

# 人幣離岸債市十年後澎湃 將成金融市場重要力量

國際  
視野



Pierre Gave  
GaveKal 亞洲區  
研究部主管

2001年底，中國加入世貿組織(WTO)，這顯著地改變了世界。在短短十年間，中國由「陪跑」的經濟體，變成全世界最大的出口國，以及對全球經濟增長貢獻最大的國家。

當然，那時很少人關注到這一重大發展。反而，絕大多數報道，都是關於互聯網泡沫爆破、阿根廷破產，美國企業醜聞，如安然(Enron)、WorldCom(後更名為MCI)等，以及最令人震驚的911恐怖襲擊，以及隨後的反恐戰爭。

十年之後，我們再次在這裏：似乎每個人都集中關注歐洲的債務危機以及其影響。然而，這樣專心，投資者卻可能會忽略了，將會在未來十年內成為重要得多的金融力量——「人民幣離岸債券市場」(RMB Offshore Bond Market)的誕生。

事實上，不論在亞洲區還是新興市場的貿易額中，中國現時所佔的比例都愈來愈高。十年前，中國只佔巴西出口額的2%，今天卻是18%，而且還在上升之中。考慮到這一點，中國正愈來愈多在詢問其新興市場的貿易伙伴：「為什麼我們之間的貿易要以美元結算？」

## 西方銀行不可靠 人幣結算有好處

畢竟，若以美元來結算，中國與其新興市場貿易伙伴就是將另一個變數，引入到它們之間不需要那麼複雜的關係之中。若以美元來結算，中國和新興市場貿易伙伴，要倚賴西方銀行為它們的貿易提供美元融資；還要倚賴美國繼續透過其貿易赤字而輸出美元。

事實上，對於中國來說，西方的銀行並不是很可靠的合作伙伴。在2008年和2011年，中國就受

過很大的教訓。因此，中國目前正在轉而向韓國、巴西、南非和其他國家說：「讓我們之間的貿易更多由人民幣代替美元來結算。」

典型的答案都是：「為什麼不可以？這可以分散我們的收入來源，使我們的業務較少倚賴西方銀行。但是，若我們要以人民幣進行交易，我們將需要保持一部分儲備為人民幣。而要做到這一點，你便需要讓我們購買一些人民幣資產。」

## 人民幣要成「可信的貨幣」

因此，就促成了香港離岸人民幣債券市場的誕生。

當然，中國若要輕微削弱美元作為貿易結算貨幣的優勢，人民幣一定要被視為一種「可信的貨幣」。或者至少，作為一種比競爭對手更可靠的替代品。這可能有助於解釋中國的時間表。

以人民幣較美元、歐元、英鎊或甚至日圓可信來說（後幾者全部來自患有嚴重貨幣失禁的中央銀行），今天要清除障礙，是可能比以往任何时候更容易。但是，這也意味着，在中國經濟放緩的最初期，中國政府不能走上財政和貨幣刺激的手段。

相反，面對中國經濟增長可能放緩，中國人民銀行和中央政治局都必須保持勇氣。內地的決策者將不能再倚靠簡單的辦法來對付經濟波動。換句話說，中國領導人將要透過進一步解除管制，而不是刺激經濟，來應付經濟增長放緩。這又帶出了中國在政策制定方面的特色：中國的領導人每天早上醒來，就是琢磨如何令中國回復世界最大經濟體和地區超級強國的地位（其他國家的領導人很少會胸懷這種想法）。

這個問題的答案是，鄧小平之後的一批中國決策者都遵循其模式，一直以犧牲一些掌控經濟的元素，來換取更快的經濟增長和國內更大的繁榮。今天，中國正在迅速到達一個十字路口，即政府將需要放棄一些金融業的控制，以換取較快的增長（以及讓國際力量到來）。

## 債市規模雖小 未來或舉足輕重

基於以上所有原因，因此，我傾向認為，建立「人民幣離岸債券市場」，是一件意義比一般人理解要大得多的事件。或者，用另一種方式來



以人民幣結算，可以減少對美元及西方銀行的倚賴，令中國與其他國家之間的貿易變得簡單，亦能夠分散收入來源。  
(新華社)

說，其意義可媲美20世紀80年代初，Michael Milken創造了垃圾債券市場，徹底改變金融世界那樣。在當時，Milken需要有令人印象深刻和富有遠見的想像能力，透過改變公司為發展而融資的方式，以及向較小和快速成長的公司開放企業債券市場，釋放出一波併購潮，引發了私募基金行業誕生，基本上顛覆了投資銀行界。

30年後，再一次，我們正在目睹一個新的債券市場誕生，這次是在香港。有趣的是，就像20世紀80年代初，太少人願意花時間去理解這一重大事件縱橫交錯的後果。

我不會假裝知道這個新債券市場的所有可能後果，但我絕對相信，留意這個新債市的發展，將會對了解明天的世界相當重要。我知道，「人民幣離岸債券市場」現時只是一個很小的市場，但Michael Milken的垃圾債券市場最初何嘗不是？它在短短10年間，就由零開始，發展到1500億美元的規模！