

谱写人民币国际化新篇章

曹阳

近期人民币国际化和资本项目自由兑换进程加快,这包括更多国家加入亚投行,中国在银行间市场对境外投资者进一步开放,其中将 QFII 和 RQFII 获准进入机构的额度从审批制改为备案制,并扩大了海外投资者的交易品种。我们认为 2015 年人民币国际化的推进将继续加速,这将使国内经济、金融市场获益良多,尽管面临的挑战依然存在。

人民币国际化初始条件渐成熟

随着贸易结算中人民币使用范围扩大,离岸本币市场建设初具规模,人民币国际化的初始条件已经较为成熟。

第一,人民币作为跨境贸易、投资结算货币的使用比例增加。数据方面,2014 年四季度跨境人民币贸易结算达 1.73 万亿人民币,而 2011 年仅为 5390 亿元,同期人民币国际支付占比显著增加,从 0.3% 快速增长至 2.2%。

第二,随着国际贸易中更多使用人民币结算,为吸引中国境外机构和持有人民币资产,需要提供多样化的人民币金融产品,而目前离岸人民币市场已经形成一定规模。2014 年末香港、台湾和加坡离岸人民币存款达到 1.6 万亿人民币,离岸点心债余额接近 3500 亿人民币。

第三,目前中国央行已与 28 个国家或地区签署高达 3.1 万亿人民币的货币双边互换协议,这增加了离岸市场流动性,有助于保持离岸汇率稳定。

推进货币国际化条件仍待加强

增加海外直接投资规模,促进资本跨境流动,多元化市场交易主体,推进市场化的汇率形成机制等对于人民币国际化战略的推进将是必要的,这意味着中国目前在外汇市场建设、促进资本项目开放等方面仍面临较大挑战。

我们认为对外“一带一路”战略的推行,亚洲基础设施投资银行(AIIB)和丝路基金设立将是其中的关键。

首先,“一带一路”战略可以推进国内产能输出,实现产业转移,也增加贸易和投资领域的本币结算,这对构建和拓展“人民币圈”意义重大。对“一带一路”战略规划来看,涉及国家多达 60 个,人口规模达 40 亿。以“丝绸之路经济带”上的中亚、中东和东欧等国为例,我们与之在产业结构上有较大互补性,这些国家主要向中国出口能源、矿产和农业原材料等初级商品,我国的比较优势则在机械、运输设备、钢铁等制造业和电力、高铁等基建行业。因此该战略对盘活我国上中游的过剩产能,区域间推进产业梯度转移具有重要作用。

对于人民币国际化而言,至少有两方面的意义:其一,继续扩大贸易结算领域人民币使用,仅以丝绸之路的国家来看,其占中国全部出口比例就达到 10%;其二,扩大人民币计价功能,如增加石油、天然气等资源人民币定价,以此规避汇率波动对国内通胀影响。此外,由于“丝绸之路”的国家资本存量较低,我国可以增加对外直接投资,进一步提供人民币计价的海外融资。从数据来看,以“丝绸之路”上的 22 国来看,截至 2013 年底,我们对该地区直接投资规模在 313 亿美元,虽然相比 2008 年的复合增长率达 34%,但占到全部对外直接投资(ODI)的比例仍仅为 4.8%。未来有很大空间,这对扩充海外人民币存量市场大有裨益。其次,与“一带一路”政策相配合,亚投行和丝路基金的设立将利于我国进行资本输出,也为人民币成为对外借款载体提供了机遇。目前在中国政府倡导下设立了 400 亿美元本金的丝路基金和 1000 亿美元的亚投行,其中亚投行已有英国、法国、印度、新加坡、韩国等 37 国参与,主要为亚洲基础设施建设提供融资。我们猜测新设机构资金来源可能来自中国的外汇储备,这既有助于外汇储备使用的多元化,也能通过发债的杠杆作用撬动更多资金。我们认为能否发行更多人民币计价的债券进行融资可能是一个关键性问题,根据国际清算银行(BIS)的跨境贷款数据,美元、欧元计价的分别达到 42% 和 31%,其中欧元计价贷款中有 69% 的跨境贷款发生在欧元区内部。如果在“一带一路”建设中增加更多国家对于人民币的接受度,扩大“人民币圈”,那么人民币就可以从结算货币上升到融资货币,这既降低了



张常春/制图

跨境借贷中的币种错配风险,也创造更多货币回流机制,并提高人民币作为储备货币的地位。再次,加快国内外汇、债券和股票等金融市场建设,促进资本项目开放等制度性安排也是推行人民币国际化的必要条件。第一,货币国际化至少需要汇率形成机制的市场化,从而改变单边升值时央行单一持有海外资产的格局。从这一点来看,中国央行已经进行了一些改革,包括允许银行在外汇零售市场自主定价,批发市场中引入券商、保险、信托等非银行金融机构。由于各主体在市场中有不同的结算、投资甚至投机需求,这会提高市场活跃度;第二,货币国际化中需要加快对海外投资者开放国内金融市场,拓宽国内居民投资海外渠道,从而实现资金的跨境双向流动,近年中国已经推进了合格的境外机构投资者(QFII)、RQFII 和合格境内机构投资者(QDII)以及沪港通等制度性安排。数据方面,一方面,海外投资者持有存款、债券和股票等境内资产规模大幅增加,从 2013 年的 2.87 万亿增加到 2014 年的 4.49 万亿人民币;另一方面,在 2015 年 2 月境内投资海外的 QDII 额度扩大至 875 亿美元。

其次,随着人民币国际化推进,中国央行不必持有较多的低收益美国国债,本币对外投资可以取得较高股权收益率,提高资金配置效率。

最后,宏观层面中,货币国际化利于货币政策趋于独立,也有助于价格型政策调控框架的建立。一方面,弹性汇率安排可以使央行基础货币投放更加主动,另一方面,作为大国货币,本币结算增加可以弱化汇率对贸易影响,有助于央行更多通过利率工具在维持经济增长、控制通胀间取得平衡。此外,央行可以通过汇率的区间波动来调控外部均衡目标,以实现贸易平衡、引导资本流动。但是人民币国际化之路并非没有挑战。从日元国际化的教训来看,日本金融泡沫破裂、长期零利率货币政策带来的资本外流使日元国际化在 20 世纪 90 年代后出现停滞甚至倒退,日元占全球国际储备比例在 1991 年达到 8.5% 的高点后持续回落,在 2014 年占比仅为 4%,因此我们认为加强国内金融市场建设,实行审慎、稳定的宏观政策和有序推进市场开放,稳定投资者预期都十分重要。

货币国际化政策着力点何在

如果人民币国际化进程推行顺利,中国会获益良多。

首先,对于企业而言,贸易和海外投资中使用本币可以减少外币借贷产生的“货币错配”风险,防止汇率波动通过汇兑损益影响利润。同时货币国际化可以带来“规模效应”,根据 McK-insey 估算,海外投资者的需求压低了美国国债收益率 50-60BP,那么随着

人民币金融资产规模扩大,海外资本组合投资的引入可以降低本币发行债券融资成本和股票资产风险溢价率。

其次,随着人民币国际化推进,中国央行不必持有较多的低收益美国国债,本币对外投资可以取得较高股权收益率,提高资金配置效率。

最后,宏观层面中,货币国际化利于货币政策趋于独立,也有助于价格型政策调控框架的建立。一方面,弹性汇率安排可以使央行基础货币投放更加主动,另一方面,作为大国货币,本币结算增加可以弱化汇率对贸易影响,有助于央行更多通过利率工具在维持经济增长、控制通胀间取得平衡。此外,央行可以通过汇率的区间波动来调控外部均衡目标,以实现贸易平衡、引导资本流动。但是人民币国际化之路并非没有挑战。从日元国际化的教训来看,日本金融泡沫破裂、长期零利率货币政策带来的资本外流使日元国际化在 20 世纪 90 年代后出现停滞甚至倒退,日元占全球国际储备比例在 1991 年达到 8.5% 的高点后持续回落,在 2014 年占比仅为 4%,因此我们认为加强国内金融市场建设,实行审慎、稳定的宏观政策和有序推进市场开放,稳定投资者预期都十分重要。

第一,金融市场稳定性对于吸引海外投资者、提高本币作为价值储藏职能是必要的。比如从权益市场来看,在已经实行的沪港通中,2015 年海外投资者投资沪市的日额度使用率平均仅为 10%,显示海外投资者对于高估值、高波动率的市场认可度依然不高,因其更看重波动率调整后收益。根据我们统计,2010 年后国内沪深 300、创业板的 30 天历史波动率远高于标普指数水平,其中创业板的平均波动率在 28%、沪深 300 在 21%,标普指数仅为 14%。在 2014 年四季度,国内信用交易大幅扩

张,融资融券余额达到 1 万亿以上时,沪深 300 波动率接近 40%,同期标普指数仅为 16.6%。因此完善市场监管、提高市场成熟度来降低波动率是与国际市场接轨的必要条件。

第二,国内宏观经济政策的审慎、稳健对于保证人民币作为国际化货币的币值稳定是必要的。从日本教训来看,长期“零利率”政策削减了本国金融市场吸引力,融资货币的特性使国内居民增加高收益海外投资,造成资本外流。考虑到我国 M₂ 占国内生产总值(GDP)比例已经接近 200%,市场总体流动性充裕,那么即使在经济转型期出现下行压力,也应更多使用产业升级、结构调整等供给端的调整政策,避免需求端的强刺激,运用较为中性的货币政策,这既稳定国内居民持有本币信心,也可以维持较高息差来吸引海外资金流入。

第三,货币国际化初期,推进本外币在资本项目兑换中需要稳定市场参与者的汇率预期。由于短周期中国经济仍有下行风险,加上美联储加息预期带动美元升值,这增加了人民币贬值压力。在国内,我们发现私人主体外币配置意愿增加,如企业结汇率下降至 50%,此外国际收支中错误遗漏项反映的热钱流出在 2014 年末月达到 632 亿美元,同期反映人民币 1 年期贬值预期的掉期点差扩大至 1000 个基点以上。在离岸市场中,年初以来离岸人民币汇率(CNH)一度贬值至 6.30,1 年期人民币 Repo 利率达到 5.6%,甚至高于境内,这显示海外投资者对于人民币阶段性贬值预期较为强烈。因此,从这一点来说,保持经济中高增长、稳定海外投资者信心,有序控制资金流入流出的节奏、分步骤地推进资本市场开放是十分重要的。

(作者系浦发银行金融市场部高级分析师)

■客官别急 | Easy Investment |

买地铁OR买学校?



证券时报记者 朱凯

股市火了,楼市仍不明朗。在北京、上海、深圳等主要一线城市生活的人,房子买得早,或许就意味着“少走十年弯路”。再说,股票不能直接“吃喝”,而且还有亏本风险;但房子买下来至少可以挡风遮雨,实用性与抗风险性貌似更胜一筹。

但如何买房子、买哪里的房子,其实也很有讲究。以笔者亲身体验为例,去年开始琢磨是否要再买一套。于是先着手研究了上海地铁的未来二十年规划,又去多家中介询问查看。不过,时至今日仍没有真正出手。如果把这大半年来看房问房经历组织起来,或许也是一个颇有看头的小故事。

在仔细全面研究上海地铁规划之后,我首先决定在一条已建造中的、可以不换乘而直接到达我单位的地铁沿线,选择我们家的第二套房。这条地铁线贯穿黄浦江两岸,从规划上看是唯一一条可以与经典线路“上海地铁 2 号线”媲美的线路。除了不能直通虹桥机场(虹桥火车站)与浦东机场外,其他诸如“停靠陆家嘴的第二条也是最后一条地铁”(因摩天高楼太多导致地面沉降担忧)、“浦东段沿线几乎都是富人区”、“经过上海最核心的两个地标:豫园与静安寺”等优势,都暗示其沿线房产将会有较大的升值空间。

纸上谈兵还远远不够,我决定实地考察。由于家里没买小汽车,我便用骑自行车的方式在该地铁沿线走访过数次,从浦西段终点(外环线以外,铁路线以内)开始出发,一路向东。由于“环境评估”已经通过,这一规划可以说不会有大的调整,但这也表明房价上涨预期已有较大透支。如确定想买,就不能再拖延了。

从我现在的住处骑行过去,单程大约需要 2 个小时。然后又去沿线考察,再骑行回家,每次都在上海西区划出一个惊艳的“等边三角形”。无疑,这同时达到了锻炼身体的目的。我意外发现,该线浦西段终点附近几乎没有大型连锁房产租售公司,只有寥寥可数的几家私人小中介。这说明什么?原来,这里的开发程度较低,商品房数量很少,超过 8 成的

不知是该选择低价但远离市中心的地铁沿线单位呢,还是豁出血本,节衣缩食,为下一代谋求相对轻松的竞争环境?

二手房属于没有产权证的“动迁房”或“农民房”。这一类灰色交易对我来说,无疑是饱含巨大未测法律风险与道德风险的。

但总体上我已基本找到了方向,在我为自己的研究成果沾沾自喜,并开始游说家中“财政大臣”时,却接受了第一轮申请未获通过的惨痛结局。夫人认为,不能只考虑大人上班方便,更要考虑小孩上学。与多数可爱的女性一样,一旦有了“主心骨”,她就完全听不进任何完美的建议。

我现在居住的地方处于两区交界处,当前隶属的区域仅有一所市级重点高中,且为人口导入大区,学生的中考竞争异常惨烈;而距家数百米之遥的另一个区,则有 6 所市级重点高中,小学与初中的优质教育资源同样丰富。出于这样的考虑,妻子强烈建议我们去相关板块买一套小面积的学区房。我觉得也有道理,于是便开始了新的寻觅之旅。

这也是近几天的事。通过网上中介了解到一些情况,该区的二手房普遍房龄较老,多数都在 25 年以上了,比起我现在 18 年房龄的老房子,还要老上不少。但同时,面积单价却要加上一至两块“世界最贵铁皮”——上海车牌,才够。这令我短时内更加犹豫不决,不知是该选择低价但远离市中心的地铁沿线单位,奢望“以房养老”呢,还是豁出血本,节衣缩食,为下一代谋求相对轻松的竞争环境?两者都需要一笔巨款,我失去了当初解了老祖宗教导我们“逆水行舟,不进则退”的哲理?

我也深知,孩子的学习应该依靠他自己的努力与勤奋,外界环境的作用永远是第二位的。但正如不敢不送他去参加各类兴趣班一样,在当今全民上“班”、补习遍地的时代,你不去迎合世俗,或许就意味着你的倒退。不知这是否曲解了老祖宗教导我们“主动联系中介看房,终于为我带来了“愚果”——这个星期手机几乎被打爆,不仅是后续跟进买房意愿的问侯,竟也有许多“好心人”开始询问我是否愿意投资天南海北各个区域的商铺和酒店式公寓。甚至连上海周边昆山、嘉兴的房源信息,都开始来骚扰我了。这是表明上海楼市回暖呢,还是依旧底气不足?

李光耀光耀新加坡

像李光耀这样的风云人物或许在新加坡很难再现。他的辞世也会引发对新加坡能否保住其在全球市场中地位的疑问。尤其是这个城市国家正处于经济结构重整阶段。

陈敏兰

李光耀,这位带领新加坡从第三世界国家一跃成为第一世界国家的传奇人物,于 2015 年 3 月 23 日溘然长逝。如今,远眺新加坡标志性建筑滨海湾金沙酒店以及新金融区令人赞叹的天际线,只是这位具有远见的领导人带领这个年轻国家在 50 年里取得的诸多辉煌成就的其中一个。

在短短不到一代人的时间里,新加坡就从一个资源匮乏的边区殖民地转型为繁荣的大都市,而且是亚洲最

先进、最令人敬仰的经济体之一。今天,李光耀身后的新加坡已跻身全球最具竞争力的五大经济体以及最有活力的城市行列。2014 年,新加坡在普华永道的“城市机会”指数中的排名跳升,荣登第三宝座。新加坡的人均国内生产总值(GDP)高达 5.5 万美元,在全球名列前茅,相当于自 1965 年建国以来足足增长了 100 倍。李光耀于 1959 年成为新加坡首任民选总理,1990 年辞任总理一职,是 20 世纪任职时间最长的领导人之一。他的政治生涯中极少出错,令人称奇。李光耀在 1963 年提出与马来

西亚合并得到公众支持,大家相信此举将为新加坡这样一个原材料储备缺乏、市场狭小且淡水供应有限的岛屿带来安全。然而在 1965 年马来西亚联邦解散后,李光耀政府的政策证明这些天然限制并不是经济进步的障碍。

当时,新加坡是为数极少的几个试图摆脱进口替代经济体的发展中国家之一,在实行外向型增长战略后,新加坡 GDP 增速在 1965 至 1990 年期间一直高居 8% 左右。李光耀帮助新加坡确定其角色:以传统的港口地位为基础,迅速奠定其区域性物流和运输以及合同制造枢纽,以及后来的金融中心和知识产权缓冲区的地位。

在李光耀治理下,新加坡从一个缺乏自然资源之地变成一个花园城市,靠的就是不遗余力地追求高效的土地利用,鼓励移民,大力投资教育,以科技力量创建自己的饮用水来源。在此基础上,今日的新加坡已是世界第四大金融中心、第二繁忙的港口。其教育系统可谓全球翘楚,航空与机

场产业、医疗设施以及干细胞研究等方面也都处于世界领先地位。新加坡人的识字率从 1965 年的 73% 跃升至 2014 年的 96.7%,失业率从 14% 一举下降至 1.9%,拜 1960 年代开始实施的世界上知名的公屋制度所赐,新加坡的房屋自有率从 4% 猛增至 90.3%。李光耀首当其冲被铭记的当是其政治远见。他留给新加坡的财富是确立了为“作业系统”奠定基础的强大机制,即使在他卸任后仍继续推动新加坡不断进步。李光耀的接班人计划也是其他重要政治领导人以及企业高级管理人员的榜样。他逐步退出公职,于 1990 年将总理位置传给吴作栋,同时保留内阁资政一职。2004 年,他的儿子李显龙接任总理后,他成为国务资政。2011 年从内阁退休后,李光耀依然是世界上许多政治人物的知己和顾问。接下来会如何?

像李光耀这样的风云人物或许很难再现。无可避免,他的辞世也会引发对新加坡能否保住其在全球市场中地位的疑问。尤其是这个城市国家正处于经济结构

重整阶段,旨在提升生产力并降低对低成本劳工的依赖。由于劳动力成本升高,近几年来新加坡企业盈利能力衰退。经营盈余总额占国内生产总值(GDP)比率下滑至 12 年来最低。2014 年新加坡股市的净资产回报率仅为 10%,2008 年时尚在 16%。鉴于短期经济前景不太乐观,我们对于新加坡元计价的资产类别普遍持谨慎观点,包括欧元、实体房地产市场及股票。然而,由才能出众的新一代领导人带领具有坚强决心的人民,再加上强健的经济基本面,有望让新加坡稳步度过经济调整的阵痛期。

新加坡在金融、信息、科技等现代服务业的竞争仍无可比拟。即便是电子出口没落,2010-2014 年期间服务业出口年增长率仍达到近 7%。或许新加坡股市及外汇市场对李光耀的辞世免不了有一些直观反应,然而,他留给新加坡的遗产将带领这个国家继续迈向未来。尽管他的辞世对于新加坡是巨大的损失,但是对市场的冲击预计不会长久。

(作者系瑞银财富管理投资总监亚太区投资主管)