

祝振駒

博客：BLOG.SINA.COM.CN/RAYMONDJ2011

聯騰投資管理(香港)  
有限公司董事總經理  
特許財務分析師  
曾經在不同國際投行研究部  
擔任分析師及主管達14年之久，  
專長中小型股研究。  
後轉職往對沖基金擔任基金經理，  
2010年創立聯騰。

# 人民幣的吊詭

中國領導人及人民銀行高官在不同場合均一再重申人民幣沒有持續貶值的基礎。



高官們指，即使人民幣短期有貶值壓力，但幅度不會太大。滙率穩定及升值，是吸引外資進入中國的最先決條件。

## 中國與環球經濟唇亡齒寒

8月11日，人民幣一次性貶值2%，引致環球金融市場大震盪，因為投資者恐怕人民幣進入長期貶值軌道，所以一窩蜂拋售人民幣資產，引發股市、滙市及債市拆倉潮，避險情緒波及其他新興及發達國家市場。中國與全球股滙市的相關性愈來愈高，因為中國已成為大部分新興及發達國家的重要貿易夥伴。例如中國已分別佔南韓、日本、東盟、美國及歐盟的2014年總貿易額分別達21.4%、20.5%、19%、14.9%及21.4%。中國經濟放緩，直接打擊了資源出口大國，例如巴西、澳洲及加拿大等的經濟。就算以內需為主導的美國也不能獨善其身，因為其跨國企業在中國的銷售比例日益增加，例如Apple (AAPL) 大中華區業務佔上季總收入就高達26.7%。所以人民幣的走勢不再單純是中國，乃是全球性的問題。

## 滙率改革面對兩難

中國為了人民幣被納入成為國際貨幣基金會(IMF)特別提款權(SDR)貨幣籃子，所以有一次性貶值及某些滙率機制改革之舉。中國希望透過滙率改革，從而促使利率市場自由化及資本市場改革，吸引更多的外資進入中國，最終開放中國資本帳及令人民幣成為自由兌換貨幣。問題是中國經濟正在放緩，人民幣本來就有貶值壓力，任何滙率改革將會令市場加速對人民幣貶值的期望，造成更多資金外流。為了穩定人民幣，人民銀行不能過急減息

(雖然經濟及通脹放緩有減息空間)，以及消耗大量外滙儲備(主要透過拋售美債)來支持滙率，令市場更不明朗。聯儲局延遲加息，某程度因為中國近期大規模減持美債，令美國孳息率有上升壓力(等同加息作用)(見圖三)。截至8月底的過去一年，中國的外滙儲備減少了4,114.4億美元(見圖一)，等同美國三次量化寬鬆總和的11.1%。

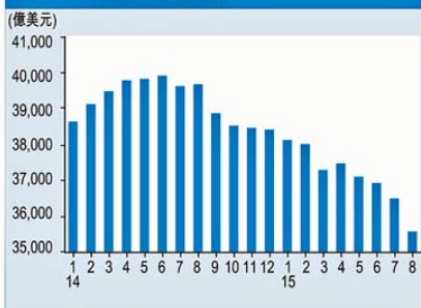
## 貶值害多於利

中長線而言，人民幣貶值對中國經濟肯定害多於利，因為溫和的貶值對改善出口競爭力完全沒有幫助(人民幣自2014年至今對韓元、日圓及歐元已分別升值了7.16%、7.67%及16.7%)，大幅貶值卻會引發貨幣戰爭，市場恐慌及金融系統性危機。

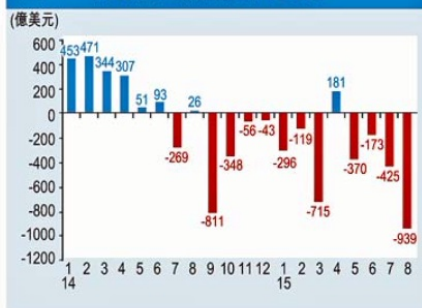
中國領導人已一再於國際場合表態，不會透過貶值來刺激經濟，所以在政治層面上，領導人應該不會主動引發人民幣貶值。但在市場經濟上，人民幣確實有貶值壓力，人民銀行也沒可能長期透過減持外滙儲備來穩定滙價。除了在滙市加強監管，令人民幣滙兌成本增加，聽說現在地下錢莊的活動也受到影響(對澳門博彩股雪上加霜)。高官口術及管制手段只能對滙率產生短期作用，要中長期維持人民幣滙率穩定，最終還需要回歸基本面，即透過出口以外的途徑刺激經濟。經濟增長加速，市場對人民幣貶值的憂慮便自然消退。

只要市場相信人民幣穩定，外資便將重返，香港股市便可從谷底回升。中國自去年底已加快放寬貨幣政策及逐漸推出各樣刺激政策，所以投資者需要密切留意中國宏觀經濟數據的變化，掌握其拐點。

圖一 中國外滙儲備



圖二 中國外滙儲備按月變化



圖三 美國國債孳息率

