

2016年10月18日

首席經濟學家 鄂志寰
高級經濟研究員 戴道華

理性評估人民幣貶值對中國銀行業的影響

自2005年匯改以來，人民幣兌美元匯率先是經歷了截至2014年初長逾8年的升浪，雖然期間在2008年中至2010年中曾長時間窄幅橫行，但不改單邊升值的格局，累積升值幅度達37%。之後則進入了近3年的跌浪，累積貶幅10%。在過去3年的貶值當中，一個與之前升浪不同的特點是人民幣匯率的雙向波動增加，兌美元溫和貶值雖是整體趨勢，但當中出現了5次較為顯著的反彈，隨後復又轉跌，這樣的雙向波動在之前長逾8年的升浪當中僅出現過一次，背後既有政策因素，也有市場因素，應該是人民幣匯率形成機制改革樂見的方向。在可見的未來，預計人民幣兌美元溫和貶值的壓力仍在，而雙向波動也會是常態，匯率風險增加，對中國銀行業構成影響。從銀行業整體數據所見，已因應人民幣匯率走勢及其預期的變化積極作出了資產負債的調整，匯率風險可控。

人民幣溫和貶值對銀行業資本影響有限

自本世紀初開始股份制改革以來，中國的銀行先後走上上市之路，有不少還是到香港或其他海外市場上市，如香港恆生中國H股金融業指數當中便包含16家中國的銀行股，加上股份制改革期間剝離呆壞賬和資本注資等的措施，上市銀行的資本金當中便有一定的外幣資本金，包括境外IPO所募集的資本金；境外戰略投資者所購入並持有的股權資本金；國家通過外匯儲備注資的資本金。其餘為本幣資本金，當然仍以後者為主。

人民幣兌美元貶值，如果從國內銀行業監管的角度，資本金是以人民幣計價，那麼外幣資本金錄得匯兌收益就會整體提高有關銀行的資本規模，是利好的。但如果從國際排名和橫向比較的角度，資本金要換算成美元計價，那麼人民幣資本金就會錄得匯兌損失，拖低整體銀行的資本規模乃至國際排名。上世紀日圓升值期間帶動日本銀行在國際銀行業的地位大幅提升，後在日圓大幅貶值下其排名墜落，正是

出於匯率這一主要推手。

根據 The Banker 今年 6 月底發表的全球首 1000 家銀行報告，其中一節以 **Top 1000 World Banks – Chinese banks go from strength to strength** 為標題，因為在其統計史上以一級資本量度的全球首五大銀行當中，首次出現中國的四大國有銀行佔去四席的局面。該統計是以美元計價的，而且出現在人民幣兌美元已經在 2014 年和 2015 年連續兩年貶值之後，一來說明累計貶值的幅度溫和，二來期間四大行也在積極補充一級資本，彌補了貶值的影響有餘。上世紀曾一度在資本實力上主導全球的日本銀行只有一家躋身全球前十名。不過，值得指出的是，農行在 2016 年的排名趕超了 Bank of America，但兩者一級資本的差距只有 2.7%，假如其他條件不變，人民幣兌美元匯率未來繼續貶值的話，兩者就有可能在下一次排名時位置互換。而由於工行的一級資本金較排第三位的 JP Morgan Chase 高出 36.9%，未來人民幣兌美元累積的貶值幅度預計不會如此之大，那麼中國銀行業在資本實力方面領跑全球的局面相信還會持續相當時間。

另外，根據銀監會的統計，截止今年年中，中國銀行業加權平均資本充足率為 13.11%，一級資本充足率為 11.10%，核心一級資本充足率為 10.69%，而 Basel III 的最低要求分別為 8.0%、6.0%和 4.5%，重整後的美國銀行業的有關資本比率分別為 14.3%、12.8%和 12.7%。這樣看來，人民幣溫和貶值對銀行業資本狀況的影響應該在可控範圍之內。此外，在 2015 年中國銀行業進行的壓力測試結果顯示，在人民幣兌美元匯率升/跌 30%的重度衝擊情景下，對銀行體系的直接影響依然有限，資本充足率僅下降 0.07 個百分點，其中中型商業銀行的資本充足率降幅較大，也不過是下降 0.10 個百分點。

TOP 10 WORLD BANKS 2016			
Rank (prev rank)	Bank	Country	Tier 1 capital (\$m)
1(1)	ICBC	China	274,432
2(2)	China Construction Bank	China	220,007
3(3)	JPMorgan Chase	US	200,482
4(4)	Bank of China	China	198,068
5(6)	Agricultural Bank of China	China	185,607
6(5)	Bank of America	US	180,778
7(7)	Citigroup	US	176,420
8(8)	Wells Fargo	US	164,584
9(9)	HSBC	UK	153,303
10(10)	Mitsubishi UFJ	Japan	131,753

資料來源：The Banker

銀行業調整資產負債結構吸收貶值衝擊

人民幣匯率不再單邊升值，而是溫和貶值中雙向波動加大，頻率加密，會直接影響銀行帳和交易帳的外匯風險敞口。商業銀行的銀行帳會持有一定規模的外幣資產和負債，如外幣存款、外幣貸款、同業外幣拆借、外幣債券投資等，人民幣匯率變動會產生帳面上的盈虧。另外銀行也會因為交易目的而持有一定的外幣金融工具，其以人民幣計價的市值在入賬時同樣會隨著人民幣匯率的升跌而變化。人民幣升值，銀行持有的外幣資產會貶值，負債也會貶值，那麼銀行整體是錄得匯兌收益還是損失就取決於它持有外幣淨資產還是淨負債、以及其敞口有多大。

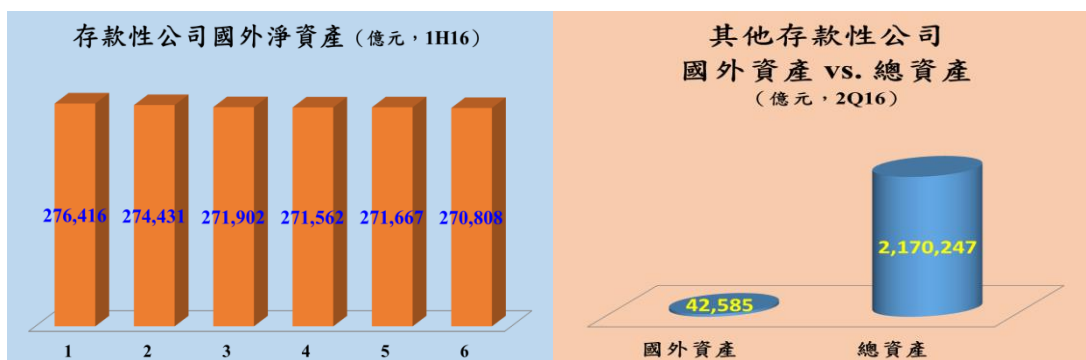
一般而言，銀行的外幣淨資產敞口越大，人民幣升值對其就越不利，這時銀行資產負債的調整會以減持外幣資產、增加外幣負債為主。反之，在人民幣貶值期，銀行的外幣淨資產敞口越大就越有利，因為可以錄得更大的匯兌收益，那麼銀行資產負債的調整會以增持外幣資產、減少外幣負債為主。

從人民銀行的統計所見，一來中國銀行業在外幣資產負債方面呈淨資產敞口；二來在過去一年積極地因應人民幣匯率貶值作出了適當調整；三來相對於龐大的銀行業總資產，其外幣資產佔比小，即使具體到個別銀行有錯配，也不虞嚴重威脅整個系統。

中國銀行業整體的對外資產負債是呈淨資產敞口的，規模截至今年年中高達 270808 億元人民幣，當中大部份以儲備資產的形式由人民銀行持有。若將之撇除，則商業銀行持有國外資產為 42585 億元人民幣，國外負債為 13119 億元人民幣，外幣淨資產敞口為 29446 億元人民幣，人民幣貶值會令這一敞口帶來一定的匯兌收益而非損失，惟其金額也不會太大。

今年人民幣兌美元溫和貶值進入第 3 年，銀行業早就循這一方向調整其外幣資產負債。與 2015 年初相比，國外資產從 37622 億元人民幣增至今年年中的 42585 億元人民幣，國外負債則從 23545 億元人民幣減至 13119 億元人民幣，匯率變動只能解釋當中的一小部份變化，積極的資產負債管理應該是更為合理的結論。另外，根據外管局統計，與一年前相比，今年首季銀行業和企業削減外債的規模合共 3497 億美元，其中又以銀行減債為主（2596 億美元對企業的 901 億美元）。這樣一來，一年前銀行業的外債水平比企業為高（8177 億美元對 7075 億美元），一年後的今年首季，銀行的外債餘額低於企業（5581

億美元對 6174 億美元)，這顯示銀行對匯率風險的意識和敏感度更高，調整也更為積極。最後，中國是銀行業主導的經濟體，銀行業總資產截至今年年中時高達 2170247 億元人民幣，42585 億元人民幣的國外資產只佔 2.0%的比重，即使個別銀行存在較為嚴重的錯配，相信也不至於威脅整個銀行體系。



資料來源：PBOC，BOCHK Research

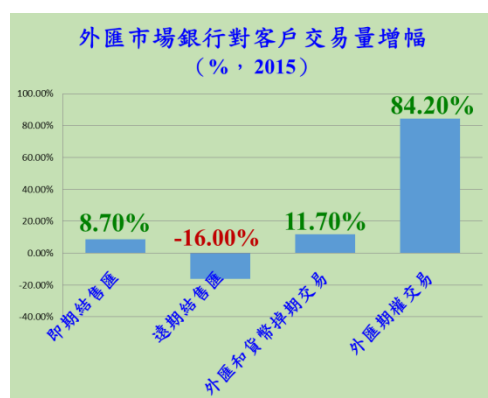
人民幣貶值提升銀行業外匯交易相關收益

匯率風險增加對銀行業的另一直接影響在於銀行外匯交易業務（無論是自營還是代客）。目前，內地外匯和外匯衍生產品市場已經取得長足的發展，中國外匯交易中心經營人民幣外匯即期、遠期、掉期、期權、外匯貨幣掉期、外匯拆借等交易，銀行既自營，也代客進行交易，匯率風險增加對銀行定價、對沖和管理有關風險的能力就提出了更高的要求，從而進一步推動外匯市場的交易和發展。

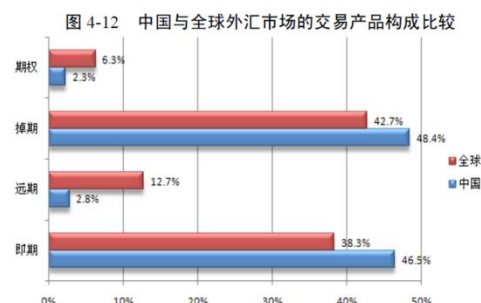
根據人民銀行的統計，2015年銀行間外匯市場成交13.7萬億美元，同比增長54.2%；其中人民幣外匯市場成交13.5萬億美元，同比增長53.9%；外幣市場成交1202.1億美元，同比增長98.5%。從產品結構看，2015年外匯衍生品成交8.7萬億美元，同比增長85.9%；外匯即期成交4.9萬億美元，同比增長18.4%。外匯衍生品成交佔整個銀行間外匯市場成交的63.9%，連續7年增長，而且其成交量增幅自2009年以來持續高於即期交易，佔比逐年上升。

在匯率彈性增加的情況下，無論是銀行還是企業規避匯率風險和對沖的需求會相應增加，外匯和外匯衍生產品的開發、銷售和交易也會顯著增加，具備有關能力的銀行就可以獲得額外的業務和收益。根據人民銀行的報告，2015年中國外匯市場銀行對客戶即期結售匯交易上升 8.7%、遠期結售匯交易下降 16.0%、外匯和貨幣掉期交易上升 11.7%、外匯期權交易上升 84.2%。這樣，中國外匯市場交易當中即

期和掉期交易所佔比重已經趕上並超過 BIS 有關統計所顯示的全球平均水平，未來只要在期權和遠期交易上繼續改進，就可以達到與全球相匹配的外匯市場交易產品結構。



資料來源：PBOC，BOCHK Research



注：中国为2015年数据，全球为国际清算银行2013年4月调查数据。
数据来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心，国际清算银行。

當然，銀行從事的外匯業務除了匯率風險、利率風險、交易對手信用風險以外，還有操作風險、外匯管制風險、結算風險、時區風險等，但這些非市場風險只要管理得宜，不管匯率是升值還是貶值，匯率波幅增加相信可為銀行業帶來不少機遇。

人民幣貶值加大企業信用風險，間接影響銀行業資產質素

匯率風險上升不僅會直接影響銀行業，也會影響銀行的客戶，在銀行業主導的經濟結構下，最終會間接影響銀行業。例如從事商品貿易、服務貿易、對外投資的企業因為有大量的外幣收支，如果未作有效對沖，人民幣匯率波動就可能帶來匯兌收益或損失，一旦匯兌損失過大而影響其財務穩健，就會轉變成為給它們貸款的銀行的信用風險。另外，企業本身也會因應對人民幣匯率的預期來管理自身的資產負債，在人民幣升值、同時人民幣有更高利差的時候借入外幣貸款來滿足本幣融資需求，刻意利用貨幣錯配來配合自身經營，但人民幣匯率一旦轉跌，其匯率風險也會轉嫁成為銀行的信用風險。

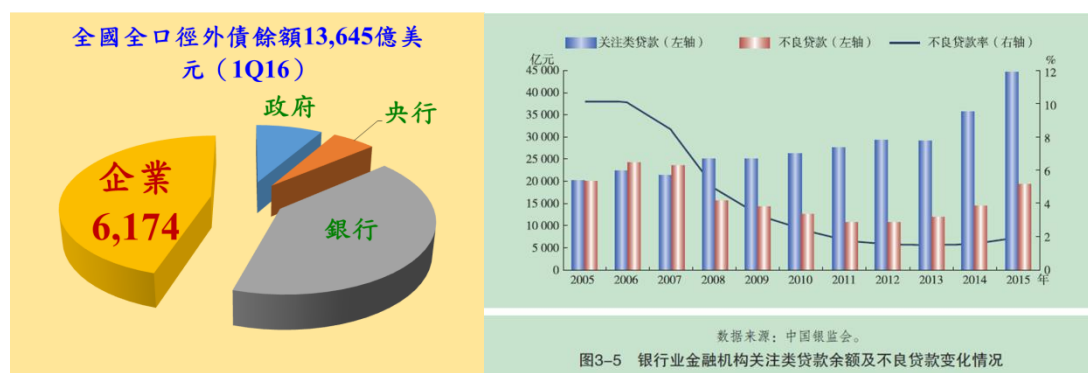
所倖的是儘管中國非金融企業的借貸在全球主要經濟體當中最，但在審慎的外債和跨境資本流動管理下，外債比重小，即使人民幣大幅貶值，出現亞洲金融風暴一樣的貨幣、債務和經濟危機的風險本來就不大，加上企業也同樣地積極調整其資產負債，人民幣匯率雙向波動對企業的主要影響相信在於其核心業務，而非匯兌損益上。

如前所述，過去一年在銀行積極削減外債的同時，中國的企業也把外債削減了 901 億美元 6174 億美元。從債務工具上看，企業除了

削減所借貸款以外，貿易信貸與預付款也顯著減少，部份原因是期間中國對外貿易錄得下降，例如今年首季商品進出口總額同比下降5.9%，但同期企業的貿易信貸與預付款則減少了729億美元或23.8%，就顯示更為積極的外債管理。但由於中國是全球第3大的商品和服務貿易國，在直接投資方面亦居前列，外幣資產負債再調整相信有關餘額也不至於降至零，是較為容易見底的。與中國企業總的借貸相比，其對外借貸只佔很小的3.4%的比重，加上中國外債當中本幣外債佔比高達44%，因此企業匯率風險的敞口其實也不大。

企業因應人民幣匯率貶值而調整對外負債一個可行的做法應該是把外幣外債轉換為本幣外債，以圖降低匯率風險。但在截止今年首季的過去12個月當中，中國整體外債規模減少了18.4%，其中外幣外債規模僅減少12.6%，本幣外債規模的減幅卻有20.9%，顯示有關的外債調整不僅僅是幣種的轉換，而是整體去杠杆。究其原因，人民幣兌美元匯率溫和貶值，但是人民幣無論是貸款利率還是債券收益率均顯著高於美元，尤其是後者，其息差反而因為美債收益率下降而在擴大，這就要求有關的外債調整要有更精確的綜合匯率和利率的計算才值得操作，整體對外去杠杆反而是更佳的選擇

根據銀監會的統計，截至今年年中，銀行業的NPL比率為1.75%，雖然從低位有所上升，比起美國銀行業的1.5%略高，但就仍然顯著低於OECD平均、歐元區平均和全球平均的3.0%、5.7%和4.3%的水平。這發生在人民幣已經連續貶值的第3年，顯示不良貸款增加並非主要來自是企業的匯率風險。加上中國銀行業的ROA為1.1%，ROE為15.2%，NIM為2.27%，全球頭11家經營最有效率、成本收入比率最低的銀行全部為中國的銀行，應該說中國銀行業的抗壓能力不低。



資料來源：PBOC, CBRC, BOCHK Research

結論及展望

儘管人民幣匯率貶值壓力迄今尚算溫和，但從監管的角度而言卻不能掉以輕心，因為中國是銀行業主導的經濟體，有全球最大的廣義貨幣供應，人民幣有持續貶值壓力就意味著資金有持續外流壓力。由於外國投資者在在岸市場持有的人民幣資產（股票、債券、貸款、存款）加總為 3.4 萬億元人民幣，其中股票和債券投資只各佔內地相關市場 1.3% 的比重，就算全部套現離場，涉及的金額也有限，更不用說出於分散投資的考慮，它們不太可能全部流走，那麼應該格外關注的是本國資金外流的壓力。要穩定匯率、遏止資金外流，貨幣政策就較難全面放鬆，只能做有針對性的流動性管理，這會對銀行業資金成本、定息收益等帶來影響；針對資金外流的管制暫時也不能全面放鬆，人民幣離岸市場也受到影響，人民幣國際化的對策轉為開放在岸市場以彌補離岸市場收縮；企業走出去進行直接投資依然受到鼓勵，但在人民幣貶值之下，其成本和風險也會增加；人民幣匯率貶值會改變貿易結算的結構，以人民幣進行出口結算會增加，進口結算則減少，以往升值期利用貿易結算作跨境套利的誘因會消失，貿易及其結算的真實性會增加。

從監管的角度，銀監會自 2005 年匯改以來就一直著力提醒和推動銀行業重視並加強匯率風險管理，從市場建設、監管要求和制度建設上多管齊下，這主要是因為之前中國銀行業一直在缺乏彈性的匯率機制下經營，有關的匯率風險管理經驗和技能也就無從談起。後在 2005 年至 2013 年的人民幣兌美元單邊升值過程當中，銀行如果持有具規模的外幣資產，那麼人民幣升值就會造成其減值，這從當時各銀行的財務報告中披露的匯兌損失可以看得出來，那麼調整的方向不外乎是增加外幣負債，減持外幣資產，企業和個人也同向操作。

2014 年在人民幣兌美元先貶後反彈、但全年還是溫和貶值的情況下，市場參與者對人民幣匯率升值的預期尚未根本改變，到了 2015 年 8/11 匯改以及其後人民幣貶值壓力加大，單邊升值預期才告打破，在單邊升值期過程中累積的匯率風險才集中爆發，調整變成了償還和壓縮外幣負債，重新增持外幣資產，但有關過程無疑進一步放大了人民幣貶值壓力，而且外幣負債的調整是遲早會見底的，惟增持外幣資產卻是可以無限的，尤其是在中國有全球最大的廣義貨幣供應的情況下，最終會造成資金外流、外匯儲備下降、流動性緊張、進一步拖慢經濟增長等不良後果，因此有效管理匯率預期，從監管和政策層面遏止市場形成單邊貶值預期也十分重要。亞洲金融風暴以及新興市場歷史上的多個金融危機的經驗教訓均是負債型貨幣重大錯配所致，未來

中國只要延續現時的做法控制對外資產負債錯配的敞口，同時有效管理人民幣匯率及其預期，相信就不虞重演金融風暴的一幕。

展望未來，即使人民幣繼續有溫和貶值的壓力，但只要雙向波動是常態，銀行業、企業和個人的外幣資產負債管理理應不再會是一邊倒，匯率風險的累積相信也會較之前為低，但這對短期的管理技巧要求就更高，因為匯率風險在銀行財務報表中都是在報告時點才顯現，匯率雙向波動就意味著匯率的短期可預測性降低，對銀行財務穩健的影響哪怕小，卻是難以完全避免。