

國家開發銀行金融研究中心

國際貨幣體系與人民幣

任志剛

研究專論第三號

二零一零年十一月

全球經濟及金融研究所  
香港中文大學  
香港新界沙田澤祥街十二號鄭裕彤樓十三樓

# 《國際貨幣體系與人民幣》

(中文譯本)\*

任志剛

中國投資峰會

Bank of America Merrill Lynch

北京

2010 年 11 月 3 日

美元

1. 美國的聯邦公開市場委員會這兩天正在開會。各位嘉賓相信都很想及早得悉會議的成果，尤其是聯邦儲備局會否實施 QE2，也就是第二次的量化寬鬆。由于以產值和就業衡量，美國的經濟復蘇步伐放緩，聯邦公開市場委員會進一步放鬆銀根的可能性，我想是相當高的。聯儲局官員最近似乎積極引導市場預期。其中特別是有關的新聞公告和聯邦公開市場委員會 8 月和 9 月會議的記錄，聯儲局主席伯南克 8 月 27 日在美國杰克遜霍爾的演講，以及 10 月 15 日在波士頓的演講，還有 9 月紐約聯儲主席威廉達德利的一些評論。
2. 伯南克主席提到三個可能，QE2 只是其中的第一個。形式可能是購入長期證券，從而再次大幅度擴張聯儲局的資產負債表。至于數量和步伐，各有各猜，見仁見智。第二個可能性是透過央行公告來舒緩金融市場的壓力，這個可能性也不小；有關方面可能會用新的說法代替慣用的“聯邦基金利率在長時間

內維持異常的低水平”。在最近這兩次演講裏，伯南克主席給了我們一些暗示：“較長時間將聯邦基金利率的目標維持在比現行市場定價為低的水平”，也就是僅次于正式設定通脹目標。聯儲局不想自綁手脚，我覺得是明智的。第三個可能是降低對超額準備金所支付的利息。這在杰克遜霍爾發表的演說裏提到過，但在波士頓的演說裏沒有再提，可能性看來不大。除了怕減少聯邦基金市場的流動資金，我猜，聯儲局可能想留一手，以免看上去再無新招式。

3. 本地時間明天一大早就會知道聯儲局會否出招，他們是否真的那樣擔心產值和就業復蘇的步伐，以致不得不做點什麼。然後就要等著看，第二次的量化寬鬆是否能够幫聯儲局達成有關的目標。由於日本有例在先，加上常理說孤掌難鳴，市場上頗有些疑慮。此外對聯儲局進一步寬鬆的後果、以及因而刺激國際資金流動，對世界各地，尤其是新興市場貨幣和金融穩定性的影響，也存在不少顧慮。我自然希望新興的市場體系能夠適應，不論是用貨幣升值、干預外匯市場、暫時管制資本、以審慎的宏觀舉措控制資產泡沫和以監管制度來限制泡沫一旦爆破其對金融體系和經濟的損害。我也希望，就目前來說，進一步放鬆銀根能帶動美國的內需和世界各地對美國產品的需求，而且力度大到足以防止美國經濟再次衰退。
4. 雖然已經退休，但多年身為中央銀行家，我實在很羨慕，聯儲局能夠這樣勇猛地采用貨幣刺激手段。以我的觀察，借著量化寬鬆來帶動持久的經濟復蘇絕少成功的先例。與此相反，歷史上，開機印鈔以致貨幣公信力崩潰、元氣大傷的例子多的是。有趣的是，就聯儲局大量增購美國政府債券以支持金融體系，不論是新購入或替換此前購入的其他金融資產，也予人一種于事無助的印象，覺得當局想把財政赤字貨幣化。不過，美元雖然轉弱，仍然是國際貨幣體系主要的支柱、國際交易的媒介和貯積財富的工具。
5. 但我不相信長遠來說，聯儲局能以目前的自由度開機印鈔，而不動搖國際上

對美元的信心。我當然希望美國經濟得以及早並可持續地復蘇，令聯儲局無須再使出其餘的招式。我更希望，遠在那些活躍于全球外匯市場的持分者失却耐性之前，聯儲局就撤出貨幣寬鬆措施。事關對全球首要的儲備貨幣一旦信心崩潰，除了短線炒家外，無人得益。幸虧美國財政部一再強調維持美元強勢，不論這句話怎樣解釋，就市場反應看，美元目前距離公信力崩潰的邊緣似乎仍有距離。但環顧全球，可能只有美國一個國家有這樣大的自由度。一來是世界上最大的經濟體系，二來全世界都以美元作為儲備貨幣。事實上，換了一個規模較小的經濟體系，純粹看收支逆差、財政赤字、負債與產值的比率、失業率等經濟數據，這種貨幣（如果自由兌換的話）早就跌到谷底。更遑論進一步量化寬鬆，甘冒‘赤字貨幣化’之譏。

## 歐元

6. 大西洋的另一邊，貨幣聯盟把很多國家不同的經濟特性和社會行為聯繫在一起，但在持續受到源自美國的金融危機衝擊下，削弱了對聯盟的信心。今年前一些時候爆發的主權債務危機，令人懷疑歐盟一些成員國的金融體系，尤其是那些在出事的成員國業務龐大、手持大量主權債務的銀行是否可以生存。幸虧，歐洲央行為了購入證券而設立的大規模歐洲金融穩定基金伸出援手，加上對有關的銀行進行了壓力測試，局面穩定下來。中國也從旁拉了一把，願意續持甚至增持歐洲主權債務，包括希臘國債。此外，歐洲經濟也錄得適度增長。但縱使各方鼎力支持，這次主權債務所暴露的結構性問題尙無明確的解決方案。這個貨幣聯盟缺少有效的機制確保成員國遵守財政紀律，而且也缺少一種涵蓋所有成員國的財政支援安排。
7. 如果當初沒有設立這個超國家的救亡方案，這次危機又或者其他的事件，會帶給有關各方很好的教訓。假以時日，歐元區就可以重新建立全面而有公信力的財政紀律，滿足市場的要求。但在這方面，我不太樂觀。面對美國量化寬鬆在全球製造的巨額游資，我們不得不對金融市場的威力敬畏三分。尤其

當游資不按理性出牌時，就更要加倍敬畏。更不要說，游資有時候會變得掠奪性，此時就更危險。而且，游資缺乏耐性。我明白，由歐洲以至全球都在改革監管制度，希望駕馭金融市場，以更有效地促進經濟的持續成長，同時維持貨幣和金融的穩定。但是，金融活動日益全球化，任何一個國家想要有效地監管，還要有高層次的國際協作才行。雖然，負責制訂標準的國際組織正在二十國集團和金融穩定委員會的指導下埋頭苦幹，但每個地區各有本身的打算和政治考量。面對危機時，必然先應付本土的問題。這一來，各地新近引入的監管和改革措施，在國際上也就不是太一致。國際間監管制度上的差异，使駕馭全球化金融效能的任務更加困難。

8. 目前，歐元地區大力強調財政整固。不用說，對於其中經濟幾無成長、失業高企、公共債務沉重的成員國，這是很痛苦的事。有外來的支援好，沒有也好，這些成員國留在歐元區的好處是否足以抵償個中的痛苦，只能留待國民去決定。但事情發展到某個地步，有些國家為了加強競爭力和刺激經濟成長，可能在較低的匯率上恢復使用本國的貨幣。若此，歐元區解體的可能性也就不再是零。誠然，如果安排得好，例如有財政轉移支付制度，讓各成員得以在財政上互相扶持，可以減少財政整固過程的痛苦。但其中的經濟強國是否願意為了“維持大家庭”而挑起這個範圍難以界定的擔子？這又要待強國的國民去決定。尤其是當國際上有人覺得歐元的匯率對強國來說偏低時，又可能為強國帶來另一類的問題。此時，對強國的壓力可能是：以較高的匯率恢復本國的貨幣以解決這些問題，同時放下其他成員國的擔子。但這一來，歐元區解體的可能性就更大大偏離零。
9. 我這樣說，聽起來像世界末日。如果有人有這個感覺，我願意道歉。但以事論事，請讓我再講一些。無論前景如何模糊不清、遙不可及，甚至看似百年一遇，現在的金融市場都能有效地將其納入目前的考量，定出相應的價格。只要一個契機令這些不明朗因素聚焦，市場就會作出強烈的反應，說不定引發無法制止的波動。一旦遇到這種情況，而資金又都以歐元計價，以存款的

形式存放在歐元區其中一個司法區註冊的銀行，你也許會擔心：存款期滿時，我收回來的到底是德國馬克還是希臘貨幣德拉克馬？機會雖然不大，但萬一真的發生，我想我知道你想領到什麼貨幣。但如果你一向很小心管理風險，相信會開始留意自己的銀行在哪個國家註冊和應該在那裡存款。如果人人都將這些偏好化作風險管理的行動，歐元區裏存款的異動可能大到足以動搖整個體系，反過來引發你本欲防範的情況。

## 日圓

10. 我深信，美元和歐元目前的情況正是日圓高企的其中一個原因。雖然，日本已損失了二十年的經濟增長，同時頻頻更換領導層。而且通縮周而復始，國債對產值的比率超過 200%，為發達地區之冠，利率和金融資產的收益則低得出奇。不用說，主權財富若數目驚人，投放時如何分散匯率風險十分重要。如果數目超過 26,000 億美元，而且還在增加，即使溫和地分散風險，甚至僅僅是微調資產分配的策略，都會令高度緊張的市場大起大落。消息一旦走漏，縱使目的是想增加市場透明度和效率，尤其容易風吹草動。不論經濟基本因素是否健全，隨之而來的是羊群行為，市場大起大落，炒家不亦樂乎。遺憾的是，這就是外匯市場長期以來的本性。

## 國際貨幣體系

11. 各位女士、先生，我們今天的國際貨幣體系，很靠上述這幾種主要貨幣的支持。所謂主要的貨幣也就是說，它們廣泛地用作國際交易的媒介和貯積財富的工具，是國際貨幣體系的支柱。這些貨幣之所以成為國際貨幣和儲備貨幣，主要是因為所屬國家的經濟規模够大。其他地區與這些大國進行交易時，大國的貨幣由於可以自由兌換，為了方便起見，很自然地被用來結算。由此引伸，外匯儲備的作用本來是以備本土一旦爆發危機，仍有足夠的金融資源以輸入必需品，因此這些資產傳統上以大國的貨幣來折算。但是，經濟規模和

自由兌換並非一種貨幣成為國際貨幣和儲備貨幣的唯一先決條件。經濟基本因素也要健全，使貨幣的匯率長期穩定、國際信心曆久不衰。我擔心，國際貨幣體系各大支柱正是在這方面有所欠缺。這些支柱所承受的重量非同小可。但由于量化寬鬆的影響，國際貨幣體系的負擔變得越來越重。我實在擔心，這些支柱‘晃動’得太厲害，說白了，匯率波動太大，只怕整個體系哪一天會崩潰。

12. 這個可能性令人擔憂。對一些慣用這些國際貨幣進行國際交易、主權資產以這些貨幣折算的小型經濟體來說，就更為觸目驚心。中國持有大約 26,400 億美元的外匯儲備，這些國際貨幣萬一對人民幣貶值 10%，或者倒過來人民幣對其升值 10%，按人民幣折算，國民就要損失 2,640 億美元。但目前外匯儲備就多元化來說並無可行的選擇。不只此，這個問題甚至可能多談無益，以免風險管理措施反而引發本欲避免的風險。而且，主要的國際貨幣因為經濟基本因素不够健全而引發的匯率風險，不僅限于主權財富的管理方面。只要這些貨幣繼續是國際上主要支付與清算的媒介，所有的國際交易，無論是經常項目還是資本項目，都存在這個問題。
13. 國際貨幣體系無疑需要整頓。但一如以往，難在落墨。正如我剛才說，作為刺激國內經濟的宏觀經濟政策，美國有很大的自由度開機印鈔。但美元雖然是首要的儲備貨幣，美國在財政和貨幣上却不像其他國家，接受同樣的約束，也不太關心本身政策給外界帶來的不良後果。世界各國的美元資產折回外幣後值多少錢，並非美國政府的關注所在。但我感到欣慰的是，國際貨幣體系的穩定性日漸受到關注。法國總統薩爾科齊最近就表示，世界已變得多極，不應再由一種貨幣來支配，匯率波動嚴重地威脅到全球的經濟成長。他承諾，明年輪到法國擔任二十國集團的主席時，將會用二十國集團來開展有關議題的國際辯論。事實上，就在十天以前，二十國集團的財政部長和央行行長在韓國舉行的會議上決定，“各個發達的經濟體系，包括發行儲備貨幣的國家，會密切留意匯率方面過份的波動和無序的活動。”

14. 我當然希望，就怎樣改革才能增強國際貨幣系統的體魄，國際共識不會來得太遲。最理想的是，那種作為國際交易媒介和貯積財富的貨幣，不受任何一個國家內政的影響。特別提款權（SDR）本來可以扮演這個角色。但礙於政治現實，發行國際貨幣的國家在不同程度上都不太可能同意活化 SDR。這會使他們失却貨幣稅，以致國家的財政和貨幣措施受到較嚴格的管束、削弱他們金融機構的國際競爭力、降低國際上以他們的貨幣計價的資產需求，更會這些貨幣的借貸成本。但我注意到，國際貨幣基金會的執行董事今年 5 月在一個會議上就國際貨幣體系發表演講時，在總結時提到，為了強化國際貨幣體系，“為國際貨幣基金會的 SDR 謀求較為重要角色”的可能性。我自然樂見其成。
15. 有趣的是，國際貨幣基金會的執行董事也提到，“假以時日，逐步邁向較為多極儲備系統”的可能。他還說，“就近期而言，看不出有哪種貨幣能够在深度和流動資金上可以與美元市場相比”。就這點來說，我完全同意。他又說，“鼓勵更廣泛地使用其他的儲備資產，例如歐元、日圓或者人民幣。”他還說，“多極系統或難以享有廣泛使用單一（但健全）貨幣的網絡優勢。但其他的選擇是可以作為安全閥，使我們得免于任何一種儲備的發行者不健全政策之害。”更有趣的是，國際貨幣基金會總執行董事發表上述言論之前，加了一句：“要謹記實用主義的需要。”

## 人民幣

16. 實際上，實用主義決定了，想要增強國際貨幣體系，最好的辦法是鼓勵“更廣泛地使用其他貨幣的儲備資產”。歐元和日圓已在不同的程度上扮演這個角色，餘下最需要鼓勵的是多用人民幣。中國是全球第二大的經濟體系和貿易夥伴，更持有最多的外匯儲備。就國際交易來說，中國在全球總額裏的比重舉足輕重，而且經濟繼續以遠高于美國、歐元區和日本的速度成長。根據

經濟成長和貨幣升值方面的保守假設，中國的國內產值將會在二十年內超越美國。鼓勵較廣泛地用人民幣作為國際交易和貯積財富的貨幣，個中的道理簡單不過。

17. 在政策和學術層面上探討人民幣國際化利弊的文獻浩如烟海，無須我在此詳述。這裏只須說，權衡利弊後，人民幣應該國際化是明顯不過的。只要看中國近年的舉措，就足以說明這個結論。不少人指出，國際化的先決條件是人民幣要能自由兌換，但同時就相應開放資本項目的風險提出警告，因為過往的經驗一再說明，國際金融的威力難以駕馭。英國《金融時報》今年 8 月 27 日的社論寫道：“不論資本項目還是經常項目，人民幣想要成為儲備貨幣，必須可以全面自由兌換。但這也就是要中國承受全球資金的變化無常一而這正是中國一直想避免的（中國維持龐大的外匯儲備即為明證）。讓資本更自由地流動也可能會動搖國內的銀行，在好景時製造流動資金泡沫，而在環境惡化時滯礙信貸供應。過去，中國每當經濟陷入危機，就由政府引發銀行大舉放款。但人民幣一旦國際化，銀行就不能再當宏觀調控的工具，變成經濟波幅擴大的源頭而不是問題的補救。”
18. 上述的憂慮，我肯定北京的領導人時刻銘記在心。正因此，廣義來說就金融改革而言，狹義來說專指人民幣國際化，有關方面一再強調漸進性，可控性，主動性。無論如何，由於國際貨幣體系有欠穩定，在這個重大的問題上，或須跳出框框來思考。自由兌換的確像一般說的，是人民幣國際化的先決條件嗎？在不問緣由、無需填表的“自由兌換”，和完全開放經常項目和資本項目的“可兌換”，兩者之間是否應有所區間？換句話說，如果只限兌換獲准作指定用途的資金，並且置于監管之下，難道就不算可兌換？個中的風險顯然小得多。是否有辦法，既能控制住“全球資金難以捉摸的脾氣”，又能朝可兌換邁進？無論如何，照英文字典的說法，“難以捉摸的脾氣”意思是“突如其来的想法或願望，往往不可理喻”。如果全球資金的脾氣不可理喻，我們是否就任由其發揮而不加約制？就目前幾種自由兌換的主要貨幣來說，外

匯市場上大約 95%的交易額來自於以不斷進行買賣交易維生的交易員和投資者。只有大約 5%來自進出口貿易等真正的經濟交易。我們真的需要利用這 95%的交易額來方便外匯市場尋價，明知道他們喜怒無常，有時候甚至呈現掠奪性以至破壞性。

19. 這並非想挑戰自由市場的至尊地位；而只是想提醒一句：市場自由有可能遭到濫用，不應視為理所當然。歷經 1997-98 年亞洲金融危機的朋友知之甚詳，當時的自由市場事實上淪為自由操控的市場。在開放金融市場朝人民幣國際化邁進的過程中，中國宜一步一脚印，細心挑選優先發展的領域。其中一種可能是通過香港作為人民幣離岸市場，利用當地市場的高度自由開放特性作各種嘗試，然後根據市場信號，從而發展和修訂人民幣進一步國際化的戰略。只要離岸市場擁有正式的支付系統，便于監管、起到輔助制度的作用，而又並非獨立運作，應該可以完全控制住在岸市場貨幣和金融穩定性所蒙受的風險。至于說風險管理，必要時可以對按人民幣折算的經濟活動實施限制，作為人民銀行提供人民幣支付和結算服務的條件。我擔任香港金融管理局總裁那些年頭，有幸參與推行這項安排。現在看到辦法已牢牢地落實，深感欣慰。
20. 人民幣不論作為交易媒介還是貯積財富的貨幣，在境外肯定存在著需求。中國貨幣如果想國際化，同時管理好國際貨幣體系因為架構不穩所帶來的風險，就必須積極滿足這個需求。站在戰略角度來說，這需要加大兩方面的力度。一是進一步加強人民幣資金和金融工具在在岸和離岸市場之間的流動。二是擴大人民幣在離岸市場兌換的範圍，尤其是兌換額的上限和經濟活動的範圍。有人說，香港《基本法》明文規定不設外匯管制，人民幣在港早就可以自由兌換了。這無疑是實情。但由于並非所有的人民幣離岸交易都合資格讓銀行透過人民幣支付和結算系統在在岸的人民幣市場進行跨境結算和清算。所以，人民幣在香港離岸市場的可兌換度其實受到某種合約形式的限制，有待內地方面進一步放寬。就這方面來說，我可以補充的是，一些不受這類合約限制的人民幣活動，例如在香港用人民幣為新公司上市招股和買賣股

票，純粹是在利用港元進行交易以外提供多一種選擇，並非想取代港元，很應該自由引入和發展。我在這方面反而希望金融界的朋友多發揮想像力。只有豐富離岸市場，人民幣才能有效地國際化，從而在國際貨幣體系內扮演舉足輕重的角色。

(完)

\*此中文工作文件為英文版本譯本。如中、英文兩個版本有任何不相符之處，應以英文版本為准。