

## 人民幣國際化穩步推進(下)



金融觀察 鄧宇  
上海金融與發展實驗室  
特聘研究員

人民幣國際化仍處於初級階段，在國際儲備貨幣地位、國際結算份額、金融市場影響力仍有提升空間。

【文接11月27日A12版】

二是經濟制度與金融監管差異。日本奉行自由市場和經濟金融自由化政策，日圓國際化總體上比較冒進，制定了一些過激的政策。日本由大藏省（財政部）和中央銀行即日本銀行共同實施的金融監管體制，大藏省在金融機構審批、管理和監督方面擁有很大的權力，而日本銀行的金融監管部門經常出現職能衝突和政策相悖。人民幣國際化保持穩健姿態，謹慎開展資本項目試點，穩步推進經常項目開放。中國的現代金融監管體系逐漸成型，新一輪金融監管改革明確設立中央金融委員會，統籌金融頂層設計和戰略布局。過去五年，中國金融監管改革不斷深化。新一輪金融改革啟動後，金融管理部門加快推進《金融穩定法》、《中國人民銀行法（修改）》等，進一步築牢現代金融監管的法治根基。同時，人民幣國際化吸取了日圓國際化的經驗教訓，更加注重配套制度的建設，着重強調金融監管與監管協調的重要性，有利於為人民幣國際化創造健康、穩定和可持續的金融監管環境。中央金融工作會議也強調「堅持統籌金融開放和安全」，預計下一階段跨境金融風險監管也將全面加強。

## 全球「去美元化」為大趨勢

三是目標與路徑模式差異。由於日本政府的經濟政策失誤和金融改革不完善，日圓國際化進程的基本目標不明確，盲目推行國際化，導致日圓升值壓力過大，導致後期的日圓國際化受阻，反而衍生出了大量的金融投機和資產泡沫，助長了日圓的國際投機貨幣傾向。2022年5月，國際貨幣基金組織（IMF）下調日圓在特別提款權（SDR）中的權重至7.59%，日圓的全球的支付佔比也僅為2.73%，表明日圓國際化加快步入頹勢。因此，人民幣國際化從起初就遵循比較穩健和漸進式的改革方式，通過資本項目開放、跨境人民幣資產轉讓等改革政策試點，由此人民幣投融資貨幣功能較快提升。從人民幣國際化進程看，自2009年1月人民銀行與香港地區、東南亞各國、歐洲國家等陸續簽訂雙邊本幣互換協議，建立香港、倫敦、新加坡、首爾等地區的離岸人民幣清算中心，建設完善人民幣跨境支付系統（CIPS），不斷提高人民幣跨境及離岸清算效率。同時，積極推進合格境外機構投資者（QFII）作為過渡性制度安排，並穩妥有序推進資本項目高水平開放和建設開放多元、功能健全的外匯市場，推動匯率市場化改革。未來有望在離岸人民幣市場建設、金融市場全面制度型開放等出台更多政策。

四是國際貨幣體系環境差異。1971年布雷頓森林體系瓦解後，英鎊、德國馬克等國際化程度有限，日圓在這個時期推進貨幣國際化進程，既是比較短促和激進的策略，而且相應的制度和法規方面卻並不完善，而且日圓國際化始終受制於「美元單一制」，後期日圓

從國際化目標回歸到亞洲區域化，事實上已經宣告日圓國際化的失敗。人民幣國際化起步較晚，所面臨的國際環境更趨複雜，但也有不少戰略機遇。鑒於當前的國際貨幣體系處於調整變革期，一方面是國際貨幣的「錨」出現鬆動，美元的地位總體在下降，「去美元化」已是大趨勢，美元雖仍有較大影響力，但預計「去美元化」進程將可能加快，另一方面是中央銀行數字貨幣（CBDC）廣泛興起，數字人民幣積累了比較豐富的技術和場景經驗，未來有可能依託數字人民幣來幫助實現人民幣國際化。從另一維度來看，人民幣區域化布局取得積極進展。近年來，中國依託「一帶一路」、「金磚+」合作機制以及深化中東、中亞合作，人民幣本幣直接結算和人民幣直接投資規模持續增長，未來人民幣區域化進程將有望提速。

## 總結與展望

一國貨幣的國際化並非主觀性，而是要依賴於國際貨幣演變的客觀規律，貨幣實力在其中發揮着主要作用。國際市場和投資者使用貨幣主要基於三點：其一是國際社會對該貨幣的未來價值抱有信心，即幣值穩定性；其二是該貨幣具備高度流動性且能夠對資產價值進行合理的預期；其三是該貨幣必須能夠支撐起廣泛的交易網絡。日圓國際化經歷了短暫的加速後逐漸步入衰退，凸顯了貨幣國際化的長期性、複雜性和多元性。日圓國際化之所以降維至日圓亞洲化，既有本國政治、國際環境等因素，也與金融開放政策設計、離岸市場建設以及匯率制度選擇等有關。歷史經驗表明，後發國家的貨幣國際化難度更大、挑戰更多，既要面對國際主導貨幣體系的首發優勢，也要順應國內經濟環境和國際貨幣體系的變化，特別是在考慮到內外形勢複雜多變，有序推進人民幣國際化，積極開展資本市場開放試點以及匯率市場化改革既是應有之義，也能夠為人民幣國際化創造更多有利條件。當前，人民幣國際化具備有利條件，擁有比較完備的金融監管制度保障，為下一階段發展奠定了堅實基礎。

當前，國際貨幣發生變革，人民幣國際化迎來新的戰略機遇窗口，借鑒並汲取日圓國際化經驗教訓，準確把握人民幣國際化內外發展形勢和未來窗口，重點圍繞三個層面穩慎扎實推進人民幣國際化：首先，人民幣國際化需要通過機制建設和系統建設促進人民幣跨境使用的便利性，夯實主權信用（包括幣值穩定性）基礎，滿足國際市場、企業和居民的人民幣使用需求，以供求關係為主要基準，加強人民幣國際支付結算便利化，推動建立人民幣國際大宗商品交易定價機制；其次，人民幣國際化應符合國家利益，與國家金融改革和開放政策相適應、相協調，穩慎推進人民幣國際化，保持人民幣國際化與經濟高質量發展目標、匯率市場化改革方向以及高水平制度型開放要求相一致；最後，人民幣國際化應堅持「以我為主」的原則，防範因過快、過急的貨幣國際化而引發的金融風險，統籌發展與安全，深化經濟金融改革和擴大開放，在人民幣國際化進程中維護國家經濟、金融和安全利益，保持人民幣匯率走勢穩定均衡，建議設立人民幣國際化路線圖，加強頂層設計和戰略部署。（全文完）（本文僅代表個人觀點）

## 數萬伙將落成 新盤急減價清貨



樓語縱橫 楊永健  
世紀21，Q動力總經理

今年8月有市區新盤以「平爆價」推售，為近7年定價最平價，幾乎是私樓居屋價推售，比起同區二手樓價還要低。相隔3個月，再有新盤以震撼價推售，天水圍新盤YOHO WEST的平均定價是近六年最平的新盤。

焦點新盤以吸引價推售，自然可激發起市場購買力，項目收票短短兩日已吸引近1萬票登記，相信最終可收穫數萬票，料與今年8月油塘新盤親海駅II的吸客量相若，下月一手新盤銷量勢必顯著回升，相信至少可達1000伙以上，重上4個月前的高水平。

發展商再以震撼低價推盤，相信是與今明兩年新盤落成量高峰期有關。差餉物業估價署推算，今明兩年料達4萬伙新盤落成，近期新盤現樓貨尾亦已升至近年高位，大量現樓新盤登場，發展

商需要以震撼價盡快清貨。

縱觀過去3個月的新盤定價，雖然近月發展商普遍的定價已明顯有所回調，但確實並非每個新盤均可以「震撼低價」推售，個別新盤雖然「低價」但未達「震撼」效果，因此個別新盤的銷售仍然是差強人意，但從銷情來看，只要新盤定價吸引，仍可吸引買家入市。

## 私樓居屋價吸買家

最新天水圍新盤YOHO WEST，物業位處輕鐵站天榮站上蓋，可說是近年來的新界區新盤中唯一鐵路上蓋新盤項目，加上項目的定價貼近同區二手價，比起不少居屋訂價還要低，亦較一年前同系新盤Wetland Seasons Bay定價大減23%。當然項目能以震撼低價推售，其中一個原因是屬於早年批出項目，曾兩度流標，最終於2015年初批出，當年每方呎補地價金額低見1500元，成本價較低，即使目前「震撼低價」，相信發展商仍有可觀利潤。



▼OpenAI利潤分享模式類似於「滴灌通」倡導的非股非債模式，待利潤分配完結後，OpenAI不再屬於大股東微軟。

近期，OpenAI上演了一場激烈的「宮鬥劇」。先是聯合創始人薩姆·阿爾特曼（Sam Altman）突然被董事會開除，後者給出的理由是阿爾特曼與董事會「在溝通中始終不坦誠」。接下來短短幾天劇情數度反轉，先是紅杉資本、老虎基金等投資人向董事會施壓，要求召回阿爾特曼。其後，大股東微軟行政總裁（CEO）納德拉（Satya Nadella）在社交媒體上宣布，阿爾特曼及其同事將加入微軟。董事會決議還引發了公司內部抗議，700多名員工以集體辭職威脅董事會。最終的結果是，阿爾特曼將回到OpenAI擔任CEO，並重組董事會。

## OpenAI揭示分紅式投資風險



大學之道 清和  
智本社社長

阿爾特曼上演「王者歸來」，給這場「宮鬥劇」寫下了大結局。有人戲稱：「阿爾特曼用4天走過喬布斯（美國蘋果公司聯合創始人）12年走完的路」。

今年上半年，OpenAI開發的ChatGPT橫空出世，掀起了人工智能（AI）革命浪潮。OpenAI聯合創始人阿爾特曼聲名鵲起，被外界稱之為「ChatGPT之父」。但近期發生的這場「政變」，暴露了AI快速商業化與安全性之間的矛盾。阿爾特曼與董事會之間的衝突，既有理念之爭，又有權力之爭。

其實，宮鬥「伏筆」早在OpenAI創立時就已經埋下了。2015年底，阿爾特曼、彼得·蒂爾（Peter Thiel）、馬斯克（Elon Musk）等硅谷投資人、軟件科學家一起探討AI的前景，他們對谷歌當時控制AI技術的現狀感到擔憂，認為需要打破技術封閉，保證AI技術的開放性和安全性。於是，他們共同成立一家非營利性機構，馬斯克將之命名為OpenAI，明確其使命為「確保AI造福全人類」。

## 投資方沒有控制權

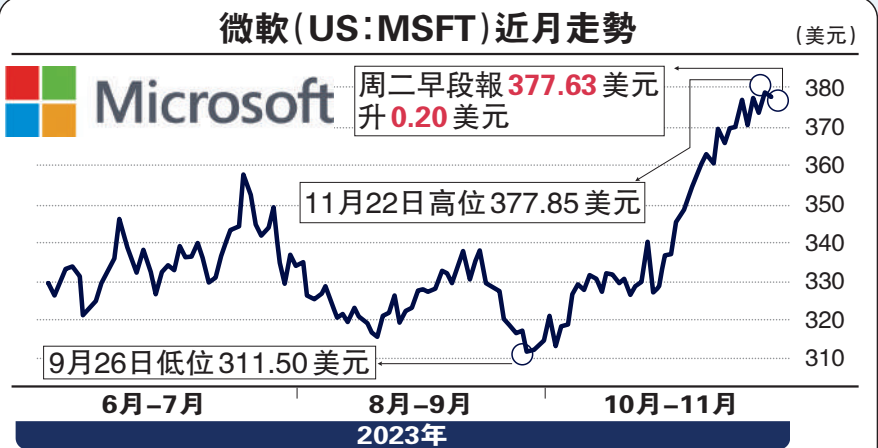
不過，聯合創始人們的理念並不完全一致，大致分為兩派：興起主義和末日主義。

興起主義，也被稱為有效加速主義，主張快速推進技術創新，加快技術迭代和商業化，顛覆經濟社會格局，改變人類的價值觀，讓人類去適應AI。被董事會開除的阿爾特曼和另一位聯合創始人布羅克曼（Greg Brockman）均為興起主義者。末日主義，也被稱為超級對齊主義，他們主張謹慎控制AI的發展速度，尤其是大規模商業化應用，要確保底層的邏輯不會傷害人類，不主動去改變人類的意圖，與人類的價值觀演變保持一致。

OpenAI聯合創始人馬斯克、首席科學家蘇茨克沃（Ilya Sutskever）均為末日主義者。馬斯克在2018年正是因為理念的分歧被迫離開了OpenAI；蘇茨克沃也曾在董事會上對阿爾特曼的商業化策略表達不滿，認為加速AI商業化是一種冒險行為。

雙方更深層次的分歧是，對AI的界定，興起主義者將AI視為一種工具，但是末日主義者認為AI是一種自主生命體。蘇茨克沃認為，AI不僅有自主學習能力，還要有「愛」，在底層邏輯上對其注入「對人類的愛」之前，AI不能大規模的推廣。

ChatGPT爆發後，OpenAI的商業價值及所面臨的競爭迅速上升，理念分歧快速演變為權力鬥爭。阿爾特曼作為CEO，面臨巨大的競爭壓力。如果不加速商業化，投資人可能失去興趣，轉而投資其他團隊，ChatGPT將失去競爭優勢。OpenAI開發者大會後，阿爾特曼完全處於「籌資模式」，他試圖向中東主權財富基金募集數百億美元，創建一家AI芯片公



司。

阿爾特曼的商業化策略引發了蘇茨克沃和董事會的不滿。阿爾特曼的商業化焦慮和蘇茨克沃的安全性焦慮不可調和。蘇茨克沃也被認為是這場「政變」的始作俑者。據說，這場董事會之前，有幾名工程師給董事會報告，ChatGPT最新版本在能力上展現出顛覆性突破。蘇茨克沃藉此機會說服了另外三位獨立董事，湊足了四票，然後立即召開董事會，決定開除阿爾特曼和布羅克曼。

所以，這場「政變」暴露出一個危機，即OpenAI往哪個方向走，走興起主義路線，還是末日主義路線；同時，也暴露出OpenAI的治理架構問題，即AI的重大戰略方向由誰來主導？

通常情況，公司重大戰略由董事會主導，董事會由股東大會產生，根本上遵循股東權威。但是，OpenAI又不是一家公司，是一家非營利機構，決策權由董事會控制。這就面臨一個衝突，投資人沒有董事席位，如何掌控公司發展方向，保障投資利益。此前，董事會為吸引投資設置了一種特殊的治理架構（OpenAILP）。投資人不是完全意義上的股東，而是享有特定分紅權的股東。如果OpenAI未來盈利，股東可以分享其中的利潤，拿到協議約定的利潤後撤出，跟OpenAI不再有股權關係。

按照協議，OpenAI未來利潤將按照四個階段進行分配：第一階段，將優先保證馬斯克等第一批投資者收回初始資本；第二階段，微軟將有權獲得75%的利潤，直至收回其130億美元投資；第三階段，在利潤達到920億美元後，微軟在該公司利潤分配比例將下降到49%，剩餘利潤由其他風險投資者和OpenAI的員工作為有限合夥人分享；第四階段，在利潤達到1500億美元後，微軟和其他風險投資者的股份將無償轉讓給目前負責OpenAILP投資管理的普通合夥人。

## 非股也非債的監管空白

OpenAI的利潤分享模式類似於李小加創辦「滴灌通」倡導的非股非債模式。只是目前OpenAI尚未營利，該機制還沒有啟用，但利益鬥爭已經白熱化。在這種治理架構下，投資人、管理層和員工都傾向於加速商業化。

滴灌通是港交所前CEO李小加等人在2021年創立的一家資金融通平台，採用非股非債的每日收入分成合約（Daily Revenue Contract）的投資模式，主要是對餐飲、零售等門店

進行投資。今年，滴灌通在香港和內地快速擴張，簽約門店過萬家，投資總額已達24億元；同時還在澳門成立了資金融通交易所，將其持有的每日收入分成合約證券化，使其底層資產進而組合分層後可掛牌交易。

根據滴灌通白皮書，每日收入分成合約非股非債，投資人不享有小微企業的股權和債權，只從每日收入中抽取一定比例的分成。其實，收入分成融資模式並不罕見、古已有之，譬如伊斯蘭金融的Mudaraba合夥模式也是不允許收取利息的。從合約的角度來看，合約並不要求非股即債、非債即股，只要在自願的前提下約定各自的權利與義務即可。

從賬面上來看，微軟投資OpenAI可謂「一本萬利」。微軟一共投資130億美元，撬動了1萬多億美元市值；今年微軟股價大漲55%，市值達到2.7萬億美元。但是，微軟高股價存在一個隱患，即不享有OpenAI的完全所有權。待利潤分配完結後，OpenAI不再屬於微軟。因此，微軟的策略只能是加速ChatGPT商業化，將ChatGPT加入到微軟的「全家桶」中，幫助各項業務搶佔AI的賽道，獲得領先優勢和實現商業最大化。

不過，OpenAI「政變」暴露一個重要問題：微軟作為投資人該如何從治理架構層面確保決策權。OpenAI相當於是微軟的「滴灌通」，微軟對OpenAI不具有完全股權，也不具有債權，只有利潤分紅權。此前也有內地投資人在社交媒體上發文質疑滴灌通的商業模式，認為其本質上是未明確債權的債務關係，「本質上還是個高利貸，是個升級版的P2P」。

目前來說，滴灌通面臨兩大挑戰：法律監管與風險控制。

首先，內地法律將資金融通的關係普遍界定為股權或債權，非股非債的金融法律還處於空白階段。根據以往的案例，司法部門一般將這種營業收入分成模式的法律關係界定為債權關係。其次，滴灌通也要面臨一定的風控問題。小微創業企業、服務業門店、加盟店競爭激烈、利潤微薄、容易倒閉，門店營收造假、挪用資金、經營失敗、夫妻店散夥等風險不易控制。

點對點的資金融通是一種理想的融資方式，但是為什麼沒有成為現代金融市場的主流？原因在於，點對點的資金融通缺乏充分的兩端信息，無法實現信息和信用的有效匹配。在信息時代，互聯網平台為這種模式提供了可能性，但必須建立在大數據基礎上才能實現有效風控。