

## 潘迪藍：人幣對美元如Linux對視窗

【明報專訊】列寧曾說過：「有時可能幾十年都沒有大事發生；但有時亦會在短時間內，一口氣發生幾十年才出現的巨變（There are decades where nothing happens, and weeks where decades happen）。」列寧指的是100年前發生的「十月革命」。當年先是在年初爆發「二月革命」，推翻了沙皇專制政權，並建立了以貴族和前貴族為主體組建的臨時政府。隨後，「十月革命」又再推翻了由克倫斯基領導的俄國臨時政府，建立布爾什維克領導的政府。

某程度上，俄國革命就是由第一次世界大戰引發的，這象徵了由歐洲主宰全球的時代終結，之後美國的金融、經濟和軍事實力都領先全球。在過去100年間，美元一直都是全世界最主要的儲備和交易貨幣。

不用說，有能力以自己的貨幣來結算龐大的貿易和財政赤字，是一個相當大的相對優勢。這個「特權」，甚至可能比美國在金融、高等教育、科技、生物科技、武器製造以及農業生產力方面的優勢更重要。當然，美元作為儲備貨幣的主導地位，亦是源於美國在上述行業（特別是武器和金融方面）的統治地位，但它也同時植根於歷史。正如我們以往所說，儲備貨幣之所以出現，是因為它們方便以及在全世界各地通行使用。

### 美元儲備貨幣地位難以取替

在這方面，儲備貨幣其實有些像電腦的作業系統：一定是「跟大隊」最划算，而愈多人使用一個作業系統，轉用另一個作業系統的誘因就愈小。因此，一旦一種儲備貨幣變得根深柢固，要取代它就很困難，因為新儲備貨幣帶來的好處必須超過舊儲備貨幣很多，而不是一點點，這正是我一直不太認同美元作為儲備貨幣的日子有限的原因。

美元就好像微軟的視窗作業系統——我們使用視窗作業系統及其應用軟件，是因為我們知道如何使用，而且我們認識的每個人都使用它，這令我們能夠非常方便地交換檔案和分享資料。因此，正如我們預料，在未來10年，都不得不使用微軟的視窗作業系統及應用軟件，絕大多數人認為，美元到2027年都仍然是主要的儲備貨幣。

不過，微軟的主導地位，並沒有阻止到蘋果在過去10年的崛起和超卓的表現。所以，出現多一種並駕齊驅的作業系統，是有可能的。而以往，我們亦曾經看過多種儲備貨幣競爭的時期，包括黃金、白銀、英鎊和美元等。

### 中國放寬匯率操控 讓人幣更普及

展望未來，毫無疑問，習近平推動中國復興的雄心壯志，亦會令人民幣在國際貨幣事務中發揮愈來愈大的作用。但是，中國的技術官僚基本上還只是處於防亂，即是控制人民幣不會出現異常問題。你能夠預期這些沉浸在馬克思主義理論的官員做到什麼？

所以，考慮到這一點，每個投資者都應該問自己：為什麼控制一個國家的匯率和利率結構，就可以防亂？為什麼要開放債券和貨幣市場？對於一個經濟體來說，沒有什麼東西重要得過匯率和利率。所以，如果中國政府願意逐漸放寬對匯率和利率的控制，它一定是希望在另一方面取得更大的好處。而這個更大的好處，就是將人民

幣變成好像亞洲的馬克般，令它成為亞洲以及更廣泛地區，如新興市場的自然交易貨幣，甚至最終成為儲備貨幣。

事實上，人民幣國際化正是整個「一帶一路」計劃的關鍵。如果這一點失敗，那麼中國的鴻圖大計就很可能會鎩羽而歸（因為一個大國不太可能對另一個大國的貨幣過於倚賴）。

這又帶出了全球貨幣體系一個沒有什麼人注意的關鍵變化。那就是香港交易所（0388）最近宣布，投資者能夠以人民幣購買和結算黃金合約。這一舉措，有可能成為改變全球貨幣體系架構的遊戲規則的重要手段。想像一下，俄羅斯、伊朗、卡塔爾、委內瑞拉、蘇丹、烏茲別克，以及任何其他可能會違反美國外交政策的國家，全部都對美國將美元作為一種「軟武器」存有戒心。這時，中國大可以說：「與其以美元交易，容易受到美國制裁，而美國的銀行亦未必願意為我們的貿易提供融資，我們不如改用人民幣來交易吧。我可以保證，工商銀行（1398）絕不會抽你的後腿。」

如果你是俄羅斯或者卡塔爾（已經簽署了以人民幣支付的石油和天然氣交易），這可能是一個有趣的提議。不過另一個問題瞬即出現，那就是，它們拿着這麼多人民幣有什麼用？當然是用來向中國買入便宜的衣服、球鞋和塑膠產品等。但如果還有剩的話，那還可以怎樣使用？中國當然希望，其他國家會將人民幣作為儲備貨幣。

可是，美國擁有全球最大和流動性最高的資產市場。由房地產到股票、債券，有很多美國資產都不乏外國人購買，令外國人可以將他們辛苦賺來的美元交回給美國。這令到美元得以保持全球儲備貨幣的地位。對中國來說，這就是制約人民幣成為儲備貨幣的主要因素。簡單來說，外國投資者對內地政府的信任，還未大到令他們放心將剩餘儲備全部投入到中國的資產中。

### 投資金礦對冲更實際

2015年夏天，內地曾有大批股票暫停交易，就是影響外國投資者信心的具體事件。這次事件證實了一些外國投資者對中國的憂慮，令他們相信，人民幣若要完成國際化，至少還要好幾年時間，甚至以十年計。然而，當黃金合約可以用人民幣結算時，情況就截然不同。因為俄羅斯將可以用出售石油給中國賺來的人民幣，在香港購買黃金，而不必購買內地的資產，或者將之轉換成美元（後者會潛在受制於美國）。

可以作一個比喻，以人民幣購買和結算黃金合約這個措施對於美元的威脅，就有如Linux對微軟視窗的影響。不過，考慮到蘋果回勇多年，在電腦作業系統方面，對於微軟視窗的影響也不大，人民幣對美元的影響亦未必會來得很快和很大，以金礦資產作為對冲還是較實際。

GaveKal Dragonomics資深經濟師

[潘迪藍 國際視野]