

【解牛集】 - 刊於<信報>，2011年6月7日

香港人幣離岸中心須立足現實基礎

鄭國漢

香港科大商學院院長及經濟學講座教授

香港金管局日前公佈香港人民幣業務最新數據，截至4月底，人民幣存款總額已達5100億元，其中三份二是企業存款，三份一是個人存款。今年第一季度，通過香港以人民幣結算的跨境貿易量，所佔比例超過全國人民幣跨境貿易結算額八成。這些數字表示，香港發展人民幣離岸中心不斷取得進展。但我們必須更仔細和深入看人民幣國際化的實質意義，才能鞏固香港發展人民幣離岸中心的基礎。

筆者上周於本欄中，談到中國開放資本帳目的關鍵問題。事實上，從美元國際化的歷程，我們知道離岸的美元都不會全數流回美國，因為在美國之外既有美元的需求，也有美元的供應。同樣道理，人民幣國際化真正的成功，並不是從國內走出來後，在香港或新加坡轉一個圈，又基本全數回流內地去。

離岸人民幣毋須馬上或全數回流

若人民幣流出來香港後又回流去，從資金的供應與運用的角度看是沒有必要的。比方說，假設境外投資者有意購買內地的資產或股份，他可以採用兩種方法。第一種方法是將外匯轉換為人民幣，匯到上海、深圳等城市進行投資。第二種方法是將這些國內股票拿來香港上市，用人民幣計價，並在香港成交，亦就是香港目前想做的業務。香港的人民幣是從國內得來的，無論是透過國內銀行體系提供，或者是個人通過關口把人民幣帶到香港再存進本地銀行。這些人民幣要嗎就是用外匯和港幣換取得來，要嗎就是就是國內給香港提供的貸款或者信用。香港有了人民幣和用人民幣計價的產品，自然可以在香港這個平台進行人民幣產品的交易。有了這個平台，香港的確可以多做生意。首先，香港和外國人毋須到大陸就可以投資國內金融產品，提供了直接到大陸投資以外的新管道。

當然，資金的供應的多寡並不是採取哪一個交易平台的唯一考慮。對於財務和金融合約來說，法律制度的獨立性和國際接軌程度也是很重要的。因為大陸市場始終受國內法例的管制，而香港的商業運作則是基於另一套相對比較嚴謹、不受行政干預的法律制度。所以，香港和國外很多投資者更願意採用香港作為交易平台。假如上述的第二種方法是可行的，那就算內地資金充足，香港也可以成為國

內企業籌集資金的管道，提供一個在服務內容和性質與國內有所不同的金融交易平臺。

但是，無論在香港獲取人民幣資金的背後原因是什麼，資金回流無可避免地總會衝擊中國的貨幣政策。當大陸的資金和流動性過份充足或者通脹過高，而人民銀行採取緊縮流動性時候，把香港集資所得的人民幣資金回流到內地會降低人民銀行措施的有效性，相信絕非中央政府的原意。

外匯儲備的「內餡」不能忽視

要瞭解人民幣國際化的後果，包括好處和壞處，必須對外匯儲備的本質有基本的瞭解。社會上相當一部分評論，反映了外匯儲備是中國中央政府的財富的看法，可以用來做不同的公共開支，包括投資教育、社會保障、福利等等。一個國家的外匯儲備，真的是政府的財富、淨資產嗎？只要想一想外匯儲備的來源和本幣發行量的本質，就知道外匯儲備其實並非百份百完全是中國政府的淨資產。首先，中國政府的龐大外匯儲備大部分都是透過強制結匯得來的。但所謂強制結匯並非強搶回來，或強迫對方無償上交，而是透過支付人民幣把本來屬於個人和企業單位的外匯交換所得來的。（當然，在匯率不是市場決定而結匯並非完全自願的條件下，外匯和與之交換的人民幣是否等值是一個值得探討的問題。例如，在 1994 年官方匯率（一美元約兌 5 元多）和上海外匯調劑市場的匯率（一美元大約兌 8 元多，接近 9 元）合併之前，假如外匯擁有者有被政府欺負強搶的感覺，一點也不稀奇）。

但任何國家的貨幣，都是發行機構的負債，發行越多，負債越大。所以，人民幣發行愈多，央行的資產負債表上的負債也相應增加。當交易對方把手上的人民幣要求兌回外匯，央行應該是有義務用外匯去把人民幣贖回來的，不過在中國的外匯管制下，用人民幣換回外匯不是自動的，是需要進行申請或者得到政府容許的。外匯儲備還包括了外來投資。一旦外資撤離中國，它也可以要求把投資所得和原來資本換成外匯拿走。所以，只有通過貿易盈餘（包括出賣黃金）或投資國外賺取的部分外匯，才是中國真正的淨資產；而這裡面大部分都有相應的人民幣所代表的政府負債。因此，外匯儲備當中這個並不屬於政府財富或者淨資產、甚至不屬於中國整體的「內餡」，大家必須有所認識。

目前中國外匯儲備極其充裕，相應的人民幣供應也不少，甚至有過多的壓力。在這種情況下，為什麼還要在大陸以外搞離岸市場、給人民幣回流？這豈非自找麻煩？我們要深入瞭解其中好處，就必須考慮人民幣國際化對國家長期發展的意義。

「貨幣鑄造利差」可取得巨大淨利益

歷史上的統治者都知道，發行法定貨幣是一條財路。法定貨幣不像黃金白銀，甚至稀有的貝殼，因為後者具有本身內在的價值。現代法定貨幣的成本只是印刷成本，但它的價值可以比這成本大很多倍。（早期的貨幣很多是金屬造的硬幣，成本比較高。現在中央銀行可以直接在商業銀行的戶口提供貨幣供應，成本接近零。）政府可以用很低的成本（銀行戶口給你每單位電子“錢”的成本就更低了），換取很多倍數的貨品。這種發鈔價值與成本之間的差別所得的盈利，稱為「貨幣鑄造利差」（seigniorage）。世界上每一個政府都透過發行貨幣在本國流通而獲取這種好處。

有一些國家，它們的貨幣不單在本國流通，也獲得其他國家接受，在這些國家流通。顯然，發行本國貨幣而為外國接受的國家，享受了外國人提供的「貨幣鑄造利差」。主要國際貨幣，例如美元、歐元，英鎊、日元都獲取這些好處，而在國外發行本國貨幣量越多，其享受的好處也越大。

同樣道理，人民幣在中國以外使用（國際交易收支支付工具、資產組合包括國家中央銀行的外匯儲備等）的數量越大，中國獲取來自「貨幣鑄造利差」的好處也越大。同時，人民幣在國際上被接受的程度越高，中國必要持有的外匯儲備量也就會越小，損失在外匯儲備上的「貨幣鑄造利差」也就越小。所以，中國人民幣成為國際主要貨幣的好處，隨著人民幣國際化程度的上升而上升，不言而喻。

還有，人民幣成為世界主要國際貨幣，中國在國際金融體制裡制定規矩的發言權和決策權就更大。這種好處比較難以量化，但肯定是重要的。

國外資產和外匯儲備的資產配置

人民幣國際化的結果肯定要影響國家擁有的國外資產（包括外匯儲備）的資產配置。其他國家接受人民幣，在正常情況下並不是中國政府送給他們的（除非是對外援助）。所以，流出去幾百億，或幾千億元，必然是有相同價值的外匯（例如英鎊、美元）流到中國中央銀行的手中。也就是說，多發人民幣出去，中國手上的外匯肯定有所增加。但外匯的增加並不一定就是外匯儲備的增加，因為外匯儲備的多少本身是一個決策的結果。理由是外匯儲備是國外資產的一種特有的形式，但不是唯一的形式。例如，用部分外匯來買石油礦產放到國內，就是把外匯變成實物財產，實物儲備。用部分外匯來買國外的石油礦產的擁有權，就是把外匯變成在國外的實物的擁有權。用部分外匯來買國外的股票和股票基金，就是把外匯變成在國外的企業利潤及虧損的權責。

所謂外匯儲備，它是國家擁有的國外資產的一部分。它的特色是以外幣定價的金融資產，可以在短時間內變賣而不會因為找不到買家而需要大幅折讓的資產。所以，除了銀行存款以外，有良好信用評級由外國政府和政府機構發行的短期債券和短時間到期的長期債券都是流行的投資工具。外匯儲備豐厚的可以冒點險，高品質而流通量大的外國股票和股票基金也不應排除。

外匯的增加，無論是否來自人民幣國際化，都面臨同樣的外匯儲備與外國實物資產合理配置的問題。與一家銀行一樣，中央銀行同樣需要判斷多少投到短期資產，取其流動性，多少投到長期資產，取其回報率。而外匯儲備裡頭應該有多少美元資產、歐元資產、日元資產等等也是一個需要面對的外匯資產配置問題。中國對於把外匯儲備繼續大量放在美元債券上不斷「蝕水」這個後果，應該有切膚之痛。但一時又騎虎難下，怕從虎背上下得太快會引起美元因恐慌而過度貶值，增加短期過大的損失，所以只能慢慢調整。

總而言之，只要中國對國外資產、包括外匯儲備的資產的配置不是太差勁，那在中長期平均起來人民幣國際化一定會為中國帶來「貨幣鑄造利差」以及制定國際金融制度和規矩的好處。得到這種好處的基本條件是流到國外的人民幣有部分留在國外，而不是通通回流返來。

人民幣離岸市場牽涉利益配置

香港希望積極發展成為人民幣離岸中心，但當中難免有利益之爭。道理很簡單，原本外國公司想發行人民幣債券，為何來香港？上海不可以嗎？如今中央政府允許香港做人民幣離岸中心，既可以說是國家的戰略部署，也可以說是對香港的利益分配。在中國，中央既要「照顧」香港，也要「照顧」上海，甚至其他城市包括天津，深圳、廣州等，也是有所期待的。

天津以前提出的「股票直通車」，目的明顯是要在中國資金「走出去」時獲得生意和利益。後來因為利益擺不平，最終暫擱。筆者初聽這個消息時感到非常驚訝，因為假如天津可以啟動經營「股票直通車」，而且交易量不受限制，則中國的資本帳目管制便出現一個極大的缺口。當全國的投資者都可以在天津開戶到香港投資，整個外匯和資本管制制度還存在嗎？在中國，很難想像一起步就是毫無限制的資金流動。相反，中國苦於外匯過多，有額度的資金外流確實是符合資金走出去的國策，也為政府提供了控制工具。

不過，必須指出，中國資金「走出去」和人民幣國際化（即人民幣「走出去」）是有所不同的。前者是中國個人或者機構把手上人民幣資金換成外匯，拿到香港或者其他認可的國外市場進行投資，包括股票和其他證券投資，具有「洩洪」的

作用。相反，上面的分析指出，人民幣「走出去」而留在國外的結果是增加中國的外匯，從而增加了「洩洪」的需要。無論是中國資金「走出去」還是人民幣「走出去」，能夠參與其中就是得到利益的必要條件。

人民幣國際化由政策推動

在中國格局之下，人民幣國際化一定是政策推動的。從利益分配的角度來看，香港實應主動一些，想出一些具體方案，讓中央確信香港建議的某些人民幣金融產品是安全的，而且香港有具體政策和措施保障國家的金融安全。同時必須與上海具體進行金融市場的分工，互相協調，互相補足，不能只想單方面的利益獨佔。

至於人民幣的回流機制，當然有需要。如美元和歐元都可以自由地回流美國和歐洲。但人民幣的回流機制在可見的將來必然是在外匯管制的規條下形成。很難想像，中央政府會容許香港的人民幣毫無限制地回流，尤其是當香港的人民幣存量越來越大。

人民幣國際化中國政府目前的戰略選擇是在不放棄資本帳部分管制的情況下，達到人民幣逐步國際化的目標，方法就是利用離岸市場。離岸，顧名思義就是在外面搞，與中國國內這個大棋盤形成了一道防火牆。從這個角度看，香港的離岸角色上海就很難替代。香港目前的人民幣結算是透過中銀香港進行，進一步給予中國政府信心對人民幣離岸發展前期的可控性。

熱錢的要害在乎擾亂國家金融秩序

有論者認為，中國政府對資金完全自由跨境流動實在不必如此懼怕，因為「國際炒家」沒有足夠彈藥跟中國政府對賭，把人民幣推到一個政府不願見到的水準，從而獲利。對於後面的判斷我是同意的，炒人民幣貶值沒有可能，因為中國有超過三萬億美元的外匯資產可以用來支持人民幣的匯價，同樣重要的是人民幣現在的匯率還是偏低，趨勢是升值，不是貶值。同時，要炒人民幣升值遠大於政府接受的幅度也是沒有可能，因為理論上中國央行可以無限量發行人民幣把「國際炒家」手上有限的外匯買過來（當然這又回到外匯儲備過大的問題）。

可是，我並不認為炒家無法透過狙擊人民幣匯率的判斷就是容許熱錢自由進出的好理由。歷史很清楚告訴我們，熱錢都是「趨炎附勢」的（有些是主動攻擊型的，有些是跟風的，還有些是避免個人損失、防衛型的），並不做「雪中送炭」的善事。對政府來說，為何要讓短期的熱錢長驅直進，來擾亂國家金融秩序、給宏觀形勢增加困難？例如，在流動性已經過剩的情況下，在樓市已經熱炒的情況下，

爲什麼要給熱錢進來火上加油？這些問題的答案才是要不要給熱錢開方便之門的根本考慮。

可以說，人民幣國際化，中央是想通過發展人民幣離岸中心逐步推進。香港必須明白國家在金融安全上的考慮，立足於現實的基礎，不能以自身單方面的商業利益爲主，不考慮更重要的戰略利害。

【論人民幣國際化及發展香港離岸市場·二之二·完】