

Fed 會搞出「中國信貸危機」？！

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

壹、前言












(圖一：怎麼會這樣？天象異常？AFP)

詳細思考近期 Fed 升息預期效果會赫然發現，其實目前是中國自 1989 年改革開放以來，經濟金融情勢最為險惡時候。在資產房地產價格還持續上揚，抽到申購號碼牌、就可轉手獲得暴利下；大陸資產泡沫情況嚴肅。為拔除金融與資懺泡沫風暴引信，過去一年多以來、中國金管單位，大力掃蕩標榜高報酬理財商品；以去除 Off Balance 包裝的連動商品。如果連動到房地產價格債券，由金融面引爆出債券價格下跌，就會醞釀金融與資產泡沫危機。但近期全球資金轉向，美元獨強的金融趨勢方興未艾，如果本周 2016 年 12 月 13 日，Fed 升息幅度拉大；或是預告 2017 年持續升息；則中國境內人民幣資金，在資本

管制狀況下，蠢蠢欲動情勢將無法喝止。在失去資本帳流入挹注後，中國經濟著陸情勢將趨於顯著與表面化。

貳、別嚇人：人行外匯存底一個月減少 690.57 億美元！

外匯儲備前20位

排名	國家 / 地區	外匯儲備 (美元)(百 萬)	最後更新
1	 中國 ^[7]	3,305,445	2016年3月 ^[3]
2	 日本	1,262,509	2016年4月 ^[4]
—	 歐元區	761,679	2016年2月 ^[5]
3	 瑞士	649,190	2016年3月 ^[6]
4	 沙烏地阿拉伯	555,000	2016年7月 ^{[7][8]}
5	 中華民國 (臺灣)	435,260	2016年10月 ^{[7][9][10]}
6	 俄羅斯	398,200	2016年8月19日 ^{[11][12][12][12][13][14][15][16][17]}
7	 韓國	377,770	2016年9月 ^{[18][19]}
8	 印度	367,157	2016年10月28日 ^{[8][20]}

(圖二：為什麼美國這麼爽？不必有外匯存底？維基百科)

在人民幣不斷貶值趨勢中，中國人民銀行在 12 月 7 日，依慣例公佈國家外匯存底；但公佈數字讓全球金融市場譁然。到 2016 年 11 月底，中國外匯存底以美元計價全部總額，竟減少到 3.05 兆美元；創下近五年、2011 年 3 月以來新低。尤其更令人譁然是，在短短 2016 年 11 月、一個月期間中；外匯存底大減 690.57 億美元。中國人民銀行不避諱解釋：一、人民銀行的確在外匯市場進行匯率干預操作；阻擋人民幣兌換美元匯價貶值，就是在國際外匯市場中，進行人民幣拋補操作；買進人民幣資產、賣出美元資產、阻擋人民幣兌換美元匯價持續貶值。二、人行以美元計價資產，即外匯存底資產價格多在下跌；如黃金、或是歐元、日圓、馬來西亞貨幣、英鎊等貨幣。人行所持有全

球各國政府公債，在過去一段期間中，多因預期 Fed 將升息，殖利率大幅上揚、而帳面價值大幅減損。若再加上該種債券貨幣兌換美元匯價，人行持有的債券以美元計價總額，折損狀況可能相當壯烈。三、一般央行持有公債還是可區分為「短期交易」、「備供出售」與「持有到期」；但無論如何多有短期操作部位。在持有債券就會有固定債息報酬下，人行持有美債部位曾高達 1.3 兆美元以上，目前是美國債券最多持有者。

美國國債分布情形 (2016年8月)		
國家 / 地區	十億美元	百分比(小數點後2個位)
中國大陸	1185.1	19.13%
日本	1144.0	18.46%
愛爾蘭	266.4	4.30%
開曼群島	264.2	4.26%
巴西	256.1	4.13%
瑞士	237.9	3.84%
盧森堡	219.8	3.55%
英國	204.8	3.31%
香港	191.5	3.09%
中華民國	190.0	3.07%
比利時	157.0	2.53%
印度	122.9	1.98%

(圖三：這些債主福利多恭送給最大債務國去了，維基百科)

四、依據維基百科統計資料，截至 2016 年中國持有美國國債，大約有 1 兆 1 千 851 億美元。雖然人行在 2015 全年，與 2016 年上半年多積極調整或賣出美國國債，但長期部位仍然龐大。如果這次全球債券市場崩盤跌幅為 25%，則回溯人行持有美債金額最多期間應有 1.58 兆美元。由過往經驗，中國應顯著調節美債持有部位；但因殖利率漲幅過大，因此龐大美債餘額部位價值仍顯著下降。依此推估、人行持

有非債券外匯存底資產約為：3.3054 兆美元-1.1851 兆美元=2.1203 兆美元。五、人民銀行目前持有黃金存量約為 1,838.5 公噸。1 盎司等於 31.1035 公克，而 1,838.5 公噸、等於 1,838,500,000 公克，換算成為 59,109,103.47 盎司。以 1,156.43 美元/盎司計算，價值卻只有約 683.5554 億美元；這與外界對中國黃金存量估計有天壤之別、外界估計中國黃金存量為 10,000 萬公噸以上。六、但依據官方數據，顯然外匯存底除美債外，其它可能是美元貨幣通貨 Currency、或是在 SDR 存有貨幣部位、及其它貨幣性資產等。依據國際對沖基金 Kynikos Associates 估計，人行持有外匯存底中現金部位約為 1.77 兆美元。

叁、人行還要頃洪荒之力捍衛人民幣匯率？看 Fed 怎麼搞再說吧！



(圖四：在這麼偉大國家中？為什麼我還要如此奔波？ AFP)

這樣巨變的外匯存底對中國政治、與經濟發展是安全的？國際經濟學理論認為，一國外匯存底至少需要俱備 3 個月以上進口所需外匯。依中國 2016 年 11 月統計資料，當月進出口貿易金額；出口金額為

1,968.05 億美元、而進口金額為 1,592.98 億美元。就以此為基礎，則三個月進口估計金額為 4,777.74 億美元，中國外匯存底是為進口金額 3.564 倍；對外貿易與經常帳支持度應足夠。但問題重心顯然不在於對外貿易，由於人民幣匯率自 2014 年 2 月起持續兌換美元貶值。因此 2015 年 9 月，中國人民銀行曾宣佈自 2016 年 1 月 1 日起，限制每張銀聯卡在境外提款金額。在中國境外，每張銀聯卡每年最多可提領金額為 10 萬元人民幣，而單次最多只可提領 1 萬人民幣。但令人錯愕的是。2016 年 12 月 9 日上周五，澳門金融單位卻確認了市場傳聞，接獲中共中央指令；在澳門所有 ATM 提領銀聯卡，其金額降為單次最多只能提領 5,000 元澳門貨幣；人民銀行顯然進一步防範，人民幣藉由港澳管道持續外流，因此進行資本管制。



(圖五：人民幣兌美元匯率顯然與 1997 年不可同日而語，鉅亨網首頁)

由國際金融資金流動經驗；由於時空背景轉變，這一波 Fed 的升息預期，人民幣兌換美元匯率貶值風潮，顯然已帶給中國貨幣與金融當局壓力，完全異於 1997 年 8 月亞洲金融風暴。當時人民幣仍是固定匯

率制度，並且是資本管制國家；因此國務院對人民幣不貶值宣誓始終信守承諾，人民幣成為亞洲貨幣中流砥柱。但目前情勢演變似乎是時不我予，從印尼、與菲律賓、馬來西亞、到日本與人民幣兌換美元匯率；在預期 Fed 升息下，貶值風潮無一倖免。如果將此詮釋為資金外逃，並且情況若繼續如此下去，則顯然這是一場新興國家金融災難。如果說貨幣匯率貶值是為強化出口競爭力，則除經常帳外資本與金融帳，不應該有長期流出現象。固定資本形成多有加速效果；買了機器設備後還要顧用新員工，第一期投資後接著又是第二期投資、t 期再來 t+1、t+2 期。還好近期中國已經完成三個資本市場，成為一體「滬港」與「深港通」整合，未來企業募資不必完全看銀行臉色，可透過資本市場「直接金融」，不愁沒有加速性後援資金；但這並不表示中國企業融資斷炊風險已淡然。

肆、結論：Fed 若抓狂？人民幣急貶？全球股市會變烏鴉！

資產泡沫程度相當嚴肅，中國金融當局在近一年中、一直清理理財商品並非無病呻吟。在預期美元會長期升息循環情況下，大陸廠商與人民持有美元意願興趣昂揚。尤其是取得美國籍或是到移民美國，成為上流社會生活方式選項。為防止中國大陸資金，擺脫內部資本管制、藉由境外管道轉為美元外流，因此限縮中國銀聯卡每次提領額度；這無異承認人民幣外流情勢嚴峻。因此這道官方指令導致 2016 年 12 月 9 日，在美與港股市場博弈股價大跌。這是一個 GDP 達 11 兆美元以上國家的資本管制，如果發生在 GDP 規模不起眼國家，這無異於就是金融危機。如地中海塞浦路斯，俄國人存款天堂，在過去幾年前因主權債務危機，金融管理當局也是下令全國 ATM，每天只能提領限額歐元，最後還進行「存款戶減資」共渡難關。有經歷過公司以減資彌補虧損？「存款戶減資」是什麼意思？就是原本在存簿中 100 萬元餘額先被凍結，最後被砍掉 50 萬元；這是遇到強盜還是碰上土匪？

不是，是國家金融風暴。凡是 ATM 提領金額顯著往下限縮，或是暫時停止提領現象，就是國家金融風險可能已經發生；澳門 ATM 被限制提領金額，是怕中國居民對美元群起 Herding 抓狂。



(圖六：印度上演舊鈔換新鈔貨幣戰爭，ATM 也是門庭若市，AFP)

這種金融貨幣變化趨勢徵兆，其實在 2015 年 8 月 11 日前後，也就是人行放手每天人民幣中間價時，當時已以感受到。當時本文經提出，這次人民幣貶值調整可能是長期性，遠比 1997 年還要長期；經濟景氣調整將是一段長期路程，由馬後炮現在實況演變去檢驗也的確如此。在此美國將對升息大動干戈前後，人民銀行無論如何要撐住人民幣匯價。升息不是川普對中國經濟戰略；對那些夙夜匪懈於經濟民生政權，Fed 升息絕對是國安事件；但包含川普及葉倫，所有國家政策也絕對不會搞損人又不利己，美國也絕不會為對付中國經濟，先把自己金融市場搞垮。但如果 Fed 升息超乎預期，則人民幣雖已到長期可投資價位，但最後卻是那些原本老神在在投資者，突然感覺大事不妙；想要執行令自己最滿意停損策略，拚老命斷頭賣出人民幣、紓解

緊繃精神壓力。行為財務學說，這種令自己最滿意的投資策略，一般多不是最佳策略；投資者只求短期心安、實際財務損失卻不貲。但這樣結果就是人民幣短線急貶，依據 2015 年 8 月 11 日及 2016 年 1 月 1 日，這樣的人民幣匯率急貶，會把高檔的美國與歐洲股市，大家一齊拖下水、全球股市崩跌。這次如果也是這樣、那之後？2017 年實體經濟將進入長期軟著陸，大家慢慢平淡數饅頭過日子吧！（提醒：本文是為財金專業研究分享，非投資建議書；不為任何引用本文為行銷或投資損益背書。）