

梁曉

經濟學碩士，一九九八年畢業於廣州中山大學，就職於中信泰富政治暨經濟研究部，香港大學亞洲研究中心訪問學者。



人民幣升值壓力的背後

國際熱錢湧入中國、股市飆升、房地產泡沫等，都是人民幣升值無法避免的自然現象。

今年夏末，中國外管局宣布開放個人境外證券投資試點方案，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。」

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」。問題是，以內地居民個人投資海外為媒介，讓部分外匯流出，能在多大程度上緩解升值壓力？

六月底，中國內地外匯儲備總額創一萬三千三百億美元新高，僅上半年就增加了二千六百多億。摩根大通預期，中國內地一年內將有一千億美元湧入香港；另有說法是四百億。就算內地外匯儲備不再增加，一年內滿打滿算真有一千億美元來港，甚至來了兩千億，外匯儲備降到一萬二千億、一萬一千億，就算「過高」了？

外匯儲備，多少算合適？過去發展中國家普遍外匯儲備不足，為避免支付危機，強調的是儲備不能太少。經濟學上沒有衡量外匯儲備「過高」的標準。再說，對照日本，一九

八五年外匯儲備約二千七百億美元，相當於二十五個月進口額；經過十多年升值，二零零七年上半年，外匯儲備約九千億，超過十八個月進口額。日本外匯儲備是否也太多了？

有說法是，新措施還可以預防A股進一步急升，同時也收窄A、H股差價，為A股「洩洪」。可是，股市下降，就能緩解升值壓力？

不能不考慮社會安定的風險。專家認為，這次開放境外投資極可能重演二零零一年二月開放B股的情形：B股被外資炒高後才由內地股民接貨，隨後B股大瀉，股民紛紛被套；最近H股已被狂炒飆升，待閘門一開，大量內地股民資金入場，同樣可能高位接貨，成為國際炒家的點心。十月三十日，H股指數再創新高二萬零四百點，比八月中的一萬一千點，累計上升八成半。

目前滬深股市賬戶總數已超一億二千萬，個人賬戶逾百分之九十九。看持有流通股量，A股市場也是散戶佔大頭。越來越多股民用手機或互聯網炒股，在大小網絡論壇上寫股評、發議論。網民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。一九九八年港府登場「救市」，兩天消耗上千億港元。二零零七年外管局公布「港股直通車」，當天恒生指數暴漲一二零八點。雖說股市投機風險自

負，政府歷來強調執政為民。內地股市相對封閉，輸贏總算「肉爛在鍋裏」。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，中國網民約為一億六千萬，經驗證明，不可輕視信息

中國網民人數約一億六千萬，網絡號召能量不可輕視。一旦有大批股民損失慘重，可能對社會安定產生不利影響。零三年香港五十萬人上街，不就是前車之鑑？

網絡的號召能量。前車之鑑，二零零三年的香港，「誰能發動五十萬人上街」？

實際上，人民幣升值的壓力，來源於二零零五年七月以後的不斷升值。人民幣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，同語反覆成人幣必須得升值的兩條「罪狀」。

可是，貿易順差到底與貨幣升值有多大關係？中信泰富主席榮智健說：「在今天每天幾萬億美元的貨幣交易市場上，百分之九十五以上都是套

利投機。貿易平衡與匯率早就沒有直接關係了。日圓升值的經歷就是有力的證明……日圓匯率自由浮動、市場調節了多年，日本與美國的貿易，順差還是順差。」

退一步說，中美貿易順差哪來的？冷戰結束，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，生產出消費品源源不斷輸回美國。

而在另外一頭，美國為了遏制中國大陸，對高科技產品和技術出口管制範圍不斷擴大。一裏一外，中美貿易順差只能居高不下，中國的外匯儲備自然增加。如果真正講市場規律，解除對中國出口高科技的限制，減少中美貿易順差立竿見影。

今年初以來，從各式貿易戰，到政府成立進口安全委員會，再到開大會徵集美國民眾對進口產品安全的投訴，美國各界煞費苦心，逐步升級，只差一份全面停止進口中國產品的宣言了。「零敲碎打為零存整取」，目標始終聚焦中國金融改革開放。

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。眼看二零零八年，台獨勢力猛推大選綁入聯公投，接著是北京奧運會。在此歷史性關頭，胡錦濤強調：「要切实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。」

liangxiao@citicpacific.com