

人民币暴跌，意在“投一石问五路”

无论中国政府是否有意为之或是否意识到,中国的货币正逐步走上了“市场化之路”,因而也为人民币的最终国际化披荆斩棘。

■ 赵永升 财富中文网专栏作者、全法中国法律与经济协会副会长

今年 11 月 28 日,央行公布人民币兑美元汇率的中间价报为 6.3915;而在三个半月之前的 8 月 11 日,当日的中间价为 6.2298。换言之,经过了一百零几天的时间,人民币中间价贬值了 1617 点。倘若将 8 月 11 日与 10 日相比,较上一个交易日竟贬值了 1,136 点。受 11 日消息的影响,离岸人民币汇率也随之暴跌了 721 点,跌幅 1.16%。人民币中间价突贬超 1,000 点,仅在一日之内就从 6.1162 暴降 1.86%到 6.2298,堪称十年汇改以来最大的单日降幅。

如此大的举措,着实让国内外政府,尤其是诸多国际金融界与银行界吃惊不小。尽管国内外不少的经济学家和学者,都认为这无非是中国政府将人民币汇率逐步纳入市场的一次波动而已。然而在笔者看来,此番人民币的大幅下跌,实乃中国的“投石问路”之举。那么,中国用“人民币”这块石头,究竟要投何路呢?实际上,所投的不外乎五条路:特别提款权(Special Drawing Right, SDR)之路、出口之路、蝴蝶效应、抢美联储先手和人民币国际化(RMB’s Internationalization)之路。

首先是用“人民币”这块石头,问特别提款权(SDR)之路。SDR 其实与“一揽子货币”挂钩,就是由当今世界上影响力最大的几个货币所组成,它们是美元、欧元、日元和英镑。SDR 在 1981 年第一期时,1981—85 年美元、德国马克、法国法郎、日元和英镑的权重分别为 42%、19%、13%、13%和 13%。后来马克和法郎并入欧元,几大货币的权重也略有变化,但基本格局大同小异。将人民币纳入 SDR 一篮子货币,一直被视为人民币实现国际化的一个重要指标。

目前,国际货币基金组织(IMF)正在评审特别提款权(SDR)货币篮子的构成。IMF 同时还说:“我们现在经过评估认为,在过去的一年里,人民币的升值是实质性的,并且



瑞银/普华永道亿万富豪报告(UBS/PwC Billionaire report)显示,亚洲女亿万富豪的数量已从 2005 年的仅仅三个,增至 2014 年的 25 个,其中一半多一点是第一代创业者。该报告指出,相比美国或欧洲,在亚洲由女性执掌的家族企业要多得多。96%的亚洲女性超级富豪仍是“活跃的财富创造者”,远高于美国的 57%和欧洲的 63%。总

当下,如日中天的手机产业集结了各路人马和资金,其中不乏卓越的企业家、一流的管理者、顶尖的工程师和高效的执行团队,一如当年上升时期的 PC 产业。也正如 PC 产业所呈现的产业发展规律一样:在“羊群效应”下,产能过剩导致恶性竞争,引发行业踩踏,最后经过优胜劣汰的洗礼和大规模兼并重组,由“群雄割据”进入胜者为王的“寡头时代”。

■ 杜博奇

手机产业成了百家争鸣的江湖。但它能否逃脱产能过剩导致恶性竞争,引发行业踩踏和大规模兼并重组的发展规律?当市场变



是实际和有效的,使得当前人民币的汇率不再被低估”。换言之,国际货币基金组织认为,人民币的实际有效汇率已大幅升值,人民币的当前汇率也已经合理。那么,既然汇率都被认为合理了,为何还会出现“人为”(笔者观点)的暴跌现象呢?根据报道,IMF 在当地时间 8 月 4 日发布了一份题为《特别提款权(SDR)估算方法的评估——初步考虑》的报告指出,可能将当前货币篮子的评估从目前的 2015 年 12 月 31 日延长 9 个月,至 2016 年 9 月 30 日。诸多学者对此的解读也是莫衷一是,“公说公有理,婆说婆有理”。

笔者在此姑且不论 IMF 的这份报告与人民币加入 SDR 之间可能性的关联,仅看该报告的发布时间 8 月 4 日与中国央行宣布人民币大幅降低汇率的 8 月 11 日之间,仅有一周时间,要除去周末也就数日时间之隔。要说中国央行的决定完全没有受到 IMF 报告的影响,显而易见是颇有些牵强的。实际上,如果从人民币的汇率变化来看,从 2015 年年初开始就已经表现出“不正常”的态势,笔者一直认为是中国央行有意为之,旨在给世人呈现出人民币“坚挺”之印象。而今加入 SDR 不是那么着急了,中国央行就顾不了那么许多,该贬就贬了。

其次是用“人民币”这块石头,问“出口”之路。从单日如此高的跌幅来看,对之前的“硬扛”加以“补课”确实能够解释一部分,但却不能解释为何要在时间上如此突然、在下跌上如此大幅,这只有从其他因素来解释了,其中一个因素是中国出口形势极为不容客观。根据国家海关总署的统计,2015 年上半年,中国进出口总值 11.53 万亿元人民币,比去年同期下降 6.9%。其中,

出口 6.57 万亿元,增长 0.9%;进口 4.96 万亿元,下降 15.5%;贸易顺差 1.61 万亿元,扩大 1.5 倍。

说实在的,持续两个多季度人民币的连续“坚挺”,着实给“外向型”的中国经济,尤其是东南沿海地区的出口型企业,带来了巨大的利润下行压力;而为数众多的中小企业已经破产或濒临破产,早已成为中国经济界不言而喻的事实了。同样根据国家海关总署的数据,2015 年上半年,中国与欧盟、日本双边贸易分别为 1.67 万亿元和 8320.2 亿元,分别下降了 6.8%和 10.6%。外商投资企业、国有企业进出口分别为 5.42 万亿元和 1.97 万亿元,分别下降了 4.8%和 14%。加工贸易进出口 3.58 万亿元,下降 8.6%。这些数据,对形势可见一斑。而在其诸多影响因素之中,毫无疑问,人民币汇率的过度“坚挺”是要因。尽管中国官方多次否认此番人民币贬值与中国企业出口不振有相关性,但从两个季度的经济业绩与进出口的数据分析来看,动用汇率这个工具,应该还是政府此番不得已而为之的招数。

在 SDR 与出口之路之后,接着的是用“人民币”这块石头,问“蝴蝶效应”之路。在这次人民币的大幅贬值中,是否存在中国政府要测试一下人民币的汇率剧变,会给周边乃至欧美经济体带来何种影响的用意?从两天就贬值 3 个百分点这个二十年不遇的举措来看,也不排除中国政府与央行有这个意图。这个有点类似“压力测试”的行动,着实给周边和欧美带来了不小的“蝴蝶效应”。现实效应也反映出其他经济体,哪怕是预测能力颇强的欧美评估和预测机构,还是没能意料到中国会在此时、在此刻抛出这个“杀手锏”。也多少有点让欧美经济体有些震

亚洲女企业家引领女性造富潮流

根据一份有关全球财富的报告,成为亿万富豪的女性人数比以往任何时候都多,其推动因素是亚洲女性企业家人数显著上升。

体而言,2014 年全球有 145 名女性亿万富豪。

“过去 20 年里女性和亚洲亿万富豪的崛起,正在形成一个全新的亿万富豪群体。”瑞银全球超高净值部门负责人约瑟夫·施泰德(Josef Stadler)表示。“虽然不存在‘典型亿万富豪’这样的模子,但几乎所有富豪都聚焦于为子孙后代打造持久的

中国手机业:创新是唯一的出路

成红海,这些企业成败的关键,在于能否建立跨越同类竞争的核心能力。

如果说 21 世纪第一个十年属于 PC 产业,那么第二个十年毫无疑问属于手机产业。随着产业成熟度的提升,当 PC 变得日益普通,乃至“不那么重要”的时候,以 iPhone 为代表的智能手机以“替代者”的身份将手机产业推向了浪潮之巅,成为最受资本青睐的产业之一。

如今,中国大陆手机市场上,存在逾 200 个品牌的 2500 款手机单品,它们背后是不断涌入的竞争者队伍——在苹果、三星、黑莓等老牌“产业巨头”之外,不仅包括步步高、TCL、波导、酷派、魅族等本土传统手机制造商,长虹、康佳、格力、海尔这样的传统家电制造企业,锤子、一加等新兴创业公司,奇虎 360、乐视等互联网企业,还有大量此前闻所未闻的参与者。

当下,如日中天的手机产业集结了各路人马和资金,其中不乏卓越的企业家、一流的管理者、顶尖的工程师和高效的执行团队,一如当年上升时期的 PC 产业。也正如 PC 产业所呈现的产业发展规律一样:在“羊群效应”下,产能过剩导致恶性竞争,引发行业踩踏,最后经过优胜劣汰的洗礼和大规模兼并重组,由“群雄割据”进入胜者为王的“寡头时代”。问题是,手机产业能否逃脱这一规律?倘若不能,身在局中的参与者又将拿什么面对竞争?

移动互联网时代,技术的飞速发展,商业模式的革新,极大降低了进入门槛,而多样化竞争者的介入,改写了手机产业格局——手机产业不再是传统巨头的天下,而成了百家争鸣的江湖。当市场变成红海,这些企业成败的关键,在于能否建立跨越同类竞争的核心能力。

创新是唯一不变的出路。从生产力和生产关系的角度,可以将创新分为两个层面,分别是生产技术创新和商业模式创新,华为和小米分别代表了这两种不同类型的创新路径。

动,但毕竟中国的货币人民币对世界经济的影响力在现阶段还是有限,所以欧美经济很快归于平静。

当然,这次人民币的突然大幅贬值对世界其他地区的“蝴蝶效应”,实际上也是远远超出了中国政府的预期数值和承受能力。因而,我们不难看到紧接着中国央行在稍后不久,就只能出台了抑制人民币贬值速度过快的举措。

除了“蝴蝶效应”,还有是用“人民币”这块石头,抢美联储先手。笔者认为,此番人民币暴跌以及紧接着降息和降准的“双降”措施,也存在是为了抢美联储先手的可能性。由于美联储一直在唱要“升息”,而随着美国经济形势的进一步好转,尽管美国的通胀率依旧是个难题,但升息的概率已经实实在在地变得越来越大,剩下的只是具体什么日期升息的问题了。(编者注:该文发表时,美联储加息已成事实)对此之前曾有说 9 月的,后来又有说年底的,还有说明明年一季的,众说纷纭。

在笔者看来,无论如何,中国政府在这个关键时间点上的突然大幅降低汇率并同时降息降准,无疑是为了提前应对美联储的升息压力,进而在与美国的较量中取得些许的先手之势。

最后是用“人民币”这块石头,问人民币国际化之路。尽管人民币国际化是一条长远之路,但此番人民币的暴跌,是否也是为了投石问人民币国际化之路呢?回答是显然的。

实际上,人民币对几大国际货币(International Currencies)的汇率,尤其是对世界中心货币(World Central Currency)美元的汇率,是人民币国际化的一个重要指标,也是一个里程碑。如果 8 月之前人民币的“坚挺”是为了 SDR 的话,那么 8 月起人民币的“疲软”,此番人民币的暴跌,自然是要将人民币的汇率逐步调整到市场之道上来,最终的目标正是为了促进人民币的快速国际化。由于现今世界上的四大硬通货基本都是“基于市场”(Market-based)的国际货币,中国的人民币要成为国际货币的其中一员,人民币的“市场化”(Marketization)自然也是不可或缺的程序。

总之,此番人民币汇率的暴跌,尽管有其现实贬值的强大压力,中国政府似乎也别无选择,但其实也是中国政府的“投一石问五路”之举——投 SDR 之路、出口之路、蝴蝶效应、抢美联储先手以及人民币国际化之路——无论中国政府是否有意为之或是否意识到,中国的货币正逐步走上了“市场化之路”,因而也为人民币的最终国际化披荆斩棘。

(注:本文仅代表作者观点)(财富中文网)

中国手机业:创新是唯一的出路

情况,经营决策的地点必须从餐桌转移到董事会会议室。”

然而,留在名单上的那 126 名亿万富豪,自 1995 年以来仍然创造了共计 1 万亿美元的财富,特别是在消费和零售,科技以及金融服务行业。该报告指出,科技行业的亿万富豪往往最能持久。

“金钱只是一种记分的方法。”理财咨询公司 Scorpio Partnership 的联合创始人塞巴斯蒂安·多维(Sebastian Dovey)表示。“真正不同的是遗产。除非那些人开始做一些具有持久作用的事情——投资于气候变化预防措施或容留无家可归者的住所——否则资产负债表的数字可能上上下下。遗产超出金钱范畴。”

(FT 中文网)

这些贷款进入别人的损益表,也就是成为别人的风险后,哪家机构将负责处理这些贷款?

注意! 中国不良贷款证券化市场再次升温

■ Ann Rutledge

西方媒体一直在报道中国建设银行打算以不良贷款为基础资产发行资产支持证券(ABS)。这是件好事吗?

我属于怀疑派。首先,无论市场话题何时转向不良贷款证券化,都应将其视为一个警示信号,并应藉此回顾一下此前对经济健康的影响程度。

在 20 世纪 90 年代末的中国,不良贷款证券化是个热门话题。当时,市场几乎还不知道资产支持证券为何物,亚洲金融危机也才刚刚过去,地区经济复苏甚为缓慢,中国国企则正在向新成立的资产管理公司转让不良资产。此时对不良资产的定位是“扔掉策略”。同期的美国市场进入了轻微紧缩阶段。承销标准下降,不良贷款证券化开始浮出水面。随后,美国市场开始倾向于次级抵押贷款,后者就是引发全球信贷危机的罪魁祸首。

其次,从金融和技术层面讲,不良贷款证券化——比如担保债务凭证(CDO)和结构性投资工具(SIV),也可能是基金——旨在便于金融机构释放风险。此类证券的价值分析很微妙。它不像资产支持证券(ABS)和担保贷款凭证(CLO),后者可以让具备隐性资产实力的非银行实体获得可以负担的运营资金,其表现也往往好于相应的评级。

和直接借贷不同,资产支持证券的运作方法是先测算抵押品风险,然后和各批证券的缓冲资本进行匹配,随后按照风险将这些证券以合理价格售出。世界上没有哪个市场能确保这项工作一直不出问题,但中国的资产证券化市场还在使用简单的结构和精挑细选的抵押品,所以要获得对不良贷款证券化进行合理评估并定价的能力,中国还需要几年时间。

最后,就信用而言,曾带来不良贷款的松散的借贷文化有可能再次投射在中国的不良贷款证券化市场。

一些观察人士指出,出现不良贷款的根源在于向国企发放优惠贷款,内部信用控制松散,以及银行自身的惰性造成中国银行体系的市场自律失效。同时,就像世界上其他任何地区一样,中国市场参与者正在追逐收益率。在这个市场,上演完美风暴只缺一个条件,那就是出现欺诈。

Wind 资讯的数据显示,在中国发行的四只不良贷款支持证券中(信达资产管理公司先后于 2006 和 2008 年发行了两只,共 48 亿元;东方资产管理公司 2006 年发行了一只,规模为 10.5 亿元;建行 2008 年发行了一只,规模为 27.7 亿元),目前建行那只证券的表现远好于其他三只。

这四只证券均在到达法定期限前出现了资金枯竭,证据就是它们都还有未偿本金余额。不过,建行那只证券的本金缺口只有 22%;随后是东方的那只,缺口为 33%;信达 2006 和 2008 年发行的两只证券的本金缺口分别为 47%和 58%。

出现上述结果的可能原因是建行那只证券的基础资产是房地产不良贷款,此类不良贷款的表现历来都好于其他资产支持的不良贷款。另一方面,这也可能是因为建行处理不良贷款的能力较强。也许二者兼有。

上述四只证券的表现差异很大。有鉴于此,今后应对此类证券进行更深入地剖析。用于证券化的抵押品是什么?违约或收回欠款的可能性如何计算?制定相关衡量标准的数据可靠性怎样?证券化的参与方都有谁?他们在资产证券化方面有哪些经验?最重要的是,这些贷款进入别人的损益表后(也就是成为别人的风险后),哪家机构将负责处理这些贷款?

(财富中文网)