

# 加快人民币区域化进程 推进大国崛起

夏斌 陈道富

对于一般的发展中国家或转轨国家,在讨论国家金融战略时,往往可以不去讨论本币的国际化问题。但对于今天中国这样一个正在进一步崛起的世界第二大经济体,多年来是借助相对钉住美元,壮大了经济实力。今天,美国经济问题日益严重,给全球第一的中国官方美元储备带来了巨大风险,同时也给中国进一步融入金融全球化增添了许多新的变数。在这样一个历史时期,探讨金融的发展,不得不讨论人民币的国际化问题。

世界著名国际货币权威、美国 Lef-frey Frankel 和 Menzie Chinn 教授曾用计量经济学的方法得出以下的预测结果:如果美国今后不收缩其庞大的军费开支,不能很好地处理贸易和财政“双赤字”问题,美元有可能丧失霸权地位。到2020年或者更早的时期,欧元将取代美元的霸主地位,人民币在10年后将成为国际储备货币之一,30年后它将跃入主要储备货币的行列。从世界上的大国兴衰史看,大国的更替,也必然伴随货币霸权的更替。

人们常引用美国前国务卿亨利·基辛格的著名论断:如果你控制了石油,你就控制了所有国家;如果你控制了粮食,你就控制了所有的人;如果你控制了货币,你就控制了整个世界。”已故著名经济学家凯恩斯在1920年也曾从另一个角度指出:要颠覆现存社会的基础,再没有比搞坏这个社会的货币更微妙且更保险的方式了。这一过程引发了经济规律的破坏性一面中隐藏的全力力量,它是以一种无人能弄明白的方式做到这一点的。”

如何理解这些观点?一国货币的国际化到底对货币发行国的经济意义是什么?国内一些学者在分析此问题时,往往开宗明义,首推铸币税意义。其实,更广泛、更深刻的意义,不仅是铸币税收入,因为该收入相对于货币国际化的其他收益是微乎其微。重要的是,一国货币的国际化可以拥有其他更广的政策空间与经济主动权。

一是可以在世界范围内用本币进行各种形式的融资和投资。本币金融市场在市场边界、参与主体上的扩张,容易形

成世界性广度和深度的金融市场,便利一国本币的融资和投资。同时便利国际商品定价主要受本币金融市场的供求影响。其结果,全球范围内的资源配置也更容易符合该国市场的需要,一国经济调整的成本,也会部分地在全球范围内,由外国承担。

二是与此联系,一国的宏观调控的空间,也能从本国扩大到其它国家,本质上增加了短期内在全球进行财富再分配的能力。世界储备货币是世界存量财富的表现形式。世界储备货币的价值波动,则意味着世界存量财富在全球不同主体之间的重新分配与转移。当然,这一调控过程体现了国家间控制与反控制的博弈。如果是一意孤行的调控,往往也会落入其他国家和集团反调控的尴尬境地。但是,一个成熟老道的国际储备货币发行国的政府,当在本国和他国利益发生矛盾时,往往是从本国利益出发。此时,其汇率、货币政策的调控作用,通过其拥有的国际金融中心,已不局限于本币的流通,会渗透、传递到非本币流通的国度内。

三是由于拓展了本币金融业在广度和深度方面的潜在空间,自然本国金融机构能获得相对较多的优势。因为本国金融机构在从事本币业务时,有天然的优势。而且该国货币、金融越全球化,该国金融机构进入他国金融领域的动力越强,能量越大,发展越快。慢慢地,金融服务业对一国经济的贡献度就会越来越大。过去的英国曾是这样,今天的美国也是这样。

四是人们常说的铸币税收入。当然,从世界货币史看,一国货币最后能否国际化,需要一定的条件。它是该国综合国力的反映,是经济一体化和市场自发选择(被世界广泛认可)的结果,而不是相反。然而,一国政策上的积极推动,同样是一个不可忽视的因素,即如何及时、充分地将本国经济的国际影响力,用本币固定下来并不断加以强化。历史上葡萄牙、西班牙等国在其成为世界经济霸主时,由于没有有效推动,因此丧失了本币的国际化,最终其霸主地位轻易被他国所取代。日本在上世纪六、七十年

代,经济实力已为世界第二,但因多方面原因,日元国际化步履维艰,受美元汇率波动影响,最后陷入泡沫破灭和经济的长期低迷。恰恰美元是通过布雷顿森林体系的建立,进而加上马歇尔计划、石油美元、粮食期货交易等一系列政策的推动,在上世纪中期,彻底取代了英镑的霸主地位。

当今的中国,如果面临世上存在一个稳定的国际汇率制度,存在一个平等、稳定的国际货币体系,中国在崛起过程中,未必一定要去刻意追求人民币这一主权货币的国际化。问题是,当今的金融世界并不太平,问题太多。要避免现实金融世界对中国发展的负面影响,人民币的国际化是迫不得已的追求。当然,人民币要实现完全的国际化,即成为世界主要储备货币,这是一个漫长的过程。但是,基于国内外经济发展的长趋势需求,从现在开始仅是着手启动,则应为中国今后10年金融战略布局中的重要一着棋。

其意义,第一,我们可以不去攀比当今世界主要储备货币上述的四点功能意义。就中国而言,当前追求人民币的国际化,为的是满足继续推动经济全球化,维护世界和中国经济增长的需要。因为维护经济全球化,各国货币间汇率的稳定是一项基础性条件。面对美国经济的严重问题和国际货币体系的缺陷,世界在呼吁,必须改善国际货币体系。在美元霸权这一现状下,如何改善?不可能寻找最优解。因此,寻求多元的国际储备体系,是全球经济今后一个相当长历史时期的无奈选择。正是在这一世界呼吁背景下,作为世界第二大经济体的中国,经济仍在快速增长,贸易额全球第一,在逐步成为世界经济“主要驱动力”的亚洲区内,区内中国贸易更是惊人发展,且人民币币值稳中略升,这一切自然告诉历史,如果人民币能够国际化,则是稳定经济全球化的一种期盼,也是亚洲经济的一种福音,因此也是全球经济利益之所在。这是中国当今在追求人民币国际化中,要向全世界宣示的首要意义。

第二,中国经济要保持均衡、持续增长,同样需要人民币国际化。自上世纪

80年代以来,资金的短缺,因此出口导向,积累外汇,是经济起飞的必需。其后,国力壮大中的兴奋、成长中的经验不足和增长轨迹的惯性,中国经济因为政策的疏忽或者说不自觉地被卷入美国政府错误政策所引起的前20年全球经济的“过度繁荣”中,积存了大量美元,扭曲了结构的均衡,带来了大量隐患,表现为中国及世界增长的不可持续。另一方面,面对已形成的中国巨大产能、以及危机后美国过度消费的打断,中国要想继续维持相对高速增长,尽可能实现中国经济的潜在增长率,对世界经济增长多做贡献,则必须通过人民币对外投资、买方信贷、人民币清算等方式,适度扩大中国政府发挥在全球范围内的政策调控影响力,把巨大的产能释放、分配到亚洲、非洲等新兴国家,培育这些国家新的投资、消费能力,才可能稳定亚洲及世界经济的增长。此角色,雷同二战后不久的美国及美元经济,是全球经济发展的需要。

第三,追求人民币国际化,可以全面提升中国金融体系的效率。人民币国际化,要求中国金融必须进一步对外开放,这会强烈促使中国金融业改变中国金融“金融滞后”与“金融强国”的现状。历史已经证明,这一切意味着,会倒逼、促进中国金融的改革与开放,会加速提高金融效率。

第四,从人类金融史看,大国经济体崛起的本身,迫切需要与本国经济开放度、国际影响力相一致的国际化货币的支持。历史上一个经济大国的崛起,其货币往往成为国际货币。特别是在信用货币时代,没有本币的国际化,所谓大国的崛起几乎是不可能的,也是不完全的。

第五,追求人民币国际化,也是经济运行风险的迫切需要。面临当今美元主导的有欠缺的国际货币体系,人民币国际化起码有助于防范大国经济运行中的三个风险:一是流动性风险,因为中国政府毕竟是人民币的“最后贷款人”;二是货币错配下市场价值波动的风险。因为以外币表价的资产风险,本质上是将本国部分金融市场的调控权让渡给了外国政府;三是定价权风险。因为拥有基本不受货币发行约束的发行国,在资金上拥

有相对的优势,短期内在相当程度上可以摆脱世界市场相关交易的定价权被人掌握的风险。

第六,间接的意义,人民币国际化也是有助于应对当今国际货币体系欠缺的有力手段。当前美元发行不受约束,以美元为主导的国际货币体系存在诸多缺陷,因此,全球在纷纷呼吁,要改造国际货币体系。从未来世界货币体系演变看,建立“超主权货币”自然是最理想的。但是在建立这一模式之前,恐怕有很长很长的路要走。如果把人的私欲放大到民族、国家,还真不知道该模式何时能建成?也许是人们永远憧憬的理想。因为整个货币史的一个共同主题是,最重要的金融大国拒绝对国际货币进行改革,对自己是有好处的,因为改革降低了自己货币的垄断力量”(Robert Mundell)。因此,较现实的选择,只能是形成实力相当的多国国际货币,在互相竞争中,形成有制约的均衡格局。而人民币已成为世界上相关国际组织和专家所期盼、所预测的一种制衡因素。

除了以上必要性的分析,人民币国际化同样存在现实的紧迫性和可行性。紧迫性姑且不论,可行性更多地体现为漫长的历史进程。但是尽管如此,今年内亚洲区内贸易的中国逆差,人民币边贸中的流通额扩大,跨境贸易结算的快速发展,人民币对外投资和买方信贷以及境外香港人民币交易的兴起,部分国家已决定将人民币作为官方储备的决定等等,这一切表明,人民币国际化同样存在巨大的潜在发展空间与诸多的机遇。尽管人民币国际化不可能一蹴而就,但是在当前,人民币已具备“区域化”的初步条件。在距离2020年的战略过渡期内,人民币国际化的目标,首先是追求区域化目标。区域化只是表明国际货币使用中地域的局限,并不意味着国际货币在功能上有任何质的差异。

如何区域化?笔者自2009年以来在反复宣传,关键是落实三条思路:一是先

要想尽办法让人民币走到境外,如采取人民币境外投资、买方信贷、对外援助、央行互换计划、QDII中增加人民币额度等。二是鉴于中国资本项下未完全开放的现实,可以先让人民币在境外像其他自由兑换货币一样,开展存款、贷款、结算支付、资产管理、汇率避险等全方位业务,在境外形成一定的自我循环规模。三是要让境外机构和自然人愿意持有、投资人民币,必须要做到,让境外持有人能享受或部分享受中国经济高增长的收益。这就需要打通境内金融市场与境外金融市场在有效控制下的“管道”。如允许境内机构与企业在境外发行债券、QFII中增加人民币额度、允许境外人民币基金投资境内实体、债券市场等等。基于人民币既要区域化,资本项下又未完全打开的现状,开通境外市场的“管道”,只能是有有限地、逐步地实现。因此,在战略布局上,可在中国政府可控的境外的香港,形成人民币离岸市场,成为这是国家金融战略的重要支点。这是一个较好的选择,当然,也是在“有限全球化”这一金融战略方向下的迫不得已的选择。

建立香港人民币离岸市场如果是既想享有人民币国际化的好处,又想防范人民币国际化可能带来负面影响的产物,自然,是一个矛盾综合体,会给中国政府带来新的问题与苦恼。如境内外汇率、利率的不一致,会形成套利的冲击。这要求中国央行在金融逐步开放的新形势下,加快探索货币政策调控的新工具、新方式。

最后,同样需要关注的是,既然人民币国际化是修补当前国际货币体系的措施之一,因而,对于现在世界上一切有利于此目的的其他动向,中国政府应以同样的战略眼光,给予充分的关注与支持。譬如,IMF的改革、SDR中的人民币份额的增加,其他地区“区域货币”、“货币同盟”的探索、亚洲金融诸内容的合作,等等。

(本系列内容摘编自人民出版社即将出版的《中国金融战略:2020》)

## 中国金融战略思考|系列(3)

# 新三板市场:后金融危机时代企业的重要选择

浙商证券场外交易市场业务部副总经理 王国志

目前,金融危机的硝烟已渐渐消散,各国政府都在重新筹划以后的竞争格局,企业界也在短暂行伤之后,重新上路。我们不禁深思:金融危机真的完全渡过了吗?后危机时代企业如何增强自身的抗风险能力?我们认为,企业应冷静分析现在的经济特征,摒弃以往的“圈钱思维”,重新审视资本市场的作用,以积极姿态参与新三板市场,构建现代企业管理体系,增强科技创新能力。

## 一、后金融危机时代的经济特征

金融危机是一场经济灾难,也是一次经济机遇。作为企业,要学会危中求机,从金融危机中受到启迪,并随之调整思路,方能从容应对未来的危机。

### (一)经济全球化进程加速

金融危机之后,货币战争、贸易战争不断。资源的全球化争夺,对汇率政策的相互指责,贸易壁垒的纠纷,产业资本的不断迁移,投机资本的全球漂移,都在显示着全球化进程的加速和程度的加深,国内政策对抗整个大趋势的力度和作用在不断降低。如何顺应全球化大趋势,拥有自己的核心竞争力,这些都是摆在各国政府和各个企业面前的课题。

### (二)产业的发展节奏将加快

互联网的广泛使用和通信方式的革新,使知识和信息正在以前所未有的速度在全世界传递、普及。一种产品被新产品替代的速度越来越快,一个企业、一个产业从萌芽、成长,至成熟、衰退的周期越来越短,全球化的市场

经济中,谁能够形成以自主知识产权为核心的竞争优势,谁就能生存得更好,生存得更久。

### (三)资本的作用将更加凸显

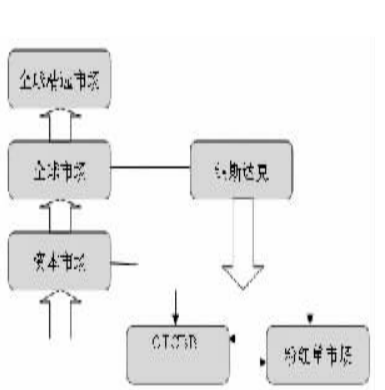
金融危机是资本的贪婪本性带给世界的一场经济灾难,让许多人损失惨重,让许多企业一夜倾覆,但相比较于短暂的危机,留给我们印象更深的应是几百年间资本流动过程中带给世界各地的繁荣景象;资本的贪婪本没有错,错在没有良好的监管机制将其约束好。这次金融危机也印证了这一点:有资本市场支撑的上市企业受金融危机的冲击程度较非上市企业相对较轻。我们相信,后金融危机时代里资本市场的作用不会削弱,反而会进一步增强。

## 二、我国资本市场体系的构建和完善

### (一)美国纳斯达克资本市场体系

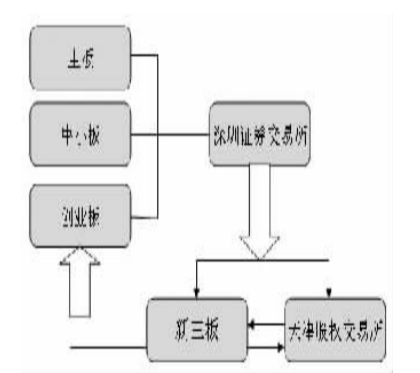
创设于1971年的纳斯达克交易所,经过近二十多年的发展,在2006年改革后形成了一个成熟高效的资本市场体系,整个体系分为场外交易市场与场内交易市场两部分。场外交易市场分为OTCBB(场外柜台交易电子报价系统)和粉单市场,两个市场的监管规则不同,OTCBB更加严格,挂牌的企业可根据对监管规则接受与否自由转板。纳斯达克这种清晰的多层次市场、灵活规范的转板机制,对企业起到了积极的引导作用。通过对中小科技企业的提供资本支持,极大地激发了美国创业者的科技创新激情,推动了美国高科技的发展,并成功塑造

了微软等世界巨人企业,为美国经济发展注入强大动力。



### (二)我国场外交易市场的构建

我国场内交易市场创设于上个世纪90年代初期,包括上海证券交易所和深圳证券交易所。场外交易市场经历了20世纪90年代的混乱期以及期间的两次整顿后,在本世纪初仍然处于停滞阶段。2001年,为了解决STAQ、NET系统挂牌公司和沪深两市的退市公司的交易平问题,中国证监会批准证券业协会成立代办股份转让系统(老三板)。2006年,经国务院批准,中关村非上市股份有限公司股份报价转让系统(即新三板)正式启动,该系统主要承接中关村科技园区内中小股份制公司的股权转让。2008年8月,天津股权交易所成立,其市场定位为:为国家级高新技术产业园区内的高新技术企业和非上市非公众股份有限公司股份提供交易市场。至此,我国多层次资本市场的构建初见端倪。



对比两个图表,我们不难发现,与美国纳斯达克市场体系相比较,我国的资本市场体系尚需进一步完善。(1)中关村代办股份转让系统和天津股权交易所的定位需进一步明确;(2)场外交易市场同场内交易市场的转板机制亟待确立;(3)场内交易市场层次需要进一步划分。

## 三、新三板市场的定位与未来发展展望

### (一)新三板市场的历史使命

新三板在我国资本市场体系中的位置与OTCBB在美国纳斯达克资本市场体系中位置相似,即为愿意接受公众监管的非上市股份制企业提供交易市场,但新三板同时还承担着“促进我国经济结构调整”的历史使命。世界产业格局的调整变化、劳动密集型产业的迁移是经济全球化发展的大趋势,金融危机更是加快了这一进程。在后金融危机时代,如何把“中国制造”变成“中国创造”,让中国企业拥有真正的竞争力,是关系我国

经济未来命运的关键所在,而新三板就是经济结构调整战略在资本市场方面的重大举措。允许全国的国家级的高科技企业都能到三板挂牌,建立知识转化为财富的良好机制,让资质好的中小企业尽早插上资本的翅膀,大力促进企业发展,同时来实现国家经济结构的调整。

### (二)新三板的挂牌条件

与场内交易市场相比,新三板挂牌对企业的要求更低,没有盈利业绩和经营规模的门槛性要求。非上市公司申请股份在代办系统挂牌的条件如下:(1)存续满两年。有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司,存续期间可以从有限责任公司成立之日起计算;(2)主营业务突出,具有持续经营能力;(3)公司治理结构健全,运作规范;(4)股份发行和转让行为合法合规;(5)取得园区所在地市级人民政府出具的非上市公司股份报价转让试点资格确认函。

### (三)新三板的未来发展前景

(1)新三板将成为全国容量最大的证券交易所。全国56个国家级高新技术园区和苏州工业园区内企业共计12万余家,按照10%的比率计算,未来将有约12000家企业在新三板挂牌交易。(2)目前,只有机构投资者、持有或曾持有新三板挂牌公司股票的个人投资者可以在新三板交易系统中开设账户,进行交易。将来将逐步向其他个人投资者开放。(3)目前转板成功的企业有久其

软件(002279)和北陆药业(600016)两家。未来新三板将成为创业板和中小板的蓄水池。转板制度确立之后,将有大量的成熟企业转板上市。

### (四)新三板对挂牌企业的意义和价值

通过在新三板挂牌,企业将在各方面有质的飞跃。(1)内部管理得到规范。股份制改造及之后的中介机构督导工作,将帮助企业建立起相对完善的现代企业管理制度体系;同时,挂牌后中介机构的持续督导和众多投资者的监督,将有助于克服企业内部监督的不足,使管理制度落到实处,降低企业的经营管理风险。(2)获得融资通道。企业在挂牌后,股东可以通过交易市场交易自己的股份,可以向金融机构质押股份,企业可以通过定向增发的方式募集资金。多样的融资方式可以帮助企业在危机时迅速获得所需资金,渡过危机,快速发展。(3)树立起市场品牌。企业挂牌后,将拥有自己专属的证券名称、交易代码,将成为公众公司,市场品牌知名度和资信评级较之挂牌前都将有巨大的提升。(4)挂牌企业达到上市要求,可以通过“绿色通道”直接转至创业板或者中小板,成为上市公司。

当然,由于目前的政策规定,在新三板挂牌的企业只限定在国家级高新技术园区范围内,所以参与新三板并不能适用于所有企业。但是,以积极的姿态参与新三板市场,走上资本扩张的快速发展之路,将是广大企业的一个重要可选项。