

事隔兩年 人民幣刮目相看



國際視野 潘迪藍
Gavekal Dragonomics
資深經濟師

2015年8月，離岸人民幣兌美元下跌了4.5%之多，引發全球恐慌，投資者擔心出現新一波的通縮。但在2017年8月，人民幣兌美元卻升值2.07%，成為全世界表現最好的主要貨幣，其升幅甚至超過了歐元和幾個北歐貨幣。

悲觀預測的媒體文章一樣，今年夏天，讀者毫無疑問又會看到大量歌力解釋人民幣轉強的文章。而且，由於金屬價格上升及「波羅的海乾貨指數」(The Baltic Dry Index)在過去1個月上漲了25%，又有大量評論認為，人民幣轉強乃是全球再通脹的穩固力量之一。

然而，我個人對於人民幣，卻有以下的看法。首先，從意識形態來說，中國大陸政府的領導人一向屬於死硬派馬克思主義的控制狂。其次，由於中國曾遭受長達一個世紀的外國入侵、內戰和饑荒，在中國大陸領導人的心目中，社會穩定的重要性壓倒一切。

那麼，為什麼中共中央政治局在過去5年曾經考慮逐漸放鬆匯率和利率的管制呢？畢竟，它們是一個政府同一時間想控制的價格因素當中最重要兩個(第三個就是能源價格)。這可以有兩個解釋。

第一，內地領導人的思維出現180度轉變，成為自由市場的忠實信徒。但內地官員一向認為，環球金融海嘯是由不受控制的自由市場引發。放鬆人民幣管制的倡議，卻是在2008至2009年的環球金融海嘯之後才出現。因此，這個解釋看來可能性很低。

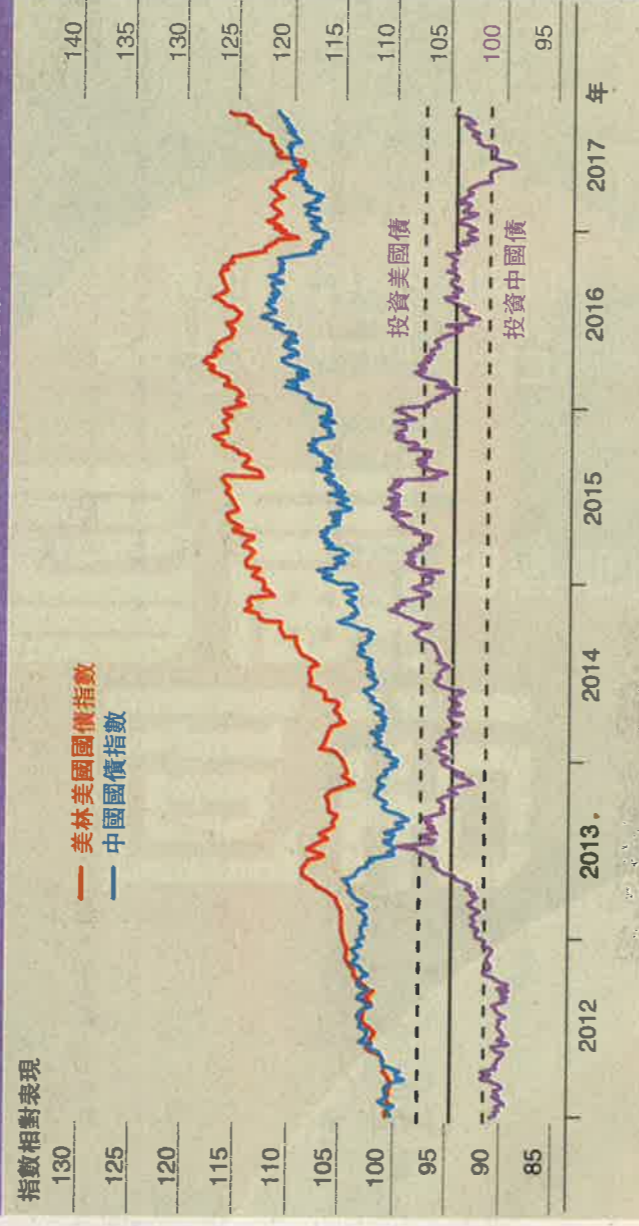
第二，金融海嘯顯示內地發展模式脆弱的一面。因為內地倚靠與發達國家以美元進行貿易，這意味着，內地很容易受到更多好像2008年的金融危機的影響。因此，內地政府的回應方法是，開始逐步讓人民幣國際化。

金融海嘯揭內地發展模式脆弱

要評論第二個解釋的可能性，又要說回馬克思主義。在正統的馬克思主義理論中，資本主義的先天矛盾是，不斷追逐利潤會減少勞工分享生產力成果，從而引致消費不足。馬克思、列寧或布哈林都認為，這個矛盾正是19世紀歐洲出現帝國主義的主要原因。國內出現結構消費不足，迫使歐洲各國政府向外征服新的領土，作為其國內生產過剩的出路，最終迫使這些國家互相衝突。

若假設內地領導人仍然相信這些信條，你認為他們會

假設以100美元投資中美國債回報比較



如何應對2008年這樣的金融危機？從內地金融海嘯之後的行為來判斷，答案似乎是，內地希望建立自己的「金融帝國」。

推進「一帶一路」 需擁強勢貨幣

畢竟，現時已很清楚，在人口老化以及提高生產力的潛力已接近挖掘殆盡的情形下，內地仍然要努力維持較高的國內生產總值增長率。為了促進經濟增長，內地別無選擇，只能向外尋找新的市場，所以推出了「一帶一路」、「亞洲基礎設施投資銀行」(亞投行)、「絲路基金」等大計。

然而，這些雄心勃勃的大計背後，內地不可能仍倚賴另一國家的貨幣。這些大計亦不可能使用一種結構偏向弱勢的貨幣來運作。簡單來說，就是強勢的國家往往亦擁有強勢的貨幣。因此，如果內地想將它和新興經濟體的貿易由美元交易改成以人民幣交易，它必須向投資者提供一種與美國國庫券回報相若，甚至更佳替代品。

附圖顯示了投資100美元在5年期的中國國債與美國國庫券的回報的對比。除了中國國債的長期持有者(即各國的中央銀行和主權財富基金)的絕對回報較高之外，這兩條曲線其實非常接近。這又回到了人民幣在今年8月份升值2%，以及它為何跑贏美元和其他主要貨幣的原因。

第一個解釋是，內地領導人正在利用貨幣升值，來防止國內經濟過熱。這是有可能的，但在下個月就要舉行「十九大」的情形下，這個可能相當低。畢竟，在石油和食品價格並沒有顯著上漲的情形下，內地領導人沒有什麼動機去利用貨幣升值，來作為緩衝手段。

第二個解釋是，內地領導人試圖向美國總統特朗普表

達善意，預防他以保護主義反彈。這個可能性是存在的，但亦不太大。因為特朗普不只看起來愈來愈倒臺，而且在貿易逆差問題上，他亦更加關注加拿大和墨西哥。

第三個解釋是，中國看到了一個機遇，可以將其雄圖大計推進一大步，所以積極向其他新興市場國家發出信號——將資本投資在人民幣資產是安全的。

向新興國力推：投資人幣資產安全

如果最後一個解釋是正確的，那麼即將舉行的「十九大」將會為今後5年的中國政治設定一些權力參數。「十九大」會否成為國家主席習近平進一步突顯其中華民族偉大復興大計的平台？若這預測正確，那麼人民幣債券現時的表现很可能還不算跑贏大市。投資者需要考慮，將會有多少亞洲區的貿易，甚至更廣泛地說，是將會有多少新興經濟體之間的貿易改為以人民幣交易。問題是，很多人的投資組合還未考慮到這個可能。



2015年8月，離岸人民幣兌美元下跌4.5%，引發全球恐慌。兩年後人民幣兌美元升值2.07%，成為全世界表現最好的主要貨幣。(資料圖片)