

人民币国际化下一站:计价货币定价权

邵宇

外媒近日报道称,中国准备发行以人民币计价、可转换成黄金的原油期货合约。这将是中国首次向外国投资者、交易所和石油公司开放的商品合约。该合约有望成为最重要的石油基准之一,并且允许出口商们绕过美元计价基准,用人民币交易。报道同时指出,为了使人民币的合约更具吸引力,计划人民币在上海和香港交易所完全兑换黄金。

这可能代表下一阶段人民币国际化战略的重要方向。一个货币要成为国际货币,首先,无论是有限自由还是完全自由,该货币发行国制度上要允许对外自由兑换;其次,经济体要有雄厚的经济和政治的综合实力做保证,其中包括经济规模和前景,金融市场深度和广度,与其它经济体的联系紧密程度,政治影响力和政权稳定性;最后,这种货币的购买力必须相对稳定。可以发现,信用货币体系下,货币国际化的过程实际上是外部对货币发行者综合实力和信用水平认可度提高的过程。因此,人民币国际化的基础必然是中国的崛起,在人民币突破经济体边界,货币职能向海外拓展的过程中,中国的影响力也在加强。人民币是目前国际货币体系中最有潜力的“成长股”。

人民币国际化最大特点

人民币汇率在其市场化形成机制方面,虽然依然有一定的政府干预特征,但制度上已经取得了明显的进步。一方面,随着人民币汇率市场化改革逐步推进,人民币的波动幅度也逐步扩大,1994 年人民币兑美元汇率日内浮动幅度是 0.3%,2007 年扩大至 0.5%,2012 年扩大至 1%。2014 年 2 月,这一幅度扩大到 2%,这是改革推进的重要的一步。经历了 2015 年 811 汇改后的震荡和考验,预计未来幅度还将进一步放开。

人民币国际化很有可能是与中国的资本账户开放同步进行的。从战略来看,人民币国际化是中国的金融市场全面开放,初步的看点是资本账户自由兑换,离岸金融中心建设。人民币国际化最大的特点在于,其初步阶段是与资本账户自由化同步进行的,两者之间并没有必然的先后顺序,这样的经验在国际范围内都是很少的。在资本账户达到一定开放程度之前,对外贸易的跨境结算是人民币输出的重要渠道。

在汇制改革逐步推进的支撑下,中国的资本账户会随着人民币国际化的推进而逐步自由化。根据 IMF 最新的《汇兑安排与汇兑限制年报》和资本项目交易分类标准(七大类 40 项),目前人民币资本项目实现部分可兑换的项目为 17 项,基本可兑换 8 项,完全可兑换 5 项,粗略算来占全部交易项目的 75%。

中国资本账户中完全不可兑换的项目不多,主要是非居民参与国内货币市场、基金信托市场以及买卖衍生工具等;部分可兑换项目占较大比例,主要集中在债券市场交易、股票市场交易、房地产交易和个人资本交易等四个方

面;而基本可兑换项目已经不少,主要集中在信贷工具交易、直接投资、直接投资清盘等方面。

资本账户开放具体影响

就资本账户开放的具体影响,笔者认为主要有以下四点:首先,有利于人民币国际化,严格地说资本账户可兑换是人民币国际化的制度基础;其次,资本跨境自由流动可以优化金融资源配置,提高资本效率,产生最大的经济效益,这是资本账户开放促进经济增长的主要机制。至于中国情况可能稍有不同,中国并不缺乏国际资本,缺乏的是国际资本中附带的技术模式,而中国国内金融抑制的条件下,资本投资渠道确实比较缺乏,打开外部渠道有利于投资的优化;第三,资本管制会扭曲市场行为,且目前管制的效果越来越差,趋势上对跨境资本流动宜疏不宜堵。从国际收支账户和外贸局的监测数据来看,随着流动性供应泛滥和各经济体之间基本面分化,中国跨境的影子资本流动规模越来越大,且人民币升值预期显著下降后,其趋势以外逃为主,在 2012 年以来这一特征特别明显;第四,有利于我国企业对外投资,并购国外企业,获取技术、市场和资源便利,提高微观竞争力;这也是我们人民币国际化思路中提到的未来中国对外利益交换的主要诉求之一。

笔者预计,未来中国资本账户各项目的自由化应该会根据以下四个原则推进。第一,总体安排肯定是以渐进式,而非激进式的开放为主。经济体量变大后试错成本会变高,新兴市场多次危机的教训也让政策制定者变得谨慎;第二,目前已有试点的项目会优先开放,包括合格境外机构投资者(QFII)、合格境内机构投资者(QDII)、人民币对外直投、国债市场、私人持汇;三是先长期后短期、先实体后虚拟、先机构后个人的原则,这能够降低短期资本流动过于频繁的冲击;四是促进人民币跨境流通,加大人民币跨境流量的原则。在人民币国际化的倒逼下,最近几年将是人民币兑换自由化措施的力度和密度最大的时期,预计 2017 年左右人民币能够基本实现资本账户可兑换,但并非完全可兑换。

另外,中国资本账户最终只能实现有限自由化,中国对部分资本项目的管制会一直保持,资本账户开放的状态和进程是国内经济发展的开放需求与安全需求平衡的结果。预计如衍生品交易、个人资产跨境转移以及部分不动产交易会长期管制;即使对于一些已开放的项目,政府也会一直保持较强的监控。

倒逼经济体制深化改革

如同当年中国通过加入 WTO,与国际分工体系接轨极大地推动了当



年的改革一样,此次推进人民币国际化也为倒逼国内几乎停滞不前的经济体制等领域的深层次改革,例如通过汇率改革、利率市场化、资本账户开放等方式逐步推进现代金融体系建设,同时推动国内经济的转型升级和竞争力提升。最后,人民币国际化的推进线索也就逐渐清晰起来。

人民币的影响力是与中国的综合国力和地缘辐射能力同步发展的,笔者认为,人民币的国际化之路会顺次经历周边化、金砖化、亚洲化和全球化的过程。信用货币在全球接受程度的提升,本质上是其发行国在全球的接受程度提升,其影响因素包括经济、金融和对外贸易规模、物价稳定性、国家信用、本币金融

资产的市场深度与广度、国内金融机构与金融监管的能力等等。

人民币的国际化必然伴随着人民币离岸与在岸金融中心的快速发展。香港作为未来人民币最重要的离岸金融中心,在人民币国际化战略中有不可替代的地位。香港的经济金融环境加上特殊的政治地位,使之成为人民币国际化天然的离岸实验场。通过对人民币跨境流动、回流和资产池规模的控制,中国可以显著提高人民币国际化进程中的可控性。但是,以升值预期与政策补贴推动的香港离岸市场遇到了瓶颈,而资本账户开放和国内金融改革才是突破瓶颈,提升人民币国际化量级的关键。

(作者系东方证券首席经济学家)

ICO:甚于“郁金香泡沫”的博傻游戏

宋清辉

“我不知道地狱里的哪路妖魔鬼怪被唤醒了,我们的子孙毫无疑问会嘲笑我们这个时代人类的疯狂,在我们这个时代郁金香花竟然被如此顶礼膜拜。”1648 年,有人如此写道。

作为人类历史上有记载的最早的投机活动,17 世纪荷兰的历史事件——“郁金香泡沫”昭示了此后人类社会的一切投机活动。在对财富狂热追求的过程中,由于羊群效应、理性的完全丧失等,郁金香泡沫的最终破灭,带来的是千百万人的倾家荡产。今天,我们回头再看 300 多年前,荷兰人爆炒郁金香时的种种怪诞行为,可能觉得他们不可理喻。但当今的部分人炒作 ICO 这种虚拟货币,又比那些荷兰人炒作郁金香高明多少呢?

ICO更类似于众筹

所谓 ICO,全称 Initial Coin Offering,简译为“数字货币首次公开募资”,概念偷梁换柱于股票市场的 IPO。与其不同之处是,IPO 是企业为长远健康发展而向公众筹集资金,I-CO 则是企业为发展而向公众筹集虚拟货币,即发行标的物由证券变成了数字加密的虚拟货币。

简而言之,由于不像 IPO 那样背后是用拟上市公司的资产为抵押,I-CO 更像是一种众筹,毕竟它的投资人并不拥有公司的任何股份。而且这种的虚拟技术并非独一无二,只要有较高技术能力的人都可以开发出类似的虚拟货币,于是很多技术牛人趋之若鹜,但由于初期的开发费用过高,所以就必须先面向公众提前销售一些“山寨币”来募集资金,这就是 ICO。事件的问世,随之带来了一场比郁金香事件更甚的博傻游戏。

“郁金香泡沫”始末

郁金香当时有多火?1608 年,一个法国人拿着价值 3 万法郎的珠宝只能换取一株郁金香的球茎。但这与郁金香事件的策源地荷兰相比,仍旧显得微不足道。当郁金香开始在荷兰流传之后,在舆论的鼓吹下,一些人开始对郁金香表现出一种病态的热情,并开始大量囤积郁金香球茎。很快,1634 年左右,炒作郁金香就成为了荷兰的全民运动,刚进来时还是 1000 元一株的郁金香花根,一个月后的价格已经翻了 20 倍。仅仅两年之后,所有的荷兰人把能够卖的都卖了,例如房产、田地等,只是为购买一株郁金香。1634 年,为方便郁金香市场交易,荷兰人甚至在阿姆斯特丹的证券交易所内开设了专门固定的交易市场,以接受世界各地人向荷兰发

出来的订单,不管多贵他们都会毫不犹豫地买卖。

1637 年 2 月,当时荷兰人的平均年收入是 150 荷兰盾,而一株名为“永远的奥古斯都”的郁金香售价竟然高达 6700 荷兰盾。必须知道的是,用这笔钱轻轻松松就能够买下阿姆斯特丹运河旁边的一幢豪宅。与此同时,郁金香的价格与上一年相比,总涨幅已经达到了 5900%!这与 2017 年疯狂的 ICO 是何等的相似。2017 年 ICO 到底有多火?没有炒过的人可能都想象不到。拿 A 股涨停板相比,一个涨停也不过 10%。ICO 完全不一样,一眨眼可能都是 100%的收益,甚至有时是 2000%的巨额回报,比抢钱来得还快。一眨眼,账户里又多了几个亿,已经成为 ICO 这个圈子里最励志的故事。

上帝要让人灭亡,必先使其疯狂。当人们被轻松攫取的暴利和巨额的财富蒙蔽双眼之时,就会陷入疯狂境地。当一些投资者沉浸在郁金香狂热中不能自拔之时,一场大崩溃来临了。

由于某个无名投资者突然大量抛售郁金香,让公众陷入恐慌之中,几乎是一夜之间,郁金香市场在 1637 年 2 月 4 日土崩瓦解。虽然荷兰政府在紧急声明声称,郁金香球茎价格属于无理由下跌,劝告投资者停止抛售,并希望以合同价格的 10%来了结所有的合同,却为时已晚。一星期之后,郁金香的价格已经等同于一颗洋葱的售价。绝望中的投资者,纷纷涌向政府希望挽回损失。但最后等来的却是,荷兰政府在 1637 年 4 月决定终止所有合同,禁止投机式的郁金香交易。自此,郁金香泡沫被彻底击破。

天下没有免费的午餐

与郁金香事件有些不同的是,被中国七部委联合叫停的 ICO,本质上是一种未经批准非法公开融资的行为,涉嫌非法发售代币票券、非法发行证券以及非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动。

据清晖智库不完全统计,目前国内已有近 200 万人在玩 ICO。这些不明真相的投资者手中拿的可是有政府强制信用背书的人民币,换来的不过是一串没有任何价值的虚拟代码。他们中有些人在为自己投资虚拟币而沾沾自喜之时,殊不知自己实际上进入了一场典型的击鼓传花、博傻游戏中去。笔者看来,那些打着高科技旗号的 ICO,最终亦会像郁金香泡沫那样走向破灭。等到投资者恍然大悟、人财两空之时,已是为时晚矣。最后告诫一些仍不死心的投资者:土地是财富之母,劳动是财富之父,天下没有免费的午餐。

(作者系知名经济学家)

四季度仍将延续慢牛行情

桂浩明

今年的股市交易已经走完 3/4 的历程,总体呈现稳步上涨的行情。以上证指数为例,运行中枢从年初的 3100 多点到现在接近 3300 点以上,累计 9%左右的上涨。这个幅度不算大,但考虑到两年前市场还发生过剧烈的异常波动,去年全年大盘则有超过 12% 的下跌,2017 年前三季度股市能够有这样的表现,已经是相当不容易了。特别是 6 月份以来,行情活跃度有所提高,8 月份已经实现了月线三连阳,股指也站上了久攻不下的 3300 点。有人把今年以来的行情称之为“慢牛”,应该说很确切。

那么,在接下去的四季度,市场又会如何表现呢?是在前期持续温和上行的基础上有所加速,还是继续维持一种区间震荡,在小幅波动中有所上行呢?换言之,也就是今年以来所形成的“慢牛”行情,能不能再保持下去呢?

时下,在宏观研究领域,围绕“新

周期”问题有较大的争议。如果“新周期”能够得到确认,那么理论上经济增长会进一步加快。有了这样的基础,股指似乎能够看高一线,并且在走势上更加流畅,不至于过于温和。当然,假如“新周期”的提法被证伪,实体经济的运行状况没有发生大的变化,这样要让股市有强劲表现,恐怕勉为其难。

前不久公布的 8 月份经济数据显示,前阶段那种颇为强劲的增长势头出现了降温的趋势,特别是生产物价指数(PPI)向居民消费价格指数(CPI)的传导明显不畅,提示出有效需求依然不足。另外,银行信贷、社会融资额及广义货币(M₂)数据等也表明,资金脱虚就实还有很长的路要走。在这种情况下,很难想象四季度的经济增速会明显超过前三季度,更大可能或许是持平。若此,对于股市而言,也就不能抱有太高的期望了。

大环境是这样,其实从股市自身的情况而言,也同样不支持行情加速

上行。分析一下 9 月份的行情就可以知道,大盘曾经几次试图冲击 3400 点,但很明显遇到了不小的阻力,结果到了下半月,交易重心还不断有所下移。在这里十分突出的一个表现就是,成交量难以持续放大、市场缺乏被普遍认同的热点,投资者短线操作的心态比较重以及板块行情的运行周期被大幅度压缩。所有这些都表明,市场在经过了一段时间即便是十分温和的上涨以后,同样也面临着不小的调整与整理方面的压力。

面对近在咫尺的 3400 点,虽然看多的舆论很多,但是真正敢于去冲击这个点位的资金却很有限。这种状况其实是在告诉人们:那种以为市场在连续震荡中走高以后将会走出主升浪,实现加速上行的判断,是缺乏现实基础的。无论是资金面还是投资者的情绪,都不构成营造大行情的基础,而基本面的状况前面就已经提到了,同样也是如此。

不过,虽然股市不可能加速上行,但保持慢牛的格局还是有条件的。一方面,尽管四季度的经济增速会有些