

前言

2016年1月，中國掀起席捲國際金融界的滔天震盪。「上海證券交易所」綜合股價指數在這一年頭兩周大跌18%，而人民幣早在2014年底即處於走貶之勢，經濟則是逾十年來首度出現明顯減速的跡象。

在此之前，中國股市2015年6月也出現崩跌，2015年8月實施調降人民幣。此外，中國當局顯然沒辦法讓這場震盪穩定下來，因應地毫無章法，就像無頭蒼蠅一樣。引進的「熔斷機制」，原本用意是當股市跌幅達7%時會暫停交易，卻反而招來更多恐慌。中國證監會主席尚鋼突然被撤換，卻未宣布接替人選，更加重了不確定感。

中國走過30年盛大的上升路程，如今處於關鍵時期。這裡的領導人殷切期望把中國發展為金融強權，就此完成1978年由鄧小平所開啟從計畫轉向市場的經濟轉型歷程。現任國家主席習近平2012年末接掌中國共產黨和國家大權，調整了經濟政策的路線，強調民間部門也應參與經濟，且有必要改良工商銀行體系，發展現代金融市場，擬定並落實商事法。但挑戰在於，要降低國家的干預，尤其要擺脫國內大銀行和國有企業之間既得利益的糾葛。這些都是中國達到經濟及政治超級強權的必要手段。這些經濟的目標和考驗的深處，都深植著人民幣這令人苦惱的問題。

的確，當今中國面臨了矛盾和限制，既崛起為主要工商強國，卻沒有反映世界地位的貨幣。矛盾的是，這麼一個向全世界各地開放並融合的國家，人民幣卻是「限制的全球化」的貨幣，在中國以外流通有限制，無論是與別國的貨幣兌換，或在海外銀行存款持有人民幣，都不是那麼容易。國際交易中很少使用人民幣，中國除外的個人和機構，無論企業、銀行、政府所持有貨幣中，人民幣少之又少。因此，中國大多仰賴美元來計價並銷售所生產的商品，需要美元來支付進口，投資海外，實施經濟外交。所累積大量的美元——大約32億的官方儲備——除辦理上述事項外，也有龐大資本可用來實施海外併購。然而，中國在金融和貨幣事務的權力有限，且這權力若要充分得到伸張，還得藉由美元計價的國際貨幣系統來「仲介」。最重要的是，代表中國財富的外匯儲備很容易隨美元匯價而波動。

當一個國家在經濟上越是與區域或全球融合、且規模名列世界之最，使用自己的貨幣來交易和融通的主張就更迫切。貨幣是一個國家的血脈，是他們「遺傳的」印記，是他們的認同，也代表這些國家的國力及全球的地位。譬如，美元所表彰的，就是美國這個國家的身分，是這個國家權力的儲存庫，也是「過度特權」的來源。中國需要一個國際化的貨幣，才能達到掌權、擴大對貨幣政策的影響力、提升地緣政治的分量，最終躋身與美國並駕其驅的地位。

國際貨幣之路——怎麼說服全世界

中國需要發展人民幣，既可用於海外又可減少金融和貨幣上依賴美元，除了政治和外交理由外，還有很多因素。以人民幣計價來交易，既能降低成本，也降低中國企業從事海外貿易和金融交易的匯率風險。因此，國際間擴大使用人民幣，便可支持中國在海外的經營和投資。尤其，藉由發展人民幣為國際貨幣，中國便能在外匯儲備中減少累積美元，進而利用多餘的人民幣到海外投資和借貸，如有必要，還可用自己的貨幣支應債務。

發展人民幣為國際貨幣，是中國的長程計畫，這個路線不會改變，不受股市短期攪擾的影響。架構很明確：一面運用中國在國際貿易的角色來推廣人民幣，一面移除人民幣進出國內市場流動的限制，目的是要提高人民幣在中國以外的實用性，進而提升海外的需求。歷史經驗表明，國際貿易所使用的貨幣，須有金融上的運用來配合並撮合。開放貨幣的投資和流通，是推動國際化的關鍵。

這是中國突破歷史的關頭，不能再走便宜行事的老路。原本承續的是以計畫經濟為特色的制度，承續下來的辦法像是利率和匯率的管理，雖激發了經濟成長，卻也阻礙了貨幣。要讓人民幣更自由波動，中國必須加速制度改革並調整經濟平衡，也就是說，不能說「開放」就馬上開放，要建立一個流動而可靠的貨幣，要達到像現今美元一樣安全資產的需求，中國必須做幾件事：改進銀行、企業、機構的治理；遏止貪腐；約束既得利益者。尤其，中國領導人必須謀求一個辦法，既要開放金融市場和金融業，又要維持獨特而混雜的「中國特色社會主義」，也就是經濟計畫和國家管制，並存於市場、外國投資、私有財產、以及個人的主動進取精神。

改善治理和透明度，不僅可以提高人民幣流通量，也能讓非中國持有者改觀，認定人民幣是可靠的貨幣。目前，外國人對中國的制度和政策缺乏信心，就算北京全面解除外國參與的限制，外國人仍不放心把資金交託中國。

中國要怎麼說服全世界，人民幣能像美元、歐元、英鎊、日圓一樣，是值得使用並持有的貨幣？除了透明、開放、可靠之外，當局也必須讓全世界相信，不論國內政治和經濟情況多麼需要，絕不破壞人民幣的外在價值，也就是匯率。持有人民幣的人必須要有信心，不論所處何地、何種情況，總能用人民幣來兌換所需要的貨幣，人民幣也都能保持價值。

整個情況又因為世界經濟的狀態而更加複雜。1990年代直到2008年，中國可以從康壯且繁榮的全球經濟來借力使力，但2008年爆發全球金融危機後，全球深陷充滿變數的時期，國際環境也轉為不利。中國如今面臨的考驗是，要管好實體經濟，對抗需求低迷、地緣政治局面緊張，還有自己日益應付不來的債務等種種阻力。

話雖如此，中國領導人正積極擺脫美元獨霸的地位，但不是要以人民幣體系來取代美元體系，而是設想人民幣成為在一個新的多貨幣國際貨幣體系之中的主要貨幣，也反映世界經濟不再由美國主導的現實。

中國領導人要顧到的事情太多。他們能否游刃有餘，既兼顧整個轉型，又不破壞社會凝聚力、政治生態平衡、以及金融穩定。此外，正如我們所探討的中心課題，他們能不能既可達成自己的人民幣目標，又可保有一套國家管制的辦法？中國有那些選項？

我提出的一個選項，乃是推動並加速金融改革，但即使加速改革，在中國獨特的混合經濟體內是急不來的，倒是中國自己迫不及待。所以還有另外一個選項，即發展一套基於管理的可自由兌換體系，換句話說，既鼓勵人民幣國際流通，又保留對資金進出的管制，而官方的說法是，一面可達到一定程度的人民幣國際化，一面維持資本管制。

本書大綱

在本書中，我一共分成十章來鋪陳中國和人民幣的故事，一開始先講背景：在第一章，我介紹國際貨幣的概念，作為後面討論的架構。我分析資本流動不僅帶動這 20 年來世界經濟的轉化，也形成金融不穩定性，使全球經濟更不堪金融危機的衝擊。我接著會著眼於貨幣要成為國際貨幣有哪些條件，尤其著重美元的發展。最後，在這一章，我會全盤思考近 30 年中國非凡的轉型，以及美元主導的國際貨幣體系如何加速這一轉型。

在第二章和第三章，我探究中國自鄧小平 1980 年代引進改革以來中國經濟的轉型，也說明出口和投資對中國的發展有多重要。尤其在第三章，我探討中國金融壓制的體系，借貸成本壓抑到很低。在國內高儲蓄率和金融壓制之下，國內金融業結構失衡的情況也有所壓制。然而，沒有效率的情況也繼續存在，不僅限制了改革，也抑制了人民幣成為國際化貨幣的發展。這兩章裡，我回應了本書兩個關鍵的問題：為什麼中國不想擁有自己的國際貨幣，寧可依賴美元？為什麼人民幣是中國這段出色發展中的例外？

設好背景後，我會接著探討中國身處的窘境：雖是最大的貿易國，卻沒有一個在貿易結算中占有明顯比率的貨幣（第四章）。這裡我討論中國經濟政策的兩大特色：資本管制和有管理的固定匯率。多年來，這兩者不僅藉保持出口競爭力並推動快速經濟成長和就業，導致中國經濟出色的轉型，也限縮人民幣的發展。

在第五章，我檢視「靠自我矮化的貨幣來經營」的成本，尤其是身為未成熟債權國

的種種限制（也就是說，不能以人民幣放款），還有管理匯率的成本。我在本章結論討論到挑戰美元體系的困難，網絡外部性（**network externalities**）和惰性形成不利改變的因素。

如何建立國際貨幣，是我在第六章要討論的重點，我在這裡評價，在中國人民幣策略的脈絡下，從其他國際貨幣特別是日圓可以學到的教訓。這個策略是耗時較短的活躍過程，由原本設計鼓勵區域性使用人民幣，演變到更複雜且由政策主導的架構，目的是要讓人民幣（雖有限制）轉變為國際貨幣，也轉變為以支持人民幣跨境貿易結算並建立人民幣境外市場為本的國際金融資產。在這裡和第七章，我探究中國貨幣當局為克服人民幣限制和建立人民幣市場所擬定的措施。

在第八章，我評價了人民幣策略啟動以來，人民幣在國際間使用的進展，也檢視這個策略如何擴大到許多政策領域和行業，並支持人民幣使用於世界各地的主要國際金融中心，只有美國例外。我也記錄中國最近開放藉管理的可自由兌換來開放金融業，也就是有額度限制的資本流動體系。

在第九章，我討論中國金融改革，也辯證中國領導人若能有所作為，也得花上很長時間來改革當前的體制。不然的話，放寬資本流動的管制，尤其是流出的管制，可能有違保持國內銀行充足金融資源的需求。因此，目前管理的可自由兌換暫可支持人民幣在中國境外的流通和使用。

我在第十章的結論是，人民幣在大約五年內已成為亞洲重要的區域性貨幣。此外，人民幣策略已建立推廣人民幣流通至亞洲以外地區的條件，但尚待完成的事還有很多。不過，除非能夠加速改革，人民幣仍只是全球化受限制的貨幣，要花很多年才能成為主要的國際貨幣。若所有條件不變，人民幣最後將在新的多貨幣的國際貨幣體系之下成為其中的主要貨幣，減損美元相對的分量。但是人民幣不太可能取代美元，成為支配的國際貨幣，基於其他因素，全世界可能已經脫離單一貨幣的體系。

中國目前所做的，不僅關係到自我發展，也攸關全世界的發展。若能成功建立一個全球性的貨幣，將帶進中國資本的時代，而我們目前所見美元支配的貨幣體系也會大幅轉變，中國也已以此為人民幣策略的走向。但能否達成人民幣演變為全人民貨幣的目標，讓中國人和非中國人都樂意使用，值得我們進一步觀察。