



配合三中全會全面深化改革的決定，
創造內地與香港互惠雙贏

劉遵義

研究專論第二十三號

二零一四年四月

香港中文大學全球經濟及金融研究所
香港新界沙田澤祥街十二號鄭裕彤樓十三樓

鳴謝

全球經濟及金融研究所衷心感謝以下捐助人及機構的慷慨捐贈
及對我們的支持 (以英文字母順序)：

捐助人及機構

查懋德	銀聯金融有限公司
鄭海泉	恒隆地產有限公司
胡祖六	恒基兆業地產有限公司
劉佐德及劉陳素霞	劉佐德基金有限公司
劉遵義	新鴻基地產發展有限公司
	東亞銀行有限公司
	香港上海匯豐銀行有限公司

活動贊助人及機構

周松崗	盤谷銀行
蔡清福	中國銀行金邊分行
方方	北山堂基金
馮國經	國家開發銀行
李偉波	金陵華軟
黃桂林	厚樸投資管理公司
	中國工商銀行金邊分行
	金陵控股有限公司
	新華集團
	The Santander-K Foundation
	銀聯國際

配合三中全會全面深化改革的決定， 創造內地與香港互惠雙贏

劉遵義¹

2014年4月

一、中國共產黨第十八屆三中全會全面深化改革的決定

中國共產黨第十八屆中央委員會於去年11月舉行三中全會後，公佈了令人鼓舞的全面深化改革的決定。其中有三方面，香港可以充分利用它本身的比較優勢，配合國家需要的改革與發展，先行先試，協助國家達到目標，同時也可以從中獲益，創造內地與香港互惠雙贏。這三方面就是決定中第12，第24與第25條所勾畫的改革目標：

(12) 擴大金融業對內對外開放，多管道推動股權融資，提高直接融資比重。完善人民幣匯率市場化形成機制，加快推進利率市場化，推動資本市場雙向開放，有序提高跨境資本和金融交易可兌換程度，建立健全宏觀審慎管理框架下的外債和資本流動管理體系，加快實現人民幣資本專案可兌換。

(24) 放寬投資准入。擴大企業及個人對外投資，允許創新方式走出去開展綠地投資、並購投資、證券投資、聯合投資等。

(25) 擴大對香港特別行政區開放合作。

下面讓我提出一些香港應當如何充分利用它的優勢，配合國家需要的改革與發展，進行創新與試點，協助國家達到最終目標的意見和建議。

¹香港中文大學藍饒富暨藍凱麗經濟學講座教授、美國斯坦福大學李國鼎經濟發展榮休講座教授及中投國際(香港)有限公司董事長。本文僅代表作者個人意見，並不必然反映與作者相關的各機構的觀點。作者並感謝劉麥嘉軒女士的寶貴意見與建議。

二、多管道推動股權融資，提高直接融資比重²

中央與香港政府可考慮允許與推動內地優質企業，尤其是民企，在香港發行以人民幣計價和交易的股票和債券。內地民企極需要的是資本金，而不是貸款。為保證金融安全，國家需要降低企業杠杆作用，提高資本金相對於貸款的比例。倘若因為在上海證券交易所排隊等候上市的企業太多，短期內不能在上海上市的內地優質企業，可先來香港以人民幣計價方式上市或發行債券（包括可轉換股權債券）。所籌得人民幣資金可允許撥回內地使用。因為是以人民幣計價與交易，香港居民可以用人民幣購買這類在香港上市的證券，內地居民亦可用人民幣在港購買這類證券。這擴大了人民幣在香港的使用範圍，也增加了內地居民儲蓄與投資的管道。在適當時機，這類在香港上市的內地企業證券，也可以在上海以第二市場（secondary listing）的方式上市交易。因為這是直接以人民幣集資，無論是發行股票或債券，都不會有外匯流入內地，不會有外幣計價債務的潛在風險，也不會影響內地外匯市場和人民幣匯率。香港的人民幣資金池現時尚小，只有內地的 1%，但假如人民幣在香港的使用範圍能夠擴大的話，人民幣資金池也必然會相應地增長。

三、完善人民幣匯率市場化形成機制，有序提高跨境資本和金融交易可兌換程度，建立健全宏觀審慎管理框架下的外債和資本流動管理體系，加快實現人民幣資本專案可兌換³

首先，我國一方面應鼓勵增加利用人民幣作為境外交易的媒介，降低對美元的依賴性，另一方面應建立高效並可行的資本流動管理制度，為我國金融和資本市場與國際接軌以及人民幣資本項目可兌換創造條件。一個必須的基本要求就是不論是自然人或是註冊法人的資本專案進出，都需要嚴格實行實名制。其中一個重要原因（但不是唯一的原因⁴），就是考慮到要落實資本流動的高效但並不擾民的管理制度，就必須有一個一年或一次（或兩者並行）的豁免額

²中國共產黨第十八屆三中全會全面深化改革的決定，第（12）條。

³中國共產黨第十八屆三中全會全面深化改革的決定，第（12）條。

⁴其它原因包括限制人頭的使用，同時也達到反洗錢與反恐怖分子的目的。

（例如在內地，每個公民每年可匯出境外五萬美元，不須申請批准。在美國，一次超過一萬美元的資金流入或流出美國，才需要申報）。只有豁免額但不實行實名制就會造成一個大漏洞，讓不法之徒大量利用豁免額，資本就可以無限地流進流出，資本流動管理形同虛設。豁免額不宜太低，例如可以考慮每年 200 萬人民幣。⁵ 我國可以用香港作為各種管理制度的試點，例如豁免額使用的監控與管理，可以由香港人民幣最終清算的銀行（香港中國銀行）負責，或由人民銀行深圳分行負責，成功的話，就可以在內地推廣與複製。

（1）放寬香港居民人民幣餘額的可兌換性，便利人民幣存款作為香港居民的有效儲蓄保值的工具

現在，香港的永久居民每天可以以港幣買入或賣出最高額 2 萬元人民幣。但萬一有緊急用途，需要將人民幣兌回港幣時，也只能每天兌換 2 萬元，這就會造成不便。實際上香港並沒有落實每人每天的限額，因為每一個居民都可以在香港不同的銀行開設人民幣戶口，2 萬元限額實際上是以每戶口每天計算。所以假如一個居民不怕麻煩的話，基本上可以說是沒有上限。⁶ 但需要將人民幣兌回港幣時，也只能每戶口每天兌換 2 萬元，這就不便於應急之用。

當前港幣存款利率極低，亦顯著地低於香港通貨膨脹率，這就意味著港幣儲蓄回報率實際上是負的。原則上，香港居民可以把港幣存款轉換成利率較高的人民幣存款，同時還可以分享人民幣對美元（和港幣）的長期少量升值。但這些人民幣存款並不能作為預防性資金（precautionary demand）。建議人民銀行考慮在香港實行試點，在香港銀行個人戶口存滿一年或以上的人民幣，可以隨時全數轉換為港幣或其它外幣，不受 2 萬元最高額的限制。對一般居民而言，這是一個很大的方便，會鼓勵他們多利用人民幣存款作為儲蓄保值的工具。當然，這只是一種過渡性的安排，等到人民幣資本專案基本可兌換時，就不再需要這種特殊安排。

⁵人民幣從境內匯出，或境外匯入，都需要聯網集中登記，以便落實每人每年豁免額的限制，在現時的資信與通訊技術之下，是絕對做得到的，例如可考慮由提供香港銀行人民幣頭寸的深圳市人民銀行分行負責管理。

⁶至 2014 年 1 月，在香港經營人民幣業務的認可金融機構，一共有 145 家。

人民銀行除了可以考慮增加香港居民人民幣餘額的可兌換性外，也可考慮提高香港居民每天轉換人民幣的上限，例如從 2 萬元人民幣到 10 萬元人民幣，但應當實行實名制，變成每人每天只可以以買入或賣出總數最高額 10 萬元人民幣，⁷不再以每人每天每個銀行戶口計算。實施實名制，易於管制與監控資本的跨境流動。這也可看作是一種試點，假如在香港做得成功，也可以推廣到其它地區，甚至全國。

(2) 試點實行對資本帳戶專案進出徵收托賓稅 (Tobin tax)，有效地區分短期與長期資本

短期資本流動頻繁不是好事，會導致匯率大幅波動，進出口商與長期投資者無所適從，嚴重影響實體經濟。我國政府可以考慮對資本帳戶項目每次進出境徵收托賓稅 (Tobin tax)，例如 1%。對於直接 (或其它長期) 投資，典型投資期是 5 年以上的，托賓稅對資本一進一出總共徵收 2%，分攤 5 年，年均成本只增加 0.4%，長期投資者完全可以承受；但對於短期 (例如 1 月往來) 炒賣人民幣的投機者，年均成本卻高達 24%，可以產生遏制的作用。托賓稅可以有效地區分短期與長期資本，發揮節制短期投機性資本 (熱錢) 大量進出的功能，幫助國家達到長期資本實質上完全自由可兌換的目標。

香港可以作為實行托賓稅的一個試點。我國政府可以考慮授權一些在香港經營外匯業務的商業銀行，經營在資本項目下外幣匯入境內轉換成人民幣的業務。假如匯款數額超過該匯款者當年當時的豁免額，就由匯款銀行負責代中央政府向匯款者徵收托賓稅，嚴格實行實名制，⁸ 即時申報，稅款即時繳納中央政府。對於拒絕代徵收托賓稅的商業銀行，我國政府應取消它們在資本專案下通匯的資格。同樣地，我國政府也可以考慮授權一些在境內經營外匯的商業銀行，經營在資本項目下人民幣匯出境外到香港轉換成外幣 (包括港幣) 的業務，並負責代中央政府向該匯款者超過當年當時豁免額的匯款徵收托賓稅。拒絕代徵收托賓稅的境內商業銀行，也可取消它們在資本專案下通匯的資格。另外一

⁷每人每天 10 萬元人民幣，若以每年 220 工作天計算，原則上每人每年最高可以達到 2 千 200 萬元。

⁸自然人實行實名制比較容易，註冊法人實行實名制，需要有最低正式成立年限的限制，也需要最終控制者與受益者的完全披露，這樣也符合反洗錢與反恐怖分子的原則。

個可行的方式，就是無論資本匯入還是匯出境內，都由境內通匯商業銀行負責代中央政府徵收托賓稅。在香港的試點，只是開放被批准的香港商業銀行在資本專案下以外幣匯入境內銀行轉換成人民幣，但它們在該方式下就不需要負責代收托賓稅。

因為經常項目下的跨境資金流動，已從 1994 年起完全自由開放，無須徵收托賓稅。實行資本專案下徵收托賓稅，就必須防止資本專案下的資金假裝成經常專案流入或流出。以往，有貿易商利用低報出口價格，或高報進口價格（假如關稅不高的話），來達到資本流出的目的。近年來，也有不法之徒假出口，真結匯，來達到資本流入的目的。我國海關應當嚴厲管制與處罰這類行為，千萬不能讓我國的跨境資本流動管理形同虛設，導致我國經濟所面臨的風險升高。

（3）構建人民幣預買預賣機制

外匯的預買預賣，對我國進出口商來說，實在是一種保險。出口商接下以美元計價的訂單，但它很大成分的生產成本（工資，租金，水電費等等），是以人民幣計價的。交貨的時候收到的美元，按當時的匯率轉換成人民幣，不一定足夠抵補成本，所以我國出口商是有意願預先賣出遠期的美元轉換成人民幣，規避美元兌人民幣匯率的風險（當然，假如出口商的訂單是以人民幣計價，它就不需要承受匯率的風險）。同樣地，我國進口商下了以美元計價的訂單，在收貨的時候，需要以美元支付，也需要承受美元兌人民幣匯率的風險，也有意願以人民幣預先買入遠期的美元。一般進出口商利潤微薄，承受不了匯率大幅波動的風險。最近人民銀行宣佈，自 2014 年 3 月 17 日起，人民幣兌美元每日匯率上下浮動幅度從 1%擴大至 2%，更加增加了進出口商的風險。人民銀行應當通過建立可交割的期貨市場，提供給我國真正的進出口商一種低成本的工具，以對沖他們的匯率風險。

同樣地，下了或接了以人民幣計價的訂單的香港進出口商，也有意願預買或預賣人民幣，以規避人民幣匯率風險。現時香港缺乏一個可交割的人民幣期貨市場。中央政府可以考慮委託中國銀行（香港），允許有實績在案的香港合法進出口商，憑訂單與信用狀，預先買賣數量與期限匹配的遠期人民幣，讓它們有效地規避人民幣匯率的風險。這些期貨交易，應當是當作保險看待，所買

賣的遠期人民幣，只能用來支付原定的內地進出口商，不可隨意轉換。期貨市場參與者都需要有可保利益（insurable interest），絕對不能讓沒有可保利益者的參與，因為那就會將這個期貨市場變成一個賭場，只會增加風險，與降低香港進出口商的風險，是背道而馳的。⁹

四、加快推進利率市場化，推動資本市場雙向開放¹⁰

（1）增加人民幣國債和准國債在香港發行與交易，扶持香港人民幣債券市場

由於香港人民幣利率比內地低，國家在港發國債和准國債，¹¹可以顯著地降低國家的利息成本，最少可以減少兩個百分點。國債利率是基準利率，國債利率下調可以加快內地“利率市場化”，另外也方便了持有人民幣的香港居民購買國債和准國債，擴大了人民幣在香港的使用範圍。香港的資本市場作為人民幣債券在境外交易的平臺，可以發揮很大的作用，尤其是吸引東亞經濟體的企業與個人的投資。因為差不多所有的東亞經濟體，對我國都是出超，所以有賺得大量人民幣的能力。假如有適當的管道，這些經濟體的企業與個人，會有意願與能力，長期持有人民幣和人民幣為計價單位的金融工具。人民幣債券市場在港成功建立之後，東亞的經濟體也可以在香港發行人民幣計價的債券，替代以美元計價的債券，深化人民幣在國際貨幣體系中的效用與角色。

（2）開放人民幣從香港回流內地的多種管道

允許香港的被授權商業銀行，以人民幣購買內地國債或其它債券，參加內地銀行同業拆借市場，增加銀行間的競爭，降低內地利率，提高香港人民幣利率，使內地與境外的人民幣利率更加接近，“加快推進利率市場化”。也可以考慮開放香港居民使用自有人民幣直接購買內地上市的股票和債券。

⁹關於這個人民幣期貨市場應當如何運作，請參看 Lawrence J. Lau (劉遵義) "The Age of the Renminbi Is Just Beginning," Working Paper, Institute of Global Economics and Finance, The Chinese University of Hong Kong, April 2014, Section 5.

¹⁰中國共產黨第十八屆三中全會全面深化改革的決定，第（12）條。

¹¹例如國家開發銀行與進出口銀行發行的債券，就是准國債。

五、擴大企業及個人對外投資，擴大對香港特別行政區開放合作¹²

(1) 利用香港作為我國機構投資者、企業與個人境外投資的平臺

鼓勵我國機構投資者、企業與個人充分利用香港作為境外投資的平臺。香港是僅次於紐約與倫敦的國際金融中心，資金流通自由，企業註冊便捷，稅制簡明優惠，規章法治健全，資訊即時完整，專業人才鼎盛，交通網絡發達，基礎設施完備。所以國家外匯管理局與中國投資有限責任公司（國家的財富基金）都先後選擇在港設立據點，管理利用國家外匯儲備對外投資的業務。香港已先後與二十多個國家與地區簽署互相避免雙重課稅協議，同時也在積極爭取與未簽署的國家與地區達成協議。內地機構投資者、企業與個人，都可以充分利用香港作為境外投資的平臺與跳板。

(2) 規避“走出去”直接投資的匯率風險

內地投資者境外直接投資的一大風險，就是匯率風險。投資者在若干年後，可能以被投資國的貨幣計算賺了錢，但以人民幣計算就虧了本。這種長期匯率風險，可以利用以被投資國貨幣作為計價單位的長期貸款進行直接投資來規避。假如被投資國貨幣貶值，中國投資者在被投資國的資產與收益都會貶值，但它們以被投資國貨幣計價的負債也會同時貶值，可以達到一定程度的抵消。而香港的金融機構正可以為內地向境外投資者提供這種服務，安排這類貸款。

¹²中國共產黨第十八屆三中全會全面深化改革的決定，第（24）與（25）條。