

■ 大视野

跨境贸易结算带来新变量

短期资本流动加剧人民币汇率波动

□ 中国世界经济学会主席 余永定

从2005年7月到去年12月,人民币一直逐渐升值,但此后人民币出现了出人意料的贬值,连续11个交易日触及中国人民银行设定的日交易下限。尽管此后人民币又重新回到了缓慢升值轨道,但其汇率变动轨迹或许已发生永久改变。

只要中国存在贸易顺差和净外国直接投资流入,人民币就会承受升值压力。短期资本流对人民币汇率几乎没有影响。原因有二:其一,由于中国卓有成效(尽管漏洞很多)的资本管制,短期“热钱”(即流入中国以套利、寻租和投机为目的的资本)无法自由进出;其次,短期资本流通常加强而不是削弱了人民币的升值压力,因为投机者在人民币渐进升值态度指引下,都在

赌人民币升值。

那么,既然中国仍然存在经常项目顺差和长期资本盈余,为什么人民币会突然贬值,迫使当局出手干预(尽管力度不是很大)以防止其进一步下跌呢?

许多外部经济学家指出,去年12月人民币贬值的原因是投资者认为决策者在面临经济硬着陆的前景时,将延缓甚至叫停人民币升值。但更重要的是,在去年12月贬值之后,人民币又相当稳健地回到缓慢升值的轨道上。与此同时,投资者看熊中国经济的情绪并没有得以缓解。

但这两种现象一个都没有出现。更重要的是,在去年12月贬值之后,人民币又相当稳健地回到缓慢升值的轨道上。与此同时,投资者看熊中国经济的情绪并没有得以缓解。

事实上,去年12月人民币的突然贬值反映出中国跨境资本流

的自由化。这一过程始于2009年4月,当时中国开始试点人民币跨境贸易结算,企事业单位(尤其是大型企事业单位)可以在内地和香港之间转移资金。结果,离岸人民币市场,即CNH市场,在香港建设起来,与在岸市场(现在称为CNY市场)并行。

但与CNY不同,CNH是一个自由市场。在人民币升值以及内地—香港正利差预期下,CNH市场美元价值要高于CNY市场。这一差别促使内地进口商和跨国公司开展了积极的套利活动,即资本从香港流入内地。内地居民和跨国公司的人民币债务增加,香港居民持有的资产也相应增加。

内地进口商和跨国公司的汇率套率行为在CNY市场上造成了人民币升值压力,而在CNH市场上造成了贬值压力。在一个具有弹性利率和汇率的经济体中,套

利率迅速消除利率差别。但是,由于内地汇率和利率缺乏弹性,因此CNH—CNY利差持续存在,套利者得以赚取丰厚利润,而代价则由经济承担。

但去年9月,香港财政金融状况急转直下。因欧洲主权债务危机导致流动性短缺使得发达国家银行——特别是对香港存在风险敞口的欧洲银行——以美元的形式抽回资金。与此同时,CNH开始对美元贬值。与此同时,美元短缺尚未影响到CNY,CNY市场继续保持相对稳定。

于是,CNH变得比CNY更便宜。其结果是,内地进口商和跨国公司不再通过CNH市场买入美元再通过CNY市场换回人民币。与此同时,内地出口商也不再在CNY卖出美元然后通过CNH市场换回美元。美元短缺造成了CNY市场的贬值压力,于是CNY不可

避免地要出现贬值,这就是去年9月的情形。

反向套利意味着资本从中国内地流出。相应内地居民和跨国公司持有的人民币债务下降,香港居民持有的人民币资产同时下降。事实上,融资成本的上升以及人民币升值的不确定性,触发香港居民单方面甩卖人民币资产。

简言之,因为人民币跨境贸易结算的出现,跨国资本流动变得更容易,短期流动成为人民币汇率波动的主要因素。外部冲击首先影响离岸市场,然后影响在岸汇率。

在短期未来,人民币还将继续升值,这是强劲的经济基本面决定的,但短期资本流的内在不稳定性将会导致人民币汇率更加波动。这一变化将不可避免地给美国和中国的决策者带来新的挑战。(来自Project Syndicate)

避险成为全球资金流动主旋律

□ 中国工商银行 宋玮

展望2012年,全球风险分布将决定资金流向,在欧债危机可能继续恶化、美国经济增长前景相对较为光明以及新兴市场受冲击程度不断加大的背景下,避险仍将是2012年全球资金流动的主题词,资金或继续采取防御态度。

2011年,全球资金流动版图主要呈现三大特征。其一,新兴市场与发达经济体股市资金流向出现逆转。与2009年和2010年截然不同,以“金砖四国”为代表的新兴市场经济体股市2011年呈现整体资金净流出。据EPFR(新兴市场投资基金研究公司)统计,2011年全年中国、俄罗斯、巴西和印度股市资金的净流出量分别为88.74亿美元、88.61亿美元、56.38亿美元和30.43亿美元,而发达经济体则呈整体小幅净流入。

其二,避险需求的此起彼伏致使新兴市场出现三季度资金大幅撤离浪潮。中东地缘政治风险和日本大地震致使避险需求激增,推动资金在2011年1月20日至3月23日从新兴市场大幅回流发达经济体。随着欧债危机的逐渐恶化、蔓延以及美国评级被标准普尔下调,金融市场避险需求激增,致使资金在2011年7月14日至10月12日从高风险的欧元区和新兴市场流向美国、美元和黄金等避险资产。11月10日至12月底,欧债危机持续恶化并逐步向欧元区核心国和欧洲银行业蔓延,一方面致使避险需求进一步上升,推动资金撤出新兴市场,另一方面欧洲银行业流动性风险大增,信贷紧缩进一步加剧,被迫从新兴市场大幅回撤资金,加剧资金从新兴市场流出。

其三,资金主要流入以美国为代表的北美地区,而欧洲则呈整体流出趋势。资金向美国市场的回流主要得益于资金对高风险的新兴市场、欧洲市场的回避,与此同时,美国经济复苏前景相对较为光明。欧洲银行业面临去杠杆化的压力,被迫将资金从新兴市场大幅回撤至欧洲,但全球投资者对欧债危机的悲观情绪致使资金大量流出高风险的欧洲股市和债市,欧洲整体呈现资金流出趋势。值得强调的是,资金在不同地区之间的无序流动加剧了全球汇率市场及大宗商品市场的震荡波动。美元在2011年下半年急剧升值,而欧元及部分新兴市场货币汇率则相应出现了急升急贬的大幅波动,黄金价格亦在屡创历史新高后大幅下滑。

笔者认为,2012年资金流向将可能整体呈现新的趋势。在地域方面,资金将可能继续从欧洲和新兴市场流向美国市场,在风险缓解后资金亦回流至部分风险较小、经济增长较快的亚洲新兴市场,而欧元区核心国德国可能成为欧洲资金避风港。

在外汇市场方面,欧债危机

恶化使美元的避险资产角色继续增强。欧洲央行降息使欧美利差缩窄,美国经济复苏前景好于欧洲和日本等多种因素将推动美元震荡升值,同时日元和瑞士法郎等避险资产将继续受到资金追捧,升值可能性较高,而资金倾向于规避欧元及新兴市场货币贬值风险,推动其呈现继续贬值趋势。但不排除2012年欧债危机出现缓解,这可能推动欧元出现反弹,美元出现阶段性贬值。

在国债和股票市场方面,由于资金更倾向于低风险国债市场,可能继续从股票市场向国债市场流动,股票市场仍将保持低迷。但复苏较为强劲、受危机影响较小的美国股市和债市将最为乐观。欧洲债券市场仍将整体承压,美债收益率或将呈下降趋势,欧债收益率可能继续整体走高。

在大宗商品市场方面,由于国际金价前期涨势过猛积累了泡沫,短期内仍有震荡调整需要,此外美元走强、欧债危机导致的银行业流动性问题也会对金价构成利空,预计国际金价可能于上半年形成年内低点。随后欧美央行入市干预和释放流动性,逢低买盘或将推动金价迅速回升,金价有望在下半年再度走强。中东地缘政治风险的不断上升将可能推动投机资金继续流向原油市场,原油价格也将震荡上扬。

在资金流动时序方面,随着2012年上半年欧债危机可能出现恶化,资金将继续青睐于避险资产、避险货币和流向美国。同时不排除欧元区推出较为有效的危机救助措施,届时资金避险情绪可能有所缓解,将加剧资金小幅回流至高风险的股票市场、高息货币以及新兴市场。

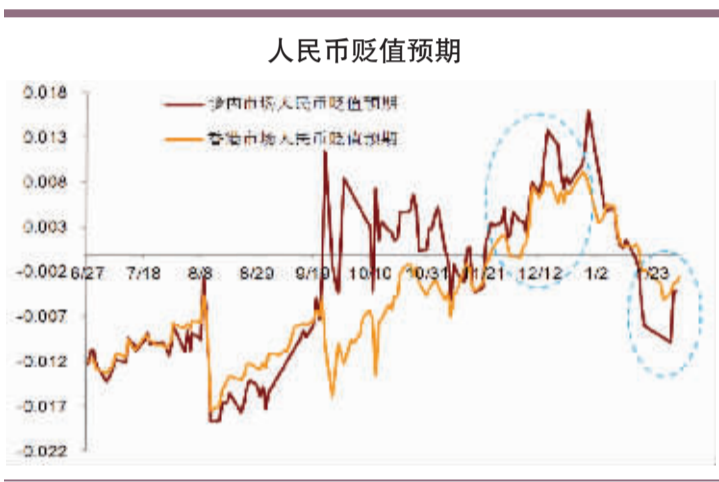
在此背景下,以中国为代表的新兴市场应做好准备,应对欧债危机和资本流动波动加剧。一是针对欧债危机将持续蔓延、系统性风险加大且可能触发银行业危机的情况,应及时调整涉欧资产配置,降低各类涉欧债券的风险敞口,加强风险防范。二是提前应对资本外流加剧对新兴市场经济增长的冲击,继续加强对跨境资金流动的监控,完善跨境资金流动监测和预警机制,加强对贸易项下和资本项下入境资金真实用途的管理和审查,加大对违法违规入境资金的打击力度。三是针对跨境资本流动的顺周期及波动性大等特点,构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架,加强金融监管协调,增强信息透明度和信息披露力度,建立健全系统性金融风险预防预警机制和处置机制。四是大规模资本流动使得银行流动性出现大幅波动,银行贷款膨胀和收缩交替出现,增加银行体系风险,因此新兴市场应及时采取措施,降低本国银行业存在的潜在风险,防止资本流动过度波动引发银行业危机。

人民币汇率波动蕴含套利因素

□ 招商证券研发中心 谢亚轩 张一平

进入2012年,随着欧债危机的暂时平静,国际资本再次流向新兴市场经济体。香港市场人民币汇率再度走强。随着香港离岸人民币市场的发展,资金在境内外周转速道拓宽,一定程度上加剧顺周期跨境资本流动冲击,放大资本流动对人民币汇率的影响。从人民币汇率1月走势来看,人民币升值预期出现较明显的持续回升态势。在人民币汇率预期走强的情况下,1月外汇占款余额回升或成为大概率事件。

自2005年汇改以来,人民币对美元汇率长期处于单边升值区间。但2011年11月—12月间人民币汇率一改以往走势,发生剧烈波动,美元对人民币即期汇率盘中价甚至一连多日触及日交易下限。究其原因,一方面是因为人民币汇率已接近均衡汇率水平;另一方面,规模不断扩大的香港离岸人民币市场,对境内人民币汇率走势的影响程度也在不断加大。由于香港离岸人民币市场的市场化程度高,官方干预色彩少,因而离岸人民币市场比内地市场能更灵敏反映市场投资者对人民币汇率的真实看法。实际上,早在2011年9月末,香港离岸市场上人民币即期汇率的走势就与境内市场有所偏离。换言之,香港离岸市场早已暗示了这一轮人民币汇率的波动。



资料来源:Wind、招商证券

2009年7月香港正式开展人民币业务。香港市场是最主要的人民币离岸交易市场,香港市场人民币存款和贸易结算规模不断扩大,香港市场对人民币汇率波动的影响已不容小觑。

首先,受欧债危机的影响,全球美元流动性紧缺,大量资金由于避险需求从新兴经济体撤回到欧美市场。全球“美元荒”的结果是,从2011年9月开始,香港外汇市场上美元需求上升,美元汇率走强,人民币汇率走弱。我们观察到在2011年9月之前境内人民币即期汇率之间的差为正值,但9月中下旬之后,汇率差由正转负。9月开始的境内外人民币汇率强弱关系对调,对经济主体的结售汇行为造成显著影响。9月中旬前,由于人民币在香港比内地

“贵”,所以经济主体倾向于在香港购汇,在内地结汇,放大内地的结售汇顺差规模。9月中旬后,人民币在香港比内地“便宜”,更多经济主体选择在内地购汇而在香港结汇。相应可以看到,内地银行代客结售汇顺差自2011年9月开始大规模收窄,11月、12月甚至出现逆差。其中,银行代客售汇额由9月的1166亿美元增长至12月的1578亿美元,明显高于2010年的同期水平。这种反向跨境套利交易导致内地市场美元需求上升,购汇需求增加,结汇需求减少,对内地的外汇供求和人民币汇率造成压力,导致人民币汇率的多次“跌停”和外汇资金从内地向香港市场转移。

其次,由于香港市场也可以进行跨境人民币业务结算,近期

离岸市场美元走强之后,贸易企业更愿意在内地购汇,然后通过银行付汇完成资金支付;在接收资金时更愿意在香港收汇换成人民币再汇回内地。贸易企业在收付汇和结售汇反向操作的结果是香港市场美元流入和人民币流出,香港市场人民币存款下降和内地银行涉外收付汇顺差减少。根据香港金管局公布的数据,香港人民币存款在2011年9月和12月负增长,2011年年末人民币存款总量约为5885亿人民币,远低于此前市场预期的10000亿。而银行涉外收付汇顺差规模自2011年9月起大幅收窄,尤其货物贸易收付汇余额在12月首次出现逆差。

总之,由于人民币境内外市场自去年9月起就出现了较大的汇差,导致原本应在内地结汇的资金转移到香港结汇,投机资本也开始反向套利,造成人民币跨境收付由净流入转为净流出。

第三,由于境内外市场人民币汇差而产生的反向套利和贸易企业涉外收付的逆向操作,导致香港市场人民币供应下降。但我们观察同期人民币有效汇率指数发现,人民币依然处于升值区间,而且贸易企业在香港结汇也需要大量人民币,因此香港市场的人民币需求依然旺盛,这意味着香港银行间人民币利率的上升。中银香港人民币同业拆借利率在去年9月还维持在1.12%的低位,随着人民币的不断流出,该利率一路上行,2011年12月最高时曾达

到2.75%,而2010年12月的最高水平不过1.90%。

进入2012年,随着欧债危机的暂时平静,国际资本再次流向新兴市场经济体。香港市场人民币汇率再度走强。春节前,香港市场美元对人民币汇率回升到1:6.2991的水平,而在去年12月该数据曾最低跌至1:6.4136。境内外市场汇差逐步恢复到过去离岸市场人民币强于内地市场人民币的传统格局,香港12个月人民币NDF再次出现升值预期。短短一个月的时间(其间还包括圣诞和新年假期),人民币汇率发生了剧烈的波动。这反映随着香港离岸人民币市场的发展,资金在境内外周转速道拓宽,一定程度上加剧顺周期的跨境资本流动冲击,放大资本流动对人民币汇率影响。境内外汇市场上人民币汇率的波动性和震荡幅度中,已不可避免地蕴含了香港因素。

从人民币汇率1月走势来看,人民币升值预期出现较明显的持续回升态势。在人民币汇率预期走强的情况下,1月外汇占款余额回升或成为大概率事件。笔者判断,人民币汇率升值将进入平台期,汇率波动的弹性增加。在欧债危机演进仍存在较大不确定性情况下,2012年1—4月的外汇占款有望止跌回升但增量较低。随着欧债危机的缓解,避险情绪缓和,外汇占款会逐渐好转,恢复至每月增加2000亿元水平,预计2012年全年外汇占款达2万亿元左右。

变“债权”为“股权”投资 推进人民币国际化

□ 国家信息中心预测部 张茉楠

改革开放30多年来,中国对外金融领域的各项改革已取得长足进展,对外金融资产规模急剧扩大。现在,如何在经济由大国走向强国的进程中让金融扮演更重要角色,如何让庞大的金融资产真正发挥影响力,已经成为摆在决策者面前的战略性命题。

坚定人民币国际化

近期人民币汇率出现异动,这让我们重视审视人民币国际化之路。事实上,人民币汇率问题的根本不在于价格,而在于定价权 and 主导权。短暂的汇率波动不应成为延缓人民币国际化的借口,人民币国际化战略不可轻易中断。中国当下的人民币国际化本来就是在国内金融改革尚未完成,利率、汇率等金融价格尚待市场化,资本项目管制没有完全放开的背景下开始实施的。现在,人民币弹性空间打开,中国可以利用当前外汇市场供求趋于平衡的机会,增强人民币弹性化,确立一套明确、贯彻人民币汇率改革目标的人民币汇率浮动规则,加快人民币汇率形成机制等一系列金融制度改革。

中国人民币“走出去”的跨境贸易结算取得重大进展。两年多的人民币贸易结算推广,到去年年底人民币贸易结算累计已经超过2万亿元,其中约90%集中于进出口业务领域。贸易结算的单向偏离,让人民币国际化变为贸易部门赌人民币升值套利的工具,并导致外债结构短期化。如此一来,短期资本流动的风险增加,并拖累货币政策调控。贸易结算是货币最基本的功能,但贸易结算的单向性只能反映出人民币在此功能领域的欠缺,同时反映出“中国制造”国际定价权的缺失。这也意味着,“中国制造”竞争力的提升与人民币国际化是相辅相成的关系。

人民币既要“出得去”,也要“回得来”。现在的问题是,贸易结算形成的人民币大量堆积在香港,目前在香港已经超过6000亿元,到2012年年底可能超过1万亿元。尽管去年前11个月离岸人民币计价债券的发行总额达到991亿元,几乎是前年全年发行规模358亿元的三倍,但香港离岸人民币市场中心并未名副其实,无法容纳并喷的人民币投资需求,这意味着香港的准备不足。

如果无法形成海外自循环的市场机制,人民币就谈不上国际

化。当下离岸人民币大量闲置是单向贸易结算豪赌人民币升值应该付出的代价。香港更主要的工作还在于发挥国际金融中心的金融创新功能,发展人民币计价的金融工具及其衍生品,以及让人民币通过资本输出走向世界,逐步形成并壮大离岸人民币自循环市场。

“藏汇于民”推进外储改革

外储是中国巨大的国民财富。我国外汇储备余额占到全球外汇储备9.4万亿美元的近三成,同时反映出“中国制造”的三倍,但与日本等国不同的是,我们是典型的“官方储备国”,外汇储备大部分由央行持有。

然而这种“官方储备国”的集中风险比较大,所产生的货币不匹配将使国内金融市场的投资组合难以实现均衡,也使货币当局对货币和流动性的管理变得更为困难。央行还面临“不可能三角悖论”。在资本跨国流动渠道日益增多的情况下,提高利率会吸引以套汇、套利或套价为目的的国际投机资本更大规模流入,反过来会加大央行冲销压力。在国际资本流动自由度不断提高的情况下,我们试图稳定汇率,必然难以绕开“不可能三角困境”,货币政

策自主性受到严重挑战。

因此,对中国而言,如何改变官方储备与民间储备结构,真正实现从“藏汇于国”向“藏汇于民”的路径转变意义重大。在对外汇储备结构考察中需要关注四大关系,即官方储备与民间储备的比例、美元储备与非美元储备的比例、流动性高的资产与收益率高的资产的比例、放在美国银行和分散放在其他国家银行的储备资产的比例。这四大比例关系可以概括为:安全性、真实性、流动性、盈利性四原则。

在这四大比例关系中,第一位是官方储备与民间储备的比例。储备的重点放在民间不仅仅是“藏汇于民”,它首先反映的是一个国家的财富水平、储备水平和汇率水平是否真实。在现代市场经济条件下,货币定价权越来越不依靠政府,只有民间储备才“官方外汇储备”,这个国家才真正富强。当企业和老百姓敢于持有外汇资产才说明他对本国货币更有信心,这个国家的汇率才真实。当前,中国需要启动新一轮外汇管理体制的全面改革,通过新的制度安排促进储备结构的调整,真正由“藏汇于国”转向“藏汇于民”。

变“债权”为“股权”投资

对外金融领域还有一项重大的格局转变就是变“债权投资”为“股权投资”。我国对外金融资产已经高达46152亿美元,其中对外金融负债26301亿美元,对外金融净资产19851亿美元。然而从收益率结构上看,中国对外负债的高利率,要远高于对外资产的收益率。以中国持有美国长期国债收益率计算,我国储备资产的收益约为3%—5%(现在还不到2%),外国直接投资在我国的收益平均在20%左右。按此估算,3万亿美元储备资产年收益约1013亿美元,1.53万亿美元的外国直接投资的年收益为3060亿美元,相差近3倍,凸显出我国“负债高成本,资产低收益”的严重失衡局面。

未来,必须重新审视如何管理好如此规模庞大的对外金融资产。大规模投资于发达国家国债的储备资产流向需要根本性改变。要将债权转换为对包括美国在内世界真实经济体的股权投资和权益投资。真正把外储资产用于中国实体经济在海外的拓展。通过多元化的资产配置提高储备资产二次创造财富的能力,真正让储备资产发挥全球化资源配置的作用。

QE3未必助推美元强势

□ 何志成

美元指数近期出现回调,与此相对应的是非美货币全线反弹。美元下跌并非预示美国经济不好,事实上,稳定美国经济需要稳定的货币政策,也需要稳定的汇率,美元指数上升承压的寓意正在于此。

美国经济近期仍维持缓慢复苏趋势,主要数据尤其是就业和房地产数据都有积极表现,这些好数据不断地推升股市,同时释放风险偏好情绪,刺激非美货币反弹,压制美元指数上升。

美元指数下跌时,很多分析师认为,美联储很快将推出QE3,但笔者对于美联储推出QE3抱有怀疑态度。实际上,美国经济的温和复苏已经不需要QE3和长期低利率刺激。正如里奇蒙联储主席莱克所称,“美国经济将继续复苏,即使是以温和的步伐,美国联邦基金基准利率将需要上调,从而防止通胀压力的浮现。”

美国经济当前最需要的是不断扩大就业。对美联储来说,就业最大化可能比价格稳定更加重要。同时,美国经济的真正复苏有赖于制造业强劲复苏,而制造业需要极低利率扶持,因此,美联储必须维持极低利率。

但是,极低利率水平必将刺激通胀率。

必须承认,近期美联储主席伯南克的讲话的确为推出QE3降低了门槛,为进一步扩大资产购买计划留有余地。但笔者认为,只有在两种极端的情况下,美联储才可能推出QE3。一是欧债危机爆发导致全球金融市场一片混乱,二是美国经济出现严重衰退迹象。但由于欧债危机已经显性化,全球主要金融机构已设置好“防火墙”,未来即使希冀风险偏好情绪,刺激非美货币反弹,意大利等国出现选择性违约,欧元汇率出现急跌,全球主要金融市场也可以应付短期波动,而不会出现“火烧连营”的情况。美国经济目前处于复苏的初期阶段,趋势将是向上,未来两、三年不会出现极度衰退迹象。两因素都意味着,美联储不会着急推出QE3。

此外,即便QE3近期推出,也未必像QE2推出时美元指数强劲反弹,而有可能与QE1启动时相似。花旗外汇(CitiFx)的痛苦指数(PAIN index)通过对对冲基金头寸研究发现,目前的美元持仓与2009年3月QE1入市时更为相似。QE1启动后,美元指数即大幅下跌,此后数月更是加速下滑。如果此时美联储启动QE3,情形将与QE1时相近。