

人民幣走出去 解決新興國問題

國際視野



潘迪藍
Gavekal
Dragonomics
資深經濟師

我們每天都有兩次至四次與客戶談及中國，話題總是離不開以下種種：中國的經濟增長正在放緩得多快（有一點，而且相當快）；中國的銀行如何資本不足（有一點，但假以時日，仍然豐厚的淨息差和發行優先股可以解決到這個問題）；房地產有多少空置（有一點，但這是一個時間可以解決的問題）；鋼鐵業、造船業有多少產能過剩；有多少大學畢業生和貪腐的官員；中國在生產線大舉採用機器人將會如何顛覆性等。無可否認，這些問題全部都是迫切和真實的，中國的決策者確實相當忙碌。

但有趣的是，我們曾經與一些西方投資者談話，他們的結論似乎全部都是：北京別無選擇，只能大舉印鈔，將人民幣貶值，利用財政政策來刺激經濟，基本上跟隨西方國家的決策者自2008年以來的路線。我們認為，這樣的結論既顯示他們未能跳出西方國家的思考框框，亦顯示了他們看不懂北京釋放的信號。

四分之一中國貿易以人幣結算

在本欄以往的文章中，我們一直堅持認為，人民幣國際化是近年來最重要的宏觀事件之一。事實上，人民幣國際化一直在急速進行：由2008年時的微不足道，到了2014年，已經幾乎有四分之一的中國貿易是以人民幣來結算（見圖）。這是一個重要發展，對於一些新興市場來說，可能有非常積極的影響。

事實上，一個典型非石油出口新興市場的決策者（不論是土耳其、菲律賓、越南、韓國、阿根廷或印

度）通常一定會擔心兩件完全不受它們控制的事情：

1. 美元匯率急升

每當美國貨幣飆升，就代表了大多數新興市場的經濟增長將會受壓。這有兩個原因。第一，是因為絕大多數國際貿易都是以美元結算。所以，若美元轉強，那就意味着，企業不得不撥出更多資金來兌換成美元，以作為營運資金。

第二，是大多數新興市場投資者傾向於只考慮兩種貨幣：該國的貨幣及美元。在曼谷、開羅、開普敦或雅加達等大城市隨便截停一輛的士，問司機當天美元兌換該國貨幣的匯率，他們的答案的誤差可能在一個小數位以內。

這種對匯率的敏感很重要的。因為這意味着，當美元上漲時，這些國家的投資者將會拋售國內資產，令這些國家的部分財富由當地貨幣變為美元資產，尤其是美國國庫券。而當美元下跌時，情況則剛好相反。

2. 油價和食品價格急升

對於發展中國家來說，石油和食品價格急升，可以令政局變得極不穩定。因為這些國家的中等家庭比起一般西方家庭要花費其收入的更高比例於生活必需品之上。若食品和能源價格突然飆升，將足以令社會和政治局勢快速變得緊張。

而且，這還不是全部。對於石油進口國來說，油價飆升足以導致貿易平衡迅速惡化。以上種種，往往會嚇跑外國投資者，令當地貨幣下跌以及利率上升，從而引致經濟增長疲弱等等。

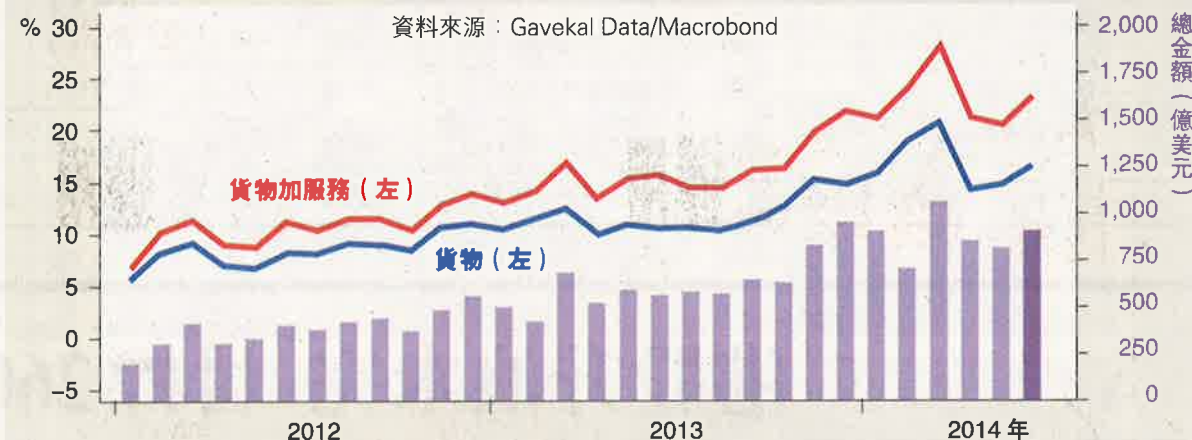
新興市場多用人幣 增穩定性

關於這兩大憂慮，不難得出以下結論，中國像往年一樣，正試圖利用以下的手段緩解：

（1）中國的人民幣國際化政策意味着，新興市場能夠逐漸減少對美元的依賴。當她們這樣做時，美元急

人民幣貿易結算佔中國貿易比例

明報製圖



升（像今年般）對她們造成的痛苦，便沒有那麼嚴重。

（2）中國對石油的需求放緩，以及中國巧妙利用俄羅斯的財政困難，顯示了她由以往的被動接受價格轉型為主動制訂價格的能力。這意味着，石油和商品對於貿易平衡的影響，已被大幅遏制。

新興市場逐漸接受人民幣作為後備的交易貨幣和儲備貨幣，除了能夠提高穩定性之外，還有更深層的意義和影響。已故的法國經濟學家Jacques Rueff曾經令人信服地證明了，當環球貿易由以黃金為本位的結算系統，轉移到以美元為基礎的結算系統時，購買力增加了一倍。

正如近期《華爾街日報》一篇文章的作者引述Jacques Rueff的研究解釋說，假設法國央行在美國紐約市一家銀行存入美元，這筆美元仍然會視為前者的儲備。於是，這既增加了法國的貨幣供應，但又不會減少美國的貨幣供應。因此，這兩個國家都可以使用

這些美元資產來授予信貸，令整體購買力增加。若將上述假設中的法國央行更換成印尼央行，將美元更換成人民幣，可以想像到，將會產生類似的效果。

外國央行購卑詩省點心債 擴對華貿易

看看加拿大卑詩省(BC)日前發行的AAA評級的2年期人民幣點心債券。雖然這批債券票息率只是2.85厘，卻獲得外國中央銀行積極認購。最終，這些外國中央銀行認購了這批點心債券的超過50%。這個百分比，是卑詩省兩年前首次發行點心債券時的10倍。

卑詩省發行了這些人民幣債券之後，就將所得資金存入一家中國銀行收息。相反，中國的銀行卻可以將這筆錢的作用擴大5倍。與此同時，購買了這些人民幣債券的印尼央行、韓國央行和哈薩克斯坦央行的資產負債表內卻多了一項資產，可以支持她們與中國擴展貿易。

【中國式「馬歇爾計劃」系列之一】