

# 讓人民幣可兌換穩妥的辦法

任志剛

研究專論第五號

二零一一年四月

全球經濟及金融研究所  
香港中文大學  
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、機構及團體的慷慨捐贈  
及對我們的支持：

鄭海泉

周松崗

劉遵義

黃桂林

國家開發銀行

恒基兆業地產有限公司

香港上海滙豐銀行有限公司

新鴻基地產發展有限公司

# 《讓人民幣可兌換穩妥的辦法》 (中文譯本)\*

任志剛教授<sup>1</sup>

中國人民銀行 中國金融學會 執行副會長

中文大學全球經濟及金融研究所 傑出研究員

宏觀審慎顧問有限公司 主席

## 引言

1. 國際貨幣體系的運作方式至今未能有助於全球金融的穩定。讓人民幣資本帳可兌換，是國際貨幣體系進一步發展重大的課題。一個經濟體如果在今後二十年內可能成為全球第一大，它的貨幣不論是作為交易媒介還是藏富之所，都應當在國際貨幣體系內扮演一定的角色。但是，人民幣資本帳如何邁向可兌換，尚未有明確的路子。發達和發展中經濟體的金融當局正苦於國際資本威力日增、駕馭不易，由於資本帳可兌換可能對中國的貨幣和金融穩定性帶來風險，中方還沒有作出決定也就可以理解。本文嘗試就此作點探討，指出完全兌換（full convertibility）與自由兌換（free convertibility）兩者重要的區分，最後就如何達致人民幣資本帳可兌換提供一些看法，以供參考。

---

<sup>1</sup> 本文的背景研究工作獲香港中文大學全球經濟及金融研究所黃凱兒小姐和許懷珊小姐協助，謹此致謝。

## 政策的目的

2. 目前雖然並非國內外關注的焦點，中國似乎決心逐步朝人民幣資本帳可兌換推進。目前中國的貨幣和金融前線主要關注控制通脹和冷卻對通脹的預期，以及將貨幣政策的基調由「適度寬鬆」轉向「穩健」，把「流動性閘門」，完善人民幣匯率形成機制和推進利率市場化改革<sup>2</sup>。這些都是當急要務，在政策上優先得多可以理解。但正如國家外匯管理局（英文縮寫「SAFE」）網站一篇介紹外匯管理架構的文章說，中國讓資本帳可兌換的決心是明確不過的<sup>3</sup>。就這方面來說，「下一個階段」的目標是「有序可控地拓寬資本流出入管道，逐步實現人民幣資本項目可兌換」。國家第十二個五年計劃（2011-15年，簡稱「十二·五」）也重申了「逐步實現人民幣資本項目可兌換」的意願。
3. 但是，中國為什麼應該讓資本帳可以兌換，個中的理據仍然有待說明。SAFE 上述的文件提到，「外匯管理主動順應加入世貿組織和融入經濟全球化的挑戰，進一步深化改革，繼續完善經常項目可兌換，穩步推進資本項目可兌換，推進貿易便利化」。就資本帳可兌換來說，這似乎是中方自主的行動，而並非像經常帳可兌換那樣，是加入世界貿易組織（WTO）正式的條件。雖然，某些資本帳如果可以兌換，對於開放服務業貿易，尤其是金融服務，很有必要。

## 資本帳可兌換的理論與實踐

4. 由於開放資本帳的好處，至少在理論上十分清楚，國際上理所當然地認為，資本帳可兌換是好事。這方面理論上的理據是：資本帳要能兌換，才能讓全球各地有餘錢的人得以到境外投資和分散風險，更好地滿足他

---

<sup>2</sup> 例如，參見中國人民銀行貨幣政策委員會召開第四季度例會後，在 2010 年 12 月 27 日發表的聲明，以及中國人民銀行 2010 年 1 月 6 日召開工作會議後，同日發表的聲明。

<sup>3</sup> 國家外匯管理局網站的「歷史沿革」頁對中國外匯政策的架構有詳細的介紹  
[http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/whjjs/whjjs\\_detail.jsp?id=1&ID=160500000000000000](http://www.safe.gov.cn/model_safe/whjjs/whjjs_detail.jsp?id=1&ID=160500000000000000).

們的風險胃口。而籌資者也有更多資金來源可供選用，以較低廉的代價，在境外找到與本身風險狀況配對的風險承擔者。因此，讓資本帳可兌換，也就可以在國際層面上增加資本分配和金融中介的效益，更有效地推動經濟的成長和發展。

5. 但其實目前尚欠實證，可以將經濟成就具體歸功於開放金融，尤其是讓資本帳可兌換或自由兌換。似乎比較明確的只是，金融市場因為資本帳自由兌換而得以全球化後，至少在美國次按危機來襲前的一個長時間內，國際金融中介的盈利率得以大大提升。但有關資本帳自由兌換的好處，實證實在太少，以致無論學術機構還是國際貨幣基金組織（IMF）這類國際金融機構，都未能堅定不移、由始至終地大力推動。
6. Fischer (1998)認為，一如開放貿易，「資本流動令儲蓄得以在全球範圍內作有效的分配，也有助於分散風險。」<sup>4</sup>但並非所有人都同意這個看法。Joseph Stiglitz 和另一些學者由於提出經濟理論以說明資本市場自由化的消極作用，獲頒 2001 年度的諾貝爾經濟學獎。他們指出，只要資訊不對稱的現象繼續當道，利用市場為資源作最佳的分配純屬理論<sup>5</sup>。在任何一個地區進出的短線投機性資本流動，並不會令資本流向回報最高的經濟體、帶來實質的經濟成長。這類投機通常很波動，帶有破壞性，傾向週期性，甚至可能削弱經濟、令金融不穩。
7. Fischer 和 Stiglitz 雖然就開放資本帳看法不同，但都強調，金融市場監管對資本流動的管理至為重要。Garber (1998)甚至說，削減金融市場監管連同開放資本帳，引來了金融危機<sup>6</sup>。IMF 的一份政策文件也說，「……

---

<sup>4</sup> Fischer, S. 1998. "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF", in *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, Princeton University, International Finance Section, Essays in International Finance, May 2007, pp.1-10.

<sup>5</sup> Stiglitz, J. E. 2000. "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability", *World Development*, Vol. 28, No. 6, pp.1075-1086.

<sup>6</sup> Garber, P. M. 1998. "Buttressing Capital Account Liberalization with Prudential Regulation and Foreign Entry", in *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, Princeton University, International Finance Section, Essays in International Finance, May, 2007, pp.28-33.

開放資本帳應視為更全面經濟改革方案的組成部份，與適用的宏觀經濟和匯率政策配合使用，並且透過政策來強化金融市場和有關機構。」<sup>7</sup>

### 國際貨幣基金組織的立場

8. 因此就資本帳可兌換的問題，IMF 的立場至今模稜兩可，雖然這些年以來，IMF 亦曾不止一次嘗試將有關課題納入其管理範疇。早在 1995 年，IMF 就 1977 Surveillance Decision 所作的修訂就界定了本身在資本帳上的角色：有權監察成員國有關的政策、提供技術指導，但未獲授權訂定可兌換的準則以施加於成員國<sup>8</sup>。1990 年代初期，國際上一度熱衷於進一步修訂條款，授權 IMF 管轄成員國對資本帳的限制。但亞洲金融危機爆發後，這個可能性宣告幻滅。
9. 有趣的是，相對較為近期，IMF 認識到資本大進大出會造成不穩，從而就資本大量流入制訂一套政策建議準則，而且一反其早前反對管制的立場（2005 年），納入資本管制的可能。IMF 2010 年 2 月發表的這份 staff position note，就其建議在某些情況下實施資本管制作出辯解，強調某些資本（例如債務和某些金融方面的外來直接投資）有可能對經濟成長帶來消極的影響<sup>9</sup>。當資本湧入時，在財政、貨幣和匯率方面採用傳統的政策措施，仍被視為較為可取。但萬一所有措施都失靈，正如圖 1 所示，也就要考慮資本管制。但 IMF 提醒各方，要考慮到資本管制的有效性和對多邊關係所造成的衝擊。

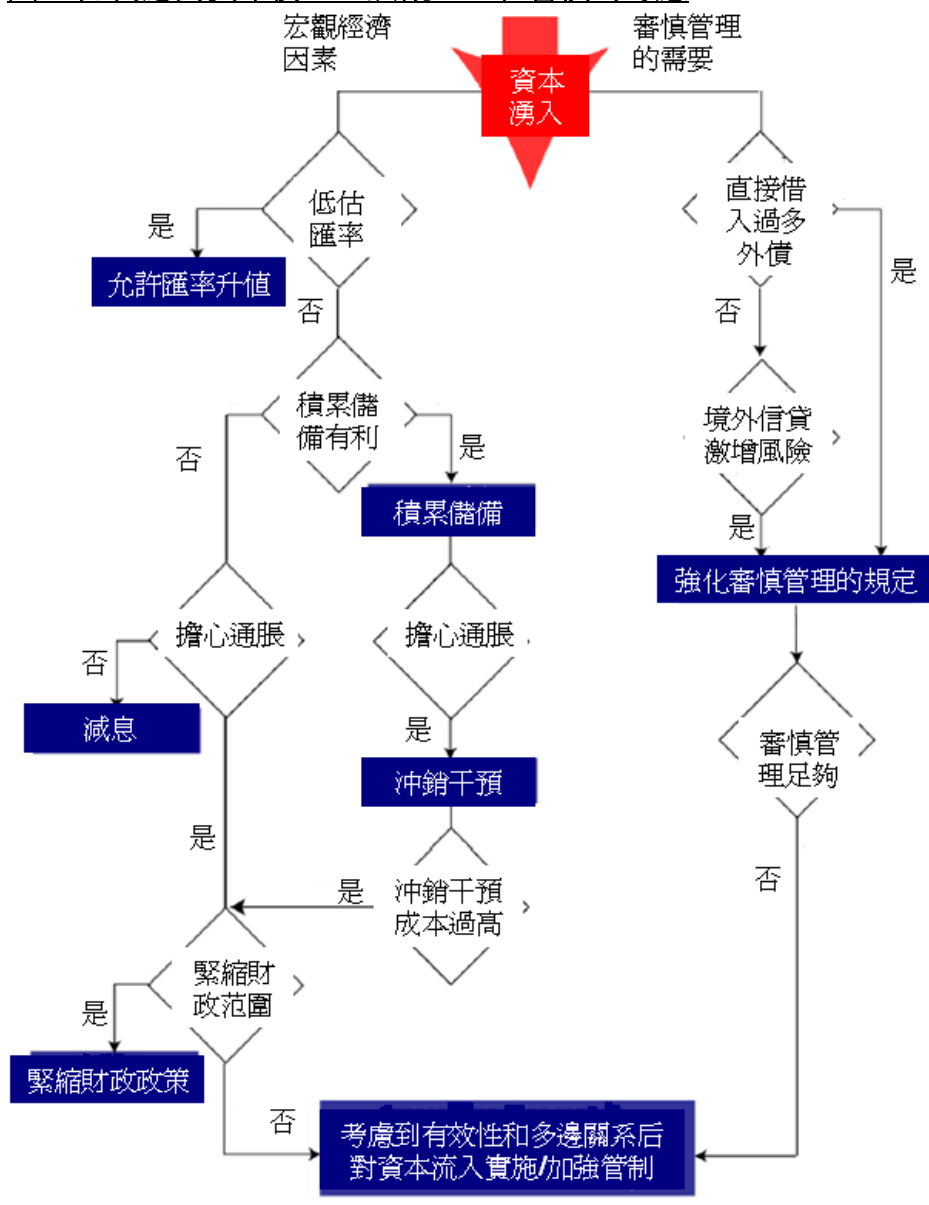
---

<sup>7</sup> International Monetary Fund, Monetary and Exchange Affairs Department, “Developments and Issues in the International Exchange and Payments System – Background Studies”, SM/98/172, Supplement 2, 8 July, 1998.

<sup>8</sup> International Monetary Fund, Independent Evaluation Office, “Report on the Evaluation of the IMF’s Approach to Capital Account Liberalization”, SM/05/142, Chapter 2, 20 April, 2005.

<sup>9</sup> International Monetary Fund, Research Department, “Staff Position Note – Capital Inflows: The Role of Controls”, SPN/10/04, 19 February, 2010.

圖 1. 如何應對資本湧進：宏觀經濟和審慎的考慮



資料來源：IMF Staff Position Note – Capital Inflows: The Role of Controls, February 2010

10. IMF 不論支持還是默許資本管制以應對資本湧進，都不等於其在資本帳可兌換上也採取同樣務實的態度。但考慮到資本帳可兌換對貨幣和金融穩定性可造成的風險，朝向可兌換推進時，要求慎而慎之無疑是站得住腳的。因此，中國內部在這方面並沒有可見的政治壓力，不像在開放匯率的問題上，特別關注本身的國際收支不平衡會否持續不變。因此，中國在開放資本帳的進程中，得免被國際社會盯住不放。

## 中國的政策考慮

11. 事實上，雖然金融市場邁向全球化時，適逢全球經濟也有可喜的成長，兩者同時發生，但最近這十幾二十年也經常爆發金融危機。這也就說明，讓資本帳無約束地可兌換，可能對貨幣和金融穩定性帶來風險。儘管缺少實證以確認資本帳可兌換的好處，中國深明個中的利弊。對中國來說，有鑒於本身的社會主義市場經濟在全球獨一無二，爲了繼續發展經濟，有需要小心謹慎地物色一種資本帳可兌換方式，確保可以駕馭國際資本。
12. 但中國還有一個重要的考慮。這就是近年認識到，經濟成長模式有需要調整，由出口導向相對地轉向內需帶動。這項認知至關重要，令人欣慰。轉型的好處很多，除了加強經濟成長和國家發展的可持續性，也可望更有效地協助國際社會糾正全球性的對外收支失衡，將不少人出於繆誤和政治動機以一直推動（利用貨幣升值來達成）的補救辦法移離國際關注。
13. 目前還不清楚，中國是否已充分認識到，成長模式想獲得必要的調整，一個重要的因素是審慎地放寬資本帳的可兌換程度。從國民經濟核算體系，也就是  $S - I = X - M$  這條公式就足以說明。S 是國民儲蓄；I 是國內固定資本形成總額，說得簡單些總投資；X 是出口額；M 是進口額。中國的貿易順差  $X - M$  數目很大。雖然有人擔心中國過度投資，但在這條公式裡，國民儲蓄扣除投資后就是中國略爲龐大的貿易順差。中國的儲蓄率（估計相當於 GDP 的 50%）這樣高，所反映的是社會安全福利不足，國民必須自保<sup>10</sup>。但金融體系不夠發達，未能提供不同的管道爲儲蓄賺取足夠的回報，也導致無法避免國民儲蓄更多。儘管人民幣升值，資本帳可兌換的方式如果更開放，國民也就可以利用儲蓄到境外投資，經風險調整後，尋求較高而穩定的回報，從而降低儲蓄率、刺激內需。

---

<sup>10</sup>以 GDP 百分比表示的年儲蓄率估計數可以用世界銀行的世界發展指數求取。



## 資本帳可兌換的現有立場

14. 無論是否最高決策者的想法，值得注意的是，SAFE 就中國在資本帳可兌換問題上的立場是明確而積極的。同樣有趣的是，市場上雖然不乏預測，但官方在這方面沒有時間表。也許是沒有必要，并不存在政治壓力。由於開放金融市場將面臨國際金融的威力，必須審慎而為。因此，在資本帳可兌換這個改革領域上，正如 SAFE 明言，中國強調「循序漸進，統籌規劃，先易後難，留有餘地」。<sup>11</sup>
15. 就可兌換而言，中國多年來態度相當一致<sup>12</sup>。最初是 1993 年 11 月 14 日中共十四屆三中全會所作的〈有關中共中央關於建立社會主義市場經濟體制若干問題的決定〉。除了其他各方面，當時做了一項重大的決定：「改革外匯管理體制，建立以市場供求為基礎的、有管理的浮動匯率制度和統一規範的外匯市場，逐步使人民幣成為可兌換貨幣」。
16. 緊接著在 1994 年，經常帳方面開始有條件兌換。然後很快在 1996 年 12 月，撤銷經常帳所有的兌換限制，做到了經常帳完全兌換的 IMF 第八款要求。但同一時間內，資本帳的兌換仍然受到嚴格的管制。要到 2001 年 11 月加入 WTO 後，中國才就「穩步推進資本項目可兌換」採取重大的行動。其後是 2004 年年底，SAFE 就 IMF 列舉的 43 類資本帳交易，對國情進行自我評估，發現其中 11 類可兌換，有 11 類較少限制，15 類有較多限制，餘下的 6 類仍然受到嚴格的管制。
17. IMF 每年都發表《交易安排及交易限制年報》（縮寫 AREAER）。表 1 就 2008 年年報所列舉的中國大筆資本帳交易，概括了有關限制的立場。內地居民以「合格境內機構投資者」（QDII）身份離境投資、以及非內地居民以「合資格境外機構投資者」（QFII）身份到內地投資這兩項特

---

<sup>11</sup> 國家外匯管理局網站的「歷史沿革」頁對中國外匯政策的架構有詳細的介紹  
[http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/whjjs/whjjs\\_detail.jsp?id=1&ID=160500000000000000](http://www.safe.gov.cn/model_safe/whjjs/whjjs_detail.jsp?id=1&ID=160500000000000000).

<sup>12</sup> 國家外匯管理局網站的「歷史沿革」頁對中國這方面多年來的發展有詳細的介紹  
[http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/whjjs/whjjs\\_detail.jsp?id=1&ID=160500000000000000](http://www.safe.gov.cn/model_safe/whjjs/whjjs_detail.jsp?id=1&ID=160500000000000000).

殊安排，就是中國近年審慎地提升資本帳可兌換度的明證。至 2010 年年底為止，累計審批 QDII 88 項，離境總投資 683.61 億美元；QFII 有 97 項，到內地的總投資 192.72 億美元<sup>13</sup>。

表 1：中國對大筆資本交易限制的摘要（截至 2008 年）

		流入*	流出*
股票市場	非內地居民	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 買入在中國證券交易所上市的 B 股(以美元或港元計價) (亦供內地投資者購買)</li> <li>- QFII 人士根據既定限制買入 A 股</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 賣出在中國證券交易所上市的 A 股和 B 股</li> <li>- 非內地居民發行 A 股或 B 股不受限制</li> </ul>
	內地居民	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 經中國證券監督管理委員會 (CSRC) 批准，在境外發行 H 股</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 內地公司經國家外匯管理局(SAFE)准許回購在境外發行的股份</li> <li>- QDII 人士根據既定限制，在境外買入股份及其他投資工具</li> </ul>
債券和其他債務證券	非內地居民	<ul style="list-style-type: none"> <li>- QFII 人士可在本地買入國庫券、可換股債券及企業債券</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 國際發展機構經財政部(MOF)、中國人民銀行(PBC)及国家发展和改革委员会批准，可發行人民幣債券</li> <li>- 經批准的外資企業可發行債券</li> </ul>
	內地居民	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 經國務院監察部事先批</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 經中國保險監督管理委員</li> </ul>

<sup>13</sup> 有關數據取自國家外匯管理局局長 2011 年 1 月 18 日在該局網站上發表的論文。

		准	會(CIRC)和國家外匯管理局批准，保險公司、證券公司、合資格銀行及團體可購買符合評級規定的境外債券
貨幣市場	非內地居民	- QFII 人士可在本地購買	- 不可
	內地居民	- 經國家外匯局批准，可發行貨幣市場工具	- 經保險監督管理委員會和國家外匯管理局批准，保險公司、證券公司、合資格銀行及團體可購買符合評級規定的貨幣市場工具
集體投資證券	非內地居民	- QFII 人士可在本地投資封閉和開放基金	- 不可
	內地居民	- 經外匯局批准，可發行集體投資證券	- 經中國保險監督管理委員會和國家外匯管理局批准，保險公司、證券公司、合資格銀行及團體可購買符合評級規定的集體投資證券
衍生物及其他工具	非內地居民	- 不可	- 不可
	內地居民	- 經中國銀行業監督管理委員會批准，受監管的金融機構可出售衍生物以對沖、牟利、以及為客戶提供買賣服務 - 衍生物業務事前須經監	- 經中國銀行業監督管理委員會批准，受監管的金融機構可出售衍生物以對沖、牟利、以及為客戶提供買賣服務 - 衍生物業務事前須經監管

		管機構檢視和外匯未平倉合約受到限制	機構檢視和外匯未平倉合約受到限制 - 符合風險管理規定的受監管金融機構可在內地市場買賣黃金期貨
直接投資		- 非內地居民經（商務部）批准可自由在內地投資	- 外匯資金經審核來源、相關機關批准、完成離岸投資外匯註冊後可獲准

\*注：「流入」指非內地居民在當地購買或內地居民在境外銷售或發行；「流出」指非內地居民在當地銷售或發行、以及內地居民在境外購買

資料來源：IMF AREAER 2008

18. 2011年1月18日，SAFE的局長在該機構網站上撰文，就外匯管理工作總結了第十一個五年計劃（十一·五）的成就、列舉了第十二個五年計劃（十二·五）的任務<sup>14</sup>。有關資本帳可兌換的任務是：「截至目前，按照國際貨幣基金組織劃分的7大類共40項資本項目交易中，我國實施嚴格管制的主要是跨境金融衍生工具交易等，其他項目已實現一定程度的可兌換，人民幣資本項目可兌換程度明顯提高。」
19. 展望「十二·五」，SAFE上述文章有關資本帳可兌換的部份包括：「進一步推進貿易投資便利化」、以及「穩步放寬跨境資本交易限制，健全跨境資金監測分析體系，在資訊監測及時有效、風險可控的基礎上，逐步實現人民幣資本項目可兌換。」由此看，中國會以必要的審慎，繼續充滿信心地朝資本帳可兌換推進。

<sup>14</sup> 有關論文見於

[http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/news/new\\_detail.jsp?ID=9000000000000000,864&id=3&type=1,2](http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/new_detail.jsp?ID=9000000000000000,864&id=3&type=1,2).

20. 有趣的是，SAFE 的文章提到一種監測和分析資金跨境活動的系統，顯示中國已擁有監測資本流動和進行分析的精密系統。資本進出的問題十分敏感，資訊管理系統對管理風險不可或缺。中國看來已掌握了現代資訊科技的優勢，建成這些系統，並正已採取步驟，對金融體系進行廣泛的改革，尤其是就開放資本帳而言。中國人民銀行（PBC）和 SAFE 的其他文件還提到 RCPMIS，也就是「人民幣跨境收付資訊管理系統」（RMB Cross-border Payments & Receipts Management Information System 的英文縮寫），以及「直接投資外匯管理資訊系統」（direct investment foreign exchange administration information system）。中國密切關注資本方面的監測和分析工作，印證了一眾領導人尤其是國務院總理，就如何管理好改革所一再強調的主導思想：「可控、漸進、主動」。客觀來說，過去這十幾二十年國際金融起伏不穩，這看來是資本帳朝向可兌換的審慎之道。
21. 2010 年 7 月，相信是回應外界對中國外匯儲備急增的關注、以及發達市場爆發金融危機後，中國外匯資產的質素可能惡化，SAFE 就外匯管理政策作了一次有趣的解說，強調「很注意與公眾交流」、以及「積極採用不同的手段以增加政策和管理的透明度，以便社會大眾熟悉和瞭解國家的外匯管理。」
22. SAFE 以 28 條問答（Q&A）的形式，在本身網站上發表了五篇文章，涵蓋外匯管理的方方面面：由外匯儲備的角色和管理方法談到中國持有美國官方債券房利美(Fannie Mae)和房貸美(Freddie Mae)的情形、歐洲主權債務的衝擊，以至如何深化改革和開放市場的主導思想。其中第 23 條問答將「外匯管理理念的五個轉變」總結為「貫徹落實科學發展觀的具體實踐」<sup>15</sup>，分述如下：
- (1) 從重審批轉變為重監測分析；
  - (2) 從重事前監管轉變為強調事後管理；

---

<sup>15</sup> 這 23 個問與答分列於題為〈外匯管理政策熱點問答〉（一）至（五）的五個文件裡，收錄於國家外匯管理局網站。其中第 23 個問與答見於（五），網址是 [http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/news/new\\_detail.jsp?ID=9000000000000000.810&id=3&type=2](http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/new_detail.jsp?ID=9000000000000000.810&id=3&type=2).

- (3) 從重行爲管理轉變爲更加強調主體管理；
  - (4) 從「有罪假設」轉變到「無罪假設」；以及
  - (5) 從「正面清單」（法無明文授權不可爲）轉爲「負面清單」（法無明文禁止即可爲）。
23. 這五個轉變雖純屬意願，但仍然很大膽，予人的印象是過於信任外匯市場業務人士的操守。但與上述第 23 條的答案（A23）結合看，這些文件也許預示了中國管理外匯的手法或者某種資產可兌換的方式，說不定會成爲外匯市場的新範式，在市場爲經濟服務和確保金融安全兩者之間提供一種有趣（甚至是最佳）的平衡。這在國際金融近期的歷史上，一直可望而不可即。這五個轉變如何落實令人饒有興味。A23 說得很對：這需要很長的時間，期間內這五個轉變會不斷地微調。

## 外匯市場

24. 市場爲供與求尋求價位的功能被當作理所當然，久而久之，也就很少有人談到市場在尋價過程中真正的效益，更莫說質疑。金融市場對此更深信不疑。即使微不足道的金融波幅也涉及重大的利害。一個回眸，一個流盼，都可能擠出或燒掉百萬計的金錢。市場玩家靠價格起落維生。但日常買賣的金融產品起落仿佛不夠大，缺乏牟利的機會，用衍生工具投注價格變化幾乎成了今天金融市場的特色。
25. 熟悉香港回歸前歷史的人士相信都記得，當時負責爲香港過渡到 1997 年 7 月 1 日商討各項安排的中英聯合聯絡小組一再重複的熟語「維持繁榮與穩定」。但這句話激怒了香港一些人，尤其是金融業人士。可以理解的是，他們很希望中英談判有進展，以致也許純屬說笑地，有悖于業內的情緒。因爲對他們來說，「在金融這一行，繁榮與穩定難以共存。」無論是否說笑，令人遺憾的是，這種情緒在金融界裡顯而易見。每當市場轉趨沉靜、價格保持穩定，也就有人抱怨缺少「vol」，也就是英文 volatility（波動）的簡稱（也許同時代表 volume，也就是英文裡的交投量）。

26. 監管當局或者應該問，市場價格發現時是否有足夠的效益，令市場有其當初得以存在的理由。又或者問，由於價格太波動、市場太扭曲，市場是否已淪為以進出市場為業者的私利，不再是為經濟需要服務？說到底，後者才是首要的公共利益。此外，市場人士最愛價格波動，但這是否有損金融體系的健全性及其支援經濟的能力？是否有成本效益較好的方法以駕馭市場分配資源的能力，減低其有損公共利益的風險？
27. 根據國際結算銀行（BIS，內地譯作「國際清算銀行」）和聯合國貿易與發展會議（UNCTD）公佈的統計，明顯出於對匯價變動的預期和居中尋利的外匯買賣和持倉行為佔全球交易的 97%<sup>16</sup>。此外還有隨著外匯風險積聚，為了合理地管理風險所進行的投機和非投機性對沖。餘下的 3%才是實際經濟活動的外匯需求，包括貿易和對外直接投資。外匯市場為 3%的實際需要去發現價格時，真的需要另外 97%的非實質交易來幫忙嗎？不用說下去都知道，這少說也是值得質疑的。實證方面，短線大起大落對市場穩定性所造成的嚴重傷害、以及由此引發的偶見市場掠奪性行為，都似乎說明結論剛好相反。市場需要馴服這 97%的非實質交易，提醒這類交易它們存在的目的，即使此舉會壓縮市場規模、減少就業機會。

### 金融脆弱性的決定性因素

28. 1997-98 年亞洲金融危機和 2008-09 年發達市場次按危機的經驗教訓，令國際社會對於監管當局如何最有效地維持金融穩定性高度關注。這方面文獻很多，特別是出自國際金融機構和負責制訂標準團體之手。本文無意廣泛介紹，而只是在探討人民幣資本賬可兌換的過程中，作為必要的步驟，藉著作者實際對付這兩場危機的第一手經驗，以宏觀角度總結出三個令金融市場變得脆弱的決定性因素。這些看法當然說不上全面，但就這個問題，至少有兩個因素尚未成為其他研究的焦點。

---

<sup>16</sup> 利用國際結算銀行及聯合國貿易和發展會議的 2007 年全球數據，用每年的商品服務總貿易額及外來直接投資之和除以該年的外匯總交易額，同時假設每年平均有 250 個交易日，即可大致估計實際經濟活動所產生的外匯交易額。

29. 第一個決定性因素顯而易見。這就是宏觀政策的可信性。對此無須多費唇舌。對於金融危機為何會來襲，往往有一套熱門的解釋。這就是國際金融機構總是苦口婆心地指出的，宏觀政策有欠審慎。這包括：負債過多又或者過分依賴向外舉債，而且是借入外幣；外貿逆差龐大，政府赤字很大，匯率定得太死，貨幣管理無效，諸如此類。但單靠審慎的宏觀政策不足以確保金融穩定。1997 年亞洲金融危機爆發時，亞洲有些經濟體的宏觀數據比今天很多發達市場健全得多，但都慘遭市場「懲處」。由於這種區別「對待」，金融市場對不同地區所施加的宏觀經濟紀律，幾乎是有欠公平的。這可以用導致金融脆弱的另外兩個決定性因素來說明。
30. 第二個決定性因素是規模，說得具體些，區內市場規模相對於國際資本總量的比例。國際資本總量不但在經濟好景的年頭飆升，而且次按危機爆發後，由於少數發達市場的中央銀行採取量化寬鬆政策，這個比例即使不再上升，也至少是維持。國際資本流動所掀起的波浪，對於一些最大的國家來說，只是市場岸邊的浪花，但對較小的市場足以造成海嘯。可是，金融脆弱性與市場規模的關係不是線性的。一些最小的市場根本不會引來短線逐利的國際資本。例如，澳門的匯率雖然與香港掛鉤，貨幣在 1997-98 年並沒有受到狙擊。但香港市場一方面流動性大到足以引來國際資本，另一方面又小到足以被反轉，遂遭受到當時最猛烈的衝擊。亞洲其他中型的新興市場也同病相憐。
31. 就規模引起的金融脆弱性，中型市場要加大規模，也許是共用一種貨幣以便增加總流通量。對亞洲來說，這也就是學歐洲成立貨幣聯盟（但各國的財政缺乏緊密的協調，如今看來功效成疑）。但很難想像，亞洲各地願意在貨幣（和財政）政策上讓渡主權。貨幣安排對於亞洲，從而國際貨幣體系的未來至為重要，希望在日後的論文裡再作探討。
32. 金融脆弱性的第三個決定性因素是市場的開放程度。這裡不僅涉及對國際資本開放，也包括對金融創新開放，前者關乎人民幣最終達致可兌換的目標，後者則往往成為金融不穩定的源頭。就開放市場來說，每當市場不穩甚至只是預見不穩，就有不少地區實施資本管制。實施的時間再



短暫，也都說明對徹底開放市場有所保留。就這方面來說，香港的市場正因為高度開放和自由，而且寫入了《基本法》，維護金融穩定性成為極具挑戰性的任務，在宏觀、貨幣和金融事務上，都必須堅定不移地高度自律。正如上文說，學術上對於開放資本帳的好處並無共識。因此，像中國這些地區，必須深入探討以何種程度和形式開放方最為有利。

### 完全兌換對自由兌換

33. 這也就需要就一種貨幣的「完全兌換」(full convertibility)和「自由兌換」(free convertibility)作一區分。國際上談到貨幣兌換時，通常不作這種區分。所謂「兌換」似乎通常指本地貨幣與各種外幣互換時，無須應詢、填表、審批或申報的自由。例如，銀行只要對客戶的交易對手風險，包括結算風險等感到滿意，又做到「知客」、防止洗錢的法律規定，也就可以自由地與客戶或者為客戶進行交易。這也就是香港和多數資本主義自由市場經濟體的情形。事實上，《基本法》第一百一十二條寫道：「香港特別行政區不實行外匯管制政策。港幣自由兌換。繼續開放外匯、黃金、證券、期貨等市場。香港特別行政區政府保障資金的流動和進出自由。」
34. 完全兌換可按照 IMF 就經常帳和資本帳列出的多個項目進行評估。簡單地說，如果經常帳和資本帳的所有項目都可兌換，那也就是完全兌換。但完全兌換不一定等於在兌換上享有全部的自由，例如無須審批或向當局申報。不同的地區具體環境有別，作為保障金融穩定的必要措施，施加一些規定是合理的。只要認為有必要，審批特定目的的兌換時，規定兌換的額度用於所申請的目的，也是合理的。
35. 而不論是否需要審批，讓前述資本帳的所有 43 個項目都可兌換是否在任何時勢都有利，目前還不清楚。還有複雜的金融衍生產品，讓這類買賣的收益可兌換是否可以在國際範疇內提升本身作為金融中介的效益，也缺少有說服力的全方位理據。與此相反，金融體系如果大力製作、分發

甚至購入複雜的衍生產品，將會無可置疑地在傷害金融體系的健全性上起到重要的作用，這方面卻不乏例證。

36. 值得欣慰的是，中國官方文件在這個問題上的用詞是「可兌換」。這可以解作「獲准兌換」，而非「自由兌換」或者英文說的「free to convert」。爲了讓經濟和金融活動有效地進行，提倡兌換簡便當然很重要。但正如上述的 SAFE A23 條說，當局「以風險可控、金融安全爲底線」。爲此，「逐步減少事前審批，重點加強事後監測管理」即使再可取，也還需要有機制「對跨境資金流動全口徑監測分析」。

### 策略建議

37. 考慮到本文上述的論點，建議採取下列策略，以達致人民幣資本帳可兌換。

- (1) 正如其他領域的改革，朝向人民幣資本帳可兌換所進行的改革，也應該強調「可控、漸進、主動」。
- (2) 正如上文說，應明確區分完全兌換和自由兌換，在外匯管理方面以完全兌換爲改革的目標。
- (3) 應認真審視資本帳名下每一種項目可兌換的風險與好處，讓合適的國際標準訂定機構參與評估，特別是這樣做對金融穩定性的風險和金融效益的好處。與此同時，在任何情況下都要強調，市場的功能是支援經濟而不是提升金融中介的利潤率。
- (4) 就資本帳的各個項目，只有在充分舉證，此舉可加強金融效益，又已審慎管理對市場穩定性的風險，明確符合公眾利益後，才應該開放兌換。
- (5) 應建立機制，既爲合法的買賣提供有效率的兌換，又做到有效的監測。
- (6) 至於金融中介機構，特別是有能力參與外匯批發市場的銀行，應遵守「知客」的官方規定，負責弄清楚客戶的兌換需要，確保兌換所得用於合法需要。
- (7) 有關當局應就濫用兌換保留制裁權，方式可以是懲罰或徵稅。

(完)

\*此中文工作文件為英文版本譯本。如中、英文兩個版本有任何不相符之處，應以英文版本為準。