

2016年4月8日

策略員 李明揚

分析員 譚愛瑋

人民幣成為東盟主流貨幣的前景分析

內容提要

鼓勵人民幣先在周邊地區流通是推動人民幣國際化的重要過程。人民幣在東盟的使用在過去幾年迅速增加，有助推動人民幣國際化的進展。隨著中國-東盟自貿區升級、中資走出去企業增加、“一帶一路”政策落實、人民幣加入 SDR 及亞太區人民幣清算體系優化等因素，預料東盟將會有更多企業、金融機構、央行等使用人民幣進行貿易活動或投資，將進一步推動人民幣在東盟作為結算貨幣、投資貨幣、交易貨幣及儲備貨幣的角色。

近十年來，中國與東盟地區的經貿關係日趨緊密，中國已是東盟最大的貿易夥伴，東盟亦是中國第三大貿易夥伴。中國企業逐步加大對東盟地區投資，走出去企業持續上升，為人民幣在東盟地區內流通提供了良好的土壤。

一、東盟離岸人民幣市場發展概況及特點

從 2009 年開始，中國相繼在不同領域上推出跨境人民幣業務政策，鼓勵人民幣先在中國周邊地區提升應用及流通的程度，再推向世界其他地區。香港作為人民幣國際化的首要重點試驗地區，其相關成功的經驗陸續複製至其他海外地區。因應中國與東盟國家地理鄰近的先天條件，經貿關係日趨緊密，多項跨境人民幣業務政策在東盟均得到有效落實，中國人民銀行（以下簡稱“人行”）先後在新加坡、馬來西亞及泰國委任人民幣清算行，加上東盟多國政府均支持人民幣業務在當地發展，這些舉措有效地推動人民幣在東盟地區開始較廣泛使用。東盟地區成為人民幣國際化的重要起跑道，為其後人民幣國際化奠下了重要基礎，以下概括了人民幣在東盟的發展情況及要點：

(一) 東盟是跨境人民幣貿易結算第一批試點之一，當地企業使用人民幣作為結算貨幣持續上升。2009 年中國政府批准中國試點城市與境外指定地區的企業進行跨境人民幣貿易結算，指定地區除香港外，還包括了東盟國家。以往大部份東盟企業與中國企業進行貿易合作時一般以美元計價，現在越來越多與中國有緊密合作的東盟企業願意使用人民幣為結算貨幣，主要原因是享受過去幾年人民幣升值、兌換手續費降低、合約價格優惠等因素帶來的好處。近年來，中國與東盟地區的企業在雙邊貿易中，使用人民幣的程度不斷提高。2015 年 1 至 7 月，中國與東盟的跨境人民幣結算量超過 4700 億元人民幣，佔中國跨境人民幣結算量的 11% 以上。根據環球銀行金融電信協會 (SWIFT) 統計，馬來西亞與內地及香港之間的支付結算貨幣中，美元屬最高，佔比超過 8 成，但值得注意的是人民幣在過去 12 個月的支付結算量更增加 68%，佔比約 8%，成為繼美元後最大支付貨幣，超越當地貨幣馬來西亞令吉(佔比 2%)，可見人民幣的使用程度加速提高。不少在東盟的當地銀行是香港人民幣清算行的參加行，可直接參與香港人民幣實時支付結算系統 (RMB RTGS)，這個系統與中國現代化支付系統 (CNAPS) 無縫連接，可為東盟銀行提供高效率的跨境貿易結算服務，進一步提升當地使用人民幣作為結算貨幣的吸引力。

(二) 人民幣在東盟的投資渠道相繼拓寬，融資功能亦逐漸強化。

多項跨境人民幣政策在東盟得到落實，推動人民幣作為投融資貨幣的功能。例如東盟成為人民幣合格境外機構投資者計劃 (RQFII) 重要試點，容許合格投資者在限定額度內投資中國銀行間債券市場及股票市場。2011 年底 RQFII 先在香港推行，反應理想，因此在 2013 年將試點推廣至新加坡，2015 年更擴大至泰國及馬來西亞，可供東盟當地機構申請的 RQFII 投資額度共 2000 億元人民幣，佔全球額度約 17%，開拓了當地人民幣投資的渠道。現時在全球 RQFII 試點中，新加坡是繼香港後當地機構獲批額度最高的地區，至上月底共批出 315 億元人民幣的額度予當地 20 間資產管理機構，由此可見當地對投資人民幣資產的需求殷切。另一方面，參考了前海與香港的跨境人民幣業務的政策，中國在新加坡試點推行跨境貸款及發債等政策，於 2014 年容許蘇州工業園區及天津生態城計劃內的企業直接從新加坡銀行進行跨境人民幣貸款，同時容許區內企業到新加坡發行人民幣債券，拓寬了新加坡當地使用人民幣的渠道。期後，政策擴大規模，涵蓋蘇州和天津全市，並計劃進一步擴展至重慶。截至 2016 年 1 月，蘇州工業園區的人民幣跨境貸款合同餘額共 32.3 億元，提款額達 24.7 億元。

國家	RQFII 額度 (人民幣)
新加坡	1000 億
馬來西亞	500 億
泰國	500 億

資料來源：中國人民銀行

(三) 人民幣受東盟地區的央行重視，並開始呈現一定儲備功能。

為支持東盟當地短期人民幣流動性，推動當地人民幣業務在貿易、投資等領域有序開展，多家東盟地區的央行與人行簽署貨幣互換協議。泰國、馬來西亞、新加坡、印尼的中央銀行已經與人行簽署貨幣互換協議，總額達 6500 億。新加坡金管局更借鑑香港金管局管理香港人民幣流動性的經驗，在與中國簽署的本幣互換協議下，為新加坡的金融機構提供人民幣借貸機制，以期限貸款的形式借貸人

國家	貨幣互換總額 (人民幣)
馬來西亞	1800 億
印尼	1000 億
新加坡	3000 億
泰國	700 億

資料來源：中國人民銀行

人民幣資金，支持當地人民幣業務發展和穩定市場的需要。另外，隨著人民幣在東盟地區的使用逐漸普及流動性進一步提升，加上匯率相對當地貨幣穩定，人民幣資產開始作為央行分散投資的好選擇。據了解，約半數東盟地區的中央銀行已經將人民幣納入他們的外匯儲備，這些國家包括泰國、馬來西亞、印尼、柬埔寨和菲律賓央行，並表示會逐漸增加人民幣的儲備，對持有人民幣有信心。

二、人民幣能否成為東盟主流貨幣之一？

綜上所述，過去 6 年人民幣業務在東盟地區得到落實長足的發展，在東盟已生根萌芽，整體的使用程度亦快速上升。若從其他主流貨幣例如美元、歐元的發展進程來看，一個貨幣躋身成為某個區域的主流貨幣主要基於兩種情況：1) 當地企業及投資者對該貨幣作為貿易、投資、對沖和融資方面的接受程度提高，與區域內其他主要使用貨幣的差距縮短；2) 各國政府及央行對該貨幣在當地使用的政策及支持力度加大，包括提升該貨幣在外匯儲備的比例。某程度上，當地貨幣即印尼盾、比索、新幣、泰珠和令吉與美元走勢逐漸脫軌，自 2010 年開始，這些貨幣更密切跟蹤人民幣走勢。未來人民幣會否成為繼美元後東盟國家的主流貨幣之一？以下本文將會進一步探討人民幣成為東盟主流貨幣的主要支持及制約因素。

支持因素一：中國-東盟日趨緊密的經貿關係將加快推動人民幣的使用。東盟區域具有巨大潛力，多個國家近三年的平均經濟增速均超過 5%，超越了發達國家的增長。目前東盟已為世界第七大經濟體，去年底東盟經濟共同體正式成立，實現跨越 6.2 億人口、2.6 萬億美元國內生產總值和豐富資源的快速增長區域一體化。預計在東盟經濟共同體的助力下，東盟有望在 2020 年創造達 4.7 萬億美元的 GDP，並在 2030 年成為第四大經濟體。與此同時，東盟與中國之間的經貿關係也

步入下一個“鑽石十年”的新歷程。東盟與中國之間的貿易額從2002年增長9倍至2014年的4804億美元；雙向投資也從2003年增長4倍至2014年的122億美元。在此背景下，中國與東盟的跨境人民幣結算量也顯著提升。作為東盟最大的貿易及合作夥伴，中國積極推動與東盟的自貿區建設談判，為中資企業擴大對東盟投資注入新活力。此次中國-東盟自貿區協議升級版不只加強貨物貿易發展及投資便利化，同時也深化多個領域合作及開放服務貿易，包括允許對方設立獨資或合資企業，擴大經營範圍，減少地域限制等。去年11月中國國務院總理李克強與東盟十國領導的自貿區升級簽字儀式中，雙方表示將積極爭取在2020年達到雙邊貿易額1萬億美元的目標。隨著中國對東盟地區在經濟、貿易、投資等方面的影響力日益增長，這將進一步加強人民幣在東盟地區作為結算貨幣、投資貨幣和交易貨幣的角色。

支持因素二：“一帶一路”戰略下，人民幣可成為東盟主要的融資貨幣。東盟豐富的資源、勞動力成本優勢、優越地理位置、龐大基建需求等成為走出去企業投資東盟的主要因素。未來在“一帶一路”作為中國戰略重點的帶動之下，將會促進更多中資企業赴東盟地區投資或參與基建、運輸與能源網絡等項目。目前為止，“一帶一路”的重大項目在東盟也取得突破性進展，例如緬甸皎漂港特區、柬埔寨西哈努克港開發區、泰國羅勇工業區等。其他重點建設項目如南向北鐵路、港口、高鐵、油氣管等也會陸續推動發展。根據亞洲開發銀行估算，東南亞在2010年至2020年之間的基礎建設工程總值高達8,000億美元。中資企業不僅可通過直接投資模式，近年也通過不同運營模式例如承包商、分包商等在東盟展開業務發展。亞洲基礎設施投資銀行與絲路基金的相繼成立，將會加快促進中國與東盟之間的投資流，同時也會加速人民幣資金在東盟地區沉澱不斷增加。“一帶一路”戰略無疑為中資企業及沿線國家帶來龐大的發展機遇，對人民幣在東盟繼續發展的歷程，也是重要的時機。

支持因素三：人民幣快將加入SDR，東盟央行及主權基金對人民幣資產興趣進一步提升。加入SDR後，人民幣離岸市場和在岸市場將進一步開放，而相對投資或持有人民幣的操作技術難度下降，世界各地央行增持人民幣的意願亦會加強。對於東盟央行來說，

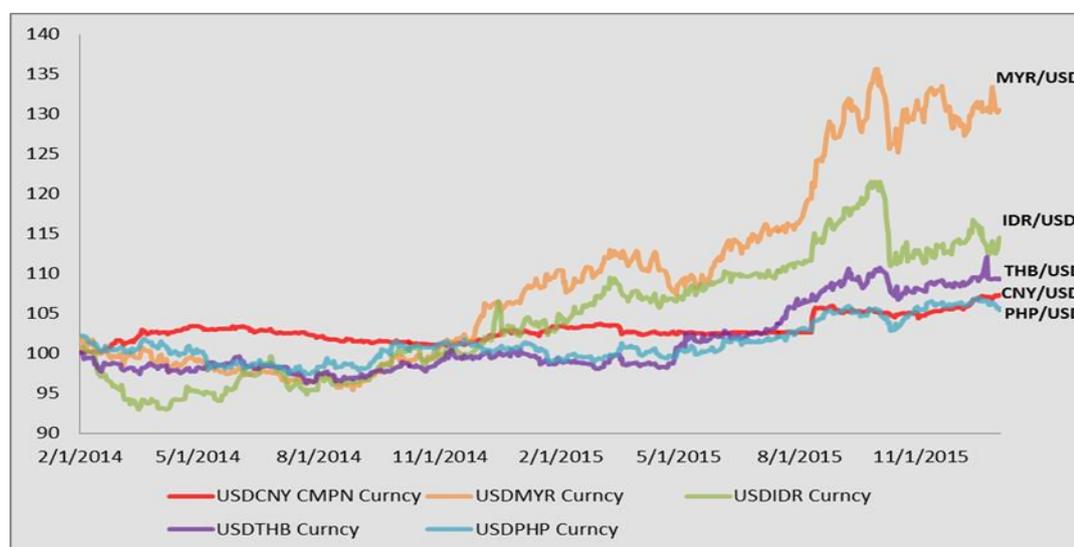
東盟央行儲備(2014年) (億美元)	
新加坡	2616
泰國	1572
馬來西亞	1160
印尼	1119
菲律賓	796
越南	342
緬甸	74*
柬埔寨	61
汶萊	36
老撾	12
總數	7788

資料來源：世界銀行

*註：此為2012年數據

在經歷 1997 年的亞洲金融風暴後，加上大部分東盟貨幣兌美元自 2014 年底開始呈貶值走勢，當中部分貨幣例如馬來西亞令吉及印尼盾的貶值走勢甚至超過了 1997 年的水平。參考圖表一，近兩年東盟貨幣兌美元的匯率波動相比人民幣的幅度大，潛在的匯率風險亦較高。東盟各國正積極推動各種政策促進貨幣多元化，因此相信加入 SDR 後的人民幣對東盟央行及主權基金更具吸引力，也可以作為分散投資風險的工具之一。預計各國央行將人民幣納入外匯儲備及投資盤的潛力較大。據世界銀行的統計，2014 年底東盟十國的外匯儲備為 7,788 億美元。假設人民幣在東盟國家五年後的儲備資產平均額佔比為 2%，以一美元兌 6.50 元人民幣換算，預計東盟國家未來可能持有超過 1000 億元的人民幣外匯儲備。

圖表一：(2014-2015 年) 東盟貨幣及人民幣兌美元的波動分析



資料來源：彭博社、中銀香港

支持因素四：亞太區的人民幣清算體系繼續優化，對人民幣在東盟使用量的增長提供良好支持。以香港為起跑點，亞太區的人民幣清算體系已經歷了八年銳變，現時高效而穩健的市場基建，例如香港的 RTGS 系統，可為不同市場參與者處理與中國和在離岸市場之間的人民幣交易提供便利性。而東盟是首個在兩岸三地以外被人行指定設立人民幣業務清算行的地區，已在當地形成人民幣清算體系的基礎。現時馬來西亞、菲律賓、泰國、印尼等 7 個國家均已借助香港穩健的系統及平臺，擴展人民幣清算的覆蓋網絡。以馬來西亞為例，人民幣早在 2011 年被納入馬來西亞清算系統 (RENTAS)，實現與香港人民幣跨境支付系統的對接，打破了人民幣地域清算的限制。隨著人民幣跨境支付系統 (CIPS) 的啟動，CIPS 提供的效率及便利性將會進一步提升及優化亞太區的清算體系，推動東盟區域的銀行及企業提升人民幣的

使用率，支持當地人民幣清算量規模的成長。

然而，儘管人民幣在東盟發展潛力巨大，但當前東盟的離岸人民幣市場也仍然面對一定挑戰，以下因素可能制約人民幣在東盟的發展：

制約因素一：中國對東盟貿易順差擴大影響東盟人民幣存款規模。雖然中國與東盟之間的過去 10 年貿易量整體上升，但目前處於較大規模的順差狀態，中國對東盟貿易順差 5150 億人民幣，可能影響通過貿易渠道流入及沉澱在東盟的人民幣，因此在缺乏龐大人民幣存款支持下，或影響當地人民幣業務的廣度及深度發展。現時除新加坡外，東盟其他區域的人民幣存款較少，發展人民幣業務的成熟程度較低，初期對其東盟整體離岸人民幣市場的發展產生一定的制約。

制約因素二：人民幣調整壓力持續，市場對人民幣短期內持觀望態度。隨著中國經濟增速放緩、美聯儲加息進程開啟，人民幣貶值壓力持續且匯率波動加劇，短期內市場對以人民幣計價的資產持有意願受到影響，可能拖延東盟整體離岸人民幣市場的發展。另一方面，全球金融市場動盪加劇，包括中國在內亦受影響，在一定程度上可能不利於東盟離岸人民幣業務發展。

三、總結及展望

自中國政府 2009 年將東盟納入跨境人民幣貿易結算的指定地區之一以來，人民幣在短短幾年已在東盟建立了舉足輕重的地位。人民幣不只成為了中國-東盟企業之間的貿易貨幣，也是重要的投融資貨幣。在人民幣國際化繼續推進的前提下，人民幣同時也起到穩定全球貨幣體系的作用，這對於目前以美元作為主要交易及儲備貨幣的東盟國家，也是加快促進貨幣多元化的難得機遇。隨著中國對東盟地區在經濟、貿易、投資等方面的影響力日益增長，這將進一步推動人民幣在東盟地區作為結算貨幣、投資貨幣、交易貨幣及儲備貨幣的角色加快成形。

另一方面，雖然人民幣有充份條件在東盟加強角色及提升使用程度，但目前東盟的流動性較低，在東盟的發展亦會面對一定挑戰。若可借助其他離岸中心的優勢及經驗，將為東盟發展人民幣業務帶來更高效益。香港作為全球最大離岸人民幣中心及人民幣業務的先驅者，擁有豐富的經驗，過去多年也在東盟人民幣業務發展中發揮積極作用。香港擁有全球最大人民幣資金池，在人民幣產品創新方面屬市場前列，開發了多元化的投融資產品，而且香港也搭建了貫通全球的人民幣實

時支付結算系統。雖然離岸中心之間存在著競爭關係，但隨著東盟人民幣業務的規模增大，東盟離岸人民幣中心可加強與香港合作，借鑒香港豐富的經驗拓展人民幣業務，並以香港較完善的人民幣產品及服務形成互補，促進人民幣成為東盟主流貨幣的進程。鑒於中國已是東盟國家的重要交易夥伴，加上中國及東盟政府近年積極推進政策支持人民幣在當地使用，相信人民幣長遠能夠成為東盟地區的主流貨幣之一。未來東盟人民幣市場將更加龐大，在香港及東盟互相發揮優勢、加強互補的助力下，人民幣業務在東盟將邁向更成熟的發展進程。