

外匯儲備難減 資產價格難跌

李永權

投資縱橫談

大量國際商品價格插水下墮，恒生指數連跌八天。「五月沽，免痛苦」的投資智慧派用場。

在中國這邊廂，三月份外匯儲備突破三萬億美元，創下歷史新高。中國財金官員及研究員異口同聲說中國的外匯儲備太多，應該減少。問題是，爲什麼中國有這樣多的外匯儲備？多大的外匯儲備才符合國情？既然中國財金官員認爲外匯儲備過多了，爲什麼中央政府不把它減低？外匯儲備減低後對中國的金融市場和經濟會有怎樣的影響？投資市場會受到打擊嗎？上述一連串的問題，中外人士不時拿來討論和評論。事實上，中國的外匯儲備年年增加，特別是在金融海嘯後，增加的速度更快。

新興經濟體都積累較大的外匯儲備，主要用來維持貨幣穩定。大部份新興經濟體的貨幣與美元掛勾，就算不是百分百掛勾，美元所占比重常常超過一半。一些發達的經濟體（例如，香港）採取與美元掛勾的貨幣管理局政策，也需要積累大量的美元外匯儲備，以穩定幣值於指定區間之內。例如，十三年前亞洲金融風暴爆發期間，香港特區政府動用過千美元的外匯儲備擊退進襲的金融大鱷。如果當年香港的外匯儲備不充足，特區政府根本無能力與金融大鱷正面交鋒，恆指在當年可能跌至 5000 點，港元恐怕已大幅貶值，香港整體經濟難見今天的興旺景況。

在過去幾年，美國及其他西方國家年年月月批評中國操縱人民幣匯率，認爲人民幣幣值被中國政府壓低約四成。以美國爲首的西方國家要求中國政府把人民幣大幅升值，中國政府只當作耳邊風，堅持人

人民幣由中國政府自主。堅持的代價是大量外資湧進中國及錄得大量貿易順差，造成愈來愈多的外匯儲備。

外資爲什麼要湧入中國？因爲中國的經濟增長快，投資於中國的回報高；加上投資者預期人民幣升值。外資流入，人民銀行須以人民幣與之兌換。以目前 1 美元兌 6.5 元人民幣計算，每一美元流入中國，便有 6.5 元人民幣經外資之手投放進國內市場。人民銀行那裡來的人民幣呢？其一，從商業銀行存進來的人民幣抽調出來；其二，加印鈔票；其三，發行短期貼現票據，在市場公開發售。結果，是人民幣的貨幣供應隨著外資的大量湧入而大幅增加。

外匯儲備多有什麼不好？對一般人來說，有大量外幣積蓄，充足的流動資金，生活一定無憂。購物、旅遊，花費隨心所欲。但是，對一個國家來說，外匯儲備過多，造成市場流動資金過剩，令資產價格上升和通脹加劇，貧富差距擴大，導致愈來愈多的社會問題，影響民生，震盪社會。中央政府也明白發行中央貼現票據借人民幣兌換湧進來的的外資，支付的（三個月）票據息率約 2.9%，但把美元外匯儲備投資於美國國庫券，回報率不足半厘，擺明做虧本生意，加上人民幣升值，直情是兩頭蝕。

究竟多大的外匯儲備量才算適合呢？那要按各國的情況而定。發達國家如美國及歐元區國家，它們的外匯儲備與新興國家相比，乏善足陳。它們本身發行的貨幣就是國際通用的外匯儲備，所以它們的貨幣本身就等於變相的外匯儲備。中國的外匯儲備量多大才合適呢？國務院發展研究中心金融所所長夏斌認爲約 1 萬億美元便足夠，國家資訊中心預測部副研究員張茉楠認爲 8 千億美元左右便可。外匯儲備量的標準沒有國際共識，有些認爲外匯儲備足夠歸還一年內到期的外債便可；有的認爲應與入口金額拉上關係，儲備足夠支付三、四個月到期的入口貨品便足夠；有些以貨幣供應 M2 作爲衡量標準，也有些認爲相等於 GDP……。理論歸理論，中國目前的外匯儲備大大超出「標準」已是中國領導人和研究員的共識。

中國領導人明白外匯儲備過多對國家會帶來壞處。但爲什麼中央政府仍容許外匯儲備繼續上升？是無法減少儲備？還是在目前國情下高儲比低儲更爲適合？中央領導人在權衡輕重後，仍然容忍外匯儲備上升，自有其道理。但最終，外匯儲備還是要減下來的。

減低外匯儲備的方法不少。例如：讓貨幣升值，抽緊市場流動性（例如加息，發行公債），出口貨品加價，大量買入外國產品，出外收購公司，投資外國資源；鼓勵國民出外旅遊和購物；加強國內福利，撤銷銀行存匯的限額。總括來說，讓外匯市場自由運作及「藏匯於民」。說來容易，但在今日中國，推行起來障礙仍不少。其一，人民幣仍然不是一隻在國際市場可自由兌換的貨幣；其二，中國的資本帳仍未開放；其三，中國的資本市場規模仍小；其四，中國的金融基礎建設有待完善。由此觀之，中國的外匯儲備就算真的減下來，速度不會快。相信直至人民幣國際化進程納上全球跑道，做到「藏匯於民」，速度才會加快。

既然中國的外匯儲備起碼在以後幾年仍然易升難跌，因此國內的通脹不會那麼快降溫。中央政府只好仍然以市場運作和行政手段雙軌併行，打遏通脹和資產價格上升。由於中國的經濟相對歐美十分吸引，外資湧進的趨勢不變；另一邊廂，國內企業和人民資金投向國外的趨勢也在加速，這有助紓緩國內外匯儲備的增長速度。香港依然是一個龐大的「接水池」。看來如果特區政府不使出更多的行政干預手段，香港的資產價格和通脹只會繼續上升。可是，過多的行政干預會影響香港作爲國際金融中心的地位。這真是兩難之局。

日期：2011年5月6日