

中国资本市场战略转型的货币环境: 人民币国际化与金融体系健全完善

□ 课题主笔:中国人民大学金融与证券研究所所长 吴晓求教授
联合策划:中国人民大学金融与证券研究所 上海证券报
执笔:中国人民大学金融与证券研究所 赵锡军 郭宁 顾苏秦 胡宝丹 张书嘉

随着中国资本市场完成战略转型后将成为国际上重要的投融资市场,而作为货币环境,人民币国际化是实现资本市场战略转型的必要条件之一。用人民币计价的多类金融资产将成为全球交易最活跃的资产,中国必须拥有此类资产的定价权。只有这样才能实现国内外价格体系的接轨,从而促进国内外市场的接轨,有利于资源的合理配置,改善产业结构和提高企业的竞争力。可以说,货币自由兑换是金融国际化的重要步骤,实现人民币的国际化则是促进中国成为未来全球金融中心的基本前提。人民币国际化要求有完善健全的金融体系作支撑,这就对央行的货币调控能力提出了更高的要求,同时还需要积极推进中介机构的国际化,完善市场监督体系。人民币国际化对中国资本市场战略转型具有重要意义。

(本报告所刊为原报告节选)

人民币国际化的进程

1、人民币资本项目下的可兑换

自20世纪80年代以来,随着金融全球化进程的加快,国际资本的流动速度和规模都发生了巨大变化。到1995年6月,几乎所有的发达国家均实现了资本项目可兑换,发展中国家也纷纷取消了部分外汇管制。资本项目的开放,是一国改革开放不断深化的必然进程,也是一个国家综合实力不断增强的体现。可以说,资本项目放松管制已经成为金融全球化的重要内容。

目前我国已实现了资本项目部分可兑换,参照基金组织编写的《汇兑安排与汇兑限制年报》将资本项目分为7大类共43项的分类,我国资本项目中可兑换的有8项,占18.6%;有较少限制的有11项,占25.6%;有较多限制的有18项,占41.9%;严格管制的有6项,占13.9%。整体来看,目前我国资本项目已实现了部分可兑换,严格管制的项目小于20%。2005年,中国又开放了一些资本项目,比如在银行间债券市场引入外国投资者,允许国际金融机构在境内发行人民币债券,以及允许中国保险公司外汇资金境外运用等。从整体上来看,虽然我国依然实施外汇管制,但我国对国际资本流动已经相当的开放,资本项目的开放程

度已达到较高水平。

(1) 实现人民币资本项目可兑换的条件。主要包括经常项目下的可兑换;宏观经济良好,币值持续稳定;充足的外汇储备;完善的人民币汇率制度;有效的金融市场及金融监管体系。

(2) 实现资本项目可兑换的步骤。发展中国家资本项目的开放步骤一般为:先放宽长期资本流入出的管制,再放宽短期资本流入出的管制;先放宽对直接投资的管制,再放宽对间接投资的管制;先放开对证券投资的管制,再放开对银行信贷的管制;先放开对境外筹资的管制,再放开非居民个人的管制。我国可以参照其他国家的经验,结合我国自身的特点,分阶段逐步实现资本项目可兑换。

2002年11月5日,我国实行了QFII制度。从人民币可兑换的角度看,这可以被看作是实现资本项目可兑换的重要环节和步骤。接下来可采取的步骤为:影响经常项目平衡的,可在人民币经常项目自由兑换后就放宽;影响经常项目平衡、影响资本频繁移动的,可先试行取得经验后再推广,有的可逐步放宽。在促进资金流入方面,对于外商直接投资可逐渐实行外国直接投资的

汇兑自由;可逐步适当放宽外国投资者在我国金融市场上的投资,加大证券资本的流入;逐步放松国内企业向境内外资银行融资的限制。在对待资本输出方面,应放松对境内居民机构海外投资的管制;适当允许境内金融机构向非居民融资;谨慎对待非居民金融机在我境内筹资。

2、人民币外汇市场的建立及产品推出

人民币外汇市场是否完善的关键在于人民币产品的供需状况和交易制度与国际的接轨程度。应该说,人民币外汇市场的完善过程是与人民币国际化进程互相促进的,人民币外汇市场的活跃将为外资进出我国、尤其是资本市场提供一个良好的途径和渠道。将在很大程度为人民币的国际化提供一个坚实而良好的基础,支撑我国资本市场的快速发展,吸引已经或准备在海外市场上市的国内优质公司资源本土上市。而国内资本市场的活跃与壮大、交易成本的降低以及收益率的提高,又将进一步吸引外国资本,为人民币外汇产品的活跃提供巨大的需求基础。

3、对人民币成为国际储备货币的分析

(1) 人民币成为国际储备货币

币的可行性。在固定汇率制度下,政府为维持稳定的汇率水平而需要对外汇市场进行干预构成了各国持有国际储备的原因。外汇储备需求主要由国际收支的变动性、进口倾向、持有储备的边际成本以及衡量国际交易规模的变量(通常为进口)这4个因素决定。20世纪70年代后各国允许采取浮动汇率制度,但实证结果表明各国都仍然持续持有和使用国际储备,国际货币体系转向浮动汇率制度并没有明显地改变各国对国际储备的需求行为。

在现行的国际货币体系下,储备货币开始多元化,这使得充当国际储备货币的好处和风险由多种货币分担。当一国货币发生贬值而产生信心危机时,它在外汇储备中所占的比重就会下降,信心良好的储备货币比重便会增大;当一国由于长期逆差导致国际清偿力不足时,其他储备货币就会代替其储备货币地位。随着经济实力的消长改变,国际储备体系中肯定会出现旧储备货币的退出和新储备货币的加入。目前中国经济形势好,货币政策稳健,人民币币值稳定,投资收益较高,其他国家即使出于分散外汇储备风险的考虑,也会把人民币纳入其多样化的储备货币体系之中。跨国

企业进入中国后,其生产的产品中很大一部分是面向中国国内市场的,往往以人民币的形式支出投资和获得利润。只要中国经济及人民币足够稳定健康,那么直接持有人民币显然成本更低。因此说,人民币成为国际储备货币的目标是完全具有可行性的。

(2) 人民币成为国际储备货币的战略效用。A、带来国际铸币收入。一国货币如果成为国际储备货币,可以给该国家带来巨大的铸币收入。美元作为一种最主要的国际储备货币,给美国带来了巨额的收益。据统计,目前约有三分之二的美元在美国本土以外流通,而这是美国维持巨额逆差而不予弥补的条件,可见美元充当国际货币获取的铸币税是惊人的。从1977年至今,美国铸币收入一直稳定在GDP的1%到3%之间,上世纪90年代末以来,铸币税占GDP的比重持续攀升,高达4%。

目前我国拥有数额巨大的外汇储备,这实际是相当于对外政府的巨额无偿贷款,同时还承担通货膨胀税,是一种巨大的财富流失。人民币成为国际货币后,我国不仅可以减少因使用外汇引起的财富流失,还可以获得国际铸币收入。

B、防范汇价风险。随着我国参与经济全球化速度的加快和程

度的加深,对外贸易和对外金融活动也步入了空前的发展时期,规避汇率风险的战略意义尤为重大。过去我国对外经济交往都使用外币,汇率风险很大,一旦选择币种不当,就会遭受巨大的经济损失。如果人民币成为国际储备货币,那么对外贸易和投资就可以使用本国货币计价,企业所面临的汇率风险也将随之减少;同时还能节省大笔外汇开支,进一步促进我国对外贸易和投资的发展。

C、提高我国的国际地位。人民币成为国际储备货币后,中国就拥有了区域性的货币的发行和调节权,就可以在亚洲乃至全球的经济活动中获得更多的发言权、发挥更大的影响力,进一步提高我国的国际地位。

D、其他效用。人民币成为其他国家的储备货币,必须要有相应配套的投资工具,对外发行以人民币计价的国债不失为一种很好的选择。正如我们目前把大量的外汇储备投资于美国国债,极大地支持了美国国内经济建设,对外发行国债一方面给了其他国家持有人民币储备的投资工具,另一方面,更重要的是能将其他国家的财富为我所用,支持国内的建设,只要投资收益大于债券利息,我们便能获得财富的增值效应。

完善健全的金融体系——人民币国际化的重要支撑

伴随金融市场的开放,中国总体的金融开放度和融入全球化程度均在提高。人民币的国际化,将进一步提升我国货币市场和资本市场与世界的联动性,这对国内经济实力的坚性和金融体系的健全性就提出了很高的要求。本节将讨论如何完善国内金融体系中的金融中介和金融市场,为人民币国际化创造良好的条件。

1、完善中央银行的职能

(1) 开放环境下的货币供求及其影响。在货币供给的内生理论中,货币供给是经济环境的内生变量,由货币需求决定。随着经济的进一步开放,外国需求带来人民币货币供给的增加,通过利率传导机制,作用于本国国民收入,这将降低国内宏观经济政策对利率和国民收入的控制力度。同时随着人民币逐步的国际化,在资本账户更加开放的条件下,货币政策对货币供应量变化的汇率传导机制作用增强(见图)。我国现行的汇率制度(有管理的浮动汇率制度)要求央行进行一定的干预(只是冲销程度可能弱于固定汇率制度下的冲销程度,体现于汇率的回归幅度,最终体现于收回的货币供应量的多少),在一定程度上抵消汇率传导机制的作用,但汇率政策受到了牵制。上述两个方面最终会影响以货币政策为主的国内宏观经济政策的独立性和有效性,增加政策实施的难度,这对中央银行是很大的挑战。

(2) 国际化条件下的央行货币政策目标。目前,我国的货币政策目标是“保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长”。该目标由《中华人民共和国中国人民银行法》规定,较长时间内将保持一定稳定性。虽然国内理论界有单一目标、双重目标、多重目标的争论,但从IMF和其他国际金融组织的主流观点来

看,稳定币值仍是最主要目标。在各国的实践中,也将其放在首位,或者即使没有稳住货币,也通常有反通胀的纲领。货币的国际化,不能改变货币政策的这一实质目标。其中,币值的稳定包含双重含义:对外汇率稳定,对内物价稳定。

利率一直被西方国家视为有效的调控手段,近来“泰勒规则”对这一政策选择提供了极大的实证支持。泰勒通过对美国、英国、加拿大等国的货币政策实绩的细致研究发现,在各种影响物价水平和经济增长率的因素中,真实利率是唯一能够与物价和经济增长保持长期稳定相关关系的变量。有鉴于此,他认为,调整真实利率,应当成为货币当局的主要操作方式。西方各国自上世纪90年代以来,逐渐

开始转向影响短期利率水平的货币政策操作。对于我国而言,随着利率市场化进程的加快,多层次金融市场逐步建立,随着人民币国际化进程的推进,货币的替代产品将增加,人民币的各类金融产品的推出,会形成市场化的利率机制,人民币利率的收益率曲线也逐步会形成。随着交易成本的降低,以及货币资产与其他金融资产之间的替代性的增加,利率在货币政策传导机制中的重要性会增强,利率作为中介指标将成为一种趋势。

(3) 增强央行的调控手段——公开市场操作。在开放的金融环境下,货币政策的效果将受到干扰,货币供给的被动性加强,货币政策通过再贷款、公开市场操作等手段的主动调控空间缩小。为增强我国货币政策的主动性和其有效性,我国需要加强调控基础货币的有效工具——公开市场操作的力度,以多样化的方式冲销多余的外汇。

首先,优先发展货币市场,良好的货币市场是公开市场操作的基础。目前中国已经建立了

银行间拆借市场,并开始形成统一拆借市场利率。但整体货币市场仍处于分割状态,分为同业拆借市场、证券交易所和银行间回购市场,大大限制了公开市场业务的发展。因此中央银行应在现有市场基础上组建由中央银行调控的资金市场体系,包括短期拆借市场、融资融券市场、短期票据市场以及贴现市场等。同时国债市场不发达,影响了银行流动性的筹集,使银行对中央银行再贷款的依赖程度较高。因此还需要加快发展国债市场,通过向公众发行短期国库券,向银行提供支持,减少财政压力。只有这样才能形成合理的、真正市场化的基准利率,帮助央行政策基础货币供应的被动局面,利用市场机制灵活吞吐基础货币。

其次,加快人民币公开市场业务的建设。首先可以考虑在初级市场上开展买卖国债的公开市场业务,通过公开市场操作来冲销外汇占款对基础货币的影响。之后可以考虑促进银行间市场与公开货币市场之间的沟通,通过调整利率期限结构,引导资金在两个市场间的流动,配合公开市场业务操作,加大央行外汇干预的缓冲余地。

总之,在人民币国际化条件下,中央银行需要建立明确的货币政策目标,更加灵活运用公开市场操作以及存款准备金率、再贷款利率以及其他间接的调控手段,保障国内货币政策的实施。一方面,防止外资对本国货币政策执行乃至整体经济环境运行的过大干扰;另一方面,也为人民币国际地位的巩固提供积极稳健的政策环境和经济环境。

2、推进中介机构的国际化

一国货币的国际化程度,可以体现为该货币在国际经济交易中使用的规模与比例,即该种货币在货物贸易、金融交易、国际储备三方面的使用情况。对于人民币的存放、流通、转换而言,商业银行是最重要的金融机构。人民币在国内外的流通,需要商业银行的大力支持,其中又要以中资机构为主。

(1) 中资金融机构要逐步建设遍及世界的机构网络。经济全球化背景下,随着人民币国际化的逐步实现,海外人民币资产数额必将大幅度增加。中资银行对于人民币业务具有天然的优势,在人民币资产运作上具有经验效应。

从上世纪90年代初起,我国

银行纷纷走出国门,发展跨国经营。目前,国内银行海外机构发展初具规模。

但是,这些海外机构的发展仍存在较大局限性,服务对象较集中于中资机构和华人华侨,业务品种也较单一。为了适应人民币区域化、国际化的发展方向,在短期内,应特别重视在周边国家和地区以及亚洲其他国家和地区分支机构的建设,然后逐步向全球范围扩散。目前国内股份制商业银行在海外分支机构数目仍很少,需要重点发展。另外除依靠自建分行、子行的方式外,还可以参考汇丰银行、渣打银行等国际领先跨国银行的经验,通过并购重组等方式拓展海外业务。

(2) 积极推进中资金融机构的境外人民币业务。目前我国银行在海外的人民币服务,大多数集中于信用证、汇兑和承兑等,主要服务于我国的进出口企业。

为了将所在国政府、企业和居民都纳入银行户群,也为了向中资企业在海外的发展提供更多服务,银行海外机构应当努力推出更多品种的人民币业务。例如,在进出口活动中,进口与出口可能涉及的计价货币不同,出现人民币与外币的资金敞口,产生避险需要。银行就可以抓住市场主体的这一需求,推出相应产品,促进人民币在海外流通,为海外居民持人民币资产提供可能。

(3) 完善金融市场监管,增加透明度,建立投资者的信心。运作良好的金融市场,需要合理的秩序,即健全的市场风险防范和控制机制,畅通的信息披露渠道,从而保障市场效率,减少不确定性。其中,良好有效监管在维护市场秩序中起着巨大的作用。有效的监管能够减少信息不对称、规范市场主体行为、协调供求双方、增强市场信心,最终实现市场的效率。监管机构的合

理组织和监管制度的有效实施可以在很大程度上提高一国金融市场的竞争力。

根据OECD的标准,良好监管的原则包括以下七点:第一,确定清晰的监管目标,建立实现这些目标的机制,持续监督目标实现过程,当出现对目标的背离时采取校正行动,发现并抑制诸如市场操纵、内幕交易、误导行为、以及其他会扭曲价格的行为,发现不公正地使投资者受到损害等欺诈性或欺诈骗行,确保经济有效地达到监管目标。第二,拥有健全的法律基础。第三,能产生具有合理性的收益。第四,使成本和市场扭曲最小化。第五,通过市场激励和目标导向,促进创新。第六,对被监管者而言,简单、明了、实用。第七,在国内和国际层面上尽可能地同促进竞争、贸易与投资的原则保持相容性。

与上述标准相比较,目前我国集权多头的金融监管体制存在着较多问题,包括:监管机构角色定位不明确,可能存在一定交叉;监管行为存在随意性和机会主义;法律基础健全不足,导致金融市场的公正、公开难以得到保证,直接危害投资者权益。而在人民币国际化实现以后,国外投资者进入中国金融市场的准入限制将大大降低,市场主体的多元化一方面有助于增加市场流动性,另一方面也加大了国内金融市场与国际市场的联动效应,风险暴露随之扩大,从而对国内金融监管体系提出了更高要求。目前来看,要从三个方面对国内金融监管体系进行改革:第一,改善监管机构的组织结构和治理机制,减少运作机制的官僚化;第二,明确监管行为的市场导向,以市场主体利益为出发点,形成专业化监管;第三,完善法律建设,形成更具强制性约束力的监管机制。

结语

人民币国际化能够降低外资进入中国资本市场的门槛,为外资提供了参与中国经济发展的渠道,分享中国经济增长的收益。与此同时,人民币金融衍生产品的开发,将为外国居民提供投资中国市场后的外汇(对于外国投资者而言,即指人民币)风险规避工具。设计合理的、品种多样的外汇产品,可以部分锁定风险,建设发达的国际性金融体系以及较完善的离岸市场,为外汇产品提供流通的平台。

1、人民币国际化对资本市场战略转型的重要意义

(1) 支持国内企业从海外上市到回归A股。资本流动的限制降低后,国外资金将更容易进入中国资本市场寻找增值机会。中国有很多业绩优良的公司,由于中国资本市场的资源有限,很多优秀公司转而去我国香港或者纽约上市融资。随着人民币国际化的实现,国外资本将会大量进入国内资本市场,原先海外上市的公司可能在国内资本市场中找到足够投资者,在我国香港尤其是美国资本市场监管严格,上市成本相对较高的情况下,转向国内融资不失为一种很好的选择。在有着良好上市公司资源的前提下,人民币的国际化能够大大提高国内资本市场上需求,促使需求与供给相匹配,最终承载起绩优企业回归国内资本市场。

应当说,从海外上市到回归A股的转变是中国资本市场发展新战略的核心内容,也是到2020年将中国资本市场建设成国际性程度很高、规模很大、投资活跃的全球重要金融市场的前提。

(2) 国外资金支持资本市场上的企业并购。资本市场历来是企业并购最为活跃的场所,并购重组是资源配置的重要手段,能实现资源的重新整合,提高效率,增添创新活力。外资参与并购在我国已有部分成功案例,它促进了国际资本与国内资本的融合,能为中国企业注入新的活力。外资进入渠道的畅通,将会带来大量资金促进中国资本市场上的并购活动,改善资本市场资源配置,促进上市公司的优化组合,提高质量。作为经济微观主体的企业,其生产效率的提高自然会带动中国整体经济竞争力的增强。

2、人民币国际化的前景展望

从我国目前的实际情况来看,推进人民币国际化应继续稳妥地推进区域货币合作,积极促进与更多国家签订货币互换协议,特别是以人民币为基础的货币互换协议,进一步大力发展金融市场,逐步健全金融监管体系,进一步完善人民币汇率形成机制,主动实施更加灵活的浮动汇率制度,并选择在适当时机试行人民币直接投资,加快实现人民币的完全自由兑换,为人民币最终走向国际化做好必要的准备。

人民币国际化以后,必将要求我国的金融市场成为一个发达的、与世界经济紧密相连的完善金融市场。由于非居民对一国货币持有量的增加客观上要求该国提供一个开放、发达的金融市场,以便为其手中的该国货币资金提供一个保值储蓄、投资增值的场所;该国金融市场的对外开放与不断完善也将进一步提高非居民对该国货币的持有意愿。因此,完善的金融市场的建立必将使人民币在国际上的流通更为广泛。

人民币国际化以后,必将对我国的对外贸易和投资有更好的促进和发展,从而使我国在全球贸易、投资中的比重进一步上升,进一步巩固人民币在国际上的地位。

人民币国际化以后,必将伴随着健全的人民币跨境流动监测制度的建立。人民币跨境流通统计和监测制度可以防范和减少人民币国际化对我国经济可能产生的负面影响,为我国货币政策决策和保持金融稳定提供有力支持。

人民币国际化进程客观上还要求不断提升中国银行业的国际竞争力,促进中国银行业的国际化。一个发达的、遍布世界各国的银行机构不仅是保证人民币在海外存放、流通和转换的经营主体,而且对于促进我国对外贸易和境外投资具有十分积极的作用。

上述条件的实现,将促使中国资本市场的战略转型,使中国成为人民币产品的国际金融中心。

