

從中國企業在非洲國家投資面臨的匯率匯兌風險來看 人民幣國際化

余焯銳和莊太量

研究專論第四十一號

二零一五年十月

香港中文大學全球經濟及金融研究所
香港新界沙田澤祥街十二號鄭裕彤樓十三樓

鳴謝

全球經濟及金融研究所衷心感謝以下捐助人及機構的慷慨捐贈
及對我們的支持 (以英文字母順序)：

捐助人及機構

查懋德	銀聯金融有限公司
鄭海泉	恒隆地產有限公司
胡祖六	恒基兆業地產有限公司
劉佐德及劉陳素霞	劉佐德基金有限公司
劉遵義	新鴻基地產發展有限公司
	東亞銀行有限公司
	香港上海滙豐銀行有限公司

活動贊助人及機構

周松崗	盤谷銀行
蔡清福	中國銀行金邊分行
方方	北山堂基金
方正	國家開發銀行
馮國經	金陵華軟
李偉波	厚樸投資管理公司
黃桂林	中國工商銀行金邊分行
	金陵控股有限公司
	新華集團
	The Santander-K Foundation
	銀聯國際

從中國企業在非洲國家投資面臨的匯率匯兌風險來看人民幣國際化

余焯銳和莊太量¹

2015 年 10 月

摘要：關於人民幣國際化的討論，多集中於中國經濟增長為人民幣國際化提供支撐、為推動人民幣國際化實施了哪些改革等等。本文從中國企業在非洲投資遇到的問題出發，剖析人民幣國際化對於境外投資的重要性，並提出建議。

在分析人民幣國際化時，我們看到很多的論述是中國經濟的增長為人民幣國際化提供了支撐，中國政府為推動人民幣國際化在政策上做了哪些鬆動和改革，列舉有多少個國家與中國簽署了多少額度的人民幣清算協議，解釋貿易雙方為什麼願意以人民幣作為結算貨幣，論述美元的不穩定給貿易雙方帶來的損失，還有人民幣國際化的風險及預防措施等等。本文以中國企業以美元到非洲投資遇到的匯率問題，來剖析下人民幣國際化對中國境外投資的重要性、以及一些推進人民幣國際化的具體建議。首先來談人民幣國際化對中國海外投資的緊迫性。中國人民銀行公布的數據顯示，中國外匯儲備在 2014 年 6 月達到 3.993 萬億美元，逼近 4 萬億的歷史最高水平，雖然之後持續下降，但 2015 年 8 月份公布的數據仍有 3.55 萬億美元。巨額外匯儲備的如何增值保值一直是中國政府面臨的難題，而過度依賴購買美國國債的做法是不可取的。改變思路，以美元在海外投資的方式已經越來越被重視，因此，中國政府在近幾年一直鼓勵中國企業海外投資，包括直接或間接設立投資公司和投資基金，如中國投資有限公司、梧桐樹投資公司、中拉基金、中阿基金、中非發展基金等可投資海外的各類基金，以及最近廣泛被輿論關注的 400 億美元的絲路基金，還有國資委設立的 100 億美元的國新國際投

¹余焯銳中非發展基金法律合規部高級法務經理。莊太量是香港中文大學全球經濟及金融研究所常務所長及南京大學思源講座教授。

資有限公司。目前，中國政府採取多種措施，鼓勵這些基金支持中國企業到亞非拉的發展中國家進行投資。

然而，中國企業境外投資收益沒有預期的那麼理想，尤其是投資發展中國家的投資企業的業績總體上是差強人意。在很多分析報告、媒體輿論上，將收益不理想的原因大多歸咎于中國企業缺乏海外投資經驗和管理經驗，一些機構也分析到中國企業不會做一些外匯掉期等交易以規避風險。

對於上述問題，中國企業以美元為核心的國際貨幣作為主要貨幣開展的境外投資，是中國企業境外投資遇挫的原因之一。如果人民幣能夠成為國際支付貨幣幣種，則前述原因造成的問題將得到解決。現以中國企業在非洲投資遇到的匯率匯兌風險，具體分析下人民幣的國際化。

一、中國企業在非投資因美元匯率和匯兌問題引發的投資風險

中國企業在非洲投資，面臨的巨大風險之一就是貨幣匯率和匯兌風險。雖然在非洲的很多不發達國家，其投資政策和法律規定了允許投資者可以申請在銀行開立外匯賬戶，以批准的外匯額度購買設備，可以自由匯出投資利潤，但前提是美元等外匯須經該國外匯管理機構或其央行登記管理。而非洲國家普遍的面臨的問題是，外匯短缺，本國貨幣相對美元等國際貨幣持續貶值，本國貨幣與美元之間匯率的波動幅度較大。自 2011 年底以來，伴隨低迷的國際經濟形勢和大宗商品價格，非洲幾乎所有國家的匯率都進入了呈明顯的貶值通道，其中南非、加納、埃塞等國家貨幣貶值幅度達 30% 以上。伴隨著幣種貶值，大部分非洲國家貨幣當局通過強化外匯管制政策加強了干預外匯市場的力度，使得匯兌問題越來越突出。

如非洲的埃塞俄比亞，該國經濟相對非洲其他國家，經濟增長相對平穩，但是投資者在該國投資面臨最大的問題是匯率問題和匯兌問題。埃塞貨幣比爾貶值非常嚴重。在 2008 年，美元與埃塞俄比亞貨幣比爾的比價大約是 1:10 左右，而到 2015 年，美元與埃塞比爾的比價已經達到 1:20 左右。通常一個投資項目的建設期需要三年左右的時間，而由于非洲基礎設施差、勞動技能水平低等原因，項目建設期會更長，因此，以美元為投資貨幣和利潤回收貨幣，則投資者在埃塞俄比亞的投資面臨美元兌換成當地貨幣、當地貨幣對美元持續貶值造成的巨大匯率風險。而另外一方面，埃塞俄比亞外匯短缺，造成投資者以賺取的比爾回報，無

法兌換成美元匯出埃塞俄比亞。如中國投資者在埃塞俄比亞投資的產品出口導向型企業，在出口生產產品時，埃塞俄比亞海關要求該出口企業必須與產品購買方簽署貨款先行支付的合同，出口企業在收到美元合同款項後，憑埃塞銀行開具的合同款到位證明，方能在海關辦理產品出口手續。因此，即使中方投資者的項目盈利，由于投資者從項目公司的分紅是比爾，投資者仍然無法從埃塞俄比亞銀行換出美元匯回國內。上述本地貨幣相對美元持續貶值、外匯短缺的現象，在非洲很多國家已經非常普遍。即使像安哥拉、尼日利亞等產油國家，由于石油價格持續走低，這些以前相對美元儲備豐富的國家，同樣使中國投資者面臨匯率匯兌的風險。

二、伴隨著設備、技術和勞務輸出的中國投資，使得人民幣成爲境外投資支付貨幣的需求日益迫切

按照非洲國家對外資的管理政策和法規，投資者需對其投資辦理外匯登記或備案。很多中國投者也是信心勃勃，向東道國政府承諾投資美元總投資額，以此向東道國政府爭取投資優惠措施。但中國企業投資，其特點是伴隨著大量設備、技術和勞務的投資，這使中方在實施投資時，直接有大量的人民幣支付需求。比如在項目建設期間，項目公司要求聘請國內的工程承包公司。在法律允許範圍內，中方投資的企業會盡可能聘用有技術能力、工作效率高的中國勞工。在埃塞俄比亞首都亞的斯亞貝巴機場、南非約翰內斯堡機場，隨時可以發現大量的中國工人下飛機和轉機，有時整個航班的經濟倉裏全是中國工人。無論是投資者，還是承攬施工的合同承包方，以及對於中國工人來說，他們需要支付的、和願意接受支付的貨幣最終都是人民幣。而且，投資項目上需要的設備，能在中國採購的，投資者都會選擇在國內採購，設備的買賣方都願意以人民幣來結算。而投資者不願意將所有投資項目的所需美元全部匯入在東道國的項目公司，因爲一旦匯入，就有被強行結匯的風險，一旦兌換成當地貨幣，則面臨匯率損失。

正因爲上述原因，中方企業聲稱或者承諾的美元投資額度，在投資東道國外匯登記系統上看，可能存在很大缺口。但投資者在項目上投資的工程量和投資實物量實際上是達到所承諾的投資額，甚至，在竣工結算時是超出投資預算的。這背後的一部分原因是，作爲投資者的中國企業和接受施工建設企業、設備出賣方、

提供勞務的工人都是在中國境內以人民幣方式結算了一大部分投資款，對於不得以美元結算或東道國貨幣結算的，才以美元或東道國貨幣結算。而以人民幣結算的貨幣則在東道國的外匯管理系統或外匯銀行上無法體現，因而，不難發現，一些中方投資者的投資承諾額度或其投資證書上的投資額度未能達到所承諾的額度。比如安哥拉投資法規要求投資者與政府簽署投資協議，在協議內約定最低投資額，而不同的投資額度是經安哥拉不同級別政府機構審批通過。一些中資企業的投入是達到協議規定的最低投資額，但在安哥拉投資局登記的額度却沒有達到。

對於在不發達國家投資的中國民營企業，上述做法應該是較為普遍。對於投資者來說，人民幣支付便利，避免了不必要的匯兌損失。但這些迫不得已的操作方法，存在著一定的法律風險。比如向東道國政府承諾的美元投資額沒有到位而有投資優惠被撤消或被政府予以處罰的風險；以人民幣在中國境內結算的合同價款可能違反了東道國的稅收等法律、以及中國工人應在就業國繳納所得稅而未按實際收入足額交納；在項目有收益時，沒有合法的憑證向東道國申請以投資成本來要求減免或延期繳納稅費；在出售項目所得時，因沒有合法證據證明其成本，會被東道國稅務機關認定的收益遠遠大於其實際獲得的利潤而被要求超額資本利得稅等。

三、從境外投資角度提出的推動人民幣國際化的建議

如果人民幣國際化了，或者中國政府與投資東道國達成人民幣可結算的協議，那麼前述匯率匯兌和人民幣實際為支付貨幣違法的兩大問題就可得到有效解決。對於第一個匯率貶值問題，如果人民幣在非洲國家可以成為結算貨幣，就可減少美元匯率波動帶來的損失；如果人民幣能成為結算貨幣，在帶有人民幣結算需求的中國投資也可省去美元兌換的中間環節風險。就從實際人民幣支付需求而言，人民幣國際化，成為國際支付和結算貨幣，可以解決上述人民幣支付的違法問題。

為進一步推動人民幣國際化，筆者提出如下建議：

（一）中國政府應允許中國企業選擇以人民幣和美元兩種貨幣形式在非洲等不發達國家投資；

（二）中國政府應重點推動一些中國企業有強意願投資的東道國制訂投資

政策，允許中國企業以人民幣投資，允許中國企業在中國境內結算合同價款，但必須依法申報。中國投資者依法申報并按法律規定繳納當地法律要求的稅費後，在中國境內支付的人民幣可以計算入項目投資額；

（三）中國政府通過政策性銀行向東道國發行人民幣債券形式，實現東道國將人民幣作為儲蓄和結算貨幣；投資東道國為購買中國政府的人民幣債，可將所在國的資源項目和基礎設施建設開發權授予給有意投資的中國企業。中國企業獲得項目開發權後，可將項目權益抵押給中國的政策性銀行，以擔保東道國償還人民幣債務，實現以資源開發權換取人民幣的債券；

（四）中國投資的企業在派發股東紅利後，被投資的東道國允許項目公司按照投資者投資的人民幣占投資總額的比例，將股東分紅的當地貨幣兌換成相應比例的人民幣匯回中國投資者。對於美元投資部分，如果投資者願意選擇人民幣分紅，也允許投資者可以選擇將相應比例的投資分紅換成人民幣匯回國內。對於上述四點建議，筆者認為，對於中國和被投資的非洲國家都是雙贏的：

（一）從中方而言：

1. 中方投資者能以人民幣去結算中國設備供應商和施工承包商的合同，避免了匯兌損失。而這部分人民幣合同能在非洲國家得到認定，也減少了中國企業的法律風險。在實踐中，有中國企業在中方銀行支持下，游說非洲政府獲得成功的先例。由冀東發展集團和中非發展基金在南非投資的曼巴水泥廠項目就實現了人民幣直接結算。該項目需從中國採購大量裝備，如按正常投資匯入匯出路徑，中方以人民幣換成美元再換成蘭特，而蘭特對美元持續貶值，人民幣對美元持續升值，此匯率問題將對建設成本影響較大。在中方股東與南非儲備銀行協商後，南非儲備銀行同意用人民幣支付，從而避免了項目建設進度因美元波動帶來的負面影響。

2. 對於必須以美元或當地貨幣進行投資的部分貨幣金額，中國企業可以選擇美元投資。對於投資收益部分，中國企業可以選擇將當地幣收益兌換成人民幣，從而緩衝了美元和當地貨幣波動的風險；

3. 中國政策性銀行向東道國發行人民幣債，以東道國的中國企業開發權和收益作為擔保，也擴大了中國政策性銀行的業務；

4. 在上述機制下，中國企業因避免外匯損失的違法風險降低；

5. 因風險降低，將有更多地中資企業選擇到非洲等不發展中國家投資，可進一步實現中國外匯儲備因投資實現保值和增值，同時，更重要的是，實現了這些美元儲備轉換為人民幣資產和投資資產的可能性，實現人民幣走出去，實現更大區域的人民幣投資增長效應，可有效解決中國境內投資需求不足問題，增加中國國民收入，進一步促進和拉動中國經濟增長。

（二）從非洲國家而言，利益是：

1. 能吸引更多的中國企業來投資，更有效拉動經濟增長，從而有利于其貨幣穩定；

2. 中國有巨額外匯儲備，由保值增值需求，中國政府投資的基金和企業有以美元為出資的需求，但中國企業在匯出利潤時，會選擇以當地貨幣對換成人民幣，從而有利于增加該國的美元儲備，緩解其美元需求；

3. 在相對較低的外匯風險和兌換成本下，中國企業會選擇合乎當地法律 and 政策的投資運作，可增加該國的稅收；

4. 在人民幣可結算下，將會吸引更多的中國投資，促進與中國的貿易；

5. 人民幣成為可結算貨幣，也有利于該國金融安全。

結論

在國家大力倡導和鼓勵企業到境外投資，推動一帶一路政策，推動中國企業與非洲企業開展產能合作背景下，無論是中國政府和銀行，從財務角度而言，都在考慮中國有大量的外匯儲備，需要將這些外匯儲備投放到境外，實現保值增值，實現美元投資和理財的多元化，但是這些外匯儲備投資，仍然是受到美國等國際結算貨幣國家經濟和政策的巨大影響，為減少此類影響，有效推進和實現人民幣國際化是有效措施之一。中國應加快人民幣國際化的進程，如條件不具備，也應在中國企業重點投資的、而匯率不穩定、匯兌困難的國家加快人民幣可結算的協議談判工作。

中國已經與南非、肯尼亞、尼日利亞幾個非洲國家開展了人民幣結算的合作，

尼日利亞等國還將人民幣納入儲蓄貨幣。工行持股的南非標準銀行、中國銀行也已經在一些非洲國家開展人民幣結算的代理業務。這些都是實在需求驅動下推動的人民幣結算業務。但目前還尚未看到中國政府從與非洲國家協商投資促進措施或投資雙邊協議角度入手，來推動人民幣的國際化。