

專家分析： 中國終於走出美國的影子



Pascal
BLANQUÉ
集團投資總監

目前已發展市場股票的相關性甚高，而債券收益率卻持續偏低，促使投資者尋求其他收入來源。就此而言，由於中國資產應會逐漸擺脫美國資產的影響而變得更獨立，因而成為環球投資組合分散風險的理想選擇，而在整體經濟層面亦一樣。我們認為在中美爭奪全球經濟及金融市場領導地位的角力中，中國終於走出美國的影子。

提高獨立性的主要原因

在後疫情時期，中國成功確立其作為經濟超級大國的地位，而美國則深陷貿易戰，因而失去部分優勢。在這場爭奪之中，聯儲局減少買債可能會對中國更有利，並帶來經濟及投資方面的後果。中美脫鈎之路目前受兩大因素左右：

- **人民幣國際化**，成為貿易、資本、儲備及儲蓄的主要貨幣。
- **重新平衡增長**，逐漸轉移至由內需帶動，此舉可能令中國的經濟周期更獨立，並不易受環球阻力及美國影響。

保守性政策及貨幣強勢是實現上述目標的關鍵，而中國一直以有序而一致的方式朝著目標邁進：

- **政策方面**，有別於許多新興經濟體，中國並無受到試行非主流貨幣及財務政策的引誘，但美國則在財政主導及維持貨幣政策不變方面處於主導地位。
- **貨幣方面**，企圖在貿易戰期間令人民幣貶值，是時任美國總統特朗普設下的圈套，旨在削弱推動人民幣國際化的成效，同時挑戰中國調整增長模式的計劃，但對中國並無發揮作用。

事實上，被視為強勢的貨幣所帶來的長遠利益，遠遠超過貿易戰帶來的短暫紓緩作用（例如民眾傾向以升值的貨幣儲蓄，從而保障存款價值，甚至使其增值）。反觀美國卻作繭自縛，因為隨著全球美元流動性基礎可能變得更脆弱，美國將會蒙受損失，而提高貿易壁壘卻對經濟幾乎毫無幫助。

在中國國際收支平衡走勢的帶動下，人民幣出現自然的上行壓力。中國正面對經常帳盈餘（疫情進一步擴大中美的赤字差距），而且錄得淨資金流出，**後者代表需要更好的渠道將國內存款引入中國金融市場及實體經濟，而中國亦要擔當全球體系淨資金輸出國的角色。**

圖 1：中美經常帳結餘



資料來源：東方匯理、彭博。截至 2021 年 9 月 8 日數據。

美國的情況卻剛好相反，華府透過結構性赤字推動全球增長及貿易，令美元體制蓬勃發展。此體制於 50 年前制定，當時美國總統尼克遜結束美元兌黃金的金本位制¹，標誌著布雷頓森林體系²的終結。這個體系建基於美國與亞洲的關係中美元的主導性，而在這段關係之中，中國在貨幣創造及商品流通方面皆扮演關鍵的角色。

圖 2：美元兌人民幣匯率



資料來源：東方匯理、彭博。截至 2021 年 9 月 8 日數據。

一般而言，外匯干預旨在維持相關本土經濟體當地貨幣的偏低估值，同時增加貨幣儲備及流動性。美元作為儲備貨幣的地位，讓國際收支平衡為正值的國家能創造貨幣，而不會令在美國流通的支付方式同步減少。因此，美國按照新興市場央行授予的信貸，按比例輸出存款以外的資本。這種封閉式的體系能在供應鏈兩端人為地維持偏低的資金成本，因而可能導致投資泡沫，最終令新興經濟體衍生出以出口為基礎的發展模式，而流動性過剩亦增加金融體系的波動，偶爾更助長泡沫形成，例如 1997 年亞洲金融危機，以及 2001 年和 2008 年金融危機的環球溢出效應。

¹ 金本位制是一種貨幣體系，在金本位制下，標準經濟記帳單位以固定數量的黃金為基礎。金本位制是 1870 年代至 1920 年代初、1920 年代末至 1932 年，以及 1944 年至 1971 年期間所用的國際貨幣制度，後來美國於 1971 年停止將美元兌換成黃金的制度。

² 布雷頓森林體系是美國、加拿大、西歐國家、澳洲及日本於 1944 年簽訂《布雷頓森林協定》後就商業及金融關係制定的貨幣管理規則。此體系是首個完全協商制定的貨幣指令，以規管獨立國家之間的貨幣關係，主要特點是每個國家也有責任將各自的貨幣與黃金掛鉤，而國際貨幣基金組織能彌補國際收支的暫時性失衡。

在此模式下，美國為新興經濟體提供所需的美元，以進行貿易及為其經濟體提供流動性和建立信貸基礎。自 1993 年起，美國主要透過增加美國經常帳赤字及新興市場央行奉行的固定匯率政策，從而將美國公債變成資金。如果美國減少輸出美元，新興經濟體便要出售資產，令價格出現調整。**儘管美元是美國的貨幣，但對新興經濟體也舉足輕重。**

人民幣成為亞洲的新法定貨幣

在成為全球強國的道路，中國嘗試在美國與新興市場的貨幣連繫中尋找自己的位置，不但奉行強貨幣政策，亦將人民幣打造成亞洲經濟體的美元替代品，特別是參與「一帶一路」倡議的國家。就此而言，人民幣正扮演著 40 年前德國馬克作為歐洲法定貨幣的角色。事實上，雖然沒有官方的固定利率，但各國央行皆密切注視大部分地區貨幣兌人民幣的匯率水平及波幅。建立亞洲貨幣陣營亦有助減輕與美國相關的阻力及美元在貿易中的影響。正如歐元推出時一樣，人民幣國際化在環球投資組合中扮演的角色，很可能會令人民幣暫時下跌，但這只屬流動性效應，價值因素將不受影響。

目前，美國即將再次減少買債，令中國能有更好的理據堅守立場及加快人民幣國際化（以人民幣結算交易金額）。顯示中國實現人民幣國際化進程的主要指標進展理想。中國於 2015 年 10 月推出人民幣跨境支付系統(CIPS)以來，透過此平台進行的交易從零急增至 2020 年的人民幣 45.2 兆元（6.5 兆美元）。同時，人民幣在環球外匯儲備所佔的比例亦增逾一倍多，從 2016 年第四季的 0.8% 增至 2020 年第四季的 2.1%。根據官方貨幣與金融機構論壇發表的《2021 年全球公共投資者》報告，全球約 30% 的央行正計劃在未來數年增加人民幣配置。近期科技行業規管的變動，亦驅使央行利用人民幣為初創科技企業籌集更多資金。中國人民銀行於 7 月底宣布將會支持上海的人民幣自由兌換試點計劃，也是另一個重要的跡象。

要進一步加快人民幣國際化的進程，將會需要兩大因素協助：

- **中國進一步開放金融行業**，因為更開放透明及成熟的市場能為投資者創造回報，長遠而言有助挽留海外投資，並帶動人民幣資金流入。
- **國家現代化**，特別是透過創新基建，因為近期推出的數字人民幣能在促進跨境人民幣支付方面發揮關鍵作用，甚至可能被納入日後央行之間的安排。

第一項因素將會至關重要。近期收緊規管的行動可能令包括美國在內的全球投資者認為中國無意開放金融市場，因而打擊他們投資於中國的意欲，並可能令中美角力演變成金融戰爭。**我們承認轉型至規管更完善的體系可能會帶來短期影響，但中期而言應會利多於弊**，或能堵塞監管制度的漏洞，促進競爭，同時降低系統性風險，最終令中國的金融體系更成熟。

圖 3：中國市場海外投資者的比例



至於第二項因素，為了建設現代化國家，中國必須投入人力資本（我們估計人口將於 2026 年見頂），並轉型至綠色能源，令碳排放量於 2030 年到達峰值，同時更有效地提供信貸。此外，為了擴大財富分佈，中國應該透過稅收再分配等手段增加中產階層的人口比例，同時收窄城鄉之間的社會差距。

投資影響：中國資產或不再屬於周邊或新興資產

中美進一步脫鉤帶來的三大投資啟示：

1. 首先，在美國主導及受超級凱恩斯主義（例如政府強力干預市場）影響的全球舞台上，**中國資產（特別是現金及政府債券）在可見將來很可能會成為帶來實際正回報的主要避險工具。**為超級凱恩斯主義付出的代價包括通脹、貨幣價值蠶蝕或更高的風險溢價。對投資者而言，保持每個風險單位的購買力將會成為在追求實質回報的高通脹環境下的致勝關鍵。
2. 其次，**中國的經濟周期更加自主，不易受環球經濟、金融及地緣策略因素影響，將會帶來更多分散投資的優勢，以及投資未來更高增長領域的機會。**
 - 從低增值製造業活動轉型至以創新為本的經濟，讓投資者有機會投資於半導體、人工智能、工業自動化及機械人等策略性行業。為了實現此發展目標，中國一直積極投資於研發工作。自 2000 年以來，研發開支以每年超過 15% 的速度增長（而美國僅為 3%），目前約佔全球研發開支 20%。此外，中國政府亦營造了有利的政策環境，為科技創業家及學術研究人員提供大量研究資金及獎勵措施，協助中國在包括人工智能在內的多個主要領域佔據全球領導地位。儘管美國仍是人工智能系統芯片設計的龍頭，但中國在語音及圖像識別等人工智能應用領域卻領先全球。
 - 另一方面，中國在過去 10 年一直是全球最大的潔淨能源投資國，現在更是全球最大的太陽能板、風力發電機及電動車電池生產國，擁有全球近四分之三的鋰離子電池產能，同時控制多條供應鏈。中國亦勢必引領工業自動化的發展（由於勞動

人口減少，應會出現強勁需求），以及量子通信及量子計算領域，在量子領域擁有的專利比美國更多。

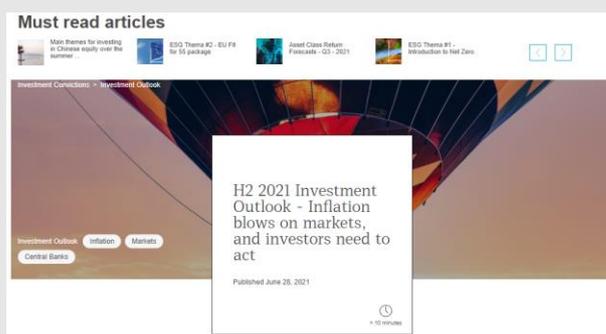
- 目前，中國增長股以大型互聯網股為主。**隨著當地的領先企業乘著這股創新趨勢崛起，將有更多增長型企業可作分散投資之用**，當中可能包括新的本地龍頭企業，甚至全球領先企業。同時，中國在先進芯片及半導體生產等領域仍然落後，需要倚賴全球供應鏈。由於西方企業仍然控制先進芯片設計所需的大部分軟件，因此中國可能要在 10 年或更長時間後才能在先進芯片製造上實現自給自足。降低長期金融風險將會是有關發展的關鍵，而收緊科技企業的監管可能亦朝著這個方向邁進。更平衡的股市應能降低投資者的集中風險，加上人民幣長遠有望成為穩健的貨幣，能令投資組合更穩固完善。

3. 第三，與 1970 年代的德國馬克及其後的歐元一樣，**全球投資者可將人民幣視作保值的貨幣**。另一方面，美元的價值可能被蠶蝕，作為聯儲局擴大資產規模及預算開支的代價。

這些趨勢只會令投資者加快持有人民幣，作為全球投資組合的核心部分。**在構建投資組合方面，中國資產及人民幣有機會不再屬於新興或周邊資產或貨幣。這種轉變帶來的後果尚未完全展現，但預計影響不會非常嚴重。**作為全球第二大美國國庫債券持有人，中國無意令美元更快地失控下跌。隨著中國更加獨立及更具影響力，這種金融連繫的必要性將會降低，並很可能成為貿易戰談判的新戰線。**從基本面來看，投資者有足夠的理由支持中國資產逐漸獨當一面。**

東方匯理投資策略研究部

東方匯理投資策略研究部旨在把首席投資總監的專長和公司的整體投資知識，轉化成可作為投資行動依據的見解，以及因應投資者需要而量身定制的工具。在投資者面對多個資訊來源的環境下，我們旨在成為投資者甄選的夥伴，以提供定期、清晰、適時、可參與其中和相關的見解，以助客戶在充足的資訊下作出投資決策。



Visit us on:



想知更多？即上 www.amundi.com.hk

策略研究部

Claudia BERTINO
東方匯理投資策略研究部主管

Laura FIOROT
東方匯理投資策略研究部
副主管

Pol CARULLA
東方匯理投資策略研究部

Ujjwal DHINGRA
東方匯理投資策略研究部

Francesca PANELLI
東方匯理投資策略研究部

重要資料

本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編制。本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。本文只能分發予獲准接受之人仕，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文及所提及之網站並未得到香港證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）的審閱。本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標、財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。本文不擬提供予美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。