

在澳門設立人民幣次級離岸中心的可行性

顧新華 劉念 司徒小丹 林文堅

[摘要] 人民幣是我國內地廣泛使用的貨幣，而內地又是澳門最大的交易夥伴和主要的遊客來源地，因此開發人民幣離岸業務有助本澳產業的多元化發展和經濟的可持續增長。澳門在發展次級人民幣離岸金融業務上具有相當的潛力，原因包括澳門的人民幣資金來源充裕、銀行體系國際化程度高、與內地銀行金融業務高度融合，以及熟悉國際通行的金融業務等，而發展策略建議包括澳珠攜手共同發展、港澳協調錯位發展、重點開拓葡語國家，以及改革本澳幣制。

[關鍵詞] 人民幣離岸中心 澳珠攜手 葡語國家 港澳合作 幣制改革

在“美國優先”成為特朗普政府新國策的形勢之下，世界政經格局近年來經歷着重大演變。中國崛起也已成爲日益顯著的全球性現象，近五年我國加快了對內改革、對外開放的步伐。對外方面，向眾多國家倡議“一帶一路”，推動共同開發；^①設立亞洲基礎設施投資銀行，促進資金融通；鼓勵中國資本走向國外，加強與非洲、拉美等地區的經貿合作；回應世界各主要金融中心的意願，配合它們的人民幣離岸市場的建設。^②對內方面，允許設立更多的自貿區、鼓勵人民幣與外幣的離岸結算、批准粵港澳大灣區的建設等等。^③這些宏觀經濟形勢和國家決策方略，必將對澳門經濟和福祉產生直接而深遠的影響。本文將側重於考察在這一宏觀形勢下，澳門如何發展人民幣離岸業務，以促進本地經濟的多元化發展。^④

作者簡介：顧新華，澳門大學工商管理學院經濟金融學副教授、經濟學博士；劉念，澳門大學工商管理學院碩士研究生；司徒小丹，澳門大學工商管理學院經濟學高級講師、經濟學博士；林文堅，澳門大學工商管理學院經濟學高級講師、經濟學碩士。

① 英媒：《“一帶一路”或助推人民幣國際化》，2017年5月21日，<http://www.cankaoxiaoxi.com/finance/20170521/2020627.shtml>。

② 中國人民銀行：《2017年人民幣國際化報告》，<http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/214511/index.html>。

③ 祚軍、黃嫻靜、方晶晶：《基於貨幣國際化的人民幣離岸中心發展研究》，《廣西大學學報（哲學社會科學版）》（南寧）2015年第6期。

④ 胡家銘：《澳門可成人民幣離岸中心》，《澳門日報》（澳門）2010年12月22日蓮花廣場版。

一、宏觀背景、澳門條件

早在2008年，中國國務院就開始重視東盟國家與我國珠江長江兩三角洲地區、港澳地區、雲南廣西地區貨物貿易中的人民幣結算試點工作。這些地區是中國外貿活動最為頻繁、匯率風險最為集中的經濟地帶。國務院批准這些地區先行試點人民幣貿易結算，符合我國一貫漸進穩妥並行之有效的改革開放戰略。

2009年，國務院決定在上海及廣東四市（廣州、深圳、東莞、珠海）開展跨境貿易人民幣結算試點。^①在當時國際金融危機的形勢下，這對推動中國與周邊國家或地區的經貿關係發展、規避匯率風險、降低匯兌成本、簡化結算手續、改善貿易條件、提高經貿效率、阻止外貿下滑，具有十分重要的現實意義。

人民幣結算試點是我國推進人民幣國際化重大戰略的第一步。此戰略決策實屬國際經濟長期失衡及金融危機頻發條件下的被迫之舉和因應之道。美國頻促人民幣升值，給中國經濟造成了不少壓力。美國作為主要國際儲備貨幣發行國，三十多年來大肆舉債、大印紙幣，利用全球市場轉嫁經濟危機，已引起金磚五國（巴西、俄羅斯、印度、中國、南非，BRICS）以及其他眾多國家的警覺與不滿。在國際貿易與投資活動中少用或避用美元，對於減輕巨大經濟損失、規避金融危機侵襲，這是勢在必行、刻不容緩的。

人民幣國際化早已起步，人民幣的市場接受度在我國邊境貿易中日益提高。中國央行首先與8個周邊國家的央行簽訂了邊貿結算可以自主選擇雙邊貨幣的協議。後來，中國還參與了中日韓與東盟（10+3）“清邁協議”的共同外匯儲備基金和貨幣交換合作協議。此外，到2017年，中國又與28個國家和地區進行了金額巨大的央行間貨幣互換。這些舉措為擴大人民幣的使用提供了資金來源，而跨境貿易的人民幣結算又反過來推進貨幣互換，使本幣資金的國際使用走向官方化和正規化。

許多專家學者認為：人民幣的國際化並最終擠入國際貨幣體系大致要分三步走，這與國際化貨幣的三個主要功能密切相關。^②第一步是使人民幣使用周邊化，成為計價和結算貨幣；第二步是實施人民幣使用區域化，使之成為投資或交易貨幣；第三步是推動人民幣使用國際化，使之成為各國央行的官方儲備貨幣，進而在國際貨幣體系中形成人民幣、美元、日元、歐元並駕齊驅的所謂“金融四島”。

作為多年來美國最大的債權國，中國不止一次地公開表示對其在美金融資產安全性的深切擔憂，並在國際場合討論宣導擴大IMF（國際貨幣基金）特別提款權使用功能、建立超主權世界貨幣、推進國際儲備貨幣多極化的可能性和必要性。聯合國有關專門研究小組（由諾貝爾經濟學獎獲得者Joseph Stiglitz教授領導）對中國主張也深表贊同。^③另一方面，中國央行與多國央行及亞洲組織簽訂了貨幣互換協議，國務院推動了跨境貿易人民幣結算的試點工作，中央有關部委也發

① 人民幣結算可直接用於國際貿易，進出口均以人民幣計價和結算；居民可向非居民支付人民幣，非居民也可開設人民幣存款帳戶。

② 劉哲等：《人民幣離岸市場現狀及未來趨勢》，搜狐網（Money），2016年2月14日，<http://www.zhazhi.com/lunwen/jkx/renminbilunwen/116484.html>。

③ 雅龍：《聯合國經濟學家呼籲建立新全球貨幣儲備系統》，和訊網，2009年3月27日，<http://news.hexun.com/2009-03-27/116104831.html>。

佈了有關管理辦法細則，^①以統一規範結算業務，穩步推進試點活動。

近幾年來，對澳門影響最大的國家發展戰略分別是：橫琴自貿區的設立、粵港澳大灣區的建設和人民幣離岸業務的擴張。廣東省把珠海橫琴自貿區定位為區域性投融與貿融的金融創新開放平台，借助港澳的力量，組建多幣種投資基金，為國際貿易提供配套服務。^②中央已批准橫琴可以從事外幣、人民幣離岸結算業務，橫琴新區2014年也發佈了支持澳門經濟多元化發展的11條措施，^③李克強總理2016年視察澳門時又表示支持本澳建設面向葡語國家的人民幣清算中心。^④

在上述宏觀大背景下，澳門應做好配套工作，落實相關安排。鑑於諸多工作為改革試點，具有探索性質，對其分析調研，應當具有前瞻性和實用性。本文先概述澳門現有條件與潛在優勢，再提出可行目標和實施方案。^⑤

澳門經濟規模有限，貨物貿易小微，銀行業務不大，又無資本和外匯市場，更不是國際金融中心，在此設立人民幣結算中心的可能性似乎不高、必要性不足。但是，中國內地歷來給予港澳兩地同等待遇，中央經濟政策的公平性也已通過國家長遠規劃有所體現（即港澳共同參與人民幣結算活動）。多年前發佈的《珠江三角洲地區改革發展規劃綱要（2008—2020年）》中，就已明確提出：此一工作“堅持上下游錯位發展，加強與港澳金融業的合作。支援港澳地區銀行人民幣業務穩健發展，開展對港澳地區貿易項下使用人民幣計價、核算試點”。^⑥至少澳門可以成為頗具吸引力的一個人民幣結算節點，未來能逐步成長為人民幣交易投資的次級離岸中心，為國家貨幣走向國際貢獻自己的一份力量。

事實上，在參與人民幣結算方面，澳門並非一無優勢。相反地，在某些方面可能頗具優勢，甚至為其他境外經濟體所不可比的，這些優勢是：（1）香港的人民幣資金來源開始時不能滿足人民幣結算方面的資金使用需求，只好與內地央行進行龐大的貨幣互換，而澳門則無此必要。澳門前些年的博彩業人民幣收入每年有好幾百億，近幾年來旅遊業更有上千億的人民幣收入。這一資金來源充足之優勢，隨着博彩旅遊收入的穩步增長，頗具可持續性。（2）澳門銀行體系雖小，但國際化程度為其他各經濟體所不及。澳門本土銀行的國際資產佔總資產、國際負債佔總負債的比例，均在80%以上。^⑦（3）澳門的內地資產比和負債比有40%以上，表明澳門與內地在銀行金融的業務上已高度融合，這為澳門參與人民幣結算提供了頗具操作性的業務基礎和現實可用的資金基礎。^⑧（4）澳門銀行業務人員（與香港一樣）基本上具備外語溝通能力，同時又熟悉國際上通

① 中華人民共和國海關總署：《中國人民銀行、財政部、商務部、海關總署、稅務總局、銀監會：聯合公告2009年第10號（關於發佈〈跨境貿易人民幣結算試點管理辦法〉）》，2009年7月3日，<http://www.customs.gov.cn/publish/portal0/tab514/info176764.htm>。

② 胡明發等：《橫琴將發展人民幣離岸結算，與前海呈“雙子星座”》，《南方日報》（廣州）2012年7月26日。

③ 張琚：《自貿橫琴：探索聯動澳門產業的“橫琴路徑”》，中國新聞社，2016年4月20日，<http://www.hkcna.hk/content/2016/0420/450309.shtml>。

④ 《李克強：支援在澳門建設葡語系國家人民幣清算中心》，新浪網，2016年10月12日，<http://finance.sina.com.cn/china/2016-10-12/doc-ifxwvpar7885273.shtml>。

⑤ 顧新華、蘇育洲、陳順源、李國強：《把澳門打造成區域性人民幣離岸金融中心芻議》，《就總理李克強訪澳期間提出之宣佈十九項惠澳措施進行深入研究的建議報告》，澳門，澳門大學出版社，2018年。

⑥ 國家發展和改革委員會：《珠江三角洲地區改革發展規劃綱要（2008—2020年）》，第52頁。

⑦ 澳門金融管理局：《官方統計摘要版》，2017年11月資料，<http://www.amcm.gov.mo/zh/research-statistics/statistics/official-statistics-summary-page>。

⑧ 澳門金融管理局：《澳門經濟季刊》，2017年第三季資料，<http://www.amcm.gov.mo/zh/research-statistics/research-and-publications/macao-economic-bulletin>。

行的金融業務準則和會計法律規範，而內地絕大部分金融從業人員並不具備這些條件。

二、澳珠攜手、共同開發

澳門建設人民幣離岸金融中心，需要正確定位，切忌好高騖遠。澳門實力不足，難以成為國際性金融中心。筆者認為，澳門只可定位在區域性離岸金融中心。為此，要加強澳珠合作，使二市同城化發展，以成為珠江東岸的人民幣結算中心。

澳門經濟雖然小而單一，但其金融業對人民幣跨境結算卻小而強實，在人民幣走向國際化進程中可以發揮一定的作用。事實上，這在中央決策中已有所考慮。雖然佛山外貿規模在廣東位列第四，僅次於穗深莞，但開始時並未被列入內地結算試點，外貿位居佛山之後的珠海反而被列為試點單位，原因是珠海毗鄰澳門，且二市處於國家規劃中的珠江東岸中心位置。^①內地與港澳進行人民幣貿易結算的需求日益強烈，中央加快港澳人民幣業務發展的意願也頗為明顯。因港澳不受內地資本控制，無疑為兩地帶來其他試點城市所無法享受的金融發展機會。

關於澳珠合作，兩地政府在中央指導和廣東協調下已有所行動，一是港珠澳大橋建設（已快建成通車），二是橫琴島開發（如澳門大學搬遷及度假村開發），三是澳珠跨境工業區設立（雖然不是一個成功項目）。澳門經濟適度多元化原有兩個可行方向：一是非博彩的旅遊、會展、度假、文化娛樂等產業開發，二是鞏固貨物進出口生產企業並考慮某些高端工業項目。在這兩個方向上拓展都有賴於澳珠合作，才能大見成效。但澳門實無工業，跨境工業區形有實無。中央又給澳門多元化發展提供了第三個可行方向，這就是與珠海合作，進行人民幣結算業務的試點與拓展。^②為方便澳珠融合，可考慮在橫琴自貿區設立澳門金融街或人民幣結算區。澳門的經濟自由度較高，企業稅負又較輕，國際聯繫也較廣，再加上原有的CEPA協議，可供珠海利用以擴大兩地人民幣結算業務，把中央所給優惠政策用足、用實、用好，從而造福兩地經濟。

粵港貿易原佔全國出口貿易的半壁江山，也佔內地與香港進出口總額的60—70%，粵澳貿易則佔內地與澳門進出口總額的三分之二以上，此外，穗深莞珠四地有上萬家港澳企業從事加工貿易業務。故澳門透過與珠海合作，勾連中山、江門，加強與粵經貿聯繫，可以在人民幣跨境業務上大膽探索，有所作為。

三、葡語國家、開拓重點

澳門作為“中國與葡語國家商貿合作服務平台”，積極推進人民幣結算試點活動，可使二者相得益彰、發揚壯大。關於此一活動平台，已有不少討論。^③但結合人民幣結算，還有必要進一步的探討。

中英貿易曾有四分之一是經香港轉口的，這給香港帶來了長期好處。但在澳葡時代，澳門對溝通中葡貿易方面無所作為。一方面是由於葡國經濟實力薄弱，另一方面也是因為澳門經濟結

① 胡明發等：《廣東省首次明確：橫琴發展人民幣離岸結算業務》，《南方都市報》（廣州）2012年7月26日，<http://gd.qq.com/a/20120726/000289.htm>。

② 林丹等：《橫琴金融開放，先對澳門開放》，《羊城晚報》（廣州）2014年12月18日。

③ 曹遠征：《澳建葡語系人民幣清算中心有優勢》，《澳門日報》（澳門）2017年5月30日A10版。

構單一，過度依賴博彩行業。國家已明列珠海作為內地首批人民幣結算試點之一，又決定港澳參與跨境貿易結算，這將鞭策澳門經濟走向適度多元化。時任國家主席胡錦濤訪澳時首提多元化問題，現任國家主席習近平訪澳時又重提多元化問題。但多元化在本地是提得多、做得少，私營企主大多經濟實力弱小，故澳門經濟的多元化，有賴於政府大項目、大手筆地強力推動。人民幣結算業務的推展，有可能為澳門“中國與葡語國家商貿合作服務平台”及經濟多元化發展帶來新的契機。

成立澳門主權財富基金並對之實行公司化管理和企業化運營，是一條切實可行的多元化途徑。該基金可進行有關工貿旅遊金融的聯合經營，以人民幣結算交易勾連各項重大業務活動。澳門可通過此一基金，以公司形式參與我國對葡語國家的貿易、投資及融資活動，協助中央在這些國家加大人民幣的使用力度。中國希望與他國的貨幣互換做到遍地開花，以應對歐美等西方國家（出於地緣政治、經濟利益和意識形態等考慮）對人民幣國際使用所進行的圍堵與刁難。東盟與中日韓（10+3）已達成了“清邁協議”，擴大了貨幣互換規模，這表明我國在貨幣互換方面正加快步伐，有關經貿夥伴國也樂見其成。

澳門可在中國與葡萄牙及巴西的經貿活動中，推動人民幣在對方的使用。^①葡國在澳門的資產與負債佔澳門銀行總資產和總負債的比例曾達25%以上，故澳門在推動葡國使用人民幣方面，還是有一定可資利用的基礎。巴西則頗具發展潛力，被視為“金磚四國”之一，其與中國進出口貿易增長較快，中國在巴西的投資規模也越來越大。澳門主權基金和商業銀行可向巴西進口企業提供人民幣貿易融資，將來可向巴西等持有對華貿易盈餘的企業推銷人民幣金融產品，人民幣儲備充裕的澳門金融管理局亦可考慮與巴葡兩國央行及香港金融管理局進行互惠互利的貨幣互換（指人民幣與對方本幣）。澳門已多次舉行旨在促進中國與葡語世界經貿合作的論壇和會議，加入人民幣結算業務後，會衍生出若干商機，此類活動必將更具實效。

中國與葡語國家的經貿合作日趨活躍，中國與這些國家的高層互訪也十分頻繁。中國—葡語國家經貿合作論壇（澳門）對促進這些交流與合作成效顯著、功不可沒。^②2013—2015年，中國與葡語國家的累計貿易超過3,600億美元，中國對這些國家的各類投資上升到500億美元，中國企業在這些國家的承包工程合同也超過900億美元，中國同時還加大了對亞非葡語國家的發展援助。這些活動意味着：在推動人民幣與葡語世界的貿易結算、投資項目、發展援助等方面，澳門的確大有可為。在這一點上，相比起其他人民幣結算試點城市，澳門門確實擁有難以替代的諸多優勢。^③

四、港澳合作、錯位發展

澳門可與香港進行貨幣金融合作，加強兩地的銀行業務溝通，力爭成為人民幣業務的次級離岸中心，這一定位設想具有相當的現實可行性，理由如下：

① 李慧、藍輝龍：《橫琴應打造對接拉美離岸人民幣中心》，《南方都市報》（廣州）2015年12月17日，http://epaper.oeeee.com/epaper/N/html/2015-12/17/content_22210.htm。

② 中央人民政府駐澳門特別行政區聯絡辦公室：《“中葡貿易人民幣結算平台”建設成效顯著》，2016年01月21日，http://www.zlb.gov.cn/2016-01/21/c_128653126.htm。

③ 《澳門建人民幣清算中心服務中葡貿易》，《澳門日報》（澳門）2016年10月18日。

(一) 博彩旅遊業作為澳門的經濟支柱，其客源自2004年以來，陸客躍居60%以上，而港客退居30%左右。澳門經濟與內地遊客而緊密相連，粗估約40%的澳門GDP來自人民幣收入。人民幣結算之資金來源充足，此條件比香港還好。假如港澳銀行合作，資金融通，則這一充裕資金來源對需用人民幣進行結算的香港來說，應當頗具吸引力。若形成港澳兩個人民幣離岸中心，一大一小，一主一次，二者相得益彰，互補短長，並無任何不可。況且兩地素無直接競爭，完全能夠在人民幣離岸金融事業上，相互扶持，共存共榮。

(二) 香港在澳金融資產及負債佔澳門銀行總資產及總負債約為10%，滙豐、恒生及永興三家香港銀行在澳設有分支機構。港澳金融合作已有現實基礎，在人民幣結算業務上兩地銀行可進一步擴大溝通。澳門擁有直連中國央行CNAPS系統的境外一級清算行的資格，還與上海、香港建立了直通清算路徑，這為港澳合作提供了良好的基礎條件。^①

(三) 上海雖大，其經濟雖強，卻受到國家資本控制大環境的諸多束縛。^② 這在客觀上給資本自由流動的港澳合作造成了難得的機會。港滬素有“瑜亮”情結，香港尤其擔心因滬重新崛起而被邊緣化。而港澳有如美（國）加（拿大）關係，容易避開競爭，基本上能夠形成互補短長、共同繁榮之和諧格局。澳門可在關係密切的葡語國家推銷人民幣（或以人民幣計價的）金融產品，或在銀行體系中交易，或引導這些人民幣持有者到香港市場上投資。

(四) 大量人民幣通過經常項目（貿易項）自由開放地流入港澳和東盟，為我國在港大量發行人民幣債券提供了資金基礎，也為香港成為人民幣離岸中心並強化其國際金融中心地位增加了長遠後勁，人民幣利率和匯率的市場化也可在港澳地區實施並完善。在周邊國家對人民幣結算需求大增的背景下，選擇境外人民幣業務有市場基礎的港澳地區作為人民幣離岸中心的首選之地，不失為最佳決策。但問題是：澳門只有銀行系統而無公開資本市場，能否與香港形成高低搭配、大小相襯的人民幣離岸交易體系？

對此問題的答案是肯定的。國家需要在香港一級市場上發行人民幣（或以人民幣計價的）債券，但二級市場的金融活動大可不必僅限於香港一地。澳門銀行可作為代理商或中間商在二級市場上進行活動，以作為香港市場的重要補充。事實上，代理商和中間商的積極活動對確保資產流動性和市場功能充分發揮至關重要。澳門在吸引葡語國家投資於人民幣債券市場方面有獨特優勢，故對此一市場之培育、發展、壯大，可作出不小的貢獻。^③ 二級市場有兩種組織形式：一是有明確交易地點的有形市場（即證券交易所），如香港公開市場；二是無明顯交易場所的隱形市場（要通過互聯網），中間商首先要為自己的證券建倉，然後利用電腦網絡進行買賣活動（美國政府債券交易就屬於此種市場）。因此，澳門不必開建有形市場，而可通過隱形市場，參與國家

① 《港澳金融機構進駐橫琴打造離岸人幣結算島》，《廣州日報》（廣州）2012年7月14日。

② 這是由中國改革開放的發展階段性所決定的，人民幣在資本項下的完全自由兌換在近期內難以實現。只要英美不放棄對世界資本、商品、期貨市場的操縱，中國就難以徹底解除資本控制。另外，中國市場和監管體系遠未成熟，金融系統脆弱，難以承受資本自由流動的投機衝擊，維持資本帳戶的半封閉性勢所難免。這樣就使得在資本管制的同時建立人民幣離岸市場變得十分必要，且要長期實行。否則，若人民幣不能在國際市場上流通，就不能排除某些境外客戶對持有人民幣產生的顧慮，從而反過來影響人民幣的貿易結算和與他國的經貿合作關係。

③ 陳紅泉：《跨境貿易人民幣結算試點對澳門人民幣業務發展的影響》，《金融理論與實踐》（鄭州）2010年第3期（總第368期），<https://wenku.baidu.com/view/b46236fc6294dd88d0d26bcc.html>。

人民幣離岸中心的建設。大數據、高速電腦網絡、暫態通訊系統，為這一市場的發育成長和港澳一大一小兩個離岸中心的形成壯大，提供了現成的物質基礎和便利的技術手段。

國家推進人民幣跨境結算，對澳門是一重大利好條件，澳門應大膽探索、積極參與。因這是一項技術性較強的工作，澳門要加強對從業人員的業務培訓。進出口企業在試點時將從使用美元信用證轉為人民幣信用證，這不會要求銀行業務進行太大調整，真正的變化在於境內外銀行的後台結算部分，付款行與議付行均需利用人民幣帳戶進行結算，且內資行與外資行要配合行動。境外分支機構較多的中資商業銀行可採取清算模式，而境外分支機構較少的商業銀行需採用代理模式。這些活動可為中資行帶來收費業務（外資行在中資行的帳戶費）和資產業務（外資行貸取人民幣所支付的利息、匯兌收益，或委託中資行進行的諸如套期保值或對沖避險等的理財業務付費）。在澳的有關中外銀行可研究上述活動在不同階段的可能規模和成本收益比較，做好業務規劃，無縫銜接內地機構，抓住商機。

五、幣制改革、值得重視

澳門金融管理採用的是貨幣局制度。^①關於幣制改革，早就有人提及，並有專門研究。此問題在人民幣走向國際化的條件下變得更加突出，迫切需要深入討論。^②筆者以為，澳門要順應經濟基本面，着手進行幣制改革，以使人民幣跨境結算工作給澳門帶來的潛有好處產生實效。

有人認為，香港成為人民幣離岸中心，有可能導致港幣放棄或弱化與美元的聯繫匯率機制，這有可能改變香港金融體系和宏觀調控的整個格局。而筆者認為，香港早該改用央行制度，以增加貨幣政策的獨立性，這會與其國際金融中心地位更相匹配。香港在與內地經貿關係日益密切的條件下，欲經營人民幣債券的公開市場，同時仍維持港幣與美元的掛鈎關係，在理論上不可思議，在實踐上令人擔憂，因這有可能對內地宏觀穩定、對香港本身利益造成難以預測的風險與隱患。同樣的問題在澳門也存在，若其欲成為人民幣次級離岸中心，同時又堅守其貨幣與港幣的直接掛鈎而與美元的間接掛鈎，會使業已存在的幣制問題變得更加複雜，理由如下：

（一）內地遊客對澳門經濟增長的重要性在“自由行政策”實施後遠超香港，內地金融資產與負債在澳門銀行總額所佔的比例也遠超香港，內地所供勞動力在澳門外勞配置上亦超越香港。這些經濟基本面的變化使澳門幣與港元掛鈎在經濟學上變得難以解釋。

（二）澳門幣因與港幣掛鈎，相對於人民幣升值而貶值。博彩旅遊業是澳門的一大出口行業，內地是澳門的最大交易夥伴。故內地人民幣價值變化對澳門影響較大，具有正反兩方面的作用。正作用是使澳門競爭力上升，導致其（貨物和服務）總貿易盈餘增加（或赤字減少）。澳門享有對內地貿易的大量出超或盈餘，已無必要通過本幣貶值來強化此一正作用。另一方面是負作用，本幣貶值使本地貿易條款變壞，從而導致本經濟體總收入的實質下降。正負作用相抵，得不償失。本幣貶值造成貿易出超表面成績雖好，但實際收入損失可能更大，對澳門百姓的實質財富和生活水平會產生不利影響。

① 貨幣局是一種較為落後的貨幣體制，現多為政府信用低下、宏觀管理失控、專業人才缺乏的弱小、貧窮或殖民地經濟體所採用。這一體制原是大英帝國專為攫取殖民地之鑄幣稅或通漲稅而設計的一種金融機制，並不符合殖民地本身的經濟利益。在港澳（特別是在香港）至今仍沿用此制度，實屬不可思議。

② 楊燊榮：《人民幣國際化對澳門體制變革的思考》，《澳門日報》（澳門）2014年2月16日。

(三) 人民幣相對於港幣從而相對於澳門幣的長期升值（無論是現實的還是預期的），使澳門資產（實物的或金融的，以本幣或港幣計）無形損失加重變大。本地居民在珠海大量消費貨物與服務，並購置地產，本幣貶值遂使他們的消費和置業成本急劇增加，造成毫無意義的經濟損失。

(四) 人民幣升值及內地通脹給澳門造成的進口輸入性通脹，也因本幣與港幣掛鈎變得難以承受。2014年前澳門經濟高速增長，但本幣對內對外價值雙雙大跌，這一奇怪境地與本澳幣制不無關係。高通脹加上房地產泡沫，有時會使民生大為困難，政民關係頗為緊張。

(五) 澳門擁有日益龐大的財政盈餘和外匯儲備，其大部分儲存在香港銀行，在本幣及錨幣高通脹與大貶值時，所獲實質回報為負。此一官方基金的組合投資部分也因與港幣美元的直、間接掛鈎，在過去多年裏損失慘重（不僅實質損失，而且有時遭遇重大名義損失）。筆者建議成立澳門主權財富基金，就是為了避免這些損失，同時在保持充足流動性的條件下，最大限度地提高官方儲備基金的保值能力和回報水平。

(六) 相對於澳門幣（以港元、美元為錨幣），人民幣在2005—2010年間大幅度升值，2018年以來又進入新一波升值，使存款額上升，貸款者止步。澳門現行貨幣體制還有兩個嚴重問題。一是長期以來貸存比過低（近因房產泡沫、按揭上升而有所減緩），銀行業盈利低下。現在空有1,000多億人民幣存款，而未變成貸款資產，這和本幣與人民幣的匯率波動不無關係。二是博彩旅遊業每年上千億的巨額人民幣收入並未進入本澳銀行系統，而在體外循環，不受內地、澳門兩地政府監管，增加了反洗錢難度，加重了金融風險，對國家資本控制、澳門金融發展造成了不良影響。

然而，非專業人士普遍認為，澳門幣可自由兌換，故不宜與不可兌換的人民幣掛鈎。對澳門幣制改革，筆者想提出如下問題，以深化討論，尋找答案：

(一) 澳門幣在與港幣掛鈎前（1977前）曾與葡幣長期掛鈎，而葡萄牙直到1990年代初才解除資本控制。為何澳門幣那時可與非自由兌換之錨幣掛鈎，而現在不行？這表明錨幣不可兌換性並非澳門幣制改革的真正障礙。

(二) 澳門幣流通長期走不出本地域，其可兌換性又有多大實際意義？小經濟體弱勢貨幣的可兌換性與大經濟體強勢貨幣的廣受歡迎性相比，何者更有價值？顯然，後一特性能彌補前一特性，利用後者可以達致前者。這是因為，只要對外匯儲備稍加調劑、對不同幣別兌換稍作調節，就可實施受認性到兌換性的轉換。內地央行與他國進行的貨幣互換，便是一個典型創舉。更何況人民幣在貿易項下完全可自由兌換、在資本項下部分可兌換（對直接投資（FDI）而言則可充分兌換），現國家又開放人民幣跨境結算，周邊多國與其他發展中經濟體競相持有並儲備人民幣（通過擴大貨幣互換規模）。為何澳門仍堅守原先的過時幣制，而不思與時俱進、享受新的機遇？

(三) 人民幣資本帳戶不開放是國家防範外國勢力對人民幣進行金融炒作、貨幣投機、市場操縱的重大戰略舉措，是我國禦外的經濟長城。也就是說，即使本幣與人民幣掛鈎，影響的只是外商投資（或投機）者。澳門經濟對外有雙重依賴：一是客源依賴，要靠陸客和港客帶來旅遊收入，這無所不妥；二是投資依賴，要靠美商投資，而這大有問題。問題在於：澳門高速增長的GDP中相當大一部分形成外國收入（工資加利潤），並非澳門可享之實惠，肥水大量流入他人田。要知道，是大量潛在客源引來外資，而非反之；客源比投資更重要。更何況，在澳門賭業已

頗具規模的情況下，繼續沿用本幣可兌換性來遷就迎合投資者已變得不合時宜。事實上，美國長期債台高築，國民儲蓄率低位徘徊。在澳美商是從國際市場上籌資來營建澳門項目的，不能排除澳門的高儲蓄也是他們的部分資金來源。此正所謂：外資無“資”，是借“資”投資。試問：追求資本項下的這種可兌換性，依賴外資求取名義增長，自己丟了實惠，利益歸於別人，意義何在？

（四）與其他東方經濟體一樣，澳門、內地的超高國民儲蓄資金長期得不到有效利用，反而被西方利用全球化金融市場籌集到手後，再在亞洲大量投資獲利，這是一個十分普遍而嚴重的問題。而這一切除與地緣政治、企業家素質因國而異、金融體系強弱不同、國際經貿分工不平等以及國際貨幣體系單極化有關外，也與我們幣制欠妥不無關係。中央大力推進人民幣跨境結算，表明內地已意識到糾正此一問題的重要性和迫切性，澳門也應順勢而上。

按經濟規律，歷來良幣驅逐劣幣。港幣若不改制，長期而言必將隨其錨幣美元墮落為劣幣。澳門為何逆勢而動，非要緊隨其後，使本幣受連累成為弱幣並進而蛻變為劣幣？澳門GDP增長率、勞工失業率、（貨物及服務）總貿易盈餘率、官方存款及外匯儲備增長率等主要宏觀經濟指標多年來均遠優於香港，因此澳門幣理應成為良幣。若採用人民幣作錨幣，並重返2005年7月以前的1澳門元等於1.03人民幣之固定匯率，本幣將有史以來第一次超越港幣成為周邊地區熱捧貨幣。此事當使澳門居民揚眉吐氣，為何樂而不為？在港澳地區設立人民幣債券市場的條件下，如人民幣變為本幣之錨幣後，其作為澳門外匯儲備資源之一可在此市場上投資獲利。長期以來本幣無法走出本市，難道還能找到正當或充足理由，來阻止這一刻不容緩的改革之舉嗎？只有改革實現後，人們對澳門幣的持有意願才有可能上升，也才有可能有效抵消長期存在的港幣化或可能的人民幣化。這既增加澳門自豪感，又可避免不少損失，節省用以維持本幣流通的“央行”票據上的利息成本。

若澳門對貨幣實行改制，將使澳門成為正式採用人民幣作為大規模官方儲備的經濟體，並給香港及葡語國家作出示範，有助於推動人民幣的國際化。這不僅是澳門對國家多年來大力支持本澳增長與繁榮的一種力所能及的回報，也能使本澳在經濟適度多元化上邁出堅實的一步。通過幣值改革，澳門在成為人民幣次級離岸中心這一事業上，才有可能取得實效。

[責任編輯 陳超敏]