

開放人幣 推動金融改革

國際
視野

Pierre Gave
GaveKal亞洲區研究部主管

一般來說，投資的學問全部都是和價值有關。由於生產「法定貨幣」（Fiat Money）的成本幾近零，我們實在很難解釋貨幣的價值從何而來。但是，我們一般仍然用貨幣來衡量價值。這意味着我們投資時其實有兩個層面要考慮。第一，是要了解不同東西之間的相互價值如何變動（例如債券和股票之間），而期間假設貨幣的價值不變。第二，是要了解貨幣的價值是否也會改變。

貨幣其實有兩種價值。第一，是在本土的價值（這與利率有關）。第二，則是在國際間的價值（這和匯率有關）。要令一種「法定貨幣」制度有效，唯一的方法是令它和其他貨幣能夠自由兌換（每一種貨幣都對應着一種截然不同的經濟和政治制度）。

這就是後布雷頓森林制度（Bretton Woods System）後的情形——容許全球經濟增長、科技進步、人類壽命等以前所未有的速度增長。但是，這制度現時正受到三方面的威脅：

三大貨幣 俱存盲點

1. 美國：由於全世界都需要美元來進行交易，環球貿易要擴張，就需要美國承受更大的經常帳赤字（這樣，外國人才能持有美元）。然而，這種過分的特權應該要有所制衡。美國預算赤字大幅增加，向市場提供的「無風險」資產最終是供過於求。

2. 歐洲：當法國的技術官僚創造歐元時，他們將多個不同體制和經濟概況的國家的兩個最重要價值（利率和匯率）聯繫起來。

固定價值往往會引致資本大規模不當地配置。這正是以往我為何會說歐元將會引致德國有太多工廠、西班牙有太多住宅，以及法國有太多公務員。這是因為每國國家都希望專攻其競爭優勢。

這種的資本破壞現時已經被市場認知（例如希臘每1歐元國債就只值0.55歐元），雖則由歐洲央行



筆者指出，中國人民銀行希望利用香港的離岸人民幣市場，成為開發新金融產品的實驗室，迫使內地加快金融改革步伐。圖為途人走過本港一家銀行的人民幣業務廣告板。

（資料圖片）

（ECB）及其他歐洲金融機構的資產負債表還未反映，仍然是按面值來計算債券的價值。這意味着一旦希臘債券須作一些重組，便可能令很多金融中介機構的股本一筆勾銷。

3. 中國：絕大多數外國投資者都將焦點放在人民幣之上，但中國扭曲的地方其實是和該國的資本控制有關。中國要求每個賺取外幣的人將他們的外幣（主要是美元）拿到人民銀行兌換成人民幣，其實是在妨礙資本在世界流動，干擾了整套系統。

不自由兌換 造成資本錯配

總括來說，現時的資本分配不當有三個主要的原因，分別是中國的資本控制、歐洲統一的匯率和利率政策，以及美國的債務失控。

壞消息是，若要歐盟現時取消歐元，短期內將會引起更大的混亂，雖則較長期是好的。另一方面，若美國同意削減開支，美國的預算赤字和經常帳赤字將會同時得到改善。對於美元和現金流為美元的資產，這樣的環境十分正面，對新興市場和負現金流的資產則相對不利。不過，在中國方面，正在快速地解除金融管制，這也是好消息。

當年鄧小平表示：「不論黑貓白貓，能捉到老鼠的就是好貓。」結果，促成了中國的改革開放。中國大陸的快速經濟增長，是倚賴幾個提高生產的因素（土地、工人、資本），加上工人生產力的大幅改善，以及向經濟合作及發展組織（OECD）的技術前沿的追趕增長。

在倉卒忙亂的追趕過程中，中國出現一些資本錯配的情形，並不令人意外。但是，在未來幾年，中

國將不可以再倚賴落後者相對容易進步，或者工人生產力的大幅改善，來抵消它差勁的資本生產力。

好消息是，中國的主要領導人都已熟知這項挑戰。例如，這解釋了為何人民幣國際化成為一項主要政策。中國人民銀行曾經游說中國政府，建議要創造有深度和流動性的貨幣市場，促成利率自由化以及建立現代金融機構和資本市場，但很明顯中央未全盤接納。因此，中國人民銀行現在爭取人民幣國際化作為替代。

正如前總理朱鎔基當年利用中國加入世貿組織、需向外國開放市場的壓力，來迫使內地某些行業和國有企業進行改革，看來中國人民銀行亦希望，利用香港的離岸人民幣市場，迫使內地的金融改革加快步伐。它的基本想法是，利用香港作為開發新金融產品的實驗室，以及一個有深度的人民幣債券市場，利率是由市場決定，非由監管機構決定。

港作實驗室 將經驗引進內地

然後，當中資銀行累積到經驗，知道如何管理香港的金融工具的風險，以及在一個它們需要透過競爭、利率由市場主導的環境裏，管理它們的資產負債表時，這些創新就可以逐漸引進到規模大得多的內地市場。

在1970年代和1980年代初期，日本有關當局亦曾經發展了一個相似的離岸日圓市場，作為在其國內推行金融自由化的前奏。

基於上述原因，我們現時更加熱中於增加我們在中資股、中資金融股以及中資地產股的風險投資。