

# 人民币国际化处于“两难困境”

□中国宏观经济学会秘书长 王建

金融市场开放与人民币国际化问题,在中国已经至少被提出20年有余的时间,却始终没有迈出实质性步伐,其中的主要原因,不仅在于体制、法律、人才、市场环境等这些国内方面的问题,更重要的原因是开放的国际条件始终不好。

## 发达国家“减赤”过程漫长

1998年爆发亚洲金融危机,不到十一年后又爆发更大规模的全球金融危机,而且金融危机的爆发从世界边缘国家转向中心国家。次贷危机的特点也与传统的资本主义经济危机不相同,传统的资本主义经济、金融危机是在生产过剩背景下爆发的危机,但此次危机却是在生产不足背景下爆发的危机,或者说传统的资本主义经济危机,是因为实物产品收支“黑字”过大所发生的危机,而今天的危机却是因为实物产品收支“赤字”过大所发生的危机,正是因为实物产品收支的赤字不平衡,才引起贸易收支、财政收支、资产负债表等一系列价值形态的不平衡。

在新全球化背景下,由于有中国等发展中国家能够以比发达国家更低的成本生产实物产品,就使发达国家希望纠正实物收支不平衡,从而走出危机的道路,相比传统的资本主义经济危机更加艰难与漫长,并且也导致传统的对付资本主义经济危机的办法大多失效,沿用传统办法只会加大生产不足矛盾,加大国际收支赤字。

随着中国重工业产品生产与出口能力的不断提升,发达国家的重工业也会出现萎缩,实物收支赤字还有更加扩大的倾向,从而使导致这场危机的根源不是在消弭,反而会扩大。其标志性的事件是,去年中国的汽车出口首次突破百万辆,中国企业的海外收购也正在从资源类产业,转向发达国家的重工生产能力。

由于实物产品收支长期难以取得平衡,财政赤字扩张能力也已耗尽,反而必须走向“减赤”过程,这就迫使发达国家为了平衡实物收支赤字,只能依靠增加货币发行的办法来维持贸易逆差。同时为了摆脱金融市场危机与经济危机,利率也只能长期保持在极低水平,在这样的前景下,必然会导致更大的资产泡沫和严重的通货膨胀,以及国际货币关系的紊乱,从而在未来酝酿出一波又一波更加严重的世界性金融与货币危机。在这样的长期背景下,中国如果迈出开放资本市场与人民币国际化的步伐,经济很可能是未受其惠,先受其害。

主要发达国家的货币,如美元、欧元与日元,其国际地位的确在金融危机中被严重削弱。而中国随着经济规模走向世界顶峰,人民币也必然会逐步替代美元的地位,成为世界核心货币。但是,这个过程将是一个比较长期的过程,从美元与英镑的交替看,美国是在1892年工业规模超过英国,一战前GDP规模超过英国,但是直到二战后美元才接替英镑的世界货币地位,其间经历几十年时间。中国工业规模2009年超过美国,GDP规模可能在2016年左右超过美国。从历史经验看,人民币接替美元的国际地位,可能至少要到2030年以后。

由于在生产不足背景下所形成的新资本主义经济危机形态,迫使发达国家更加依赖货币发行来维持贸易平衡,



CFP图片

所以至少在未来10至15年内,人民币由国际形成对美元的挑战,将不仅是在挑战美元的地位,也是在挑战欧元、日元和英镑的地位,这就会使人民币以及中国成为所有主要发达国家的敌人,从而陷入国际战略被动。反之,如果人民币国际化的步伐较慢,发达国家为了争夺从中国等发展中国家的实物产品输出,为争夺货币霸权的斗争就会更激烈。如果发达国家之间陷入激烈争斗,中国的地位就会更加主动和超然,有利于谋取更多国际利益。

## 城市化面临巨额资金需求

在未来一个时期加快中国资本市场与人民币国际化的步伐,也将使中国获得巨大利益。首先,未来20年中国经济发展的主战略是城市化,但城市化需要巨额资金投入。根据测算,新世纪以来,中

国每增加一个城市居民,所需要的投资超过50万元,而根据有关方面对农民市民化的社保资金需求测算,人均也需要10万元。到2030年,如果中国的城市化率达到85%,按届时中国人口14.5亿计算,未来20年有8亿农民进城,相应所需要的资金投入将高达400至500万亿元。在初始阶段,如果不解决庞大的启动资金来源,城市化战略就很难落到实处。反之,启动资金越多、越雄厚,城市化进程的速度就越快,而国际经济大格局的变换,正在形成促使国际资本大规模向中国流动的条件。

过去20年,中国用对外开放成功地解决了农村人口工业化的问题。而今天

中国所面临的问题,是怎样解决农村人口城市化的问题,国外农村人口工业化与城市化本来是同一个过程,但是中国长期以来的战略与政策,却硬性地分开了这两个过程,由此导致经济大结构的严重扭曲。这种结构扭曲虽然加快了农村人口工业化的过程,但却留下了严重的城市化欠账,其严重不良后果之一,就是由于存在着庞大的农村低收入人口,而造成内需严重不足,使经济增长高度依赖外需。而要使中国经济的大结构转入正常,还得依赖大规模资金投入才能补上城市化的欠账。

次贷危机以来,美日欧等国家都已经走入“无限量版QE”境地,由于其经济可能长期走不出这场危机,因此所投放的货币以及所形成的货币资本,将在很

大程度上难以在国内停留。而流出的方向,首选地应该是中国,因为在未来20年,只有中国在城市化内需强拉动下,才有继续保持经济高增长的能力。发达国家目前每年的广义货币投放速度都在3万亿美元,上百万亿美元的存量资本很可能大规模流向中国,如果中国能争取到10万亿美元,就会在很大程度上解决中国城市化所需要的巨额资金需求。

但是,中国目前还没有开放资本市场,人民币没有国际化,国际化金融市场所需要的人才和法律环境也不完善,因此目前国内还没有能够容纳数万亿美元的金融资产池,从而有可能丧失这个宝贵的国际机遇,这就突出了加快开放资本市场与人民币国际步伐的要求。

另一方面,庞大的国际资本为了逃避发达国家的金融市场危机,也为了分享中国经济增长的成果,即使中国没有开放资本市场,其中一部分资本依然还会进入中国。由于这些国际资本向中国渗透的渠道不透明,这也大幅提高了中国对国际资本流动的监管难度,也严重干扰了中国政府宏观调控能力和效果。在过去的十年间,已经大约有一半的新增外汇储备,不能用正常流入渠道来解释。显而易见,在国际金融危机不断深化,大量国际资本要求流入中国的背景下,中国资本市场开放与人民币国际化的速度越慢,监管资本流动与有效实施宏观调控的难度也就越会增加。

再者,由于中国是制造业大国,资源需求高度依赖海外。而随着传统工业化与城市化本来是同一个过程,但是中国长期以来的战略与政策,却硬性地分开了这两个过程,由此导致经济大结构的严重扭曲。这种结构扭曲虽然加快了农村人口工业化的过程,但却留下了严重的城市化欠账,其严重不良后果之一,就是由于存在着庞大的农村低收入人口,而造成内需严重不足,使经济增长高度依赖外需。而要使中国经济的大结构转入正常,还得依赖大规模资金投入才能补上城市化的欠账。

通过以上分析表明,在开放资本市场与人民币国际化的道路上,中国实际上是处于“两难困境”,但久拖不决显然不是办法,因为矛盾并不会随着时间拉长而消失,反而会增加,真正会消失的是重要的国际机遇,那么就需要寻找新的道路来摆脱这种战略困境。

## 新兴经济体的保障错位

□吉恩·弗里达

在过去十年中,美国的扩张性货币政策以及中国的快速增长已成为全球金融流动的两个关键驱动。如今这两个驱动力遭到逆转,并因此产生了新的全球经济风险——尤其针对新兴国家来说。而这些国家能否应付这些变化,将取决于能否针对相应的风险采取足够的保障措施。

在经历了20世纪90年代末的亚洲金融危机之后,新兴经济体开始积累大量外汇储备,来抵御对外过度负债的风险。事实上,在最近一次统计中,它们取得了远远超过自身所需要的6.5万亿美元外汇储备,在对抗外部平衡收支冲击方面来说,这显然是保障过度。

但针对国内信用风险方面的保障却有所不足——这也是当前对新兴经济体的主要威胁。

2008年全球金融危机爆发后,利率大幅下降,刺激许多大规模新兴市场私营部门产生信贷繁荣,其中包括巴西、印度、印尼和土耳其。

虽然这些信贷繁荣最初是由国内资本催生的,但这些国家很快就开始依赖发达国家央行向金融市场大量注入流动性而产生的国外资本。如今,随着美联储计划退出非常规货币政策,新兴经济体的经常账户状况遭到削弱,导致其对资本流入的依赖越来越明显——同时也越来越危险。

随着新兴市场央行依靠大量资本流入来缓解汇率升值压力,这些国家的本币变得相对坚挺。由此产生的结果是,汇率风险下降又进一步促进了资本流入。由于资本流入只占了流出的一小部分,这种良性反馈循环如今已经走向负面。在这个情况下,发达经济体的货币紧缩政策很可能产生的结果就是新兴市场货币的长期贬值,以及相应的利率攀升——这一趋势使得新兴经济面临着跟过去6年一直困扰着发达国家的信贷危机类似的风

险。事实上,中国决心找到一种能替代过去20年行之有效投资驱动-贷款资助增长模式的方案,但其在实施这一方案上所表现的动作迟缓,意味着该国国内的信贷风险才是当今全球经济的最大威胁。虽然中国或许拥有足够的金融资源去偿付其过度负债,但它的风险则在于沦为一个中低收入经济体,高负债水平,而名义增长率则比2004-2011年的17%左右低2/3。对于其他新兴经济体来说这不是个好消息,因为它们自身的增长也高度依赖中国的繁荣。

除非新兴市场政府能利用自身外汇储备和浮动货币所带来的有限空间来实施关键的结构性改革,否则调整的重担将落在利率之上,并与结合增长放缓的效应以及与不良债务相关的风险糅合在一起。而这是否会成为影响全球经济的一个系统性问题,将取决于中国。(吉恩·弗里达是摩尔欧洲资本管理公司的全球战略研究专家。本文版权属于Project Syndicate)

## 改革开放面临新一轮机遇期

□民生证券研究院副院长 管清友

继上世纪80年代农村改革和经济体制改革、1992年邓小平南巡、2001年加入WTO以来,我国当前进入新一轮改革开放机遇期。十八届三中全会前夕,在行政体制改革、金融体制改革、投融资体制改革、财税体制改革等方面已经有了实质性举措,值得重点关注。

第一,行政体制改革重点是简政放权。行政体制改革在上海自贸区先行先试。上海自贸区暂停实施外资、中外合资、中外合作企业设立及变更审批等部分法律法规,是行政审批制度的一项重大创新和突破,更是强化市场,简政放权的重要体现。减少审批,降低进出口贸易壁垒,税收优惠减免,负面清单管理,引入民资等,实现市场之手替代政府之手,释放经济活力。中央将上海自贸区定调为:党中央从国内外发展大势出发,统筹国内国际两个大局,在新形势下推进改革开放的重大举措,对加快政府职能转变、积极探索管理模式创新、促进贸易和投资便利化,为全面深化改革和扩大开放探索新途径、积累新经验,具有重要意义”。可见,上海自贸区的设立已经在中央层面达成共识,在转变政府职能和改革开放方面先行先试,必将冲破层层阻力推下去。中央强调转变“地方政府职能”、要把职能转变作为改革的核心、把深化行政审批制度改革作为重要抓手和突破口”,进一步强化了行政审批制度改革的重要性。

第二,金融体制改革核心是推动资金要素价格市场化。在此前的三轮改革过程中,我国的商品市场基本实现定价的市场化。本轮改革的重点和难点是推动两大要素之一——资金价格的市场化,这也是金融体制改革的核心。从目前的金融体制改革进程来看,利率市场化稳步推进。继贷款下限全面放开之后,大额可转让定期存单(CD)也即将推出,并逐步放开存款利率的限制。

更重要的是,资金要素价格的真正市场化还取决于竞争性金融市场主体的形成。在国有商业银行占据垄断地位的市场结构下,资金要素价格仍然是一种垄断定价,无法真正实现市场化。在金融市场准入方面,民营银行的设立也将有实质性的突破,《国务院办公厅关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》(金融国十条)首次提到尝试由民间资本发起设立自担风险的民营银行、金融租赁公司和消费金融公司等金融机构。

上海自贸区的核心是金融改革而不是贸易。在金融市场准入的操作实施层面看,上海自贸区有望允许符合条件的外资金融机构设立外资银行、允许民营资本与外资金融机构共同设立中外合资银行、允许区内符合条件的中资银行从事离岸业务,有望率先实现资本项目可兑换以及利率市场化等等。上海自贸区在金融改革方面的先行先试,如果成功将引发各地方政府的积极效仿和推广。从天津、厦门、广州、深圳、珠海等地来看,各地方政府对于自贸区的积极性非常高。

第三,财税体制改革的方向是事权上收,而不是财权下放。营改增是目前最重要的财税体制改革。营改增涉及到两大重要结构的调整。一是产业结构调整,营改增有利于促进服务业的发展。二是中央和地方财政收支结构的调整。在目前的试点阶段,营改增的部分全部留存地方政府,中央和地方的税收分成并未发生根本变化。但是一旦营改增推广至全国,那么中央和地方的财政收支结构必将重新调整。

财政部部长楼继伟日前参加第五轮中美战略与经济对话时,提到深化财政改革的四条总方向,其中第一条就是“调整中央政府和地方政府支出责任,适当增加中央政府的支出责任,保障市场更加统一、公平和基本公共服务的全国均等化。”可见,新一轮财税体制改革的方向是事权上收至中央,而不是将财权下放至地方。根据笔者分析,增加中央政府的支出责任应当主要体现在增加中央在养老、社保等方面的支出。中央在养老、社保方面的统筹支付有利于推动劳动力的跨区域流动,形成全国统一的劳动力市场,并且减轻户籍制度改革的阻力。

第四,投融资体制改革方面,在铁路投融资领域破题。国务院常务会议日前提出,“要按照统筹规划、多元投资、市场运作、政策配套的基本思路,推进铁路投融资体制改革,这是继铁路机构改革、实现政企分开后的又一重大改革举措”。四川酝酿成立全国首个地方铁路公司——川南铁路公司,完全脱离铁路总公司。这将成为我国第一个由地方政府独资或同外部资本共同组建的城际铁路公司,拉开了铁路投融资改革的序幕。

特别值得强调的是,上海自贸区的设立迈开了新一轮改革开放的突破性一步。从保税区向自由港、自贸区和出口加工区等综合性自贸区发展,从区域辐射向全球扩散,成为新一届政府对内市场化改革、对外开放的风向标。

除了上述的在促进行政体制改革和金融体制改革、先行先试方面的意义之外,自贸区的推进还存在三个方面的积极意义。第一,加快产业结构调整,提升服务业,形成金融、物流、信息、港口等为主的现代服务业体系,引导高端、智能、网络化的新兴服务业模式。第二,实现区域差异化,加快东部升级和中西部发展。第三,发挥上海区位优势,连接东南亚对接世界,中西部则加强基础设施建设,承接东部产业转移。

需要注意的是,上海自贸区之路并非平坦,这也侧面体现出改革之路不会一帆风顺。政府部门之间的协调,金融监管政策、法律条文的修改制订工作,来自深圳前海、珠海横琴、广州南沙、天津、厦门等地新区的竞争,这些因素意味着上海自贸区和新一轮的改革开放将是一个渐进的过程。

# 以“模式导向”推动信贷资产证券化

□中国社科院金融所  
金融市场研究室主任 杨柳

国务院常务会议日前决定进一步扩大信贷资产证券化试点,由此启动了继2005年和2012年之后的第三轮试点。

可以看到,在规范影子银行、地方融资平台等大背景下,结合“用好增量、盘活存量”的思路,预计信贷资产证券化已经成为各方可接受的主要融资创新模式。这一方面可以解决银行面临的某些问题,因为过去银行资产长期化、负债短期化趋势明显,信贷期限结构错配突出;另一方面,能够释放资本,提高银行资本充足率。

在发达国家的创新实践中,对资产证券化的分类有很多标准。比如,一种是看证券化资产是否通过真实出售和破产隔离,使原始权益人摆脱与该资产在法律上的一切关系。另一种则是看原始权益人的目的,如果原始权益人希望通过证券化来获得新的资金融通,这种证券化品种一般称作融资产品;如果原始权益人只是想通过证券化来转移风险,那么这种证券化品种就是非融资产品。

一般来说,表外证券化必然是融资品种,因为这需要进行资产的真实出售,至于表内证券化则要复杂一些。

实际上,在尚未具备法律、金融、税收等制度充分保障的前提下,我国的信贷资产证券化仍然具有特殊性和非标准化,尚处于“摸着石头过河”的阶段。首先,在推动信贷资产证券化过程中,必须充分关注风险问题,既不能让风险随信贷资产证券化而扩散,也要真正做到法律意义上的风险隔离。对前者应强调被证券化的资产质量,以及避免过度创新的结构化产品。对后者则应在目前固定收益产品普遍存在的“刚性兑付”潜规则的情况下,进行深入思考。

当前主流的证券化模式,包括美国和欧洲模式。其中,在美国的法律体系中,所谓真实出售,必须由贷款机构将抵押贷款资产绝对性地转移给特殊目的机构(SPV),从而使

银行作为股东和债权人的核心参与者,使得直接融资扩张仍然无法突破银行主导,在实践中,由银行发起证券化,信托公司作为受托和发行人,在银行间市场发售,仍然造成信贷资产在银行间交易流转,风险并未转移出银行系统。过去几年,交通银行在2012年曾试图在交易所发行证券化产品,但这也遇到了两个问题,一是银行间市场与交易所市场的协调,以

最终还是委托海通证券在银行间市场上市。

从信贷资产证券化过程来看,受托人是控制风险的核心问题,这也是次贷危机的教训之一。目前《证券公司资产证券化业务管理规定》明确了券商的资格,但其推动的信贷资产证券化也存在真实隔离的模糊性;而在信托通道中,商业银行实际主导了信贷资产证券化的全过程,客观上履行了受托人绝大部分的职能。由此来看,促进受托人的多元化、规范化发展,打造真正适合国情和国际规范的SPV,加强产品信息透明和披露,都是未来改革的重点。

此外,将来在利率市场化、存款保险制度推出、刚性兑付打破的趋势下,证券化产品的信用增级机制也需有所突破,逐渐引入更加规范的外部增级模式,而非只在银行表内外的套路中打转。流动性是证券化产品的生命力所在,除了信贷资产证券化产品的一级市场之外,将来还需要构建有效的二级市场,促使投资者更自由地交易资产支持证券。但这也会遇到两个问题,一是银

行间市场与交易所市场的协调,二是如何做好证券化投资者的保护与教育,因为证券化产品涉及一系列比较复杂的法律、会计框架,国内个人投资者还不够成熟,有时很难理解其中的实质。

值得注意的是,国外经验表明,制定有关信贷资产证券化的法律是前提条件。但这也是一项复杂的系统工程,它不仅要突破现有法律规范对资产证券化的制约,还要对现有法律框架下的空白之处进行补充。我国现有证券化制度仍停留在部门规章的层面,而公司法、合同法、信托法、银行法等法律法规都对标准的证券化存在众多阻碍。同时,与发展衍生金融工具相配套的会计等方面的规定也不健全,相关的财务判断与会计处理缺乏合理的依据。

此外,也没用针对证券化过程制定专门的税收中性政策,使得证券化的成本大大提高。由此可见,为了使得我国信贷资产证券化改革逐渐走向规范,就要从“实用导向”逐渐转向“模式导向”,以长期化的规则保障,来替代短期的过渡模式,这样才能实现创新风险与效果的平衡。