

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. 2007-63

2007年9月7日

升值壓力來自不斷升值

中信泰富政治暨經濟研究部 梁曉、王晶

2007年8月下旬，國家外匯管理局宣佈開放個人境外證券投資試點方案後，香港金融界眾說紛紜，有一點是肯定的，“此舉將令中國的資本賬戶開放邁出最關鍵的一步，人民幣自由兌換時間表將大幅推前。”¹

一、外匯儲備減少，就能緩解升值壓力？

有一種觀點，“開放內地資本項目，會有助於資金有序流出，在某種程度上能紓緩匯率上調的市場及國際政治壓力”。² 問題

¹ 〈人民幣自由兌換步伐提速〉，香港《信報》2007年8月21日，第2頁。

² 任志剛：〈資金自由行助港金融穩定〉，香港《信報》2007年8月24日，第46頁。

是，以內地居民為媒介，個人投資海外，讓部分外匯流出，能在多大程度上緩解升值壓力？

截至 2007 年 6 月底，中國內地的外匯儲備總額達到 1.33 萬億美元。³ 摩根大通預期，內地一年內將有一千億美元湧入香港；⁴ 另有說法是四百億美元。⁵ 就算內地的外匯儲備不再增加，一年內滿打滿算真有一千億美元流入了香港市場，甚至來了兩千億，外匯儲備總額可以降到 1.23 萬億、1.13 萬億美元了，就不算“過高”了？

外匯儲備，多少算合適？經濟學上，並沒有衡量外匯儲備過高的標準。⁶ 對照日本，1985 年外匯儲備約 2700 億美元，相當於 25 個月的進口額；經過十多年升值，2007 年上半年，日本外匯儲備均值約九千億美元，超過 18 個月的進口額。⁷ 日本的外匯儲備，

³ 僅 2007 年上半年，外匯儲備就增加了 2663 億美元（〈外儲創新高達 1.33 萬億美元〉，香港《信報》2007 年 7 月 13 日，第 40 頁）。

⁴ 〈北水湧港中行難專美〉，香港《信報》2007 年 8 月 22 日，第 2 頁。

⁵ 邵榮秋：〈次按風暴 VS 北水南流〉，香港《信報》2007 年 8 月 25 日，第 19 頁。

⁶ 華爾街日報說，中國內地 2007 年第一季度的外匯儲備總額，已接近 18 個月的進口額，“遠超過大多數經濟學家所建議的 6~9 個月”（Michael Pettis：〈中國苦覓貨幣良策〉，華爾街日報中文網絡版 2007 年 7 月 5 日，<http://chinese.wsj.com/big5/20070705/opn200158.asp?source=channel>）。被忽略的理論背景是，發展中國家過去普遍外匯儲備不足，“擁有外匯儲備就意味著擁有可靠的、不受限制的可支付財源”，為避免支付危機，保障金融和經濟安全，才有了外匯儲備至少是 3~4 個月進口值，或者應該超過一年的外債額，這類“理論基礎並不堅實”的經驗值（亞洲開發銀行：《東亞貨幣與金融一體化》，經濟科學出版社 2005，第 364~367 頁）。

⁷ 1985 年外匯儲備，見理查德·鄧肯：《美元危機——成因、後果與對策》，東北財經大學出版社 2007，第 31 頁；2007 年外匯儲備，來自日本財務省網站（<http://www.mof.go.jp/english/e1c006.htm>）；以日元計算的進口額，來自日本財務省網站提供的鏈接（http://www.customs.go.jp/toukei/suui/html/nenbet_e.htm），再按年或半年平均；1985 年數據按匯率均值 238 日元兌 1 美元折算，2007 年上半年數據按匯率均值 119 日元折算（The Financial Forecast Center 網站數據）。

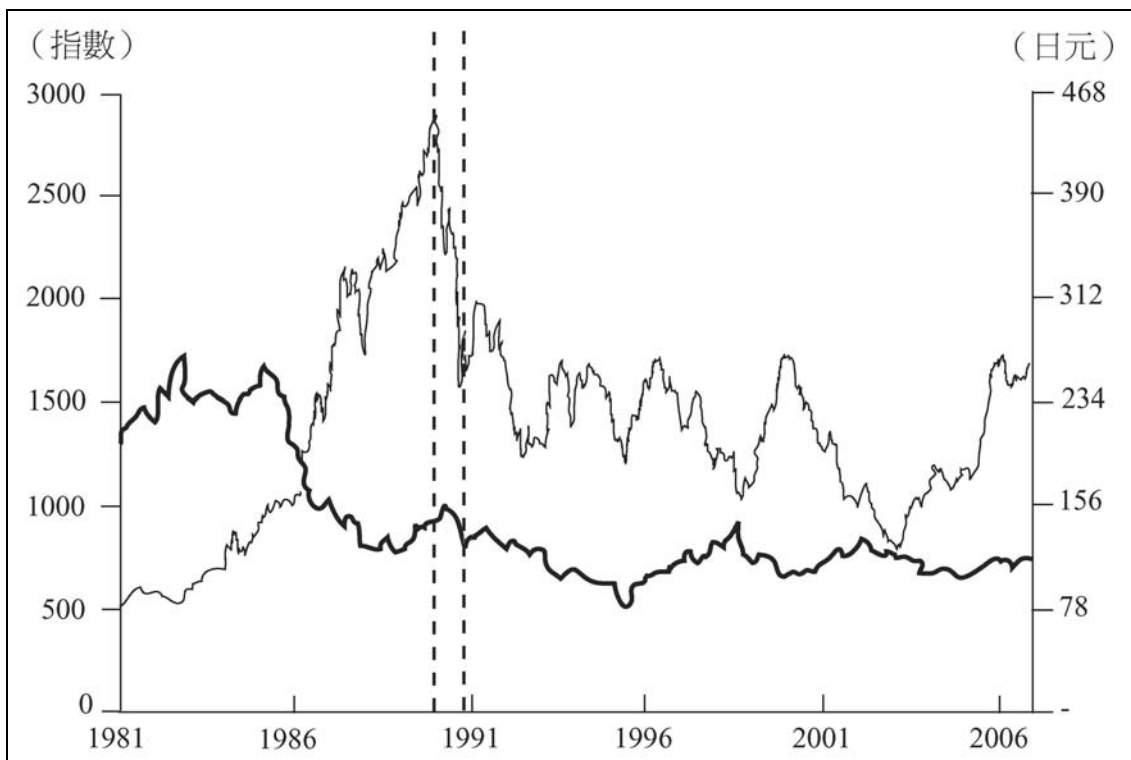
是不是也太多了？

二、股市下降，就能緩解升值壓力？

有說法是，新措施還可以預防A股進一步急昇，同時也收窄A、H股差價。⁸ 簡單地說，就是為A股“洩洪”。

還是參考日本：1989年底開始的股災，TOPIX指數從高峰2884點，不到一年時間，大瀉到1500多點，跌幅近半；同期內，日元匯率從最低158.46日元兌1美元，昇值到129.22，急速升值近兩成（圖~1）。

圖~1：日本股市 TOPIX 指數與日元兌美元匯率的對比，1981~2006 年



註：東京股價指數（TOPIX），代表了東京證券交易所第一部分全部股票的走勢。資料來源：日元匯率見 The Financial Forecast Center 網站（<http://www.forecasts.org>）；TOPIX 指數見東京證券交易所網站（<http://www.tse.or.jp/english/market/topi>

⁸ 〈外匯儲備積壓，新招一箭雙雕〉，香港《信報》2007年8月21日，第2頁。

x/index.html)。

日本股市泡沫破裂，還帶動了實際 GDP 增長率下跌，從 1989 和 1990 年的 5.3%，跌到 1993 年的 0.4%；貿易順差也一同下跌，1989 年順差 415.4 億美元，1990~1992 年均為三百多億美元（表~1）。期間，日元兌美元升值的大趨勢不變。

表~1：日本實際 GDP 增長率和日美貿易順差，1989~2000 年

年份	實際 GDP 增長率 (%)	日美貿易順差額 (億美元)
1989	5.3	415.40
1990	5.3	331.50
1991	3.1	337.06
1992	0.9	363.70
1993	0.4	459.62
1994	1.0	513.30
1995	1.6	404.73
1996	3.5	289.28
1997	1.8	379.03
1998	-1.1	496.73
1999	0.8	604.46
2000	1.5	681.20

資料來源：實際GDP增長率見日本財務省網站（<http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/zk060/zk060o.pdf>）；日美貿易順差根據美國經濟分析局網站數據計算（http://www.bea.gov/international/bp_web/simple.cfm?anon=443&table_id=10&area_id=11）。

而且，不得不考慮的是社會安定的風險。這次開放境外投資極可能重演 2001 年 2 月開放 B 股的情形，“B 股被外資炒高後才由內地股民接貨，其後 B 股股價大瀉，內地股民紛紛被套；從過去兩週 H 股被狂炒飆昇的情況來看，如果閘門一開，大量資金入場，內地股民同樣可能在高位接貨，成為香港炒家的點心。”⁹

2007 年 5 月 31 日，內地滬深股市賬戶總數已超過一億，其中

⁹ 〈無關金融安全，首重股民教育〉，香港《信報》2007 年 9 月 4 日，第 1 頁。

超過 99% 為個人賬戶。¹⁰ 按持有流通股量計算，A 股市場也是散户佔了大頭。¹¹ 越來越多股民，通過手機或互聯網炒股，¹² 在大大小小的網絡論壇上寫股評和發表議論。網民們的關注焦點高度集中，經常同喜同憂同感慨。香港股市對國際金融大鱷完全開放，各類對沖工具一應俱全，隨便漲隨便跌（沒有漲跌“停板”管制）。1998 年香港政府下場救市，兩天時間消耗上千億港元。¹³ 2007 年外管局公佈“港股直通車”消息，當天恒生指數暴漲 1208 點。雖說股市投機風險自負，黨中央歷來強調執政為民。內地股市相對封閉，輸贏總算是“肉爛在鍋裡”。現在忽然開個口子，一旦有大批股民損失慘重，負面信息迅速傳播，不能保證不會對內地股市、甚至社會安定產生不利影響。今天，已有經驗證明，不可輕視信息網絡的號召能量。¹⁴ 前車之鑒，2003 年的香港，“誰能

¹⁰〈5 月 28 日股市帳戶達到 10027.36 萬戶，專家提醒防風險〉，央視國際網站 2007 年 6 月 1 日（<http://big5.cctv.com/gate/big5/news.cctv.com/20070601/111485.shtml>）。

¹¹ 截至 2007 年 7 月底，機構投資者持有 A 股流通市值的比重上昇到 44%。也就是說，散户還佔了 56%（〈機構持 A 股 44% 流通市值〉，香港《信報》2007 年 8 月 28 日，第 12 頁）。

¹² 內地寬帶網民中有五分之一開始使用網上銀行和網上炒股業務。其中，網絡炒股的接近 2200 萬人（〈網絡成為新一輪造富運動的幕後推手〉，新浪網 2007 年 7 月 26 日，<http://tech.sina.com.cn/roll/2007-07-26/1000371619.shtml>）。“上班時間上網炒股，公務不作為已影響行政效能的提高。”為此，溫州出臺“禁令”，嚴禁公務員上班時間炒股（陳東昇：〈溫州嚴禁公務員上班時間炒股〉，人民網 2007 年 5 月 21 日，<http://unn.people.com.cn/BIG5/14748/5754778.html>）。就連 61 歲的家庭主婦，也可以專門買電腦，向兒子學基本操作，在網上買賣、關注股票（張潔平：〈龍市改變中國人生活方式〉，多維新聞網 2007 年 2 月 9 日，http://app2.chinesenewsnet.com/view-article.php?url=/gb/MainNews/Forums/BackStage/2007_2_9_10_33_19_659.html）。

¹³ 推薦參閱梁曉：〈香港：“鏽住提款機”〉，《世界是平的嗎？》，大風出版社 2007。

¹⁴ 2007 年，內地網民數量已達 1.4 億（〈網民要安全也要自由〉，香港《信報》

發動 50 萬人上街？”¹⁵

三、人民幣昇值的壓力，來自不斷升值

人民幣昇值的壓力，來源於 2005 年 7 月以後的不斷升值。¹⁶ 不斷升值再強化升值預期，國際熱錢湧入、股市泡沫、房地產泡沫，都是無法避免的自然現象。不斷升值，因為有來自美國的政治壓力，理由是中美貿易順差不斷增加。貿易順差必然帶來外匯儲備增加，同語反復成人民幣必須得升值的兩條“罪狀”。¹⁷

可是，貿易順差到底與貨幣升值有多大關係？榮智健說，“在今天每天幾萬億美元的貨幣交易市場上，95% 以上都是套利投機。貿易平衡與匯率早就沒有直接關係了。日元升值的經歷就是有力的證明。《廣場協議》以來，日元持續升值。但是，一直到今天，日元匯率自由浮動、市場調節了多少年，日本與美國的貿易，順差還是順差。所以我認為，貿易是貿易，匯率是匯率。”¹⁸

2007 年 5 月 18 日，第 37 頁）。

¹⁵ 誰是組織單位？參加遊行的香港市民事前大概只有模糊的印象。發起遊行的民陣，沒有動員 50 萬人上街的實力。人際小網絡和媒體互動，香港市民的自發式動員，才是至關重要（陳韜文、鍾庭耀：〈誰能發動 50 萬人上街？— 兼談大遊行對香港政治傳播的衝擊〉（<http://hkupop.hku.hk/chinese/columns/columns22.html>）。

¹⁶ 麥金農分析過日本 80 年代末 90 年代初的情形：“無論美元貶值多少，總有一些美國官員從日本的貿易順差中，看到日元進一步升值的潛力。……經常項目持續順差，導致日本擁有越來越多的美元權益（資產，筆者註），貨幣風險不斷增加，資本外流受到抑制。即使美國不再施加商業壓力，日元也依然有上升的空間”（羅納德·麥金農（Ronald I. McKinnon）：《美元本位下的匯率 — 東亞高儲蓄兩難》，中國金融出版社 2005，第 68、72~73 頁）。

¹⁷ 推薦參閱王小強：〈迫近中國的金融危機〉，《投機賭博新經濟》，大風出版社 2007。

¹⁸ 〈當前最重要的是保持人民幣的穩定 — 榮智健在新加坡萊佛士論壇的發言〉，

退一步說，中美貿易順差哪來的？冷戰結束以後，美國公司為追逐低成本，將大量勞動密集型、低技術、高能耗、高污染的產業向中國轉移，生產出來的消費品源源不斷輸回美國，反映在海關統計上，是美國的進口；另一頭，美國為遏制中國，對高科技產品和技術出口諸多限制，管制範圍不斷擴大。¹⁹ 一裡一外，中美貿易順差只能居高不下，中國的外匯儲備自然增加。²⁰ 如果真正按市場規律辦事，解除美國對中國出口高科技的種種限制，是緩解貿易順差的最好辦法。所以，林行止說的有道理，“事實上，中美經濟對話完全受政治左右。”²¹

2007年初以來，從形形色色的貿易戰，到政府成立進口安全委員會，再到開大會徵集美國民衆對進口產品安全的投訴，²² 美國政客、媒體、廠商、政府煞費苦心，緊鑼密鼓，逐步昇級。如今問題的性質，已經超出傳統貿易糾紛的範疇，比舒默和格雷厄姆提議徵收 27.5% 懲罰性關稅走得更遠，²³ 只差一份全面停止進

《香港傳真》No.2006~14。

¹⁹ 在中國進口的科技產品中，美國的份額逐漸下降（〈美修訂輸華高科技產品規定〉，香港《信報》2006年11月15日，第21頁）。2007年6月15日，美國又公佈對華高科技出口管制新規定，進一步擴大了對華出口管制許可證商品和要求中國商務部出具最終用戶說明的範圍，涉及20個大類（〈商務部：美須承擔收緊高科技出口後果〉，香港《信報》2007年6月20日，第17頁）。

²⁰ 增加的儲備再買美國債券，支持美國政府赤字財政（關於美國、亞洲、中東的新“三角貿易”關係，詳見梁曉：〈誰來養活美國？〉《世界是平的嗎？》大風出版社2007）。

²¹ 林行止：〈經濟佔盡便宜，政治壓力將至〉，香港《信報》2007年5月28日，第13頁。

²² 10月1日，美國政府將舉行一個進口產品安全大會，廣征美國民衆對進口產品的安全性的投訴與建議（〈美：不會限制進口中國商品〉，鳳凰網2007年8月31日，<http://itv.phoenixtv.com/play.aspx?id=f4ceade3-4ad5-4d4e-aa6d-b4cf2cb88e1d>）。

²³ 舒默和格雷厄姆從2005年起，多次提出迫使人民幣昇值的議案，其中提議對進

口的宣言了。換言之，無論我們多么努力減少貿易順差、減少外匯儲備，中國產品不安全，價格再低，關稅再高，也不應當進口。這樣義無反顧的決心，這樣不留餘地動作，不能不讓人懷疑，美國決策當局究竟要幹什麼？

2007年8月，保爾森與國家主席胡錦濤會面，強調的還是匯率浮動和開放金融；²⁴9月5日，美國眾議院通過一項決議，要求中國對美國開放金融服務市場。²⁵“零敲碎打為零存整取”，目標始終聚焦中國金融的改革開放。²⁶圍繞人民幣匯率機制的較量，既不簡單是金融問題，也不簡單是經濟問題。眼看2008年，臺獨勢力猛推大選捆綁入聯公投，接著是北京奧運會。在這個歷史性關頭，胡錦濤及時強調指出：“要切實加強擴大開放條件下的金融風險防範工作，確保國家金融安全。”²⁷

口的中國產品徵收 27.5% 的懲罰性關稅（尚未遲、李虹：〈美議員又向人民幣施壓〉，《環球時報》2007年3月30日，<http://world.people.com.cn/BIG5/57506/5547020.html>）。

²⁴ 保爾森在會面後說，中國計劃提早在秋季，取消成立中外合資證券公司的限制（〈保爾森：北京承諾增匯率彈性〉，香港《信報》2007年8月2日，第10頁）。

²⁵ 這個議案，為保爾森12月的中國之行定下了目標（“H. RES. 552: Calling on the Government of the People's Republic of China to remove barriers to United States financial services firms doing business in China”，美國眾議院網站，<http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/z?c110:H.RES.552:>）。

²⁶ 梁曉：〈零敲碎打為零存整取〉，《香港傳真》No.2007~11。

²⁷ 〈胡錦濤：提速金改，搞好宏調〉，香港《信報》2007年8月30日，第11頁。