币资本项目可兑换

- ◆ 我们需要区分长期与短期资本的流动。长期资本，无论流入或流出，对输出国与输入国都有好处。同时长期投资者也希望汇率相对稳定。
- ◆ 短期境外资本的流入与流出，对实体经济没有什麼好处，但会做成汇率频繁波动，而汇率波动对实体经济却有很多坏处。资本输入国亦无法有效地利用短期资本，因为有期限不对称与货币不对称的双重风险，时常会出事。
- ◆ 全球一年总国际贸易量大约为20万亿美元上下，但全球外汇的交易量却高达1500万亿美元。中间外汇与外汇衍生金融工具的转手次数非常多，证明大部分外汇市场参与者都是在赌博汇率，但汇率的波动不利于国际贸易与跨境投资，对实体经济产生的负面影响不能低估。
- ◆ 所以中国应当鼓励长期资本的流动，允许其自由进出，而管制短期资本的流动。

迈向人民币资本项目可兑换

- ◆ 如何区分长期与短期资本？
- ◆ 中国可以用征收资本流动税（是托宾税的一种）的办法，避免国际短期游资大量进出中国。
- ◆ 譬如征收1%的资本流动税，在资本项目下进来的外汇换成人民币就收1%，换回去也收1%，一共2%。对于投资期在5年以上的长期资本，进出成本每年最多只有0.4%，不会对吸收长期资本造成影响。对于一个月内来回的投机者，成本是每年24%。（实行资本流动税之时，当然需要有一个豁免额，例如等值人民币100万元以下的资本流入与流出，可以免征资本流动税。）
- ◆ 资本流动税可以有两种不同方式来征收—换汇时征收还是出入境时征收—出入境时征收执行起来比较容易，因为不需要牵涉到境外执法的问题。

迈向人民币资本项目可兑换

- ◆ 实行资本流动税之后，资金进出境就不再需要审查与核准。（但建议超过十万元人民币进出境需要报备，比照美国一样。）
- ◆ 托宾税还可以有其它的好处：它可以克服“三元悖论”，可以令中国同时能拥有相对独立的货币政策，也能维持相对稳定的汇率，也能容许资本的自由进出。
- ◆ 托宾税也容许中国与世界的金融市场适度分隔，增加其独立性与维持世界多元性，从而避免中国与其它国家之间风险过度互相關聯。
- ◆ 倘若过度相关，一旦某一国出了大问题，影响全世界之时，也会对中国有重大的影响。

推进人民币汇率市场化

- ◆ 人民币汇率应当让市场决定是正确的，但人民币汇率对中国经济太重要了，不能由一个充满投机者的市场来决定，而应当由长期供需来决定，由进出口商与长期跨境投资者参与的市场来决定。
- ◆ 假如中国外汇市场能够避免短期热钱大量进出，由市场上所决定的汇率，才可以真正反映中国经济的基本面。
- ◆ 所以适当管制短期资本流动，放开长期资本流动，是推进人民币汇率市场化的一大步。
- ◆ 资本流动税(托宾税)是区分短期与长期资本的有效工具。

结语

- ◆ 中国现时拥有庞大的外汇储备，达3.7万亿美元，在正常情况下，足以应对外汇市场的冲击，但也需要考虑到全球外汇市场现时每日平均交易总量为5.3万亿美元，超过中国的外汇储备总额，所以在开放资本项目自由流动之时，还是需要管制短期资本的流动。
- ◆ 假如中国能够有效地管制短期资本的流动，落实资本项目可兑换和人民币汇率市场化双目标的步伐就可以加快，因为风险可以绝对维持在可控范围之内。