

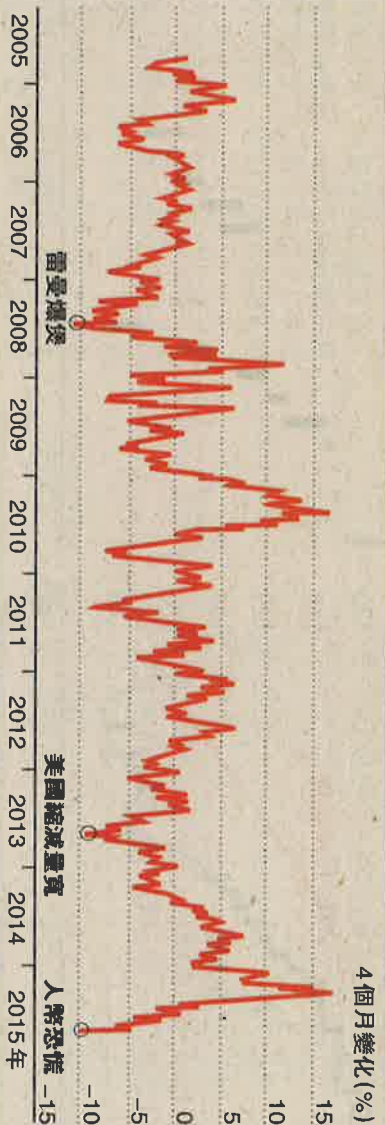
沽空人民幣 11月將要平倉



國際視野 潘迪藍
GaveKai Dragonomics
資深經濟師

過去4個月，發達國家和新興市場國家的貨幣表現出現了前所未有的分別。儘管亞洲的經濟體以製造業為主，應該會受惠於商品價格大跌，但它们的貨幣卻猶如江河日下。更具體地說，過去4個月，亞洲貨幣兌歐元已跌超過10%，接近兩個標準差（見圖）。

亞洲貨幣兌歐元暴瀉



現在的問題是，亞洲貨幣下跌，到底只是因為新興市場債券和股票基金出現大規模贖回，還是亞洲國家的償還債務能力出現根本性的問題？

若是前一種情形，目前的恐慌提供了一個人市機會。但若是後一種情形，那麼亞洲貨幣和資產的價格很可能還沒有跌完！

在浮動匯率時代，償付能力危機通常有兩種：

1. 經常帳危機。外國投資者已經不願給予硬貨幣，以換取那些肆意揮霍的政府發行的債券。
2. 銀行危機。這通常是因為由貨幣市場支撐的房地產泡沫爆破，令過度借入短債、借出長期貸款的銀行面對巨大的風險。

中國爆金融危機會微

在第一種情形，那個國家唯一真正的選擇，是將它的貨幣貶值以及重組外債。而在第二種情形，銀行則需要重組資本，否則恐慌還會陸續有來。

很明顯，現時最引人關注的中國並沒有面對經常帳危機，因為它有大量的經常帳盈餘，還有3.56萬億美元的外匯儲備，而且中國政府借入的外債也不多。外間對中國的憂慮，反而是集中在銀行危機的可能性，儘管細心觀察後會發覺，中國並未出現典型的銀行盛極而衰的模式。

首先，內地房地產價格看來已經從2013年的極高水平穩定下來，沒有對金融體系造成過度的壓力。這可能是因為，內地存款的規模仍然相當龐大，所以內地銀行並沒有從貨幣市場基金借入太多的錢。又或者，可能是因為內地銀行主要都是國有的，所以並未引起存款戶恐慌性地提款。

這個事實帶出了中國是否真的有危機的關鍵爭論：市場憂慮中國投資者和銀行儲戶集體拋售人民幣和大量撤出資金，將會壓倒人民幣維持匯率的努力。沒有什麼是不可能的，但我們認為，出現這種情形的機會不大，原因如下：

(1) 大多數內地投資者可以由低風險的理財產品獲得每年大約5%的回報率。因此，若內地投資者將資金撤出內地，就意味着，他們要放棄這個回報率，兼且還要支付3%至4%的貨幣交易費用。要讓一般內



筆者相信未來幾星期及幾個月內，人行會成功將人民幣兌美元匯率保持在1美元兌6.4至6.5人民幣的水平，而離岸人民幣價格日前創紀錄地上升1%，就證明了內地決策者並沒有遵循重商主義，而發動貨幣戰爭。

(資料圖片)

地投資者覺得這樣做是值得的，就要令他們相信，人民幣將會下跌至少10%，甚至以上。

(2) 整體來說，投資者並不會將資金撤離自己的國家。過去十年，我們亦曾經聽過，日本的經濟如何面對末日，日本人將會把資金撤出日本，令日本國債的孳息率上升至10%以上等等。然而，這些卻從來沒有發生過。

轉換伴侶機會 大於轉換銀行

即使是瀕臨經濟崩潰的希臘，2008年時的銀行存款餘額達到2400億歐元；經過5年多的危機和蕭條之後，到了2014年底，其銀行存款仍然有1750億歐元。這證明了一句格言——人們轉換伴侶的機會，還大過轉換銀行！

因此，總括來說，我們認為，較大的可能性是，在未來幾星期和幾個月內，人民幣會成功將人民幣兌美元的匯率保持在1美元兌6.4至6.5人民幣的水平，即使外國人會發現一些人民幣債項，以及對沖基金會打賭內地可能將人民幣貶值15%以上。

關於這一點，離岸人民幣價格日前創紀錄地上升1%，就是另一項證據，證明內地的決策者並沒有遵

循重商主義，而發動貨幣戰爭。

因此，假設人民幣能夠將人民幣的匯率保持穩定，以及到了11月，人民幣被「國際貨幣基金組織」(IMF)納入「特別提款權」(SDR)的貨幣籃子之內，那麼市場就很可能被迫承認，雖然內地的經濟增長顯著放緩，但因為房地產價格反彈，工資上漲，消費強勁及服務業不斷擴張，內地經濟並沒有崩潰。

加入SDR 沽空者將發現無利可圖

事實上，中國的貿易順差可能從每月300億美元，上升至每月500億美元，亦引人側目。

大多數在這時進行利差交易、沽空人民幣的投資者將會感到詫異：為何內地經濟的基本因素並不是好像他們想像中那麼糟糕，以及他們希望出現的催化劑從未出現？

屆時，他們就可能從這個擁有全世界最大貿易順差的國家買回人民幣來平倉。我們希望，中國人民銀行行長周小川屆時將會「慷慨」地協助這些沽空者平倉，就像他在過去幾星期協助長期持有人民幣的投資者般。