

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2016年12月13

人民幣貶值洪水宜疏不宜堵

顏至宏

香港科大商學院財務系客座教授

目前，人民幣貶值之勢備受矚目。從走勢看，今年以來，人民幣對美元匯率從年初的 6.50 水準，一度跌到 6.90 關口，貶值幅度將近 6%；自 10 月起，人民幣對美元相繼跌破 6.7、6.8、6.9 幾個重要點位，迫近七算。到底人民幣貶值之勢伊於胡底？中國央行有沒有辦法把跌勢止住在一個可控底部？

筆者估計，到本年底，如果美國加息，不排除人民幣在岸匯價貶到 7.00 水準；離岸價則可能在 7.05 至 7.10 水準。

不少分析者認為，當前還看不到有一個有效機制，能夠把人民幣匯價跌勢穩定下來。要短期穩住，第一，國家要有充足的外匯儲備作支援。從資料看到，中國的外匯儲備從 2015 年 1 月約 4.1 萬億美元，減少至今年 11 月的 3.05 萬億。而且根據 IMF 外匯儲備充足率指標指引（ARA (Assessing Reserve Adequacy) metric），在 2016 年 2 月針對中國入籃（加入特別提款權(SDR)）時候，考慮中國經濟情況計算出來的外匯儲備，下限大約是在 2.75 萬億美元。這個 IMF 的外匯儲備充足率指標包含了四個部分：貿易收入（最要針對貿易收入減少），10%的廣義貨幣 M2，30%的短期外債（Short-term Debt），15%或 20%其他負債（other liabilities）。

外匯儲備續降的隱憂

法興(Societe Generale)的經濟學家 Albert Edwards 悲觀的警告，再過幾個月，如果中國外匯儲備下跌到 2.8 萬億美元或接近 IMF 建議的下限，將會觸發一場人民幣的拋售潮，這對在海外的人民幣可能是一個災難。目前還有約 3000 億美元的空間。筆者估計，雖然近日推出一連串防止外匯儲備流失的政策，外匯儲備下降速度減慢，但大約在明年下半年可能就會下降到 IMF 建議的下限，必須加以警惕。因此，估計未來國內政府對於外匯管制將會越來越收緊，甚至不排除把老百姓每年能後兌換外幣的 5 萬元美元額度下降或把申請門檻提高。這對於國內老百姓未來出國旅遊，或中國學生出國就學，將會造成相當大影響。

對於人民幣未來走勢，我們可以從三個層面去觀察和分析。第一從現實角度看，如果把中國視為一家大企業，公司資產負債表的左邊，是該公司的資產，過去幾年，左邊的資產不斷在流失，2015年估計大約有10萬億人民幣資產出走，其中一部分是外匯（大約30%），另一大部分是人民幣（大約70%）；至於右邊的負債，估計每年以6至8萬億元人民幣（單位：下同）的速度增長；而總資產減總負債後餘下的部分，是為公司的淨值，也即中國的淨值。去年人民幣貨幣供應量M2的發行量約為140萬億之譜，目前約為160萬億。換言之，每一元人民幣所蘊含的價值比過去為少，因此價值是以每年約8%至10%的速度減少。要公司的財務報表不致太「難看」，首先必須要控制中國的人民幣與外匯資產流失之勢。

治理貶值之本可靠「雙創」

第二，從如何紓解貶值的角度看，我們可著眼李克強總理的「雙創」政策主張，即大眾創業、萬眾創新，把國家的「腦力」轉變成為資本。清楚看到，目前發達國家如美國德國等先進工業國家，逾70至80%財富的累積，是需要靠創新的「腦力」。過去三十年，中國經濟的粗放發展模型，增長靠破壞大自然，攫取大自然的資源、損害環境等作為素材，如今已完全不可以再持續，因此，若中國的增長模式不變，經濟無法升級轉型，企業價值無法增加，則人民幣貶值之勢便難以扭轉。

筆者上星期五帶著一批香港科技大學 MBA 海外交換生去參觀深圳華為公司總部，首先他們被華為的優美人性化工作環境折服。當筆者介紹這家公司2016年預期淨利潤在180億美元以上，而且手機電池的技術遠遠超過其他競爭對手時，這些外國來的學生很驚訝。如果整個華為上市，筆者估計市值應該在7000億美元以上，這是深圳的驕傲，也是深圳經濟能持續奔騰的原因。

第三，過去兩個月，政府一些穩定人民幣匯價的措施，包括政府全面暫停內地人的銀聯 Union Pay 卡在香港「刷卡」購買保險等，這些行政手段，反而使老百姓對人民幣失去更多信心。

記得1998年亞洲金融危機時，大炒家索羅斯「做空」馬幣林吉特（ringgit），當時，馬來亞西總理馬哈蒂爾採取了激烈措施，取消馬幣自由浮動，採用固定匯率，使馬幣約貶值了20%，並強行控制資本流動，限制外幣交易商的金融活動，變相把所有的外匯管道堵塞起來。目前，中國政府對加強對資本流動的控制，大有走上這條「堵塞」之路的味道，顯然這並非解決問題的辦法，因為愈把門戶堵塞起來，只會引起國內老百姓對人民幣信心的進一步流失，造成更大的恐慌。

洪水宜疏導不宜堵塞

目前，政府為了控制人民幣貶值之勢而做了不少「堵塞」措施，但能否讓人民幣匯價止跌，筆者認為不能夠。就像大禹治水那樣，要根治洪水泛濫之勢，只能用疏導方法。堵塞只會使內部受到更大的壓力。

目前，人民幣資產下跌，人們想盡快把人民幣資產拋售。過去，政府出手壓抑房地產市場，資金便會往股市轉移。換言之，內地的房地產市場和股市，基本上是老百姓資金投放的主要平臺。如今內地城市在極度熾熱下，政府的限購政策意味房地產市場已然到頂。另一方面，經過去年 A 股市場狂跌一役，老百姓已經聞股而色變，不敢再試牛刀，故把資金轉移到股市之舉會變得十分謹慎。在國內的投資管道極少之下，資金缺乏出路。手持這些資金怎麼辦？國內現在面臨「資產荒」，好的投資項目極為少。

「資產荒」是挑戰也是機遇

所謂的「資產荒」並非指沒有資產可投，而是收益高的優質資產越來越少。如果把民間這些資金引導到一個地方，就像大禹把洪水疏導到別處，譬如，深圳就透過優良的科技發展項目，吸收了大量從國內外湧進去的資金。若然把大量人民幣資金引導及融匯到國家的經濟發展當中，亦即引導到「大眾創業、萬眾創新」兩創中去，未嘗不是一個有效解決人民幣資金外逃的政策方向，讓老百姓看到資產留在國內是有希望的。深圳的蓬勃發展也讓境外投資人看到在深圳的投資回報比國外好，而願意將資金投放到深圳。目前深圳就是資金淨流入的地方，而且資金是海內海外都有。

從目前的形勢看，若把外匯流通之門緊掩，內地的資金只會千方百計出逃。如今中國面臨兩個很大的風險來源，其一是人民幣持續貶值的風險，其二是股市和房地產下跌風險。

很明顯，資金需要安全。若然房地產下跌，政府可否考慮到，市場上有沒有對此風險作對沖的工具。對沖可讓市場具備修正不平衡的功能。一旦國內房地產價格下跌，可否容許一些機構把部分資金挪到境外，在境外進行對沖資產所面臨的風險？因此，政府一定不能夠把資金流動完全「堵死」，讓部分資金有挪到境外進行對沖境內資產面臨的風險，這樣起碼能夠把市場恐慌性買賣的激烈波動平滑化，起到穩定市場的作用。

如今境外有不少投資機構準備「做空」人民幣和房地產。當國外的投資者準備「做空」中國的資產時，對於中國境內的資產，我們能否利用境外跟中國資產正相關的工具進行對沖？因此，不要把資金流動的管道堵塞，封閉了彈性操作的空間。

貶值之勢不必過於恐懼

可以說，中國目前房地產市場的總價值達到 100 萬億元人民幣以上，若需要對沖的部分即使為 5%，所牽動的資金動輒幾萬億。筆者最近與朋友正在設計人民幣與房地產風險對沖產品，在明年年初推出。

按目前人民幣貶值的速度和幅度估計，明年底，在岸匯價可能跌至 7.4 至 7.5 水準，因為美國加息後，美元強勢，人民幣匯價不容易對此有力抵禦。到 2018 年可跌至 7.9，而離岸匯價則可能跌至 7.95 至 8.00，不排除到 2019 年人民幣匯價跌到 8.06 匯改前的起跑線。

當然，人民幣貶值與境外的國際經濟大環境有關，以英鎊為例，從年初迄今，匯價跌幅幾達 25%；歐羅也跌了 13%，比人民幣還厲害。因此，若人民幣的貨幣錨是盯住英鎊或歐羅，人民幣匯價是不貶反升。從這個角度看，人們也不必過於擔心和恐懼。無論如何，對於國內的「資產荒」，政府如何把資金引導到「兩創」或實體經濟發展中的方向去，持有人民幣的投資機會還是充滿期待。

〔本文由科大商學院傳訊部筆錄，顏至宏教授口述及整理定稿〕