



在多极世界中寻求美元以外的分散投资将如何影响人民币及亚洲固定收益

Rong Ren Goh，投资组合经理，瀚亚投资

在日益多极化的世界中，人民币的地位正缓慢而稳步地上升。这对以人民币计价债券的长期需求而言是好的先兆，并可能对其它亚洲本地货币债券有正面的延伸效应。

自布雷顿森林体系(Bretton Woods system)在二战后建立以来，美元成为了全球最重要的储备货币。虽然以购买力平价来衡量，美国经济占全球各国GDP总值不到20%，但全球近90%的货币交易却都涉及美元，还有大约40%的债券是用美元来发行。而根据国际货币基金组织(IMF)的数据，截至2021年底，美元在全球央行的外汇储备中占比接近60%。(见图1)

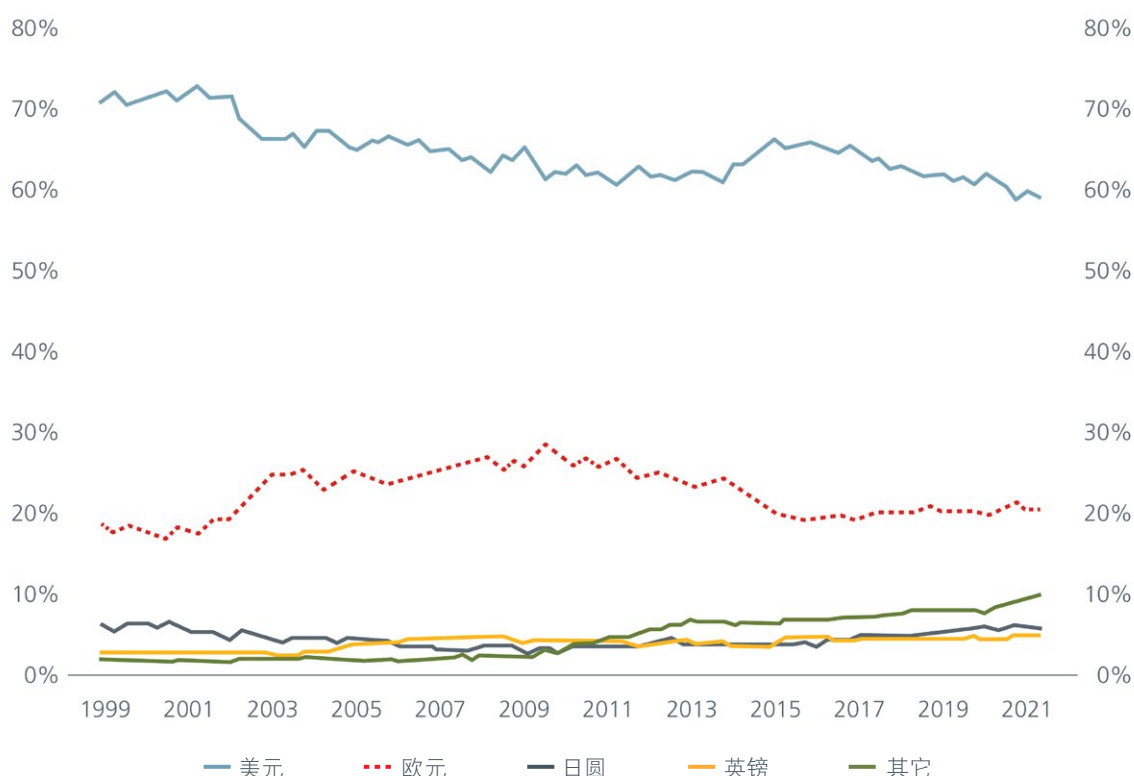
市场质疑美元在全球央行储备货币中的主导地位并非新鲜事，多年以来，批评人士也一直认为美国凭借着美元拥有了过多的特权，包括他们能以具吸引力的利率为大量私人及公共借贷筹集资金，并进而对全球金融体系产生莫大的影响力。然而，批评归批评，尽管号召要改变美元地位的呼声越来越高，但事实是到目前为止，几乎没有其它货币能取代美元的霸主地位。

成为储备货币需要具备什么条件？

世界各国通常根据经济及安全等因素来选择储备货币，如安全性、流动性、网络效应、贸易联系及金融关联等。这也解释了为什么某些货币被政府和广泛参与跨境交易的私人企业不成比例地用作交易媒介、储存价值和记帐单位，因为这些货币以庞大、强劲和开放的经济体为支撑，并伴以具深厚流动性的资本市场，可提供足够的经济影响力和宏观稳定性。

除了金钱方面的考虑外，根据美国加州大学伯克利分校经济学教授Barry Eichengreen的研究，国际储备的构成很大程度上还取决于地缘政治、战略、外交及军事因素。而世界各国也普遍认为，使用盟友国或强大伙伴国家的货币来进行大部分的国际交易，符合自己的地缘政治利益。

图 1：1999 年至 2021 年全球外汇储备的货币构成（百分比）



数据来源：国际货币基金组织官方外汇储备货币构成(COFER)。注：「其它」类别包括澳元、加元、人民币、瑞士法郎及在 COFER 调查中并未单独列出的其它货币。中国在 2015 年至 2018 年期间为 COFER 的数据报告方。

在过去四十年里，美元达到了无与伦比的流动性和安全性标准，而美国经济的相对实力和重要性也支持着美元的价值。虽然目前美国的经济基本面正在恶化，但经济依然稳健，再加上美元的避险特性，从风险回报的角度看，投资人和外汇储备管理者们仍然偏好以美元计价的资产。而美国的资本市场迄今为止仍是全球第一，其体量占比全球股市的 41% 以及全球固定收益市场的 40%，着为储备管理者们在动用外汇储备时提供了非常灵活且具流动性的选择。

另外，自 1990 年代起，贸易全球化进入前所未有的发展时期，出口总值占 GDP 的比例由 15% 上升至现时的 25%，由于大部分商品都是用美元来交易，因此贸易全球化的趋势反过来也利好美元。

现时，美国的盟友德国、日本和沙特阿拉伯都选择以美元作为主要的外汇储备。

不过，美元可能不再「安全」

在俄罗斯入侵乌克兰不久后，美国及其盟友宣布打算冻结俄罗斯央行的外汇储备。至今，俄罗斯 6,430 亿美元的外汇储备中有大约一半都被美国及其盟友冻结，只有人民币和黄金储备仍然可用。

美国愿意化美元为武器，导致储备管理者们必须重新评估手中储备资产的「安全性」。而对于不是美国的传统盟友或在政治意识形态上并不支持美国及其盟友的国家而言，重新评估更显迫切。这样的两难局面并非首次发生，回想2019年，北京被认为将暴力镇压香港的示威活动，而时任美国总统的特朗普则趁机挥舞美元「大棒」，威胁要对中国实施金融制裁，包括拒绝中资金融机构进入美元融资市场等。

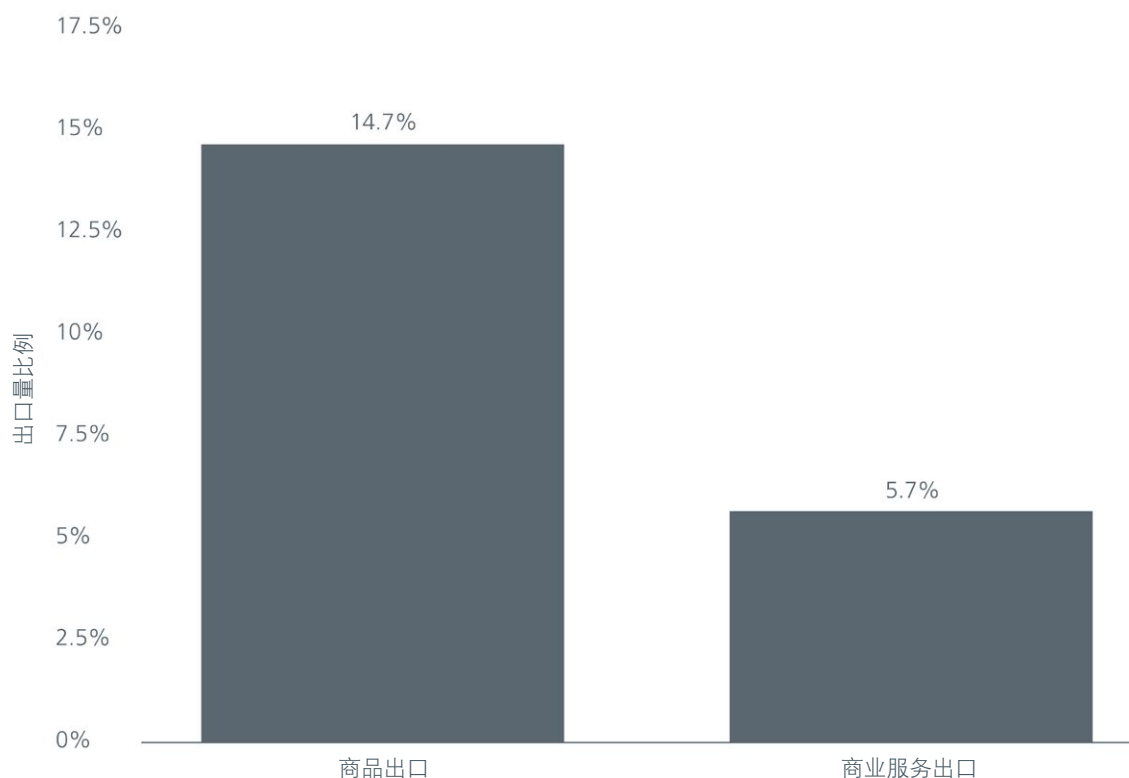
去全球化及区域贸易集团的出现

如果说贸易全球化的趋势定义了1990年代和2000年代初的全球经济，那么2010年代则标志着这一

大趋势的发展顶峰，以及在2017年中美贸易战爆发后的愕然逆转。不过，当时间进入2020年代后，我们却惊讶地发现，在全球经贸整体放缓的背景下，中国的对外贸易却逆势增长，货物出口额占全球货物出口总额的15%，凸显了中国的金融和经济影响力。（见图2）

甚至我们可以说，正是美国重征关税和推动制造业本土化，促进了以中国为主的区域贸易集团的发展，进而反过来威胁美元的主导地位。

图2. 2020年中国占全球出口量的比例



数据源：Statista 2022。

例如，2018年正式生效的《跨太平洋伙伴全面进展协定》（简称CPTPP）就是亚洲、欧洲及美洲国家之间涉及多边关系的自由贸易协定，不过美国则不包括在内。2020年，中国还与其它14个亚洲国家签署了《区域全面经济伙伴关系协定》（简称RCEP），当中大部分都是东盟（ASEAN）国家。同年，东盟取代欧盟，成为中国最大的贸易伙伴。

与此同时，旨在促进非洲内部贸易及连系55个非洲经济体的「非洲大陆自由贸易协定」（简称AfCFTA）获得了全球39个国家的批准。对于中国来说，「非洲大陆自由贸易区」（简称非洲自贸区）这样一个由13亿人口组成、国民生产总值高达3.4万亿美元的区域贸易集团简直就是「上天的恩赐」，因为过去十年来中国一直是非洲最大的投资者。

新兴的替代储备货币—人民币

对于不接受美国政治意识形态的储备管理者来说，作为可信赖的替代储备货币，人民币的崛起为他们提供了潜在的多元化来源，而中国的决策者们也在不遗余力地推动人民币的国际化进程。

从本世纪开始，中国逐步向境外机构投资者开放国内资本市场；2015年，中国推出「人民币跨境支付系统」（简称CIPS），为跨境支付和贸易参与者提供人民币的结算与交收服务，以提高人民币在全球范围内的使用。而最近，在俄罗斯被美国和欧洲制裁的情况下，市场也开始探讨是否可用此CIPS系统替代SWIFT（环球银行金融电信协会）。

另外，在2016年，人民币还被正式纳入国际货币基金组织（IMF）的「特别提款权（SDR）货币篮子」，成为与美元、欧元、日圆和英镑看齐的国际储备资产。

2018年，上海国际能源交易中心推出首个以人民币计价的原油期货，并面向国际资本开放。最初，该原油期货的交易量并不大且主要以国内市场为服务对象，但从2020年开始，人民币计价的原油期货在海外投资人中的受欢迎程度迅速飙升。根据上海国际能源交易中心的数据，2020年，来自海外的交易占上述原油期货日均交易量的16%，同时占比每日未平仓头寸的28%。而截至2021年底，有超过60家国际经纪公司向海外投资人提供人民币计价的原油期货交易服务，这个数字在2018年只有45家。2022年，俄乌战争爆发，市场开始恐惧俄罗斯的石油出口会被制裁，连带原油交易和对冲都有可能受影响，于是转用中国的交易所和选择人民币交易成为可能。

虽然目前人民币在全球外汇储备中的占比只有约3%，但鉴于中国在全球经济中的体量和重要性，这个数字势必会逐步提升，因为以购买力平价来衡量，中国的国内生产总值在2014年已超过美国，而中国经济的增速也持续领先于美国和欧洲。

推动人民币计价资产及亚洲固定收益

过去四十年来，美元一直享有无可匹敌的「霸主」地位，但在日益多极化的世界中，这样的主导位置值得质疑，IMF就在最近的一份文件中直言，指自本世纪初以来，美元在全球外汇储备中的比例一路稳步下降，其中，有四分之一的储备转向了人民币，而其余四分之三则转为了传统上较少作为储备货币的澳元、加元、韩元及新加坡元——不断增加的流动性、更加积极的储备管理，以及颇具吸引力的风险调整后汇报，令这些非传统的储备货币大为受益¹。

有研究指出，随着全球外汇储备逐步多元化，加上中国经济及金融影响力日益提升，人民币在全球外汇储备中的占比到2030年或将上升至10%²。著名

¹<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/03/24/The-Stealth-Erosion-of-Dollar-Dominance-Active-Diversifiers-and-the-Rise-of-Nontraditional-515150>

²摩根士丹利研究部，全球宏观策略师。祈求局势缓和。2022年3月5日。

国际经济学家罗格夫(Kenneth Rogoff)亦表示，如果人民币变得更加灵活、兑换更为方便，人民币在全球外汇储备中的比例还将上升到与美元并肩的地步。

未来几年，随着中国对其区域及贸易伙伴施加更大的经济与政治影响，外汇储备管理的重心最终应会转移到中国，进而延伸至亚洲，而亚洲整体地区占全球经济产量的比例也势必会逐步提高。虽然这样的转变不会马上发生，但齿轮已经开始运转，并可能随着地缘政治紧张局势的升温而加速。我们相信，就人民币计价债券和其它亚洲本地货币债券的需求而言，这样的事态发展长远来说都是好的预兆。

免责声明

数据源：瀚亚投资(新加坡)有限公司

本文由瀚亚投资(香港)有限公司(「瀚亚香港」)刊发。本文并不构成任何证券之认购、买入或沽售的要约或建议。本文所载任何意见或估算资料可能作出变更，恕不另行通告。本文所载资料并未就任何人士的特定投资目标、财务状况或特殊需要作出考虑；因此，亦不会就任何收件人士或任何类别人士，基于本文资料或估算意见所引致的直接或间接损失作出任何担保或赔偿。过往表现，对经济、证券市场或市场经济走势的预测、推断、或估算，未必代表将来或有可能达致的表现。瀚亚香港是英国 Prudential plc. 的全资附属公司。瀚亚香港和 Prudential plc. 与一家主要在美国营运的 Prudential Financial, Inc., 和在英国成立的 M&G plc 的附属公司 Prudential Assurance Company, 没有任何关系。

本文及资料在瀚亚投资网站(www.eastspring.com.hk)由瀚亚投资(香港)有限公司刊发，并未经香港证监会审阅。