

香港傳真

中信泰富政治暨經濟研究部
中國稅務雜誌社綜合研究組

No. 2007-44

2007年7月16日

中國仍須維持一定的資本控制

新加坡南洋理工大學經濟系副教授

香港大學經濟及金融學院客座副教授 葉秀亮

本文將先解釋中國在未來八至十年仍須維持足夠的資本控制及避免人民幣自由兌換。文章繼而解釋凍結人民幣遠匯市場發展、以及不推出人民幣期貨市場，是這方面工作的重要一步，否則將會導致強大的人民幣升值及貨幣增長壓力、破壞中國匯制改革、及在將來容許國際投機者在中國誘發金融風暴。

容許中國控制匯率昇幅及貨幣增長

在《信報》2005年9月12日的文章，筆者已解釋了，根據三元悖論（Impossible Trinity），一個經濟體只可在資本自由流動、獨

立匯率政策及獨立貨幣政策中三擇其二。由於中國政府已採納了筆者早前的緩慢升值建議，並將之定為未來一段時期的國策，而人民銀行亦選擇透過控制貨幣增長來達至中國的內部平衡，中國政府必須維持足夠的資本控制才可達至上述兩個目標（控制匯率昇幅及中國貨幣供應），而此一論點以及相關的中長期匯制建議亦已得到有關當局的認同。

然而，隨著中國在多個金融領域的改革開放，中國的資本控制在近年已出現大幅弱化，從而影響了人民銀行控制貨幣增長及匯率昇幅的難度。比如說，隨著個人結售匯額度的提昇、人民幣經常賬自由兌換、外國直接投資的開放以及其他改變，過去一段時間有許多投機資金透過非法渠道或濫用上述合法渠道流入中國，大大增加了人民銀行控制貨幣增長的難度（人民銀行須發行相等數量的央行票據以完全沖銷流入資金對貨幣增長的壓力）。針對這些流入資金以及大量外貿盈餘及外國直接投資流入，筆者曾建議建立具可控度及可調整度的投資流出作為解決上述資金流入的長遠辦法（短期仍需依仗大量央行票據發行），以及為中國持續累積公私營部門海外資產至足以與其大國地位相匹配的水平（中國外匯儲備雖多，但私營部門的海外資產其實很少），由於後者的戰略意義，中國政府亦接納了相關建議。事實上，此一建議亦比當時其他建議，如加速人民幣升值或擴大內需好（筆者在《信報》2007年2月5日的文章已詳細解釋以擴大內需來解決中國現今的外貿盈餘會導致經濟嚴重過熱，並不可行），而筆者的相關建議（將部分外匯儲備證券化），亦被有關局蛻變成設立中國國家外匯投資公司，以發債（抽走過剩貨幣供應）及以所得人民幣向國家購買外幣以投資海外。（當然，若國家外匯投資公司的投資多屬較長遠投資，則仍是有需要將小部分外匯儲備證券化，

或成立一較小部門投資較具流動性及彈性的海外證券。)

由於這些投資流出額度完全操於政府(或國家外匯投資公司)之手，且流入資金所造成的貨幣增長必有相應的外匯儲備增長，此一設計(具可控度及可調整度的投資流出)，再加上人民銀行可隨時調整央行票據發行額度及調整存款準備金率，將意味中國政府在一般情況下又可有效控制其貨幣供應及匯率昇幅。比如說，即使有國內機構在香港上市或發行人民幣債券，並將所得外幣賣與國家以換取所需人民幣，中國政府亦可透過國家外匯投資公司的操作抽掉增加的貨幣供應及投資海外資產。另，即使現今的投機流入在將來變成投機流出，中國亦可減少投資流出甚至贖回部分國家外匯投資公司的債券，以確保中國貨幣供應不會因大量投機流出而大幅萎縮。

然而，上述的設計只在一般情況下有效，即只在沒有一個更具龐大交易量的人民幣期貨或遠期外匯市場下有效。在此文的下半部，我們將會詳細解釋為何開放這兩個市場，將會導致強大的人民幣升值及貨幣增長壓力，從而破壞中國的匯制改革及金融穩定。因此，中國及香港必須謹記未來八至十年是不宜開放人民幣期貨及遠匯市場的。

開放人民幣期貨及遠匯市場將危及中國經濟

亞洲金融風暴的經驗顯示，國際投機者在決定狙擊某國前，是沒有持有該國貨幣(至少沒有足夠推潰其匯率的該國貨幣)，其運作主要是透過遠期及掉期匯市的高槓桿效應協助；而遠期匯市又是掉期匯市可以存在的先決條件(掉匯即遠匯加現匯)。

因此，一個具足夠交易量的遠期匯市或貨幣期貨市場，是國

際投機者的重要狙擊策略渠道，切斷此一渠道，國際狙擊者將很難籌集得到足夠推潰某國匯率的本土貨幣。有鑒於中國經濟仍有許多內部隱憂，銀行體系尚有大量呆壞賬須要進一步清除，以及在市場相信人民幣大幅偏低下，容許遠期匯市發展將破壞中國匯制改革、造成更多資金流入、和使人民銀行不能有效控制貨幣供應及匯率昇幅。筆者在過去兩年就寫了許多文章，反對在國內加速人民幣遠匯市場的發展，經過一番激烈爭辯與論證，結果達成一個比辯論雙方原提議還好的安排，就是進出口商須出示進出口證明，才可買賣證明上所示的遠匯，以讓其對沖進出口所涉的匯率風險。而一般國民、其他沒有購匯批核的企業、甚至是國際投機者，則不可以槓桿形式炒賣人民幣遠匯，以防在現階段因人民幣偏低而出現大量遠匯炒賣，拉動人民幣現匯價失控上昇（見稍後討論），以及在將來成為國際投機者的重要狙擊渠道。簡而言之，中國政府之所以將人民幣遠期匯市發展凍結在上述安排是基於國家經濟安全的考慮。

另外，正如本文技術性部分所解釋，若果出現一個具足夠交易量的人民幣遠匯或期貨市場供中國國民、企業及投機者自由炒賣，由於市場普遍相信人民幣大幅偏低，將導致大批人在遠匯或期貨市場炒人民幣昇值，經過套利活動，人民幣遠匯或期貨市場的鉅大炒賣壓力將被傳送到現匯市場，並迅速把人民幣現匯價逐級拉上至失控上昇，以及造成大量資金流入，破壞中國匯制改革及造成經濟動蕩之餘，亦嚴重削弱人民銀行控制貨幣增長的能力。尤有甚者，隨著人民幣大幅上昇（匯率超彈理論顯示可大幅超昇），上述龐大資金流入及其他原因造成的進一步資產通脹，人民幣期貨市場及即將成立的中國股票期指市場將為國際投機者提供其必需的狙擊渠道，中國在將來出現金融風暴及後續政治社

會動蕩的風險，將大幅增加至不容忽視的水平。

那麼，中國或香港什麼時候才可大力發展人民幣期貨或遠匯市場呢？筆者認為必須先滿足一些先決條件，這包括至少如下兩個條件：

（1）通過人民幣緩慢升值或中國較高的工資增長，中國的實質有效匯率（real effective exchange rate）已調整至離其平衡匯率頗近的水平，以至人民幣期貨或遠匯市場的開放不至於造成龐大的匯率波動及貨幣增長壓力。當然，這可能是至少八至十年後的事；

（2）中國銀行業的呆壞賬在這八至十年間已清理得七七八八。

技術性部分

首先要指出的是，一個具足夠交易量的人民幣期貨或遠期外匯市場，會導致強大的人民幣升值及貨幣增長壓力，在將來會容許國際投機者在中國製造金融風暴。問題的重點是此市場的交易量。以現有在海外買賣的人民幣不交收遠期外匯（NDF Non-deliverable forward）為例，由於成交量不足，無論其遠匯、現匯差價為何，都不足以對中國經濟造成鉅大影響。相反，一個具足夠交易量的人民幣期貨或遠匯市場，即使其遠匯、現匯差價較小，仍意味期匯價或遠匯價會把現匯價逐級拉上，有機會導致人民幣現匯失控上昇。

增加人民幣升值壓力

要了解相關細節，首先要注意這裡其實有兩批人；第一批是相信人民幣會升值，並會在環境許可下投機人民幣會升值的人，

這可以是投機者，也可以是普通企業或中國國民，相關的投機行為將牽涉一定的匯率風險。第二批是套利者，這可以是銀行或國內一些大型企業，而相關的套利行為將不會牽涉任何的匯率或利率風險。

若沒有人民幣期貨市場，第一批人須拿出100%的外幣在現匯市場購買人民幣，並持有數年後再將其轉回外幣以賺取昇值的利潤。

可在遠、現匯之間無風險套利

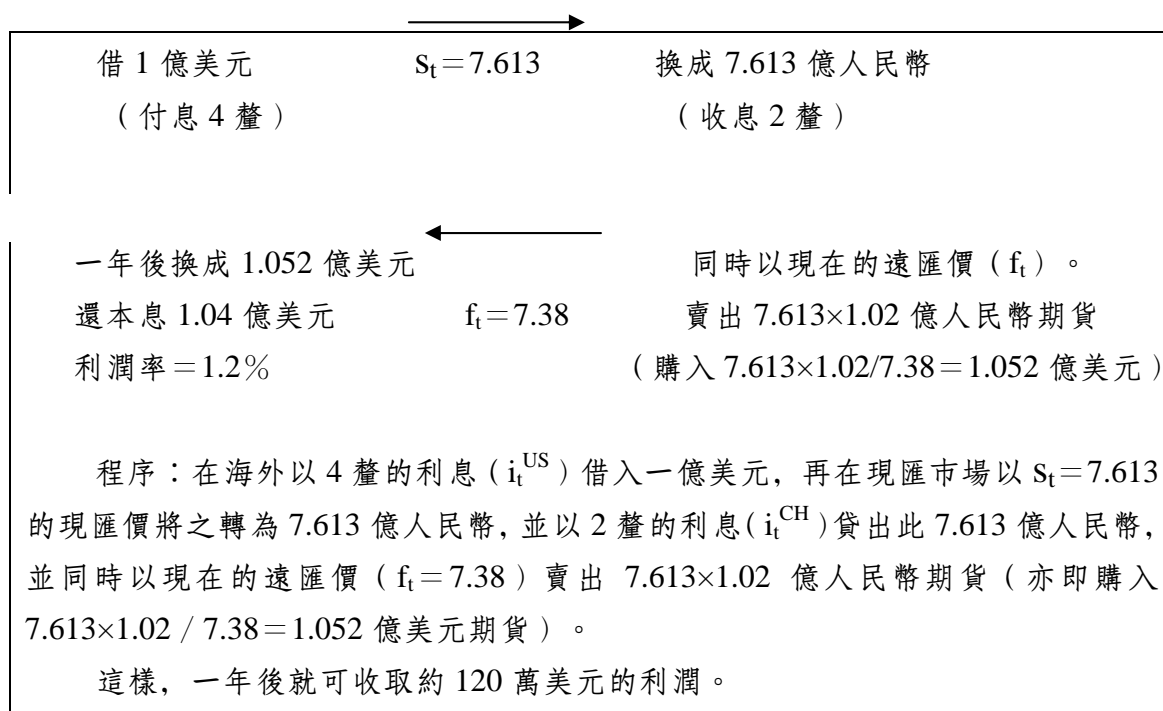
然而，一旦有了一個具足夠交易量的人民幣期貨市場，第一批人將可以槓桿形式炒賣（如可以十萬元的資金，炒賣二百萬元的期貨），在市場普遍相信人民幣大幅偏低15~40%的情況下，投機購買遠期人民幣的價值率甚高，將有許多國民、企業或投機者購買遠期人民幣。

由於這樣的投機需求會很大，遠匯、現匯的差幅必大於政府暗示昇幅，才可使此期貨市場的供應達至平衡。比如說，若政府暗示的昇值幅度為2%，上述的龐大投機需求將推高人民幣遠匯價，直至遠、現匯差價為3%、4%、5%或更高水平，才可達至此市場的供需平衡。

若果只有上述的第一批人（投機者），而無第二批人（套利者），則人民幣現匯及期貨市場，將是兩個分割及無甚關係的市場。然而，若有了第一批人在期貨市場炒人民幣昇值，就必定會有第二批人在其間套利，而此套利行動又會將期匯的昇值壓力，轉為人民幣現匯昇值壓力，及中國貨幣增長壓力。相關的細節可以如下例子解釋。

假設現在美國、中國利率分別為 4 釐 (i_t^{US}) 及 2 釐 (i_t^{CH})，人民幣兌美元的現匯價 (s_t) 為 7.613，而又有相當多的第一批人相信人民幣昇幅度高於 2%，並在期貨市場購入大量的人民幣期貨，以至遠、現匯差價高於 2%，即使此一差價不大，如人民幣兌美元的遠匯價 (f_t) 昇至 7.38，以至遠匯、現匯差價約為 3.2%。套利者將可透過圖中所示的運作賺取利潤 (見圖~1)。

圖~1：投資者利用人民幣期貨套利運作



由於上述的利率及匯率 (i_t^{US} , i_t^{CH} , s_t 及 f_t) 均是同一日定價，套利者是毫無匯率及利率風險。換言之，只要有大量的第一批人在期貨市場炒人民幣升值，套利者可做一百億、一千億美元甚至更高的套利，而在圖~1 所示的套利過程中：

(1) 借入大量美元，再以 $s_t = 7.613$ 轉為人民幣的動作將大幅增加人民幣現匯價的升值壓力；

(2) 以 2 釐息率貸出大量人民幣的動作將大幅增加中國的基礎貨幣供應，並透過乘數效應增加中國貨幣供應。

換言之，只要有足夠的第一批人在期貨市場以槓桿形式炒賣人民幣升值，就有第二批人套利，而其套利動作又會將第一批人在遠匯市場的炒作壓力傳遞至現匯市場的升值壓力，及貨幣供應壓力。

大幅推高匯價損社會安穩

由於市場普遍認為人民幣偏低 15~40%，而期匯又是以槓桿形式炒賣，第一批人的炒賣金額將異常龐大，以至經套利行為傳遞的現匯升值壓力及貨幣增長壓力也將大至任何一間中央銀行（包括人民銀行）也抵禦不住，被迫容許現匯價迅速上昇（如即時上昇 3% 或 3.2%），從而吸引更多人炒賣人民幣期貨及加大其他投機流入。然而，這還是整個過程的第一階段，當現匯即時上昇 3% 或 3.2%，由於市場仍普遍相信人民幣大幅偏低，在期貨市場炒賣人民幣升值的壓力依然強大（其實是更加強大）。以至遠匯價（ f_t ）又會比新的現匯價（ s_t ）較高才可達至期貨市場的平衡。經過上述的套利行為，期匯及遠匯的炒賣壓力又再次被傳遞至現匯市場。如是者，遠匯價（ f_t ）將可在短時間內把現匯價（ s_t ）逐層拉上，直至現匯價昇至市場認為不再偏低的水平。

然而，這不再屬偏低的水平，可能已意味人民幣升值了 15~40%，如此大的昇幅度，將造成中國出口的大幅倒退，並可能引起政治及社會的不穩。

或許有人會說，在發達經濟體，銀行可在遠匯、現匯及利率市場自由套利，但在中國，銀行不一定可以自由套利。須得指出

的是，只要有足夠交易量的期貨市場供第一批人自由炒賣人民幣期貨，就會造成強大的套利誘因。

套利機會吸引人鑽空子

即使中國政府能以行政手段阻止銀行套利，其他海內外的企業仍可以較原始的方法套利（如該企業可在海外以輕微高於4%的利率發債或借取銀團貸款，再以外貿、借貸投資、外國直接投資及其他匯款理由將之轉為人民幣，在國內購買國債或大額銀行貸款證），當出現這些活動時，外地的美元借貸市場、及國內的人民幣存款或其他直接融資市場將會迅速發展，以至上述套利企業所面對的 i_t^{US} 及 i_t^{CH} 將會和4%及2%相差無幾，而這些企業的套利額度仍將是大至人民銀行也不能承受。

簡而言之，在上述圖中的海外借貸市場（ i_t^{US} ）、國內借貸市場（ i_t^{CH} ）、人民幣現匯市場（ s_t ）及人民幣期貨市場（ f_t ）中，前三個市場已具相當規模。只要中國容許在世界任何一個地方出現一個具足夠交易量的人民幣期貨或遠匯市場供企業、國民及投機者以槓桿形式炒賣，上述的災難性結果可以很快出現。