



■中國生產力不斷提升，佔亞洲及新興市場的貿易份額將進一步擴大，因此人民幣國際化只是時間問題。

(路透圖片)

風雲十載 誰領風騷



跳出思維定式 > John Mauldin

踏入21世紀，首十年風雲變幻，要從中理出頭緒本已不易，欲掌握未來趨勢就更難入手。幸而財經研究中心 GaveKal 建基香港，憑藉中國對外窗口的地利與熟知中國國情的優勢，在回顧全球歷史軌迹與今後發展路向方面，實在足以擔當指路明燈的關鍵角色。

面臨如此變幻莫測的重大時刻，到底怎樣才能參透箇中玄機？怎樣才能在今後行動中找到進而不退的信心？怎樣才能善用資源，從中獲益？作者先回顧2001年，從中發掘出其後十年間影響環球經濟與投資趨勢的三件國際大事。隨後筆鋒一轉，點出駭人聽聞但卻不容忽略的事實：上述種種趨勢已失卻前進動力，所以應把目光轉向正在醞釀的大趨勢，以免重蹈二次大戰時新加坡英國守軍誤將炮口向南（日軍卻從北面入侵）的覆轍。

以下文章作者為財經研究中心 GaveKal 行政總裁路易·加夫 (Louis Gave)。

對於 20 世紀初的俄國革命，列寧曾經作出這樣的評語：「史上既有水波不興的十年期，也有風雲變幻的一星期。」事後回顧，2001 年最後一季，正似是這種令人雀躍的變幻時刻，期間發生的三件國際大事，為隨後十年期的經濟發展趨勢揭開序幕。

2001 年發生的三件國際大事：

- 九一一恐怖襲擊：自此之後十年之間，共和民主兩黨「既要國防又要民生」的開支政策導致美元出現結構性疲弱現象。
 - 中國 2001 年 12 月加入世貿：中國隨此正式成為環球貿易體系成員，標誌環球生產線重組，而中國從此躋身世界出口大國之列。受惠於出口收益，中國已成為各種投資熱的催化劑，帶動商品需求飆升，並促進新興市場表現暢旺。
 - 歐羅鈔票面世：歐洲統一貨幣出台，導致歐洲南部各國進入放任消費的十年期，卻依賴歐洲北部各國通過銀行及保險商大量購買政府債券的間接方式資助。
- 不過，上述三大趨勢現已失卻前進動力，因而引致我們與客戶接觸時所感受到的不安與不穩之感。事不離實：
- 美國「既要國防又要民生」的開支政策已經告終：美國政府的實質開支自 1970 年以來首次出現負增長。
 - 中國資本開支正逐漸放緩：中國仍需作出大量投資，但未來增長率將為單位數。
 - 歐洲南部告別過度消費時代：歐洲南部各國資金顯然正逐漸流向歐洲北部避險。

由此可見，正如二次大戰時期駐新加坡的英國守軍，以上述三大趨勢為依歸的投資取向可說捉錯用神。與其悔不當初，不如掌握以下三大未來路向：人民幣國際化、自動化更趨廉宜而靈活、美國能源大幅降價。

一、人民幣勢將國際化

中國現已成為亞洲及新興市場貿易中心，所佔貿易份額正不斷增加：例如中國佔巴西出口總值比例十年前僅為 2%，現時已增至 18%，而且續見上升。因此，中國難免質疑為何與新興市場貿易夥伴交易要以美元結算；畢竟一日以美元結算，其貿易就一直

須靠西方各國銀行融資。

職是之故，中國已向南韓、巴西、南非等國提出，彼此間貿易漸捨美元，改以人民幣結算，而愈來愈多國家的回應是：「有何不可？以人民幣結算不但能達致收益多元化，而且也毋須過分依靠西方境內銀行。不過，要以人民幣結算交易，我們就需要有人民幣儲備，所以中國也要有人民幣資產可供我們購買。」

離岸人民幣債券市場於是在香港誕生，這或將成為 2011 年金融界頭等大事。

話雖如此，要實現人民幣國際化，北京政府就再不可以每逢中國經濟放緩，就施展財政及貨幣刺激手段。總而言之，要人民幣國際化成功，中國人民銀行便須更像德國央行，而非美國聯儲局。

中國既可以德國央行為榜樣，實大有機會將人民幣建立為區內最主要的交易貨幣，一如上世紀 70 與 80 年代的德國馬克。

但值得注意的是，中國心目中的「區內」不僅限於亞洲——中國現佔其中邊際經濟增長最大比重【圖 1】，中國的目標還包括各新興市場在內：由人行近年樂於為巴西、阿根廷、土耳其、白俄羅斯等國央行提供掉期額度可見一斑。

鑑於當前中國貿易重心的轉移，中國貿易改以人民幣結算之舉實在耐人尋味。事實上，雖然美國和歐洲仍是中國最大的單一貿易夥伴，中國貿易增長近年卻主要來自新興市場。

中國與新興市場的交易貨種已逐漸偏離廉價消費品（玩具、內衣、鞋襪）為主，而漸多資本財貨，包括推土設備、電訊交換器、道路修築服務等【圖 2】。總而言之，以往中國貿易夥伴以發達國為主，以美元定價的低增值貨品為主。時至今日，中國貿易夥伴將漸以新興市場為主，以人民幣定價的較高增值貨品為主。

這或將標誌着中國舊有發展模式的徹底改變：持續壓低人民幣幣值；鼓勵外國生產商在內地設廠；每年有一二千萬農民轉業成為工廠生產力大軍，從而產生巨大生產力收益；政府則以高壓財政手段從中獲益，再將之重新調配於發展各項大型基

建上。不過，中國日後發展模式的轉變，相信出於實際需要多於政府的選擇。

二、自動化勢不可當

無可否認，中國已成為世界最大單一出口國。環顧全球其他地區經濟，未來數年之內只可望有 3% 至 4% 的增長，可見中國在過去 20 年來每年平均 30% 的出口增長佳績實難持續。

撇開出口增長的局限，至於農民轉業為工廠工人這一步，亦將對中國的營商模式構成衝擊。隨着機械化與自動化步伐持續加快，非技術工人定必進一步受到考驗。今後十年間，基於自動化成本正不斷迅速下滑，就已令廉價勞工再難維持過去十年間的優勢。

5000 億美元

美國每年通過貿易赤字為世界各地經濟貢獻高達 5000 億美元，但如美國因製造業復興、能源自主而中止輸出美元，美元供應就會減少。

其實工廠自動化早已並非新鮮事物，當前趨勢亮點在於自動化過程已由「固定自動化」(fixed automation) 變為「彈性自動化」(flexible automation)。數十年來，機器設計一直着重便於完成簡單而重複的工序；今天的新式機器已可透過重新編寫程式，從而發揮多種較為複雜的功能，例如配合各種產品周期，改善產品質量，保持一貫水準等。

隨着自動化成本下降而靈活性增高，企業逐漸體會到高質物流服務與靠近銷售市場的優勢，以致曾經為求借助廉價勞工而遷往中國等地的生產工序將有望重返美國、日本和歐洲。即使生產回流未能成事，設於中國等地的廠房亦將進一步自動化。

以蘋果主要供應商富士康為例，作為全球數一數二的大僱主，該公司現時聘有百多

萬名員工，並已提出興建純用機械人生產的廠房。面對生產回流與自動化兩大趨勢，中國數目龐大的工廠工人的命運又將如何？中國政府顯然將須進一步放寬管制，藉以應對經濟增長放緩的現象，而非沿用財政刺激和貨幣操控措施；2008 年大舉推行的同類措施顯然已行不通。

中國所面臨的生產力困局，正反映出自動化與人民幣國際化兩大趨勢不謀而合。要掌握箇中玄機，必須了解中國決策方式的一大獨特之處：中國國家領導人每日首要考慮的問題是，如何令中國登上世界第一經濟強國寶座，並且成為獨當一面的地緣政治超級大國。自鄧小平主政時期以來，問題的答案一直在於為求加快經濟增長步伐，不惜犧牲一定程度的經濟控制權。

今天，中國正在控制與增長之間面臨抉擇。由於廉價勞工與龐大資本開支的舊有模式已成強弩之末，持續增長之道惟有在於提高效率，其中尤以金融業改革為重點。

對中國領導人而言，改革不免痛苦，但更大的痛苦在於失卻伴隨經濟增長而來的國際影響力。因此，我們深信北京政府最終定必痛下改革金融業決心，而以人民幣國際化為改革當務之急。

有鑑於此，創立離岸人民幣債券市場之舉的實質意義，實遠較一般共識來得重要。

三、美國力推能源自主

今後十年的另一重大趨勢，將在於美國逐步實現能源自主。鑑於近年來頁岩氣與頁岩油開採來源續有發現，假使有相關政府政策配合以重整美國能源基建，此一趨勢的未來發展將大有可為。

發現這些天然氣對全球的影響有以下兩方面。第一，如能將低成本自動化與低成本能源相結合，就能鼓勵生產商在廠房選址方面，以能源成本而非勞工成本為首要考慮因素。

舉例來說，我們最近訪問德國時，屢屢聽聞的說法是假使美國天然氣價格維持在 2.5 美元以下水平，德國化工廠就難與

美國競爭。

第二，復興製造業和實現能源自主，亦應有助於持續改善美國貿易赤字。現時能源進口約佔美國貿易赤字的半數，來自中國的進口則佔其餘半數。通過貿易赤字，美國每年為世界各地經濟貢獻款額高達 5000 億美元，對促進全球貿易實大有裨益。但如美國在今後十年因製造業復興、能源自主而中止輸出美元，美元供應就會顯著減少。

上述現象其實或已出現，而在以下兩方面的發展就能看出端倪：近一年來，聯儲局為外國央行持有的央行儲備一直維持負增長；該局近半年來為外國央行（其中尤以歐洲央行為然）提供掉期額度時特別慷慨大方【圖 3】。

這實不利於局勢穩定。鑑於人民幣今後多年亦難望取代美元作為國際貿易貨幣的地位，環球貿易增長加上美國貿易赤字縮減的結果，應在於美元必須升值，或美元資產表現將勝過非美元資產，而其中的估值差額將足以誘使美國投資者（而非消費者）將資金調往海外。

綜觀今後十年形勢

今後十年的大勢所趨錯綜複雜，我們作出預測時難免掛一漏萬，自不待言。但今後幾年間將出現更多重大轉變和投資機遇，即可斷言。到底日本會否將債務貨幣化，而日圓又會否一蹶不振？世界各國在人口方面將面臨什麼挑戰？伊斯蘭世界會在改革和現代化方面有何表現？中國、印度，以及其他亞洲各國水源短缺問題又會如何？種種問題仍尚待觀察，但我們對下列三點深信不疑：

- 本世紀首十年的三大趨勢已戛然而止，可見各國金融市場似失卻信念和方向，實在其來有自。
- 人民幣國際化與人民幣債券市場的誕生將有望成為今後十年間一大趨勢，足與米爾肯 (Michael Milken) 在上世紀 80 年代創立垃圾債券市場之舉相提並論。若能明瞭這個新市場的含義，對掌握明日世界發展之道至關重要。
- 美國若能有效削減預算與貿易兩大空前赤字，就有望在未來數年間推高美元幣值，對多種資產價格亦會產生深遠影響。

圖 1 中國佔亞洲經濟增長比重*

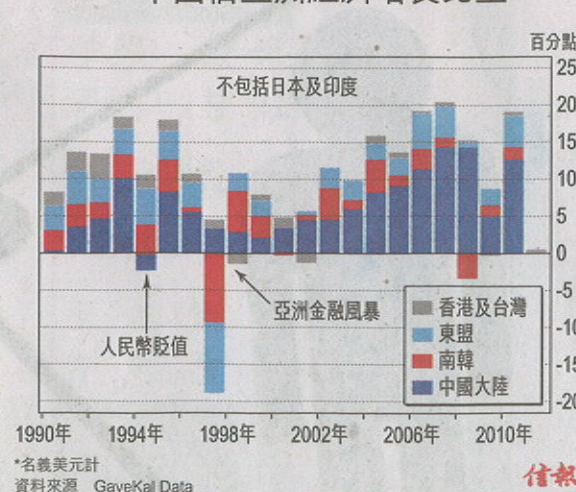


圖 2 各國佔全球製成建築機械出口份額

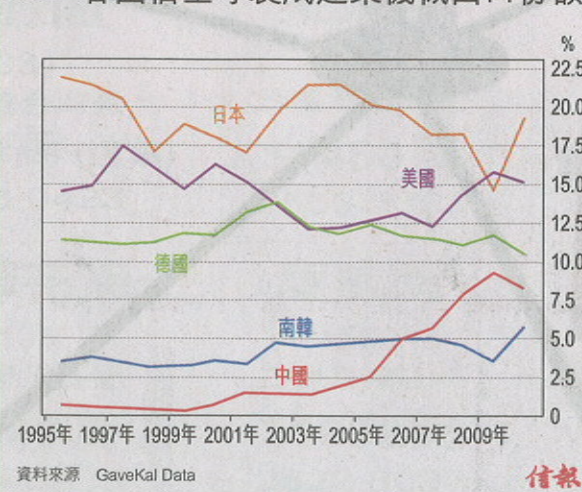
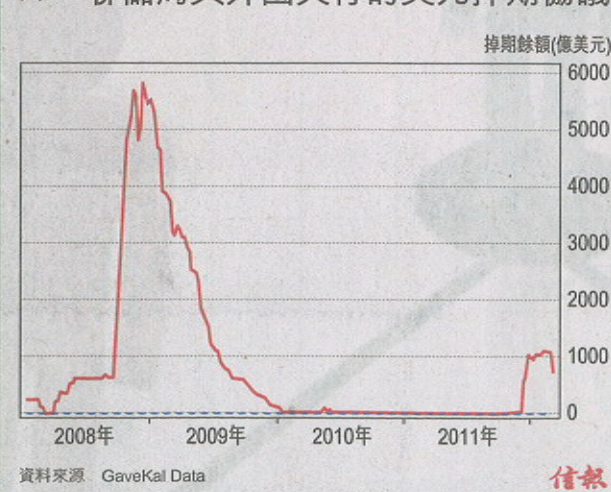


圖 3 聯儲局與外國央行的美元掉期協議



作者為著名投資分析專家，其前沿思考 (Thoughts from the Frontline) 是目前全球發布範圍最廣的投資通訊，擁有過百萬讀者。

John Mauldin 擁有極強洞察能力、擅長解構複雜的金融現象，每周對華爾街、全球金融市場和經濟歷史提出精闢見解，極具參考價值。

《信報》為大中華區唯一刊載 John Mauldin 投資通訊的中文媒體，內容由《信報》翻譯，「前沿思考」及「跳出思維定式」分別於每周一、周四在《信報》(精華版)及信報網站 www.hkej.com (全文)刊出。