

2016年2月22日

高級經濟研究員 戴道華

資本管制在人民幣攻防戰中的角色

近月，在人民幣匯率的攻防戰當中，除了市場化的匯市干預和挾息以外，中國還採取措施限制人民幣流出，如禁止境外銀行通過債券回購向境內銀行借貸，暫停容許境內投資者購買人民幣計價海外資產計劃的新申請，以及對銀行卡境外購買保險額度設限等，旨在緩解離岸市場沽空人民幣的壓力。這些措施的效果毋庸置疑，但代價是人民幣國際化進程，因此市場上不無爭議。

人民銀行的觀點

近日，人民銀行行長周小川接受財新週刊採訪，圍繞人民幣匯率改革作出了深入闡述，其中對資本管制有不少著墨，反映央行的態度開明，資本管制有其針對性，並非是簡單地為穩定匯率而對國際化開倒車。其主要觀點和解讀如下：

- 需要區分資本外流和資本外逃兩個概念。外向型企業的結售匯策略選擇和負債結構調整是正常行為，屬於利益權衡，總是會見底的。

解讀：2015年中國的貨物貿易順差高達5981億美元，但該順差並未反映在官方外匯儲備或銀行業外匯存款增長之上，顯示出口企業在人民幣兌美元貶值預期下選擇保留大部份美元盈餘於境外，雖然影響外匯儲備數字，但仍是正常企業行為。

- 市場上有投機力量並不奇怪，有時也很難區分投機與風險管理操作。

不讓投機力量主導市場情緒，並不意味著它一來就正面阻擊，要考慮有效使用彈藥、成本最小化的問題。進一步改革匯率形成機制，本身就有助於更靈活地應對市場投機力量。

解讀：中國目前3.2萬億美元的外匯儲備仍居全球之首，但消耗的空間還是有限的。面對投機壓力，讓人民幣兌美元適度貶值，可以增加進

一步投機的成本，輔助匯率穩定。

- 我們統籌考慮便利化和防風險，在繼續大力促進貿易投資便利化的同時，強化風險防控，突出反洗錢、反逃稅、反稅基侵蝕和利潤轉移、反非法金融活動。

解讀：資本管制措施針對的是資金外逃，而非正常的貿易和投資往來。

- 比如有謠言稱外匯局要對外資企業利潤匯出加以限制，須知這是經常項目，一直是允許的，外匯局從來沒有什麼額度管制。資本項目上，企業的海外並購、設子公司和代表處也都可以走正常程序換匯。

解讀：對經常帳不會重新設置資本管制，對資本項下的對外直接投資也不虞重新設限。

- 國際經驗表明，資本項目的外匯管制對於那種較為封閉的經濟體是有效果的，而對於較為開放的經濟體則往往難以奏效，另外，資本管制對防止過度資本流入比防止資本流出更為有效。

解讀：中國經濟的對外開放程度已不低，資金外流問題或會一直存在，能夠追求的是管理和便利化之間的平衡。

- 我們當然希望人民幣國際化進程順利前行，但經濟運行中不可能什麼好事都佔。人民幣國際化進程本身會是波浪型前進的，如果觀察到投機成為外匯市場中的主要矛盾，就重點應對投機，等市場逐漸回到相對穩定狀態，人民幣國際化還會繼續前進。

解讀：當兩者不可兼得的時候，以人民幣匯率穩定為主，國際化為輔。

IMF及國際經驗

其實，近年來即使是國際組織和發達經濟體對資本管制的態度也有了較大轉變，與亞洲金融風暴之前的全盤否定不同，契機之一是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；契機之二則是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逃，對於後者，則主要針對資金流入。

在亞洲金融風暴之前，解除資本管制是IMF所積極倡導的，但隨後的危機凸顯了亞洲多國不恰當的匯率政策和貨幣政策在解除資本管制下先是吸引大量熱錢流入，催谷起泡沫和外債，後在資金外逃下觸發了債務、貨幣乃至經濟和金融危機。在危機爆發後，IMF作為主要的援助者，對受助國開出了苦口的藥方，包括加息捍衛匯率、政府削減開支和讓金融機構倒閉等，只有馬來西亞選擇不接受IMF援助，而在1998年9月起重拾固定匯率，並在之後7年時間裏重新實行資本管制。之後的復甦比較是實行或不實行資本管制的亞洲各國各有所長，資本管制並非是飲鳩止渴，泰國和韓國的復甦與其經濟活力和匯率貶值有關，而馬來西亞的資本管制則緩解了調整的痛苦。

到了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，其背景是在美國次按危機和金融海嘯爆發後發達經濟體同步實行超寬鬆貨幣政策，沒有直接捲進危機的新興市場多要面對資金流入和流動性泛濫的相關問題，因此IMF的取態轉變當時主要是針對資金流入。後至2012年，IMF在其題為《THE LIBERALIZATION AND MANAGEMENT OF CAPITAL FLOWS: AN INSTITUTIONAL VIEW》的報告裏面正式提出了全面涵蓋資金流入和資金流出的新立場。

在該報告裏面，IMF當然肯定了資金自由流動對全球經濟和涉及國家的好處，但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：

- 解除資本管制當有關國家在金融和制度發展達到某種水平後才會利大於弊。
- 解除資本管制要有良好的計劃、選取適當的時間和合適的步驟，以保證其利大於弊。
- 資金自由流動並非在所有時間都適合所有國家。
- 恰當的政策反應應該同時來自資金流動的目的地和來源地。
- 資本管制要輔以宏觀政策、金融監管和制度建設。在特定情況下，資本管制可以是有效手段，但它們不應替代宏觀經濟調整。

● 所有國家的政策制定者都應該考慮其政策會如何影響全球經濟和金融穩定。

在全球，繼亞洲金融風暴中馬來西亞實行資本管制後（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），對資金外流進行管制的計有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，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。更後來的希臘債務危機中，資本管制再次出現。

中國面對的挑戰

對於中國，在2005年匯改至2013年期間長時間地錄得資金流入，而在過去兩年，則錄得資金流出，由於中國的資本帳本來就有一定的管制，因此並非是全球的焦點所在。要應付資金流入，IMF提出的管理辦法是減息、匯市幹預、幹預衝銷、貨幣升值、資本管制等的單一政策或政策組合，而回顧中國在2005年至2013年期間的貨幣政策和匯率政策，這些手段都有一定運用。

針對資金外流的資本管制，IMF提出的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。在近月的人民幣攻防戰中，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等。但在人民幣獲准加入SDR、人民幣國際化有一個新的發展窗口的情況下，中國另一方面進一步對央行、主權財富基金和外國機構投資者開放在岸投資市場。這些開放措施如果得到積極回應，會自然地抵消一部份人民幣貶值壓力，另一方面，未來如果這些投資者選擇套現離場的話，應該不在資本管制之列，以在人民幣匯率穩定和國際化之間達到一定的平衡。

要穩定人民幣匯率，管理的一個重點相信在於本國資金外流。正如人民銀行所指出的一樣，投機力量並非影響中國國際收支平衡的主要力量，大的投機力量主要在離岸市場，能跨境流動的QDII和QFII數量有限，而且進出的規模和速度都受到管理。由於中國是銀行業主導的金融

體系，以往的信貸增長造成了其廣義貨幣供應M2無論是絕對的存量還是相對於GDP的比率都是全球主要經濟體裏面最高的，這些資金無論是出現具規模的恐慌性外逃、還是合理性資產再配置，都足以淘空中國的外匯儲備，造成人民幣兌美元大幅貶值，觸發金融和經濟危機。市場上關於中國5%的人口如果用盡每年50000美元的換匯額度就足以完全消耗掉3.2萬億美元官方外匯儲備的說法並非空穴來風。

但這一說法也流於表面。人民銀行的統計顯示截至2015年底，內地銀行業人民幣存款有136萬億元人民幣，其中住戶存款為55萬億元人民幣，非金融企業存款為43萬億元人民幣，財政存款為3.4萬億元人民幣，非存款類金融機構存款為13萬億元人民幣。3.2萬億美元官方外匯儲備約折合21萬億元人民幣，差不多等於近四成的住戶存款。另一方面，非金融企業存款雖然金額少於住戶存款，但由於當中上百萬家是進出口企業，跨境的資金調撥數量可遠大於個人額度，結合2015年中國取得龐大貿易盈餘、但進出口企業的結售匯策略和負債結構調整令該盈餘沒有轉化成爲官方外匯儲備或銀行業外匯存款的相應增加，就可以看出其關於人民幣兌美元貶值的預期。那麼管理好企業層面資金外流的重要性或不亞於個人。