

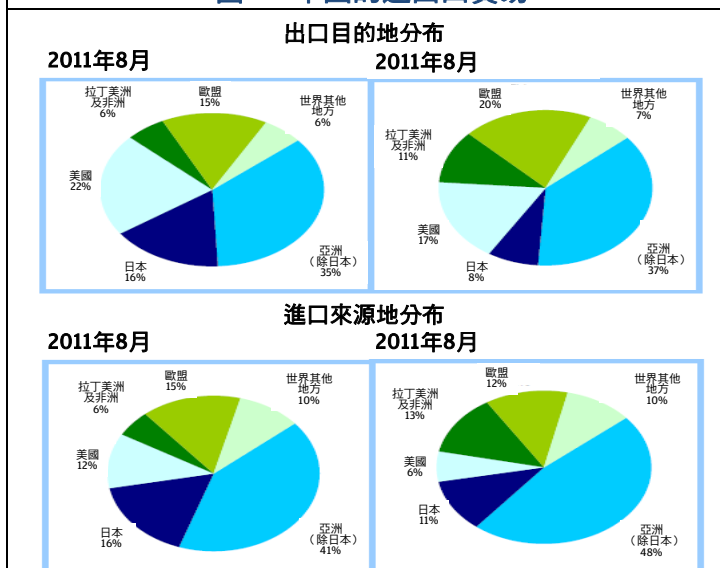
簡介

眾所週知，中國在世界發展進程中的重要地位早與十年前不可同日而語。但究竟中國正通過哪些方面影響著世界經濟和金融市場，其影響力現時又有多大？本文將探討中國對環球增長溢出效應的幾大渠道，包括環球貿易、強勁商品需求、人民幣升值、向消費主導式經濟轉型，以及外匯儲備的多元化趨勢等。

中國的溢出效應

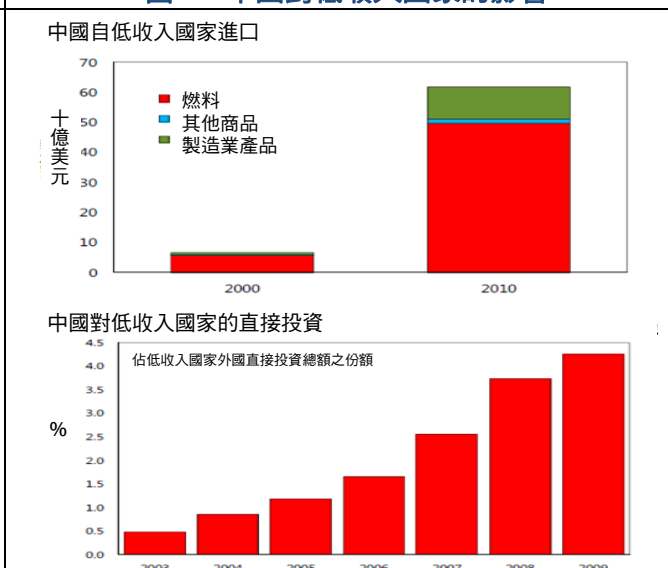
- ◆ 過去十年，中國在國際舞臺上的影響力大增。中國的經濟實力及其與世界經濟日益一體化的進程，都令中國對世界其他地方的溢出效應有所加強。事實上，中國現時主要通過五個方面對世界產生影響：（1）國際貿易、（2）商品需求、（2）人民幣升值、（4）宏觀經濟轉型，以及（5）外匯儲備多元化趨勢。
- ◆ **（1）國際貿易** - 由於中國的資本市場仍基本對外封閉，中國對世界的溢出效應主要以國際貿易為渠道。中國目前是全球 78 個國家的第一或第二大貿易夥伴，對亞洲鄰國而言更是舉足輕重。中國的出口約有 37% 輸往亞洲（除日本），進口亦有 48% 來自亞洲（除日本）（見圖 1）。今年截至 9 月，中國與亞洲（除日本）的進出口貿易已雙雙按年增長逾 10%。

圖 1：中國的進出口貿易



資料來源：CEIC，摩根士丹利研究

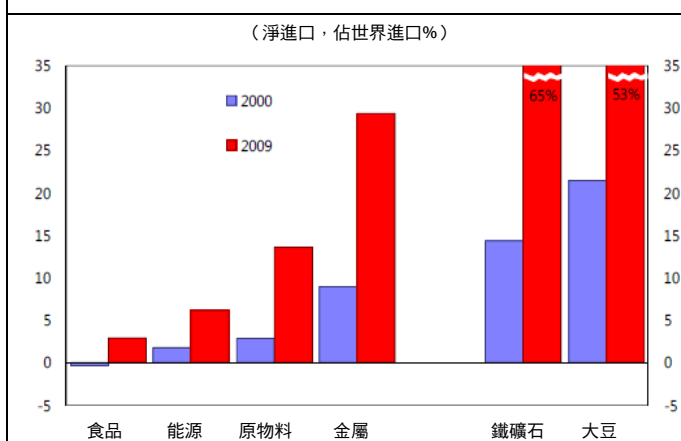
圖 2：中國對低收入國家的影響



資料來源：聯合國商品貿易統計數據庫，聯合國貿發會議，國基會

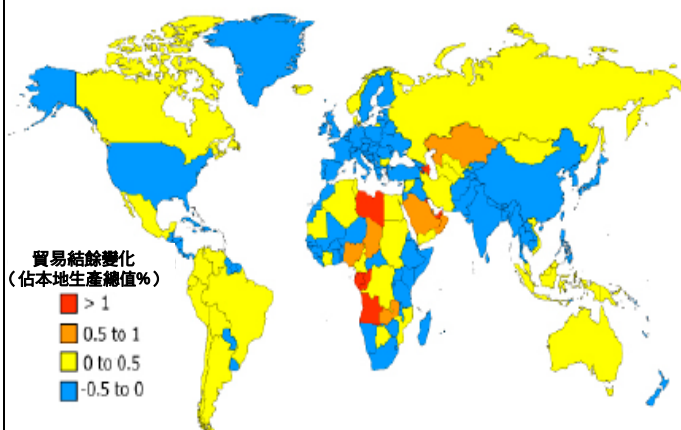
- ◆ 中國的進口需求不斷上升，亦刺激低收入國家的貿易和外國直接投資，幫助這些國家發展基建以及提高製造業產能。自 2000 至 2009 年間，中國佔低收入國家外貿的份額幾乎增長兩倍，達到美國和歐洲總和的一半。
- ◆ 與此同時，中國已躋身低收入國家的前三大出口目的地，佔總體份額近 30%，遠高於 2000 年的 8%。其中，低收入國家出口中國的貨物逾 80% 為燃料和其他商品。此外，自 2003 年以來，中國在低收入國家的直接投資亦已上漲逾九倍，其中多以天然資源和基建項目為主（見圖 2）。
- ◆ **（2）商品需求** - 中國是眾多商品的主要消費國，其佔全球市場的份額自 2000 年起快速上升。尤其在基本金屬和鐵礦石市場上，中國佔有壟斷地位；至於食品和能源市場，儘管中國佔世界進口的份額不斷上升，但影響力不及前兩者。
- ◆ 實證分析顯示，中國工業生產增長提高 3%，可推動油價及銅價上漲 6%，但對鋅、鋁等其他商品的影響較小。基於這些發現，難怪中國的工業生產增長，會最為利好中東和非洲（亦即石油和基本金屬出口國）的貿易結餘（佔本地生產總值百分比的變化），但卻不利於其他商品進口國（見圖 4）。
- ◆ 中國當局日益強調發展內需消費，只會進一步加速其對商品的進口需求，從而對環球商品價格構成支持。不過，中國在商品貿易中愈來愈重要的角色也意味著，任何來自中國的負面消息，對世界商品市場的影響都會比過去更大更廣。這正是為何眾多商品投資者會如此擔心中國經濟出現硬著陸。
- ◆ 但在另一方面，假如中國（以及美國和歐洲）的增長出現放緩，導致環球商品價格下降，商品進口國也有望從中受惠，原因是這將令通脹壓力紓緩，為央行減息提供空間。儘管中國對整體商品市場具有相當影響力，但由於其在原油等若干關鍵商品的世界消費份額相對較小，中國的影響力仍然不及美國。

圖 3：中國佔環球商品進口的份額



資料來源：國基會

圖 4：中國工業生產增長上升 3%，可提高商品出口國的貿易結餘



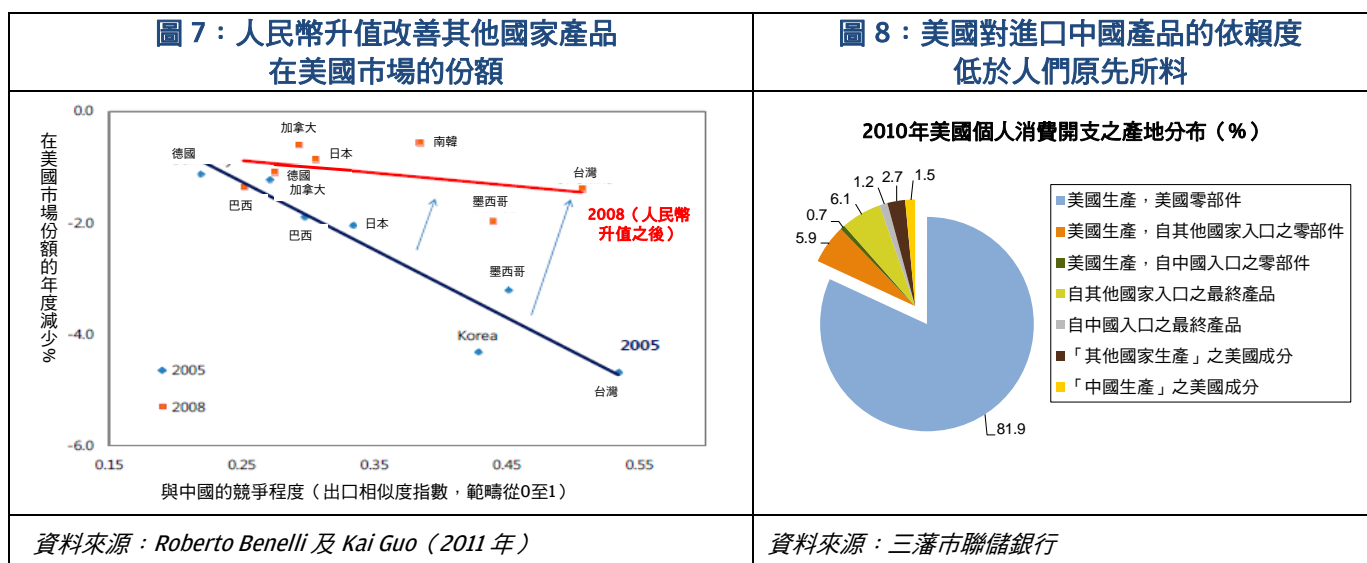
資料來源：Shaun Roache 2011

- ◆ **(3) 人民幣升值** - 經濟學家 Papa N'Diaye 和 Nathan Porter 的研究發現，如果人民幣的實質有效匯率升值 20%，將會在未來五年降低中國的本地生產總值達 8.8%，同時可能刺激世界其他國家尤其是新興亞洲的產出（見圖 5）。
- ◆ 人民幣升值有助令中國本地生產總值的構成向內需傾斜，這意味著中國的進口需求將會上升，而世界大部分國家的經常賬結餘亦會得到改善。不過，人民幣升值也會在同時降低中國的出口，導致中國的經常賬結餘在未來五年降低達本地生產總值的約 2.9%（見圖 6）。

圖 5：人民幣升值對其他地區本地生產總值的影響 (%)			圖 6：人民幣升值對其他地區經常賬的影響 (佔本地生產總值%)		
	實質匯率升值20%			實質匯率升值20%	
	短期	中期		短期	中期
中國	-2.0 ~ -3.1	-8.8	中國	-0.69	-2.91
美國	< 0.05	0.07	美國	0.02	0.08
歐元區	< 0.10	0.12	歐元區	0.10	0.05
日本	0.10 ~ 0.30	0.07	日本	0.11	0.04
英國	< 0.50	...	英國	0.05	...
新興亞洲	0.25	0.33	新興亞洲	0.30	-0.31
商品	< 0.30	0.09	商品	-0.02	0.11

資料來源：Papa N'Diaye 及 Nathan Porter (2011 年)

- ◆ 如圖 7 所示，在 2005 至 2008 年期間人民幣兌美元升值 21% 之後，其他國家產品在美國市場上的競爭力有所提高。由此可知，人民幣匯率過低確實在此前削弱了部分國家的競爭力。
- ◆ 美國官員經常宣稱人民幣匯率過低傷害美國經濟。但三藩市聯儲銀行的數據卻顯示（圖 8），2010 年「中國生產」的貨物和服务只佔美國個人消費開支的 2.7%。此外，如圖 5 所示，假如人民幣升值 20%，未來五年美國本地生產總值也只能提高 0.07%，幅度遠低於其他地區。



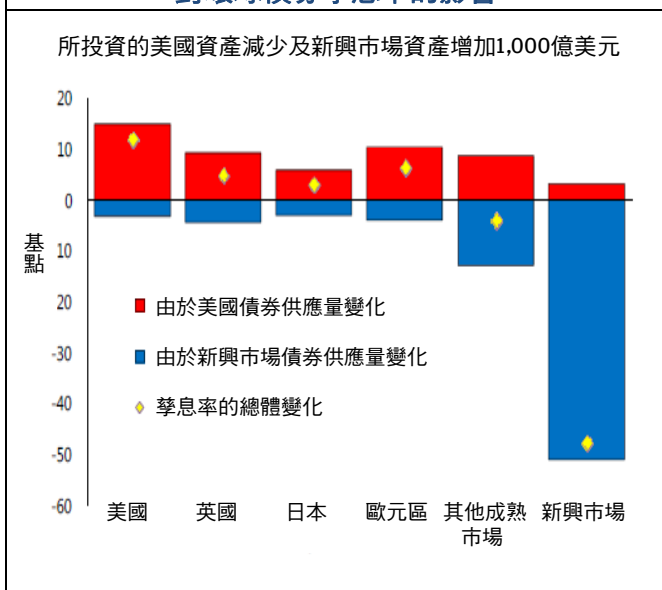
- ◆ **(4) 宏觀經濟轉型** - 中國的最高領導人不斷重申政府對於推動中國經濟向私人內需消費轉型的決心。圖 9 和圖 10 採用上文 Papa N'Diaye 和 Nathan Porter 的實證研究方法，就轉型政策與人民幣實質匯率升值對本地生產總值和經常賬結餘的聯合作用進行研究。
- ◆ 此項分析假設全面轉型局面，主要途徑包括（1）結構性改革以提高服務行業的生產力，以及家庭偏好轉向非貿易品；（2）財政改革以降低個人所面臨的不確定因素及預防式儲蓄；（3）金融改革以開放利率及進一步發展本地資本市場；（4）人民幣在未來五年逐步升值 20%。
- ◆ 得益於中國日益增強的需求以及貿易夥伴更具競爭力的本地貨幣，中期而言，新興亞洲本地生產總值的改善程度將遠遠超越圖 5 和圖 6 中的匯率調整作用。對中國而言，不同於單靠匯率升值局面中的負面衝擊，全面轉型亦會為中國的本地生產總值帶來相當正面的促進作用。
- ◆ 此外，美國、歐洲和商品出口國經常賬所受到的正面影響，亦會比人民幣實質匯率升值的作用多逾一倍，而中國和新興亞洲的經常賬盈餘將有所收窄。
- ◆ 總括而言，通過全面改革宏觀政策而實現的經濟轉型，將更加利好世界各國，亦有助中國降低單通過匯率升值而需要付出的代價。

圖 9：中國的人民幣升值及經濟轉型 對其他地區本地生產總值的影響（%）			圖 10：中國的人民幣升值及經濟轉型 對其他地區經常賬的影響（佔本地生產總值%）		
	實質匯率升值20%及其他轉型改革			實質匯率升值20%及其他轉型改革	
	短期	中期		短期	中期
中國	-2.0 ~ -2.3	1.0	中國	-0.70	-5.17
美國	< 0.05	0.15	美國	0.02	0.25
歐元區	< 0.10	0.21	歐元區	0.10	0.19
日本	0.10 ~ 0.30	0.22	日本	0.11	0.04
英國	< 0.10	...	英國	0.11	...
新興亞洲	0.25 ~ 0.30	1.0	新興亞洲	0.31	-0.76
商品	< 0.30	0.20	商品	-0.01	0.31

資料來源：Papa N'Diaye 及 Nathan Porter (2011 年)

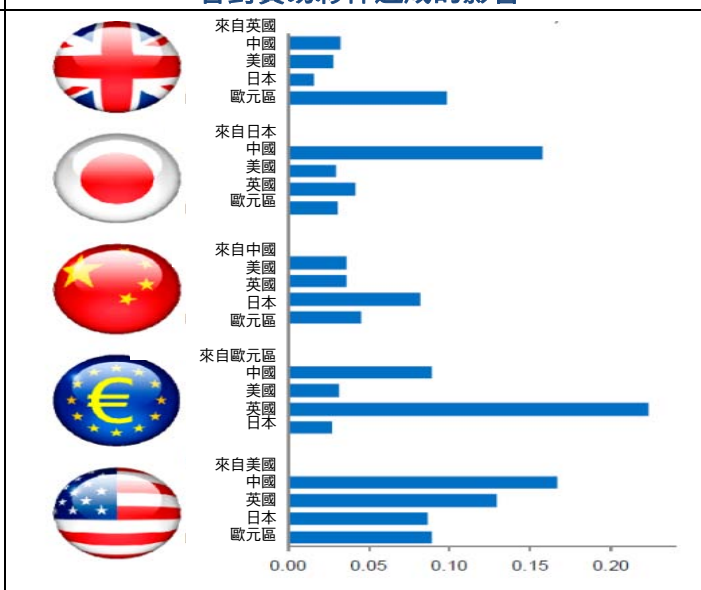
- ◆ **(5) 外匯儲備多元化** - 經濟學家 Roberto Benelli 研究了假如 1,000 億美元中國外匯儲備（相當於中國年度儲備累積的四分之一）從美國國庫券轉投新興市場主權債券，可能會對環球債券孳息率帶來的潛在影響。他的模擬結果顯示，由於美國債券的市場供應增加，美國的長期孳息率將上升 12 基點，而英國、歐洲和日本的債券孳息率亦會上升，新興市場債券孳息率卻會下跌 48 基點（見圖 11）。

**圖11：中國外匯儲備重新配置對全球債券孳息率的影響**



資料來源：Roberto Benelli (2011年)

**圖12：本地生產總值降低1%，會對貿易夥伴造成的影響**



資料來源：國基會

## 美國在現階段仍最重要

- ◆ 誠然，中國在世界上的地位正愈來愈重要，但其對全球經濟的溢出效應仍未能與美國並駕齊驅。因此，人們常說「當美國經濟打個噴嚏，整個世界都會染上感冒」，這種觀點在環球發展的現個階段依然成立。這也是為何投資者總是擔憂美國經濟會陷入雙底衰退。
- ◆ 國基會的整合溢出效應報告亦支持這項觀點，該報告對中國、歐元區、日本、英國和美國這五大經濟體系政策的對外影響力進行研究。結果顯示，當相關政策分別令經濟體內部的本地生產總值下降 1%時，只有美國會對所有其他四個體系產生深遠影響（見圖 12）。背後的原因似乎既非經濟規模（美國與歐元區相仿），也非外貿實力（美國與中國相仿）。真正的關鍵所在是金融渠道，這是因為一來美元仍然是最重要的環球儲備貨幣，二來美國龐大的金融行業亦與全球絕大部分經濟體系有著千絲萬縷的關係。
- ◆ 儘管如此，假如中國最終能實現人民幣國際化以及資本項目的全面開放，預計在可見未來，中國對外的金融溢出效應亦有望超越外匯儲備的作用。屆時，中國的溢出效應將遠遠大於現在，其對世界的影響力亦將更加不容忽視。

### 參考資料

1. 《中華人民共和國溢出效應報告：2011 年第四條磋商及部分議題》，Ranjit Teja、Lorenzo Giorgianni、Rishi Goyal、Roberto Benelli、Nathan Porter、Kai Guo、Jarkko Turunen、Papa N'Diaye 及 Shaun Roach 著，國基會（2011 年 6 月）
2. 《整合溢出效應報告：五大經濟體系影響力分析》，Ranjit Teja、Rishi Goyal 著，Tamim Bayoumi、David Marston、Aasim Husain 及 Martin Muhleisen 亦為報告作出貢獻，國基會（2011 年 7 月）

如欲查詢詳情，歡迎親臨「摩根投資理財中心」或致電與我們聯絡：

■ 香港中環怡和大廈1樓

■ 香港觀塘成業街7號寧晉中心東廣場G62

電話：(852) 2265 1188

傳真：(852) 2868 5013

[www.jpmorganam.com.hk](http://www.jpmorganam.com.hk)