



## IMF 對資本管制的取態及啓示

近年來，國際組織和發達經濟體對資本管制的態度有了較大轉變，與亞洲金融風暴之前的全盤否定不同，一是因為對亞洲金融風暴的檢討得出的一個結論是不成熟的金融體系加上過早解除資本管制足以醞釀重大危機；二是因為美國次按危機和金融海嘯之後全球主要央行同步寬鬆，全球流動性泛濫，沒有直接捲進危機的新興市場面對巨大壓力。對於前者，關於資本管制的討論主要針對資金外流，對於後者，則主要針對資金流入。

2010 年，IMF 正式透過其研究提出了對資本管制不同於前的取態，當時主要是針對資金流入。後至 2012 年，IMF 發表題為 THE LIBERALIZATION AND MANAGEMENT OF CAPITAL FLOWS: AN INSTITUTIONAL VIEW 的報告，正式提出了全面涵蓋資金流入和資金流出的立場，肯定資金自由流動對全球經濟和涉及國家的好處之餘，也首次公開認同資金流動也可帶來重大風險，導致信貸和資產價格的巨大起伏。據此，IMF 提出了新的立場，對於資本管制從以前的開紅燈轉變為在特別情況下開綠燈、而正常時期則開黃燈的取態。

IMF 的報告指出，資金如果持續具規模或是突然外流，其成因無論是國內、國外還是國內外綜合性的，或會導致種種問題如外匯儲備耗盡、貨幣崩盤、金融體系危機、經濟衰退等，即使未至於達到危機境地，但對匯率、資金供應和利率等會帶來重大挑戰。這些症狀都在今年資金外流、人民幣兌美元匯率貶值當中有不同程度的體現，例如人民幣兌美元今年貶值超過 6%，累積貶值則超過 13%；中國的外匯儲備截至 11 月份較其 2014 年中的歷史高位減少 9416 億美元；10 年期國債收益率較其 8 月份低位高出 62bp 或 24%；與去年底水平相比，3 個月以內的 Shibor 全綫告升，升幅 9bp 至 33bp 不等。

戴道華  
高級經濟研究員  
Tel: 28266187  
michaeldai@bochk.com

**聲明：**  
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

應該說目前中國整體的國際收支狀況健康，也沒有大幅的外幣資產負債錯配問題，全口徑外債餘額為 1.4 萬億美元，其中本幣外債佔比 43%，就算人民幣兌美元顯著貶值，也不虞觸發像亞洲金融危機一樣的債務危機。最大的潛在隱憂在於國內居民和企業對外資產配置程度偏低，在持續貶值預期下卻需求不斷加大，資金外流和匯率貶值就互為因果、不斷循環，造成國內流動性偏緊，市場利率趨升，最終影響實體經濟表現。根據國家外管局的中國國際投資頭寸統計，撇除了屬於官方的儲備資產投資以外，中國對外投資最主要的組成部是直接投資（20%），其次是其他投資項下的貨幣與存款（6%）、貸款（8%）和貿易信貸（8%），金融類的證券投資和金融衍生工具投資規模很小，加起來佔比才是 5%，將之與貨幣與存款加總，金額才為 6603 億美元，是一個較小的比例，因此資金外流的壓力一直持續較大。

針對資金外流，IMF 提出的管理方法包括對居民的對外投資和轉移設限；對非居民出售本幣資產後的資金返還設立等候期、最低持有期或徵稅；限制非居民取得本幣的渠道以提高投機成本等。近月針對人民幣匯率穩定的措施當中，這些方法也有一定運用，如限制部份外資跨境操作以緩解離岸人民幣沽壓；在離岸市場幹預和挾息以提高投機成本；為居民銀行卡境外購買保險設限以抒緩離岸人民幣匯率壓力；限制對外直接投資等。

在全球，不乏有關個案和成功的經驗。在亞洲金融風暴中，馬來西亞實行資本管制，主要措施包括限時要把 Ringgit 掉返在岸市場，並規定非居民出售馬來西亞證券後的資金調走要有 12 個月的等候期等。近月，馬來西亞央行又採取措施禁止非居民參與 Ringgit NDF 的交易，在自 2005 年以來實施的有管理浮動匯率下重推資本管制，手法開始向當年的做法傾斜。在亞洲金融風暴爆發後，馬來西亞是唯一採取全面資本管制作為主要反危機手段的亞洲經濟體，之後的匯率制度也非自由浮動，那麼對外去杠杆的壓力就減輕了。時至今日，其政府財政依然呈赤字，赤字率偏高，相當於 GDP 的 3.1%，其總外債相當於 GDP 的 64%，顯然也偏高，反映要糾正經濟中的失衡，還是要靠宏觀政策調整，而非資本管制。

此外，對資金外流進行管制的還有 2001 年至 2002 年期間的阿根廷，主要措施包括限制銀行提款、以及限制外幣轉移和貸款。

2008 年的冰島主要採取的措施包括停止本幣賬戶在資本項下的任何兌換活動。2008 年的烏克蘭採取的主要措施包括非居民要把本幣投資收益轉成外幣要有 5 天的等候期。IMF 當時對阿根廷和冰島都進行了援助，其援助條件之一正是要實行臨時的資本管制。在後來的希臘債務危機中，資本管制在 IMF 的背書下亦再次出現。

資本管制不會沒有成本，IMF 認為它應該是有限度和臨時性的，要有宏觀和結構性政策調整的配合，而不應作為有關政策的替代，因為它會導致某些扭曲如金融市場和公共財政的紀律性降低、限制了外來資金的供應、也限制了居民對外資產配置的選擇等。至於退出資本管制的時機，IMF 則認為因人而異，大的原則是當匯率、債務和金融的穩定性得到回復；對國內資產的信心回復；有關經濟體可以重回國際資本市場；外匯儲備重回一定關鍵水平等。參照之下，就人民幣而言，迴旋的空間應該不小。

## 近期報告

1.	HIBOR走勢分析及其影響	張文晶	12.19
2.	債市異動主因非聯儲局加息	卓亮	12.19
3.	Fintech公司紛紛落戶新加坡的來龍去脈	關振球	12.16
4.	波動加劇，明年港股可看高一線	蘇傑	12.15
5.	聯儲局加息，利率上升周期真正成型	鄂志寰	12.15
6.	機械人理財可拓展年輕理財市場，創造多贏局面	關振球	12.07
7.	強美元下亞洲新興市場哪一個最脆弱？	戴道華	12.06
8.	歐佩克達成減產協議影響幾何？	柳洪	12.05
9.	意大利公投被否決，歐元區不確定性攀升	鄂志寰、蔡永雄	12.05
10.	馬央行禁止外資進行馬幣 NDF 交易的成效存疑	譚愛璋	12.01
11.	深港通倒計時，跨境監管料升級	蘇傑	11.30
12.	強勢美元“王者歸來”意味著什麼？	鄂志寰	11.29
13.	美國債市精神分裂 特朗普新政暗湧	卓亮	11.28
14.	馬幣急跌有因 泰銖站穩有理	黃思華	11.23
15.	高盛建立網絡貸款平台的啓示	張文晶	11.23
16.	人民幣兩輪貶值中港元的不同表現及其啓示	戴道華	11.16
17.	“特朗普效應”：市場蜜月期還能維持多久？	蘇傑	11.16
18.	全球稅務資訊交換對本港金融業影響淺析	蔡麗斌	11.16
19.	三季度香港經濟再勝預期	蔡永雄	11.11
20.	特朗普政策對美國經濟影響並非全面利淡	蔡永雄	11.11