國關論壇

顛覆中國？透視「亞投行債券」與「帶路基金」

賽 明 成

(英國華威大學政治學博士)

摘 要

北京倡議的「亞洲基礎設施投資銀行」(簡稱：亞投行)，在華府眼中，卻認為會挑戰到當今美國主導的全球經濟秩序。事實上，資本額度僅 1000 億美元的亞投行，無法撼動美國在全球金融政治中的主導地位。美國對亞投行戒慎恐懼，真是美元的地位受到威脅？亞投行的設立是否真能實踐人民幣國際化的目標？本文主張，中國應支持亞投行以美元發行(而非人民幣計價)的「亞投行債券」，並同時設立「帶路基金」發行人民幣計價的「帶路基金債券」。如此，中國才得逐步降低對美國國債的過度依賴，掌握到貨幣主權，進而發展一個具深度、廣度、以及流動性的國債市場。

關鍵詞：亞洲基礎設施投資銀行、美國國債、亞投行債券、帶路基金、人民幣國際化

* * *

壹、前 言

中國草擬「亞洲基礎設施投資銀行」(Asian Infrastructure Investment Bank, AIIB)與「一帶一路」(One Belt One Road)的戰略規畫，希望藉由擴展兩條經濟帶，消化過剩的產能，並透過對經濟帶周邊國家的金融借貸，促使歐、亞、非經濟圈能用人民幣作爲計價與結算單位。AIIB 的資產規模遠小於「世界銀行」(World Bank)與「國際貨幣基金組織」(IMF)，無法與美國主導的全球政治金融體系相抗衡，但不代表美國輕忽 AIIB 對美元霸權地位的潛在威脅。

今年美日 2+2 會議決定擴大雙邊防衛合作範圍，副總統拜登(Joe Biden)5 月下旬在美國海軍學院(USNA)演講指出，中國持續在南海島礁製造爭議，迫使美國必須維護亞太區域安全，尤其要捍衛南海航行自由。美方連串動作表面上是圍堵與恫嚇中國，實則顯現對 AIIB 和「一帶一路」的憂慮。

AIIB 作爲「一帶一路」戰略的資金平臺，資本額度只有 1000 億美金，它眞能挑戰美國主導的全球金融秩序嗎？這場金融政治場域的爭鬥，會依著中國的宏觀戰略循序漸進嗎？

貳、戰爭？開始了

從投資銀行的角度論，AIIB 融資平臺能否運作順暢，與流動性（liquidity）有很大的關聯。無獨有偶，全世界主要市場的流動性自今年 4 月開始便出現了流動性不足的問題。4 月中旬全球債券市場面臨沈重的賣壓，總體債市市值跌幅超過 10%。受全球債市快速崩跌的影響，全球股市亦同步重挫下跌。

歐元區的貨幣寬鬆政策，爲何無法使歐元走貶，反而讓歐元區兩大經濟體（德法）的股債市雙跌？關鍵正是市場的流動性。美國聯準會（Fed）主席葉倫（Janet Yellen）主張今年「某個時候」會調高聯邦基金利率，但市場仍無法確定 Fed 何時採取緊縮貨幣政策。市場揣測 Fed 即將升息的結果，導致美國債券市場的殖利率勁揚，促使國際流動資金伺機回流美國。

中國人民銀行（簡稱：人行）在 5 月 29 日的「中國金融穩定報告（2015）」中，除了質疑歐洲央行（ECB）實施量化寬鬆貨幣政策（Quantitative Easing, QE）的有效性，更指出 Fed 搖擺不定的升息時間策略，將爲全球金融體系帶來高度風險，更對新興市場的資本流動造成衝擊。人行除了憂慮 ECB 恐因貨幣政策失靈導致歐元區、甚至全球進入所謂的流動性陷阱（liquidity trap）外，也對 Fed 利用美元霸權地位來操弄流動性，表達強烈不滿。

人行對流動性風險的高度警戒其來有自。中國 5 月公布的最新經濟數據顯示，其經濟正面臨嚴重的下行風險。因此，該如何持續提供流動性，以維持中國的經濟動能，鞏固 AIIB 金融戰略的基礎，就成爲當前的首要任務。不過，當國際資金出現流動性不足時，此任務顯得愈發艱難。

參、人民幣國際化？

AIIB 成立初始目的，是想實現人民幣國際化的戰略，並透過其金融借貸系統向「一帶一路」周邊國家提供以人民幣計價之基礎建設資金，使人民幣朝著國際化方向邁進。

本文對當前人民幣欲成爲全球性國際貨幣，甚至挑戰美元地位，提出不同的看法。根據「環球銀行金融電信協會」（SWIFT）最新報告，人民幣雖已成爲全球第五大支付貨幣，但它只占全球跨國支付總額的 2.17%。人民幣國際化之前，得先開放金融市場，推動利率與匯率市場化，且將國際收支之資本帳與金融帳自由化。倘若在美國操弄的全球貨幣體系架構下，中國仍不能儘速轉型爲世界市場，那麼人民幣在邁向國際化的過程中，必然遭受來自國際資本之嚴重挑戰。

反諷的是，中國目前只是世界工廠，且尚未完善人民幣清算網絡的體質。Fed 前主席葛林斯潘（Alan Greenspan）此刻呼籲人民幣國際化之前，必須先開放金融管制與人民幣自由兌換，柏南克（Ben Bernanke）也批評美國誤判形勢，使得 AIIB 成立後會加快人民幣國際化的進程。當國際政經學者提出人民幣要國際化必先融入全球金融市場，以競逐國際鑄幣權之際，若中國相信、也接受上述鼓動人民幣國際化的說法，那麼中國在尚未擺脫美元枷鎖之前，人民幣將無法對抗美元的霸權地位。

肆、移形換步

一、發行「亞投行債券」與成立「帶路基金」

針對 AIIB 如何幫助人民幣國際化的實踐，本文有以下兩點看法：

第一、由 AIIB 發行某種以美元計價的「AIIB 基礎建設債券」(簡稱：AIIB 債券)，並由 AIIB、德意志銀行（Deutsche Bank）、或巴克萊銀行（Barclays Bank）作爲債券的承銷人。目前亞洲各國央行將貿易順差賺取的美元購買美國國債，而「AIIB 債券」的發行可提供各國央行另一個不同於美債的投資選項。對中國而言，更可改變自 2001 年後，由外匯占款決定基礎貨幣投放的模式。①易言之，中國應支持 AIIB 採用美元爲主、人民幣爲輔之結算貨幣模式，如此才能順勢發行 AIIB 債券。

第二、中國必須另外設立一個「帶路基金」來輔助 AIIB 債券的發行。「帶路基金」成立目的是發行某種以人民幣計價之準國債地位的「帶路基金債券」，以便藉此向中國國內募集人民幣資金。表面上，「帶路基金」只是提供放貸人民幣給帶路周邊國家的資金池，實際上「帶路基金」可吸收原本流向人行的外匯，並在外匯儲備與基礎貨幣連結間築起防火牆。由此觀之，人民幣只需作爲次要結算貨幣，不用發行以人民幣計價之 AIIB 債券，理由如後：(一) 美元仍是全球金融市場主要交易計價與結算貨幣，(二) 讓「一帶一路」周邊國家可選擇用人民幣向 AIIB 貸款。當中國同時發行以美元計價的 AIIB 債券與人民幣計價的「帶路基金債券」，便能收彼此輔助與互通有無之功效。

因此，發行 AIIB 債券與帶路基金債券，應較當前人民幣國際化的目標來得更緊迫。因爲後者正是以美國爲首的西方國家處心積慮，欲誘使中國踏入貨幣陷阱的不歸路。人民幣國際化得先從區域化開始，若不能撼動以債務美元爲基礎的國際儲備貨幣機制，那麼人民幣國際化只是海市蜃樓。

二、與時間賽跑

中國爲了減少境內的流動性風險，人行目前採取下列兩種增加貨幣投放的方式：首先，提高貨幣乘數：外匯占款目前是人行投放基礎貨幣的主要管道，因此當熱錢外

註① 關於基礎貨幣發行與外匯占款關連之間的論述，請參考肖成（2014）之見解。

流而導致基礎貨幣投放減少，會使中國陷入流動性枯竭的困境。當下中國廣義貨幣供給量（M2）增速，持續下滑至 2015 年 4 月的 10.1%。人行在 2015 年 4 月 20 日一舉調降存準率 4 碼，就是想藉提高貨幣乘數的方式，舒緩 M2 持續下降的趨勢。以期漸次擺脫債務美元套在人民幣項上的枷鎖。

其次，將地方債列爲合格抵押品：習李體制下的菁英們瞭解，當前嚴重的流動性問題會造成中國經濟增速放緩，眼前最棘手的莫過於地方債務問題。中國官方數據顯示，地方債務約爲 16 兆人民幣，法國興業銀行（Societe Generale）估計的地方債務總規模更高達 30 兆人民幣。因此，中國財政部先提出 1 兆人民幣地方債務的置換計畫，除了要降低受影子銀行影響而出現的流動性負擔外，最重要的策略意涵是將地方債納入抵押品與質押品的範圍。這是很微妙的一只棋子，原先燙手的地方債務，竟轉身變成人民銀行基礎貨幣發行抵押品的選項之一。

然而，上述兩種增加貨幣投放的方法，並無法使中國免於美國發動的金融攻擊，卻能爲發行 AIIB 與帶路基金兩種債券爭取準備時間。惟有採取發行 AIIB 債券與成立帶路基金的戰略，中國才具備瓦解美元宰制地位的能力。

伍、木馬，屠誰的城？

從 AIIB 債券與帶路基金債券發行的那一刻起，或許在十年內，身爲美國最大債權國的中國，才可能逐漸「腐蝕」由美元債務本位系統（the US dollar-Treasury bill system）建立的美債帝國根基，這正是華府、華爾街及國際銀行家最憂慮之處，因爲它意味著，美國再無法藉發行美債來剝削中國和其他國家的財富。美國近期不斷展現圍堵中國的態勢，「巧妙地」結合國際市場出現的流動性風險，顯示了 AIIB 的艱辛路途。

中國若在 AIIB 的結算貨幣議題上，仍堅持用人民幣作爲主要結算貨幣，無疑是把自身脆弱的金融主權暴露在以美國爲主的全球金融體系下，美國也肯定會藉其擁有的全球金融權力，結合其強大的軍事霸權，捍衛美元主要儲備貨幣的地位。全球股債市大跌之際，與洛克斐勒家族（Rockefeller family）有密切關係且在美國六大銀行平均持股達 5%的全球第一大 ETF 管理公司「先鋒集團」（Vanguard Group），今年 5 月中突然提高其銀行信貸額度，以因應即將出現流動性枯竭所造成的贖回潮。[②]此舉隱約點出，美國 Fed 系統背後的國際銀行持股人，正爲即將出現的全球流動性恐慌「預先布局」。

中國在 AIIB 結算貨幣的議題上，應先讓美國與其他國家相信北京仍在積極推動人民幣國際化，但最後迫於現實而必須接受以美元爲主，人民幣爲輔的結算方式。如此，或可造成美國與國際銀行家們對發動金融防衛與攻擊的方向與時間之誤判。實際

註② 這六家銀行分別爲：Bank of America, JP Morgan, Citigroup, Wells Fargo, Goldman Sachs, and Morgan Stanley. 相關論述，請見 Valentin Ka Ta Sonov。關於質疑 Fed 與投資銀行間不尋常的關係，請見 Peter Eavis 的報導。

上，中國應透過發行 AIIB 與帶路基金兩種債券，以收蠶食美元霸權地位的效果。此外，發行 AIIB 債券所積累的 AIIB 美元，也可成爲隨時回流美國以加速其國內 (惡性) 通膨的火種。

陸、等　待

在美國眼中，AIIB 與「一帶一路」就是挑戰美元的霸權地位。北京今後應持續推動人民幣爲國際結算貨幣，要求 IMF 將人民幣納入「特別提款權」(Special Drawing Right) 的貨幣籃子。在全球金融場域的爭鬥中，中國應將類似 AIIB 債券與帶路基金之概念，列入重大貨幣戰略的內涵。雖然發行「AIIB 債券」與成立帶路基金能間接掌握貨幣發行權，並伺機將通膨回流至美國，但不宜過度張揚該貨幣戰略，以免招致美國軍事、貨幣及經濟的反擊。在此層面上，人行起碼要持續但少量地購買美國國債，並「適時」拋售部分美債，對外製造戰略模糊的假象。另一方面，人行需緩步仿效美國貨幣發行模式，藉國家信用發行人民幣，積極發展成熟的國債市場。

一場隱然成形的全球金融風暴，似乎又籠罩全球。流動性風險逐漸升高之際，非美貨幣的競貶走勢恐將加速。全球債券、股票市場勢將面臨空方格局。軍工產業與相關金融創新產品，將因可能出現的地緣政治衝突而備受矚目。「AIIB 債券」與「帶路基金債券」一旦發行，北京、上海、香港最有可能成爲發行債券的初級市場，臺北或有機會參與這場債券發行與交易。問題在於，不論北京意願如何，臺灣或許該思考：面對全球政經局勢的瞬息萬變，我們準備好了嗎？

*　　*　　*

Toppling China ? Perspectives of the AIIB Bonds and Belt-Road Fund

Ming-Cheng Shai

Ph. D., University of Warwick
United Kingdom

Abstract

Beijing launched the Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB) in order to offer financial resources for more investments to Asian countries in need. To some extent, the US$ 100 billion AIIB is not supposed to impose any serious threat to U.S. dominance in global finance. Why does the U.S. fear the China-led AIIB? Would the establishment of AIIB speed up decline of the dollar as an international currency? Is the AIIB likely to contribute to further internationalization of the renminbi (RMB) ? This paper contends that China should encourage the AIIB to issue the "AIIB bonds" denominated in dollars rather than in RMB. Meanwhile, China has to establish a Belt-Road Fund (BR Fund) that is authorized to issue RMB-denominated "BR Fund bonds". In doing so, China may well have a chance to reduce its over-dependence on U.S. Treasury Securities, regain monetary sovereignty, and develop a sufficiently large and liquid bond market.

Keywords: AIIB, U.S. Treasury Securities, "AIIB bonds" denominated in dollars, a Belt-Road Fund, internationalization of the renminbi

參 考 資 料

一、中文

李德尚玉，「央行馬駿：央行沒必要直接購買新發地方債實施 QE」，**華爾街見聞**，2015 年 4 月 28 日，*<http://wallstreetcn.com/node/217314>*。

梁紅，「尋找中國貨幣投放的新常態」，**宏觀經濟研究**，2015 年 3 月 10 日，*<http://opinion.caixin.com/2015-03-10/100789832_all.html>*。

肖成，「基礎貨幣投放渠道變遷中的行業機遇」，**期貨日報**，2015 年 7 月 2 日，<http://finance.sina.com.cn/money/future/fmnews/20140701/231919577360.shtml>。

張韜，「潘功勝：地方債納入抵押品不是 QE」，**華爾街見聞**，2015 年 5 月 15 日，*<http://wallstreetcn.com/node/218139>*。

「中國金融穩定報告 (2015)」，**中國人民銀行**，2015 年 5 月，*<http://www.pbc.gov.cn:8080/image_public/UserFiles/goutongjiaoliu/upload/File/%E4%B8%AD%E5%9B%BD%E9%87%91%E8%9E%8D%E7%A8%B3%E5%AE%9A%E6%8A%A5%E5%91%8A2015.pdf>*。

二、英文

Back, Aaron, "China Bailout Falls on Banks' Shoulders," *The Wall Street Journal*, March 10, 2015, *<http://www.wsj.com/articles/china-bailout-falls-on-banks-shoulders-heard-on-the-street-1425979781>*.

Black, Jeff, and Alessandro Speciale, "Draghi Says QE Working Well; Seeks 'Full Implementation'," *Bloomberg Business*, June 3, 2015, *<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-03/draghi-says-qe-working-well-as-ecb-seeks-full-implementation->*.

Coffin, Bill, "9 Reasons Why the Economy Stinks, According to Alan Greenspan," KPMG 2014 Insurance Industry Conference Keynote, *Property Casualty 360*, September 9, 2014, *<http://www.propertycasualty360.com/2014/09/09/9-reasons-why-the-economy-stinks-according-to-alan>*.

Cosgrave, Jenny, "Does Draghi Have a Case for Pursuing further QE?" *CNBC*, May 1, 2015, *<http://www.cnbc.com/id/102636885>*.

Eavis Peter, "New York Fed is Criticized on Oversight," *The New York Times*, November 21, 2014, *<http://dealbook.nytimes.com/2014/11/21/new-york-fed-chief-faces-withering-criticism-at-senate-hearing/?_r=0>*.

Jones, Claire, Michael Hunter, and Elaine Moore, "European Central Bank Steps Up Pace of Bond Buying," *Financial Time*, May 19, 2015, *<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1d6ec5dc-fdfc-11e4-8efb-00144feabdc0.html#axzz3cj0js1s3>*.

Ka Ta Sonov, Valentin, "Banks Rule the World, But Who Rules the Banks?" *Strategic*

Culture Foundation, May 14, 2015, <*http://www.strategic-culture.org/news/2015/05/14/banks-rule-the-world-but-who-rules-the-banks-i.html*>.