

香港傳真

中信泰富政治暨經濟研究部
中國稅務雜誌社綜合研究組

No. 2008-42

2008年5月21日

警惕人民幣匯率走勢逆轉風險

商務部研究院 梅新育

儘管人民幣對美元即期匯率中間價“破七”已於2008年4月10日成為現實，而且還在繼續升值，但人民幣匯率走勢逆轉的風險正在加快積累，近日一年期人民幣無本金交割遠期¹市場上人民幣遠期匯率貶值，就是衍生市場向我們發出的警報。

儘管第一季度中國出口增長勢頭已經衰減，但由於中國貿易收支順差格局在可預見的未來尚難改變，人民幣匯率走勢逆轉的風險主要來自資本流動方向逆轉，而資本流動方向逆轉的潛在風險又來自以下兩個基本機制：美國次按危機傳染，以及國際遊資認為中國大陸匯率和資產市場收益到頂而套現，在華外資企業積

¹ 無本金交割遠期即non-deliverable forward，簡稱NDF，又譯作“離岸非交割遠期”。

累了鉅額留存收益、海外遊資主體借貸投入中國市場、私人股本基金積極參與在華直接投資及其高槓桿投資策略等因素又將強化這兩個基本機制的衝擊力。

一、資本回流是美國次按危機 對中國的最大潛在衝擊

美國次按危機衝擊中國的最危險途徑不是貿易聯繫，而是通過金融市場的傳染。任何投資者都存在“本土偏好”，西方投資者通常將新興市場投資視為邊際投資（marginal investment），其主要功效不過是在主流投資（mainstream investment）收益率不高時加以補充而已。一旦西方母國宏觀經濟環境發生重大變化（如提高利率從而削減新興市場的投資收益優勢），或是蒙受重大損失而需要重新配置資產，西方投資者就可能大規模抽回在新興市場的投資，這是國際金融／貨幣危機傳染的重要機制之一，甚至美國這個惟一“中心”國家對歐洲、日本這樣接近中心的“邊緣”國家的組合投資也有可能產生類似的效應。

正由於對沖基金等高槓桿機構投資者蒙受了資產直接損失和股東撤資雙重打擊，這類高槓桿機構投資者被迫收縮在其他市場的投資而回歸母國，導致2007年7月之後東京市中心房地產價格漲幅因此而急劇縮小。而且，美國次按危機還在繼續深化，在2008年4月號《全球金融穩定報告》中，國際貨幣基金組織預計次貸危機在全球造成的損失總額將高達9450億美元；而按照彭博社的統計，截至2008年4月25日，全球金融機構在這場危機中的資產沖減和信用損失達3083億美元，這意味著日後我們還需要進一步經受這場金融危機的最糟糕時刻。不少分析人士預計2008年全

球信貸收益可銳減 60%，投資銀行收益可減少 20% 左右；² 在收入銳減的情況下，如果海外機構投資者、外資企業等為了彌補總部損失而大舉出售在華資產，把資金調回母國，人民幣匯率將受到沉重的向下壓力。

與不少人的想像相反，中國目前尚未陷入金融危機，遭受危機傳染的程度也不如歐洲，這並不是需要抽調資金救急者不出售中國資產的理由，反而恰恰是他們將優先選擇出售中國資產的理由。假設一家海外機構投資者的資產組合包括中國大陸、美國和歐洲三個地方的資產，其美國、歐洲資產市值由於金融危機而已經大幅度貶值，其結果是出售這些資產也難以籌集足夠的現金用以救急，而這些可供出售的美國、歐洲資產市值可望在不甚久遠的未來顯著回昇，而其中國資產市值仍然比較接近真實價值或仍然高估；那麼，理性的選擇應當是優先按照真實價值或高估的價格出售中國資產以籌集現金救急，保留市值嚴重低估的美國、歐洲資產。

由於中國金融業改革進程中引進的海外投資者集中於美歐金融機構，而次按危機的損失恰恰也集中於美歐金融業，特別是部分所謂“世界一流”的金融機構，這一事實加大了我國金融市場面臨的外資抽逃潛在衝擊。按照彭博社統計，在截止於 2008 年 4 月 25 日的全球金融機構 3083 億美元損失中，美國損失 1527 億美元，歐洲損失 1398 億美元，亞洲損失 158 億美元；在次按危機損失排行榜上，花旗、瑞銀、梅林、美國銀行、蘇格蘭皇家銀行、摩根士丹利、匯豐、摩根大通、瑞信和德國工業銀行分列前十名，損失額度高達 1937 億美元，而上述十大損失者中，除了德國工業

² 李豫川：〈投行陰霾無礙共同基金進場熱情〉，《中國證券報》2008 年 4 月 5 日，第 A09 頁。

銀行一家之外，幾乎全都積極地參與了參股中國金融機構，而且他們變現中國股權投資以救總部之急的動機也不可忽視。摩根士丹利欲出售其在中金公司的股權，固然與其無法取得中金公司內部主導權有關，但也是為了填補其損失。如果這些受損的海外金融機構紛紛大量出售其持有的中國金融機構股權，不僅影響中國外匯市場，而且會對這些金融大盤股行情乃至整個股市行情產生向下壓力，並對這些中國金融機構內部的治理結構造成不確定性。甚至市場上對海外受損金融機構尋求從中國市場彌補損失的預期也會對市場產生重大壓力，在平安再融資風波中，市場上就普遍將平安再融資與其第一大外資股東匯豐的鉅額次按損失聯繫起來，儘管這種聯繫未免失之牽強，卻給市場造成了實實在在的壓力。

二、國際遊資在中國資產市場套現回流的壓力增長

自從 2002 年下半年人民幣升值預期興起以來，國際遊資大量流入中國大陸，樓市、股市等資產市場是其主要棲身之地。然而，時至今日，中國樓市已經陷入觀望，股市更是萎靡不振，匯改至今人民幣匯率持續升值，也意味著日益逼近這一輪升值週期的頂點。如果國際遊資判斷中國大陸匯率和資產市場收益到頂，那麼，他們的套現回流操作將重創人民幣匯率，而中國資產市場的預期走勢恰恰令人不可過分樂觀。

房地產市場的風聲鶴唳已經是有目共睹，我們對下調印花稅之後股市持續回昇的基礎也不宜高估。截止 4 月 23 日，剔除不可比因素之後，已披露 2008 年第一季度財務報告的 486 家公司共實現淨利潤 389.91 億元，同比增長 55.12%。貌似形勢大好，深入分

析則不然：上市公司淨利潤中有相當一部分（大約 10~15%）來自下調企業所得稅，而且業績增長最高的恰恰是面臨嚴峻考驗的房地產行業（35 家公司實現淨利潤同比猛增 361.45%），其賬面實現淨利潤的增長很大一部分可以借助會計手法實現，金融服務業實現淨利潤增幅也高達 92.29%；假如提出房地產、金融服務兩個行業，已公佈上市公司一季度實現淨利潤 273.56 億元，同比增長 38.35%，環比下降 3.6 個百分點。³

與此同時，我國出口增幅正在顯著減緩，儘管按照美元計價的出口仍在增長，但第一季度的貿易順差已經同比減少，在國際市場上引起了廣泛的關注，對人民幣升值預期的支持由此遭到削弱。

不僅如此，匯改至今人民幣兌美元匯率的賬面升值在本質上有相當一部分不過是美元貶值的表現而已，而貶值持續多時的美元匯率正在積累反彈的動力，國際金融市場衆多機構普遍預計下半年將出現美元匯率反彈，而美元匯率的反彈將壓榨人民幣兌美元匯率升值中的水分，從而加重人民幣兌美元匯率下調的壓力。

三、強化資本流動逆轉衝擊力的因素

由於美歐中央銀行為解救危機而放鬆銀根，中國人民銀行為了反通貨膨脹而維持從緊貨幣政策，境內外利率走勢相反，不少海外遊資主體實際上是借貸投入中國市場，如果危機深化導致其償債能力削弱，他們將很有可能不得不加快拋售中國資產套現回流。

隨著中國利用外資方式的創新發展，即使傳統上認為波動性

³ 陸洲：〈一季報業績增長逾五成〉，《中國證券報》2008 年 4 月 24 日，第 A02 頁。

較弱的外商直接投資也發生了變化。外資企業不僅可以通過轉移定價以“進出口貿易”方式完成資本流動，且“高報進口、低報出口”的資本外逃方式能夠減少企業賬面利潤，特別符合兩稅合一之後某些外資企業的需求，而且越來越多賬面上的外商直接投資實際上是私人股本基金之類機構投資者所為。如果說傳統的實質經濟部門投資者傾向於終身從事某一行業，投資就是為了長期經營管理，那麼這類機構投資者對非上市企業的直接投資目的就是為了日後賣出牟利，儘管在外資統計賬面上這類投資也一樣是納入“外商直接投資”欄目。更危險的是，這類私人股本基金習慣於採用高槓桿投資策略，因此蘊藏的風險較高，凱雷資本清盤就在我國企業界引起了強烈的反響。

在華外資企業的鉅額留存收益將加倍放大上述機制的衝擊力。由於中國對外商投資企業利潤留存和再投資給予優惠，以及出於避稅等動機，在華外資企業普遍積累了不少留存收益未予分配。儘管具體總額尚未正式納入政府統計而不得而知，但相信必定高達千億美元級別，甚至可能有兩三千億美元之多；而在現行外匯管理制度下，這筆隨時可以動用的資金完全可以在一夜之間匯出。這種局面一旦發生，中國外匯市場和資產市場將遭受怎樣的衝擊，可想而知。

理性並不總是金融市場的主宰，非理性集體行為才是金融市場的常態。在長期內，相信人民幣兌美元仍呈升值態勢，但在中期內，只要上述機制啟動，外逃的市場參與者達到一定數量，其餘市場參與者就會在一片恐慌之中爭先恐後出逃，最後導致外匯市場不可收拾，人民幣匯率從一路升值急劇轉為大幅度貶值。

截止 2008 年 3 月末，我國外匯儲備已達 16821.77 億美元，上述潛在外逃資金規模合計數千億美元，這種數量對比只能確保我

國在極端情況下不至於無法償付，卻不足以保證我國維持人民幣匯率不下調。因為我國外匯儲備存在的形態並非隨時可以無成本取用的現金，而是證券資產，潛在外逃資金可以集中在短時期內外逃而要求兌換外匯，而貨幣當局要將如此鉅額的證券資產在短時間內變現以便兌付外匯，將導致其市價顯著下跌，令自己蒙受可觀的損失。

四、人民幣匯率一旦逆轉對我國的衝擊

儘管我國經濟目前因人民幣升值而承受著鉅大的調整壓力，但一旦人民幣匯率急劇貶值，我們同樣要蒙受嚴重衝擊，我們不可低估其風險。一方面，目前不少企業為了降低利息支出和取得額外匯兌收益而借入大量外幣債務，屆時將陷入類似 1997 年金融危機後韓國財團的境地。從 2007 年 12 月末的 2198.03 億美元到 2008 年 3 月末的 2687.95 億美元，外幣各項貸款餘額在三個月裡增長了 489.92 億美元，增幅高達 21.97%；同期本外幣各項貸款餘額從 277746.53 億元增長到 293866.91 億元，增幅僅 5.80%，外幣貸款增長幅度之大，由此可見。

另一方面，我國外債負擔將顯著加重。不錯，根據國家外匯局的初步計算，“2007 年我國外債償債率為 1.98%，債務率為 27.84%，負債率為 11.52%，短期外債與外匯儲備的比為 14.40%，均在國際標準安全線之內”⁴；但對外擔保的或有負債並未納入其中統計。而且，為了發展海外投資，我們的政策總體上傾向於放鬆對境內母公司、境內金融機構向境外子公司提供擔保的限制。在人民幣匯率升值的時

⁴ 國家外匯管理局：〈2007 年末我國外債基本情況〉，參見 http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/new_detail.jsp?ID=900000000000000000,652&id=2。

候，這些或有負債不至於形成問題，因為獲得擔保在海外融資的企業其人民幣所有者權益日復一日地升值，其外幣負債則相對貶值；一旦匯率逆轉，問題就要浮出水面了。

五、人民幣匯率逆轉的信號

一個後起工業化經濟體的匯率調整很少能夠是單向的升值，在長期內人民幣兌美元無疑會進一步出現較大幅度升值，但在中期內，我們必須看到人民幣貶值風險正在快速積累。1997年金融危機爆發後，人民幣匯率升值壓力幾乎在一夜之間轉為貶值壓力，這段歷史未必沒有可能在不久的將來重演，近期人民幣在NDF市場上遠期匯率的貶值就是不可忽視的信號。

扣除風險因素以後，可以將遠期價格視為市場對基礎價格的可能終值的概率分佈均值的判斷，結合運用匯率預期調查等其他解釋外匯市場系統預測誤差的方法，就可以從中汲取關於未來即期匯率的有用信息，因此近年來的一些研究甚至將新興市場貨幣無本金交割遠期用於貨幣危機早期預警系統。在實踐中，NDF市場也已經不止一次成功地預警了新興市場貨幣危機。2001年7月下旬至8月初，阿根廷比索對美元的12個月非交割遠期匯率急劇下跌，就反映了其貶值概率的急劇增長。人民幣離岸非交割遠期市場出現於1996年，1997年東亞金融危機後交易日趨活躍，2001年11月，人民幣離岸非交割遠期昇水大幅度下降，在個別交易日甚至出現遠期貼水，就表明海外市場對人民幣貶值預期下降，甚至出現了對人民幣的升值預期，這已經被其後的發展所證實。