



## 在多極世界中分散投資於 美元以外的領域：對人民幣 及亞洲固定收益的影響

Rong Ren Goh，瀚亞投資投資組合經理

在日益多極化的世界中，人民幣的地位正緩慢卻穩步上升。這對人民幣計價債券的長期需求是好的先兆，並可能對其他亞洲當地貨幣債券有正面的延伸效應。

美元是在二戰及建立布雷頓森林體系後全球最重要的儲備貨幣。雖然以購買力平價計，美國經濟佔全球國內生產總值少於20%，但近90%的全球貨幣交易涉及美元，而近40%的全球債券以美元發行。截至2021年，美元佔全球央行的外匯儲備近60%。見圖1。

市場質疑美國作為儲備貨幣的主導地位並非新鮮事。過去多年，多個評論強調美國擁有過高特權，能夠以吸引的利率為大量私人及公共借貸籌集資金，並對全球金融體系有龐大的影響力。然而到目前為止，只有少數貨幣能取代美元的統治地位，但風向的改變可能會來得更強烈。

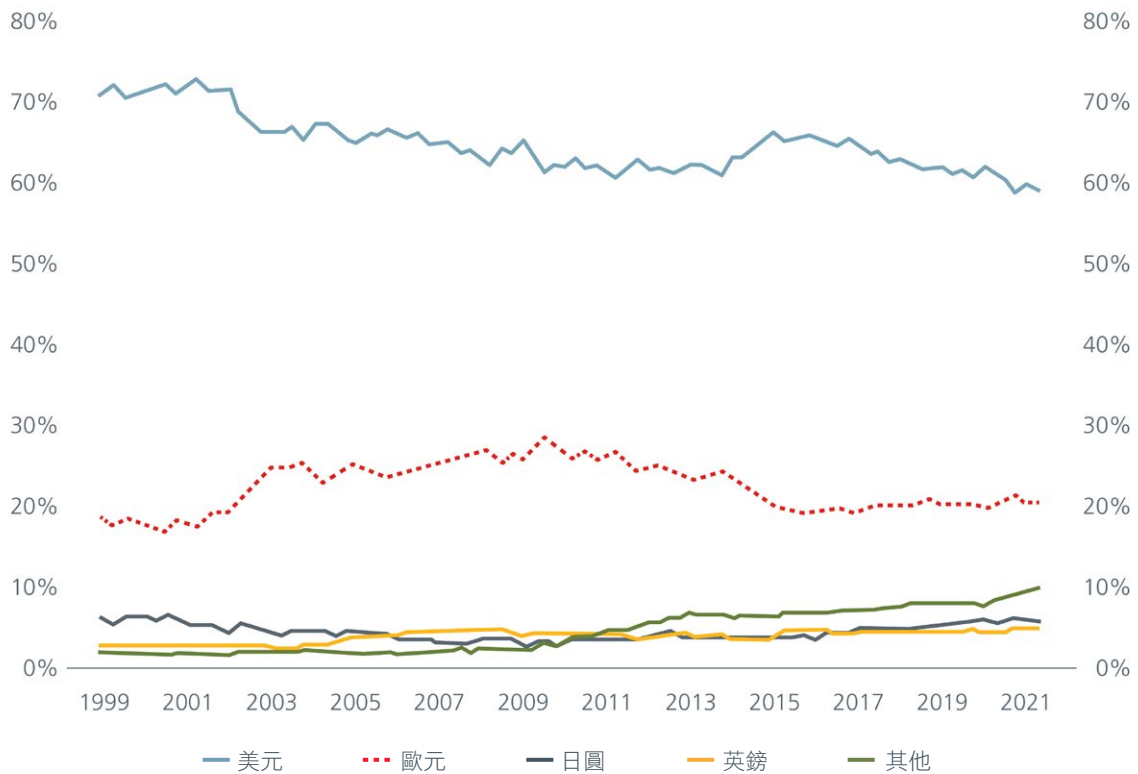
### 成為儲備貨幣需要具備什麼條件

各國根據經濟及安全考慮因素而選擇儲備貨幣。安全性、流動性、網絡效應、貿易聯繫及金融關聯解釋了為什麼政府及廣泛從事跨境交易的私人實體大量使用某些貨幣，以作為交易、價值儲存及記帳單位的媒介。

在這方面，由大型、穩健及開放的經濟體支持的貨幣，加上深入及流動的資本市場提供經濟影響力及宏觀經濟穩定性，將能夠滿足上述各考慮因素。

除了金錢上的考慮因素外，有學術研究(艾肯格林)顯示，國際儲備的構成在很大程度上亦取決於地緣政治、戰略、外交及軍事因素。各國認為，使用盟友或非常強大的夥伴之貨幣進行大部分國際交易符合其地緣政治利益。

圖 1：1999 年至 2021 年全球外匯儲備的貨幣構成(百分比)



資料來源：國際貨幣基金組織官方外匯儲備貨幣構成(COFER)。註：「其他」類別包括澳元、加元、人民幣、瑞士法郎及在 COFER 調查中並未單獨列出的其他貨幣。中國在 2015 年至 2018 年間成為 COFER 的報告國家。

過去四十年，美元在流動性及安全性方面已達到無可比擬的標準。美國經濟的相對實力及重要性支持美元的價值。從風險回報的角度來看，投資者及儲備管理者偏好美元計價資產，因為它具有避險資產的地位，加上美國經濟的基本因素雖然正在惡化，但仍然相當穩健。

美國資本市場是全球最大的資本市場，佔全球股市的 41% 及全球固定收益市場的 40%，因此為儲備管理者在動用外匯儲備時提供非常靈活及流動的選擇。

自 1990 年代起，貿易全球化進入前所未有的時期，出口貨值佔國內生產總值的比例由 15% 上升至現時的 25%，由於大部分商品都是以美元進行交易，這趨勢同樣利好美元。與此同時，美國的盟友德國、日本及沙特阿拉伯同樣選擇以美元持有大部分外匯儲備。

#### 美元可能不再「安全」

在俄羅斯入侵烏克蘭不久後，美國及其盟友宣佈打算凍結俄羅斯中央銀行的外匯儲備。至今，俄羅斯的 6,430 億美元儲備中約一半被美國及其盟友凍結，而只有以人民幣及黃金持有的儲備仍然可以動用。

美國願意將美元化為武器，導致儲備管理者重新評估其儲備資產的「安全性」。對於不是美國的传统盟友或者並不支持美國及其同盟國的政治意識形態之國家而言，重新評估的需要尤其迫切。2019年，中國被認為鎮壓香港的示威者，時任美國總統特朗普威脅要對中國實施金融制裁作回應，包括拒絕中國金融機構進入美元融資市場，從而揭示這些政府面對的兩難局面。

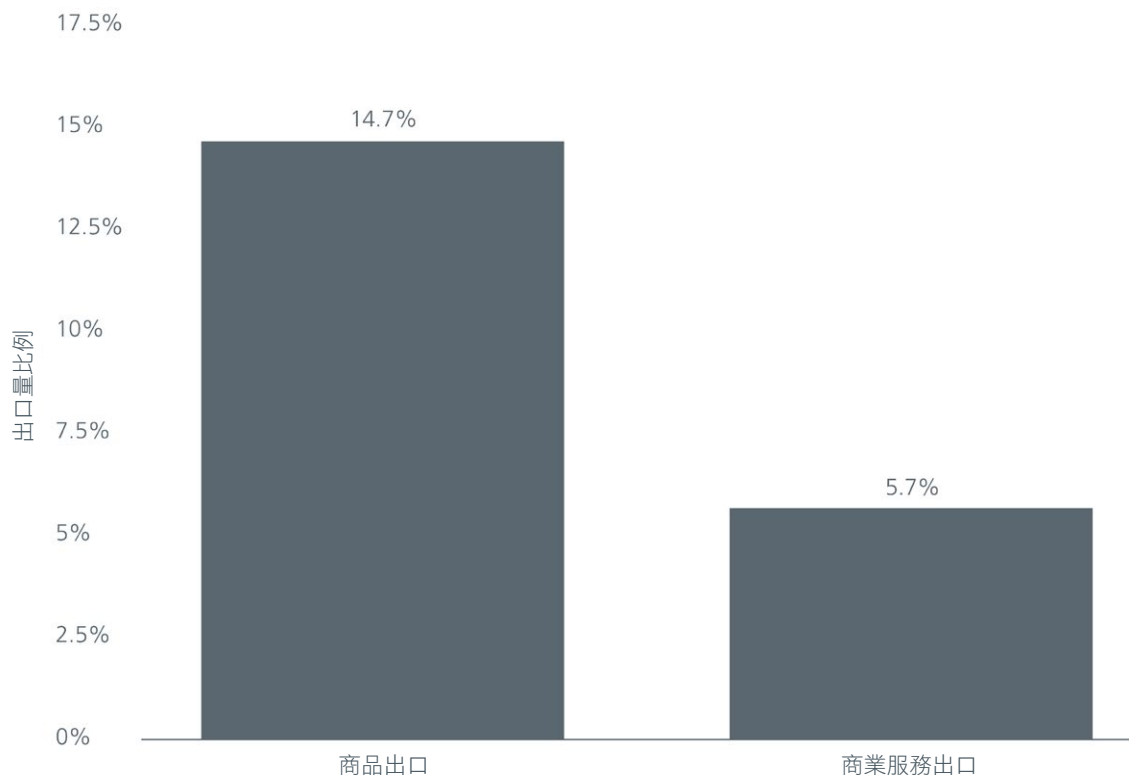
### 去全球化及區域貿易集團的出現

如果說全球化定義了1990年代及2000年代初的全球經濟，那麼隨著2017年中美貿易戰爆發，

2010年代則標誌着這個大趨勢的高峰及逆轉。然而，雖然全球貿易量及貨值在2010年代達到高峰，但中國佔全球出口量的比例仍然正在增長，目前達15%，為中國帶來顯著的金融及經濟影響力。見圖2。

徵收關稅及推動製造業本土化促進以中國為主的區域貿易集團發展。跨太平洋夥伴全面進展協定(CPTPP)是亞洲、歐洲及美洲國家(美國除外)之間的跨太平洋經濟夥伴關係，於2018年生效。2020

圖 2. 2020 年中國佔全球出口量的比例



資料來源：Statista 2022。

年，中國與 14 個其他亞洲國家簽署區域全面經濟伙伴關係協定，當中大部分來自東盟集團。該年，東盟集團國家取代歐盟成為中國最大的貿易夥伴。

與此同時，旨在促進非洲內部貿易及連繫 55 個非洲經濟體的非洲大陸自由貿易區獲 38 個國家批准。對中國來說，一個包括 13 億人口、總收入達 3.4 萬億美元的區域貿易集團可能是有其裨益，因為中國在過去十年一直是非洲的最大投資者。

美元的主導地位可能因出現這些以中國為中心的經濟貿易集團而日漸受到威脅。

### 新興的替代儲備貨幣－人民幣

對於可能不支持美國政治意識形態的儲備管理者來說，人民幣作為可信替代儲備貨幣的崛起，提供了分散風險的潛在來源。自 2000 年代起，中國一直向境外機構投資者逐步開放國內資本市場。

中國的替代支付系統人民幣跨境支付系統 (CIPS) 於 2015 年推出，為跨境人民幣付款及貿易的參與者提供結算及交收服務，以提高人民幣在全球的使用量。在美國及歐洲對俄羅斯實施制裁的情況下，投資者最近探討使用該系統作為環球銀行金融電信協會 (SWIFT) 的替代系統。

2016 年，人民幣被納入國際貨幣基金組織的特別提款權 (SDR) 貨幣籃子，增強其儲備貨幣地位，使其與美元、歐元、日圓及英鎊看齊。人民幣國際化的步伐持續加快，最近推出的數碼人民幣旨在提高人民幣的國際流通量及使用量。

中國亦於 2018 年將以人民幣計價的原油期貨引進上海國際能源交易中心。自此，此市場的活動已上升至創紀錄水平，交易量每年攀升超過 20%。市場恐懼各國將對俄羅斯石油出口實施制裁，可能加快交易活動轉用人民幣及轉移至中國的交易所，制裁甚至有機會擴展至大型商品交易所的石油交易及對沖。

人民幣目前僅佔全球貨幣儲備的 3%，但鑑於中國在全球經濟的規模及重要性，人民幣的比重可能會更加。以購買力平價計算，中國的國內生產總值於 2014 年已超過美國，而中國經濟繼續以較美國及歐洲快的速度增長。

### 推動人民幣計價資產及亞洲固定收益

過去四十年間，美元一直享有無可匹敵的主導地位，但在日益多極化的世界中，其目前佔全球儲備的比例似乎值得質疑。在最近一份文件中，國際貨幣基金組織指出自本世紀初以來，美元佔全球貨幣儲備的比例一直穩步下降。當中，四分之一儲備轉為人民幣，其餘則轉為傳統上較少作為儲備貨幣的較小型國家之貨幣，例如澳元、加元、韓圓及新加坡元。不斷增加的流動性以及更積極的儲備管理利好具有吸引經風險回報的非傳統儲備貨幣<sup>1</sup>。

有研究指出，隨著全球外匯儲備逐步變得多元化，加上中國經濟及金融影響力日益增加，人民幣佔全球外匯儲備的比例到 2030 年或上升至 10%。著名國際經濟學家羅格夫亦表示，如果人民幣變得更靈

活及容易兌換，人民幣佔全球儲備的比例可上升至與美元的比例相若。

未來數年，隨著中國對其區域及貿易夥伴發揮更大的經濟及政治影響，儲備管理的重心最終應該會轉移到中國，從而延伸至亞洲，而亞洲整體地區佔全球經濟產量的比例將必然逐步提高。雖然這轉變不會馬上發生，但齒輪已經在運轉，並可能隨著地緣政治緊張局勢升溫而加速。我們相信，就人民幣計價債券以及其他亞洲當地貨幣債券的需求而言，這些事態發展長遠來說是好的先兆。

---

## 免責聲明

資料來源：瀚亞投資(新加坡)有限公司

本文由瀚亞投資(香港)有限公司(「瀚亞香港」)刊發。本文並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。本文所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表將來或有可能達致的表現。瀚亞香港是英國 Prudential plc. 的全資附屬公司。瀚亞香港和 Prudential plc. 與一家主要在美國營運的 Prudential Financial, Inc., 和在英國成立的 M&G plc 的附屬公司 Prudential Assurance Company, 沒有任何關係。

本文及資料在瀚亞投資網站([www.eastspring.com.hk](http://www.eastspring.com.hk))由瀚亞投資(香港)有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。



保誠集團成員 