

# 人民币汇率升转贬 资本撤离幅度可控

证券时报记者 朱凯

人民币走势出现较明显的转变，大约是在今年4、5月份。数据显示，人民币对美元中间价在5月2日攀上6.2670的汇改以来高位后，便一直回落。近4个月来人民币累计贬值幅度约为0.66%（截至8月31日收盘），期间最大贬值曾达1.29%，约相当于2011年全年升幅4.49%的两至三成。

当前的人民币贬值现象是暂时的还是会中长期持续？国际收支净流出与人民币贬值间有何关系？海外资本是否正在有意“做空人民币”？围绕这些问题，证券时报记者近日采访了多位业内人士。

## 人民币贬值预期抬头

国盛证券研究所所长周明剑表示，金融危机以来，全球各国采用的应对政策严重不对称，中国国内经济刺激计划加深了经济结构的矛盾。随着出口压力增大，人民币升值进程不断减缓。

“人民币升值进程已经结束。”西部证券宏观经济分析师刘彦召说。他认为，在政府“时间换空间”政策思路下，中国经济增速会依然较高，但下降趋势将会延续，人民币贬值压力也会中长期存在。

值得注意的一个信号是，香港人民币存款数量去年11月到达历史顶峰6273亿元之后，便突然掉头向下，截至今年6月末已降至5577亿元，降幅约11%。对此，国际金融问题专家赵庆明指出，欧债危机恶化造成国际资本对美元需求增加，并导致亚洲市场投资者抛售当地货币购买美元，因此造成货币的贬值。在香港则出现了抛售人民币的现象，离岸人民币对美元不断贬值。这与2008年的情况非常类似，只是总量不同。”赵庆明说。

海外无本金交割远期外汇交易(NDF)市场中，1年期对美元NDF所反映的人民币贬值预期仍在发酵。截至8月31日，该报价12个交易日连续徘徊于6.45附近，与境内即期价差接近1000个基点。

## 资本流出三大主流渠道

国际收支变化是影响人民币汇率的核心因素。上半年，我国经常项目顺差832亿美元，同比下降5%；资本和金融项目逆差203亿美元，第二季度净流出金额增至714亿美元。但凡涉及资本流出的话题，常常会触动市场的敏感神经。

资本外流，大致可划分为外商投资撤离及外方投资收益汇出、内资企业境外直接投资、个人对外投资三类情况。

今年上半年外商直接投资(FDI)呈同比减少之势，绝对额减少约18.09亿美元；同期新增外汇占款同

比降低了1.79万亿元，约合2835亿美元，降幅达85.5%；所谓的国际热钱1~6月累计流出5154.52亿元，约合818亿美元。

我国对外直接投资(ODI)自2003年以来一直平稳增长，截至2010年末累计已达2619.6亿美元。今年上半年非金融类ODI同比去年增加74%。ODI的增长体现在资本项即为逆差。

另外，今年上半年我国境内企业和个人仍保持776亿美元的资本净流入。但由于境内企业“负债本币化、资产外币化”倾向加重，上半年境内结售汇顺差295亿美元，远小于跨境收付顺差791亿美元，表明居民持有美元的意愿明显增强。

国家外管局表示，上半年我国确实出现了一定程度资本外流，但不等于外资大规模集中撤离。

## 资本撤离幅度可控

财经评论员叶檀对证券时报记者指出，资本外流苗头已经出现，对此需保持进一步的观察——在我方主导的对外直接投资中，有多少是借此名目向外转移的，有多少是通过地下资金渠道流出的，这些都要引起重视。

外管局表示，当前外汇形势变化主要是外汇资产的持有从央行转向境内机构及个人，是一个藏汇于民的过程，外资主动撤离迹象尚不明显。

兴业银行首席经济学家鲁政委提出，中外资企业看贬人民币导致外币存款增长很快，而这些数据可能并没有体现在我国资本储备中，多数是在海外。同时，我国企业尤其是国有企业，以外部矿产资源等形式进行对外投资，已成为近年最大的变化之一。这些因素造成我国国际收支平衡体现出资本净流出的状态。

至于热钱进出是否会干扰中国房地产市场调控，鲁政委说，国内楼市调控已延续数年，外资在国内投机楼市并推升泡沫，已不是近年的事了，所以即使撤离也不会现在才出现。对热钱流出的冲击，市场不必过于担心。

综合各方意见判断，我国当前面临的资本流向逆转，未来仍是可控的。包括外资在内的各项资本撤离中国、甚至“做空”中国的风险，短期内也不易出现。

## 适当贬值中国经济更健康

与货币升值不能表明该国经济就健康一样，贬值对宏观经济而言也并非一无是处。

鲁政委表示，人民币适度贬值及汇率的合理波动，对国内企业而言是一种“痛”，但也是成长的机会。他建议，央行应继续扩大人民币即期交易波幅范围，今年四季度可再扩大至2.5%，明年年中再扩大至5%都是可行的。

国家外管局：上半年我国确实出现了一定程度资本外流，但不等于外资大规模集中撤离。

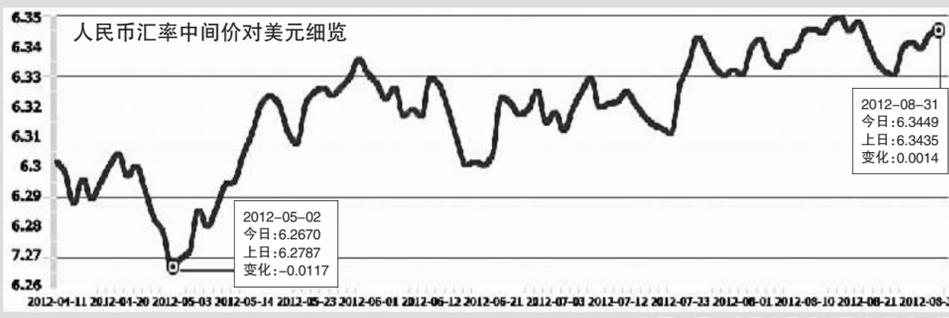
当前外汇形势变化主要是外汇资产的持有从央行转向境内机构及个人，是一个藏汇于民的过程，外资主动撤离迹象尚不明显。

财经评论员叶檀：资本外流苗头已经出现。

西部证券宏观经济分析师刘彦召：人民币升值进程已经结束。

国盛证券研究所所长周明剑：随着出口压力增大，人民币升值进程不断减缓。

在当前，人民币贬值预期也加重了证券、楼市等人民币资产的下行压力，对我国经济的真实影响应该跳出外贸部门去综合判断。



数据来源：中国人民银行网站 张洁/制图

国际金融问题专家赵庆明：香港出现了抛售人民币的现象，离岸人民币对美元不断贬值。中信银行总行金融市场专家刘维明：当前的资金外流与人民币贬值互为因果，正是对前期大幅升值的正常调整，人民币适度贬值将利大于弊。

兴业银行首席经济学家鲁政委：人民币适度贬值及汇率的合理波动，对国内企业而言是一种“痛”，但也是成长的机会。央行应继续扩大人民币即期交易波幅范围，今年四季度可再扩大至2.5%，明年年中再扩大至5%都是可行的。

专家共识——警惕出现汇率失控、恶性贬值等极端情况。

# 换美元可以 做空人民币难

证券时报记者 朱凯

香港作为人民币国际化的第一窗口，也是防御外来金融攻击的桥头堡。14年前国际大鳄索罗斯狙击港币，给刚刚完成金融启蒙的中国内地上了重要一课。而眼下，随着人民币贬值预期不断增强，香港无本金交割远期外汇交易(NDF)与境内即期价差升至历史高点，关于“货币战争”、“金融收割”的论调一时间充斥市场，挑动着各方神经。

## 资本管制下的“做空”

林喜(化名)是国内一家股份银行驻香港办事处的负责人，主要从事相关离岸市场外汇业务。他注意到近期香港NDF的明显异动。

截至8月31日，1年期人民币对美元NDF连续12个交易日徘徊于6.45附近，远低于即期收盘6.35，两者价差接近1000个基点，显示境外市场人民币贬值预期十分强烈。而在今年初这一情况恰好相反，1月20日NDF报6.25，即期报6.34，人民币仍呈现升值预期。

NDF交易并不复杂，有需求的企业在香港、新加坡等地从事相关操作，一般也会与国内远期结售汇(DF)结合起来对冲风险。除了企业，香港等地普通投资者也可参与。当预期人民币会贬值，就卖掉人民币买入美元，反之亦然。这属于两种不同的NDF合约，期限以1年期的较为活跃，并依托保证金来进行交易。”林喜称。

但值得注意的是，NDF交易并不涉及人民币或外币的跨境流动，它只是一种以无本金远期交割为形式的汇率对冲套利工具，体现的是海外市场对于人民币未来汇率的判断。而在我国资本管制状况下，NDF对人民币汇率的真实影响可能被夸大了。

工行江苏某支行国际部副总经理郭艺(化名)表示，海外资本做空人民币并非想象中那么容易。做空的前提是手头要有足以控制市场的大规模外汇资金。但国内不论开户手续，还是经常或资本项目账户下的外汇资金，实际上都是受到严格管制的。

同样，在香港人民币离岸市场，虽然可以进行外汇与人民币自由兑换，但林喜估计，在港人民币存款规模或已缩减至5000亿元不到，香港金管局也在向国内拆借人民币，这个池子太小。个人项下由内地向香港流出的外汇数量，又受到个人每年购汇5万美元的限制，力量很分散。国际资本大规模做空人民币，看来是存在技术障碍的。

日本日兴资产(Nikko Asset)大中华区相关人士从基本面角度分析称，中国目前庞大的外汇储备和经济体量都与当年泰国有着天壤之别，反观量子基金在去年三季度初索罗斯宣布“退役”之前，其海外资金规模就已在不断缩减，或已不足此前的四分之一。因而，当年英镑和泰铢的“魅影”附身人民币的概率不大。

## 贬值预期推动套利冲动

资本与金融项目管制为人民币构筑

了坚固城池，不过，也正因为管制的存在，海内外资金各种形式套利行为频繁出没，无时不在香港离岸市场上寻找人民币“裂缝”以伺机谋利。根据蒙代尔“三难悖论”，一国不可能同时实现维护固定的汇率制度、开放资本市场和实行积极有效的国内货币政策这三个目标。

对于当前人民币贬值背景下的套利行为，有3种值得注意的情况，分别是进口企业远期信用证套利、国内企业掉期套利以及境外机构境内外汇账户(NRA账户)资金抽出。

转口贸易这一块套利空间很大，因为存在法律漏洞，外管局也没办法。”郭艺介绍，她曾经接触过一位企业家，数年前开始“布局”，利差一旦出现就进行披着合法贸易外衣的套利活动。这些走出去的民营企业，首先在香港和孟加拉等地注册符合当地法律的公司，并在印度尼西亚购买了岛屿及工厂。他所从事的棕榈油生意，必要时就变成套利的“棋子”。

这些人会在银行开一个信用证，但不是用现金作保证金，而是用银票，即以未来的应收账款作质押。然后开证到新加坡或香港，利用对方贷款利率低的优势融资套利。假如NDF结汇价格高，他就在那边结汇，结汇后又可以在进来做跨境人民币业务。人民币进来了，再开信用证，如此循环。”从外汇管理角度来说他并不违规，但这样公司实际都是他一个人的。”郭艺表示。

第二种情况是国内企业掉期套利。由于港币与美元是联系汇率制度，在当前贬值预期下，人民币对美元和港币都出现了大幅贴水。不少国内企业就把存在银行保证金账户中的人民币，即期购汇成美元或港币，1年后再远期结汇进行掉期套利。目前做港币有超过1%的收益空间，而且没有任何汇率风险，收益能完全锁定。”林喜称。

此外，NRA账户中的人民币资金原本是存在国内的，但升值预期转变后他们在香港市场将其兑换成美元。而这些人民币结售汇资金并非企业的可用头寸，变成了一种特殊的流动性。

林喜指出，上述3种变化都导致了一个共同的结果，即香港市场美元不断泛滥。但这与国际资本做空人民币之间并无直接关联。

锦江国际集团财务公司副总裁侯儒波告诉证券时报记者，汇率价格会随着外币数量及供求关系不断调节，人民币贬值预期起来的时候，美元数量就会快速增加。他认为，相比此前长达6年的升值，未来人民币贬值预期将会持续较长时间。

作为对策，四大有银行已在两周前统一下调了外币存款利率。据郭艺了解，部分先知先觉的股份行在今年6月就开始了调整，对于300万美元以上规模的存款利率，经过6、7、8三个月连续下调，1年期定存已由此前的伦敦银行间同业拆放利率(Libor)+410基点(bp)调整为+180bp，大致相当于从5.2%降为2.9%左右，幅度很大。如果不调，美元升值预期下的套利行为可能失控。”郭艺指出。

■特写 | Feature |

# 人民币VS美元 华律师和雷女士的不同理财观

证券时报记者 朱凯

人民币贬值预期袭来，一个现实问题摆在了上海的华律师和他朋友雷女士面前——多年积累下来的资产该如何保证安全，又该如何保值增值？

知名律师华先生在上海滩打拼多年，资产已有千万，理财观颇为激进。自打人民币对美元汇率今年一季度破6.3后，他便加快了往香港汇丰银行账户存美元的频率，并逐步将资产转移出去。

他的朋友雷女士则不同，她坚持认为人民币资产没有任何问题，尽管华律师一再劝她换点美元。雷女士1994年进入沪上某港资企业，成为拿美元工资的白领。1998年金融危机后公司倒闭，她又在上海几家报社、电视台“打过杂”，2004年后开始自己创业，在上海有多套房产。

雷女士对90年代初“汇率双轨制”下的美元情结记忆犹新。那时候上海黑市的汇价是8到10元人民币兑换1美元，而官方牌价在4.4到5.4，上海人都流行买些美元放家里，是一种时髦。随后1994年中国发生严重通货膨胀，消费者物价指数

(CPI)最高到过24%，银行定存利率曾高至18%，人民币对美元官方汇率一举从5.4贬值到8.6左右，一些城市出现抢购潮和社会恐慌。雷女士印象中，银行门口常有很多换美元的人，电视上也报道过好几起假币案件。但现在回过头去看，那时的担忧显然是多余的。

与大多数上海妇女一样，雷女士热衷于投资房产，分别在1998年、2000年、2003年和2008年买过房子。短短几年，房产就有了大幅升值。2000年浦东联洋那套房子到现在已经翻了7倍，2003年花14万买的那套小房子5年后卖了78万，她们一家现在居住的浦东张江附近200平方米的复式楼，2008年买时单价1.8万。雷女士说，当时谁都知道买房子就能赚钱。

对于未来人民币是否贬值，雷女士没有过分在意，也没有去香港开户，她认为房子就是最好的保障。不过，今年以来她曾“协助”一位要好的朋友转过5万美元去香港，地点就在上海外滩的一家国有银行里。

相较而言，华先生则对人民币资产并不放心，他的担忧主要在于国内公共债务的持续攀升，特别是地方债

务的严重程度恐怕不亚于希腊。在此情况下，中国除了走继续超发货币的老路，似乎看不到更多希望。他清晰记得，前几年去银行办理业务，经常取出崭新连号的钞票，可见印钞速度之快，而人民币的购买力也因此逐年“发毛”。

由于工作关系，华先生经常接触一些中国台湾的企业家，也曾经和他们私下换过汇——华先生向台湾的朋友提供其在内地日常开销的人民币，而台湾商人将香港账户中的美元按比例直接存入华先生的汇丰银行账户里，以此突破外管局的额度限制。

他说，内地银行虽然也可以办理美元存款业务，但国内经济政策缺乏制衡，新规定说来就来，根本没时间去预判和防范。特别是他注意到，今年5月印度恢复了已解除多年的强制结售汇制度，阿根廷政府也宣布将对国内居民信用卡消费加收15%的税费，以阻止资金进一步外流，“相信随着人民币贬值，国内今后对汇款出境的管理会越来越严”。

另外，华先生也警惕国内税收政策和社会环境的变化。他预计，随着地方财力吃紧，加上贫富悬殊造成的社会不稳定因素，国家可能加大对有钱人征税，因此，把资金尽早搬出去“心里会舒坦些”。

