

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2015 年 12 月 29 日

人民幣貿易計價是國際化重要一環

黎麟祥

香港科技大學商學院經濟系教授

前美國達拉斯聯邦儲備銀行高級經濟師及顧問

一個貨幣要成為國際貨幣，相關國家的居民和非居民應可廣泛應用該貨幣於國際貿易、國際借貸、和金融產品交易的計價和結算。這些功能是相互關聯的，一項功能可強化其他功能。因此，反映貨幣國際化程度其中一個重要指標，是利用該貨幣作貿易計價（trade invoicing）。

人民幣計價與結算有異

對於大多數貨幣來說，貿易結算(trade settlement)與貿易計價幾乎總是使用同一貨幣，但人民幣的情況就有點不同。要注意，用人民幣計價，就很自然用人民幣結算。但用人民幣結算，不代表用人民幣計價。

例如在 2012 年，中國的商品貿易只有不足 12% 以人民幣結算，在這些以人民幣結算的貿易中，用人民幣計價的交易佔 56%，餘下的交易以美元等其他貨幣計價。到現今，約 18% 的中國的商品貿易以人民幣結算。雖然目前缺乏使用人民幣進行貿易計價的硬資料，但相信在 2015 年中國以人民幣計價的中國外貿交易（不包括中港貿易）的份額仍然很小。

要注意的是，我們不要給新聞報導上說人民幣貿易結算有大幅上升，就以為人民幣國際化一定有大發展。原因是，如果中國還是只有小部份外貿交易以人民幣計價，那麼人民幣要成為國際貨幣還有一大段路要走。因為貿易計價，而非結算，才是國際化的關鍵指標。對外國人來說，接受人民幣計價相比接受人民幣結算是更深層次的承諾，因為他們需要承擔匯率和儲存大量人民幣的風險。

刺激計價與結算的條件

外國人是否接受使用人民幣作貿易計價，主要取決於基本經濟因素，若外國人向中國買東西，他們會希望人民幣不升值；若他們向中國賣東西，則希望人民幣不貶值。若他們跟中國有大量貿易（既買且賣），就希望本幣與人民幣的匯率穩定，而且他們需要擁有大量的人民幣流動資金。因此，這個國家就很自然的會讓本幣釘住人民幣，而它的人民也有很大的誘因去擁有人民幣資產。這一連串的行為是互相關聯的，而且都建基於對人民幣的信心上。

至於外國人是否接受使用人民幣作貿易結算，則簡單一點，它可能取決於短期因素，例如如果他們預期人民幣升值，無論買或賣東西給中國，都願意持有多一點的人民幣，所以也不介意用人民幣結算。當市場不再預期人民幣升值，他們就不那麼熱衷用人民幣作貿易結算了。

香港人民幣業務或受打擊

這對香港來說可能有重大的意義。目前，中國以人民幣結算的外貿交易當中，有約 95%由香港處理（從 2010 年 3,690 億人民幣上升至 2014 年 6.3 萬億人民幣）。假若市場不再預期人民幣升值，香港人民幣貿易結算業務（包括中港貿易結算業務）可能會停滯不前，甚至倒退。

我們這個『預言』在今年 9 月應驗了。在 9 月，全球用人民幣支付的總額比上一個月下降 5.57%，而其他貨幣則上升 7.56%。這正好就是人民幣突然在 8 月 11 日一天貶值 2%後不久，而市場預期人民幣會繼續貶值。假如全球人民幣貿易結算額長遠停滯，而香港的人民幣業務佔全球百分比因它地競爭而慢慢減少（這絕對可能），則香港人民幣業務有可能會大受打擊。

反過來說，如果市場接受人民幣作為計價貨幣，以致中國大量外貿交易（而不只是中港交易）以人民幣計價，香港人民幣貿易結算業務會更穩定。因為人民幣貿易計價表明了國際上對人民幣的承諾已經比較深了。這思路的引伸是，**當有一天大量非中國貿易用人民幣來定價，譬如石油或期貨用人民幣來計價，那就是人民幣真正國際化的時候了。**

那麼要如何能夠實現用人民幣計價這個目標呢？要瞭解用人民幣計價以至整個人民幣國際化的前景，要先有一些理論基礎。首先，人民幣希望最終成為國際貨幣。所謂國際貨幣，是指在國際貿易上，廣泛用來作貨物和服務計價（計價的單位・unit of account）；在貿易和金融交易用來結算（交易的仲介・medium of exchange）；可以用作金融資產計價，並且外國中央銀行用作儲備（價值的儲

藏・storage of value)。這三項功能用途密切相關，因而，上述其中一項功能得到擴充，便可擴充其他兩項功能，因此，三項其中一項的發展可以作為衡量其他功能當下情況的指標。

從計價貨幣到投資貨幣之路

例如說，若人民幣被納入特別提款權（Special Drawing Right, SDR）貨幣籃子，長遠來說，可令更多國家及其人民願意用人民幣。原因是，雖然 SDR 貨幣不能用作貿易，但可用作國家外匯儲備。一個國家的人民幣儲備多，就會希望自己的貨幣釘住人民幣，即跟人民幣維持穩定匯率。由於匯率穩定，該國的人民做跨境貿易，就會更傾向用人民幣計價。

當他們和中國大量貿易時，他們就要持有許多人民幣，因而他們也想用手上的人民幣來投資。這樣，就增加了對用人民幣計價的金融產品的需求了。人民幣也就成為投資貨幣了。當一個國家的人民對人民幣有大量需求，就促使其央行擁有更多的人民幣儲備，好讓他們可以用穩定的匯率換到人民幣。所以我們看到，計價貨幣、投資貨幣和儲備貨幣的關係就好像雞和雞蛋一樣。那如何打開缺口呢？可以看到，促使人民幣貿易計價，是重要一環。因此，人民幣貿易計價，是人民幣國際化的重要原動力之一。

企業選擇計價貨幣時會考慮兩個因素：一是『凝聚效應』(coalescing effect) ——如果競爭對手都使用某一種貨幣計價，那麼這個企業選用該貨幣計價的機會更大；二是人民幣的『市場厚度』(market thickness)（即人民幣市場的規模）。這是網路效應（network externality）：當越多其他人用人民幣的話，我就越願意用人民幣，因為我可以跟更多人兌換；同一道理，當我用人民幣越多的話，其他人也更願意用人民幣。這就好像選擇學一種語言一樣。

一個國家與中國進行貿易時是否以人民幣計價，有多項決定因素。如果中國國民生產總值的全球份額越大，又或中國貿易佔該國總貿易額的比重越高，他們選擇人民幣計價的機會便越高。以上因素反映了『凝聚效應』。此外，如果他們的貨幣釘住人民幣，他們使用人民幣計價的可能性亦更高。

人民幣市場厚度低

至於人民幣的市場厚度，有三個因素可以提升：人民幣的可兌性、中國資金管制的程度，以及中國金融體系的成熟程度和穩定程度。在這三方面，中國仍有改善

的空間。中國人民幣外匯市場交投總額的全球份額從 2004 年 0.048% 上升至 2013 年 1.1%，但仍遠低於 2013 年美元的 43.5%。如將這個份額除以國民生產總值（GDP）的全球份額，人民幣的這個指數的數值是 0.096，美元和歐羅分別為 2.0 和 1.0。這表明它與全球主要貨幣的情況相距甚遠，意味著人民幣的市場厚度甚低。

我們做了一項研究，嘗試去估算人民幣於中國之外的潛在與實際使用兩者之間的差距，並集中研究使用人民幣在貿易計價上，其潛在與實際使用之間的差距。基於上述推論的研究所得出之結果顯示，在亞太地區國家範圍，這個潛在與實際使用的差距很大。

再者，據資料顯示，於 2013 年，以人民幣進行貿易結算總值的約 70%，是中港兩地之間的貿易，而不是中港兩地與外國之間的貿易。因此，即使從貿易結算而不是貿易計價的角度來看，人民幣真正的國際化（例如表現在人民幣在外匯市場的交易量的份額），還有一段日子。

『凝聚效應』決定於市場因素，非政策可以大幅改變，但「市場厚度」則較受政策影響。我們相信，人民幣未能發揮作為國際間計價貨幣單位的潛力，主要原因是缺乏「市場厚度」。市場缺乏厚度，是由於中國實施資金管制和人民幣在資本帳目中缺乏全面自由兌換，國內金融體系不成熟，以及在亞太地區以至全球長期使用美元所形成的慣性因素等等所致。

放寬管制可增市場厚度

中國應如何解決人民幣缺乏市場厚度的問題呢？我們認為中國需要進一步放寬資金管制，允許人民幣更全面可兌換。放寬資金管制代表離岸和在岸市場之間的資金可自由流動。這樣，海外人士可以更容易投資在中國在岸金融產品，使擁有離岸人民幣更有吸引力，增加其需求。同時，放寬資金管制代表中國國民更容易投資在海外金融產品，也可以增加離岸人民幣的供應。當然，改革和發展金融體系，和完善監管，始終是先決條件。