

从发展角度看沪港金融互动

曾澍基

香港浸会大学经济系教授

www.hkbu.edu.hk/~sktsang

2007 沪港大都市发展研讨会

上海海外联谊会、香港沪港经济发展协会主办

2007 年 12 月 6 日

上海

人民币完全可兑换与国际化

CEPA 补充协议/新阶段措施的陆续出台，特别是服务业的开放，当然有利沪港的金融互动，成绩亦颇为可观；长远来说，最关键的因素是人民币迈向完全可兑换的进展，以及国际化的程度。

完全可兑换是指包括经常项目及资本项目在内的所有外汇管制的解除。国际化则指本币不单在境内流通和运用，而且还在国际上被采纳为交易媒介、计算单位、及储藏价值的工具。

完全可兑换与国际化有关连，但也有相对独立的发展规律。美元属完全可兑换，亦是全球国际化程度最高的货币；日元可自由兑换，惟国际化程度低得多；香港没有任何外汇管制，同时港元亦无显着的国际化迹象。国际化给予本国或本地一定的益处(例如货币发行收益 *seignorage*)，以及经济实力的对外投射；不过，它又可能对本国或本地的货币金融政策带来外在甚至是不稳定的因素。对策之一为离岸金融(*offshore finance*)。

内地就人民币迈向完全可兑换的目标是明确的；惟进程的步骤及速度，人民币应否大规模地国际化？仍须深入研究。

无论如何，这两方面的发展皆需要金融基建硬件、软件及人材的集聚(*clusters*)，美元有纽约和芝加哥，日元有东京，欧元则有法兰克福。人民币的进展，看来上海及香港会在不同阶段扮演重要的角色。

离岸金融中心、兑换与国际化

人民币达到完全可兑换之前，资本项目的外汇管制自由化应有时间和试验空间，

而国际化也需扩展的前沿地区，离岸金融中心(offshore financial centre)是一种可能的选择。

这里说的离岸金融中心是从功能 (functional) 意义,而非地理(geographical) 意义来界定。与国际金融中心(如纽约、伦敦)的分别是, 它的交易媒介主要为本币(domestic currency), 对象乃境外(non-resident) 的居民(非居民)、企业及机构; 换言之, 离岸金融中心的银行系统的资产负债表内, 负债(存款)及资产(贷款)的主体都是境外的参与者, 中介金融机构则可包括本地和外地银行。

离岸金融中心的出现, 可能是市场自由发展的结果, 如欧洲美元市场(Eurodollar market)由于 1970 年代石油危机产生境外美元的再循环问题而衍生及扩大; 亦可以是一种政策设计, 如设于东京的日本离岸市场(Japan Offshore Market), 跟在岸的(on-shore)、服务居民(residents)的市场有各种的隔离措施; 它的主要目标, 其实是日元的国际化; 不过, 效果并不符合理想。

所以, 离岸金融中心的地理位置, 可在国外(如欧洲美元市场)或国内(如日本离岸市场和美国的国际银行设施(International Banking Facilities))。以人民币的迈向完全兑换的角度来考虑, 离岸金融中心需不需要? 答案或许是不需要, 但香港依然可以就人民币的迈向完全可兑换作出贡献: 例如QDII乃短期资本项目自由化的一种设计, 而它和人民币的国际化没有直接关系。

若果答案是需要, 那么离岸中心应放在上海还是香港? 再说, 人民币应否国际化? 规模要怎样才算合理或最优, 凡此皆属须进一步具体研究的课题。

上海与香港的分工合作

香港现时的优势十分明显, 金融基建的硬件、软件及人材集聚都达到世界一流的水平, 而且作为人民币离岸金融中心, 香港具备很高的风险承担能力。换言之, 人民币资本项目管制的自由化, 香港能提供一个试验场所, 看看各种设计的不同反应, 包括反映所谓影子价格(shadow prices); 那么, 任何的波动或不稳定亦不会直接影响内地。香港的弱点是它跟国内的直接经济联系不强, 故此测试后果未必准确, 影子价格也可能跟自由化后的均衡价格大有距离(A 股和 H 股的差价便反映出问题); 此外, 香港之内了解国情的金融中介机构还不够, 作为离岸中心内地金融监管当局可调控的空间又受到一国两制、一国两币的制约; 这些方面, 上海远为占先, 而香港大概永远也追不上。

固然, 选择并不是非此即彼, 香港和上海应各自利用优势, 分工合作。股票上市是先 A 后 H, 还是先 H 后 A, 抑或是 AH 同步, 须视乎具体情况。而香港是国

际金融中心之一，发展一些比较复杂的衍生工具，例如期权及认股证，在中短期内无疑更有效率。况且，有部的金融产品，由市场自行繁衍，例如人民币的不交收远期合约(non-deliverable forward contracts)，以香港为主要基地，政策要阻也阻不了。

人民币的国际化，其实不会亦毋须等待人民币完全可兑换后才出现，人民币在香港及东南亚地区的流通、香港银行的人民币业务、人民币债券在港发行，已经属最初的步骤。未来若果内地与香港贸易部份可以用人民币结算的话，将代表比较重要的一步，上海似乎乃结算中心的最佳选址。因为牵涉结算，内地金融监管当局的调控能力自然就会高得多，不会像不交收远期合约市场般，难以影响。问题是人民币国际化的程度怎样才算合理。

国际金融中心的竞争？

除了人民币完全可兑换以及国际化的因素，香港已经是国际金融中心，上海在未来也会朝这方向演化。香港建立了美元及欧元的结算系统，为内地企业上市集资的机制亦甚具规模，它正展开向其它地区推销结算和上市集资的服务，并催化其它金融衍生工具(包括商品期货等)的市场。在将来，亚洲区的国际金融中心(香港、东京、新加坡以至上海)于合作之外，竞争也会趋于激烈。

这是世界经济进一步整合的宏观后果，不容回避，各方都应有所准备。