



經貿時事短評

2022 年第七期(總第 344 期)

- 俄烏衝突釀超級黑天鵝
- 人幣國際化呈提速之勢

1. 俄烏衝突釀超級黑天鵝

2022 年 2 月 24 日，俄羅斯對烏克蘭發動特別軍事行動，兩國戰爭隨即打響，並持續至今。

短評

今年以來，在新冠疫情持續肆虐、國際供應鏈尚未復元、主要能源價格飆升和通脹抬頭、以及美國等主要經濟體相繼部署回收金融市場流動性並啟動加息等一系列不確定因素的困擾之下，世界經濟的復甦前景可謂「行路難，多歧路」；無論是擔當全球經濟增長重要「引擎」的中國還是美國及歐元區等西方國家，均面臨不斷增大的經濟下行壓力。俄烏戰爭爆發之後，地緣政治風險急速升溫，迅速演變成為擾動國際政經局勢的「超級黑天鵝」事件，令本已脆弱的全球經濟增長蒙上了又一層陰霾。

從總量來看，2021 年俄羅斯和烏克蘭合計的 GDP 及貿易總額佔全球的比重均為 2% 左右，並且兩國與大多數國家間的雙邊貿易規模相對有限；倘若兩國之間的戰事未擴大至其他國家或地區，對全球經濟造成的直接影響本應屬於較為可控的短暫衝擊。惟俄烏開戰以來，除了兩個涉事國的經濟活動遭受重創之外(世界銀行估計俄羅斯和烏克蘭今年的經濟將分別萎縮 11% 和 45%)，其對世界經貿和環球金融市場的溢外效應亦持續發酵。一方面，以美國為首的西方國家紛紛宣佈對俄羅斯採取前所未有的嚴厲制裁措施，力圖從經濟、金融、科技、領空、文體等領域「全方位」孤立俄羅斯，美國甚至祭出「金融核彈」，把部分俄羅斯銀行剔出環球跨境轉帳溝通體系「SWIFT」(環球銀行金融電信協會)；在制裁浪潮的「放大增益」作用之下，不但涉俄的經貿投資活動被震亂、震散，全球金融市場包括股市、債市及外匯市場亦幾度出現劇烈波動，投資者的避險情緒高漲，對新興市場經濟體造成了一定的資金外流壓力。

為「俄烏衝擊」推波助瀾的另一個因素則是「時機問題」(Timing)；正所謂「屋漏偏逢連夜雨」，俄烏戰爭的「血光之災」遭遇了環球經濟滯脹風險抬頭的「兇惡」時點。俄烏是東歐地區乃至全球糧食與能源生產及出口大國，並在一些稀有原材料的出口上佔有不小的比重；兩國在國際經貿體系中擔當著「關鍵性」的角色，透過對外貿易的傳導機制對世界經濟產生了不可小覷的即時影響，特別是反映在加劇全球物價通脹以及衝擊局部領域的國際供應鏈穩定等兩個方面。

按經合組織(OECD)的統計，俄羅斯和烏克蘭在小麥、玉米等多項糧食的國際貿易上佔重要地位，分別是全球最大和第四大小麥出口國，合計貢獻了全球小麥出口的約 28%，玉米和葵花籽油則分別佔兩成和七成半。同時，俄羅斯是全球僅次於沙特的第二大石油出口國以及最大的天然氣出口國，可以說在傳統能源是全球供應「大戶」，2020 年俄羅斯佔全球天然氣出口的 25.3%和石油出口的 11.3%。

俄烏衝突直接導致兩國的糧食和能源出口銳減甚至陷入停滯，短期內加劇了全球的供需缺口，進而推升糧食和能源價格迅速攀升，令年初以來愈發炙手可熱的全球通脹「火上加油」。聯合國糧農組織在 3 月中旬公佈的數據顯示，小麥價格僅在過去兩周就上漲約 50%，玉米價格則觸及 10 年高位；國際油價亦持續飆漲，布蘭特原油價格一度突破每桶 110 美元，創下 2013 年以來的新高。OECD 的報告指出，俄烏兩國的戰火若持續的話，預計將推升今年全球消費者物價通脹率約 2.5 個百分點。

另一方面，俄羅斯和烏克蘭是舉足輕重的半導體原材料生產基地，俄烏局勢升級勢必危害全球半導體供應鏈的穩定性。烏克蘭是半導體原料氖、氫、氬和氙等惰性氣體的供應大國；其中，氖氣供應更佔全球總量的 70%以上，而氬氣和氙氣亦分別佔 40%和 30%。俄羅斯則是全球鋁、鎳、鈹金和鉑金的主要產出國，出口量分別佔全球的 12%、7%、26%和 4%。雖然國際芯片產業鏈的下游廠家短期內仍可靠原材料庫存「聊以度日」，但隨著俄烏衝突持續的時間拉長，國際市場上相關原材料的供應難免會大幅減少，令芯片供應鏈本已受阻的情況再添壓力，因原材料「斷供」而引發「缺芯」以及誘發成本推動型通貨膨脹的風險正與日俱增。

從受影響的地區來看，歐洲由於與俄烏兩國地緣相近，加之歐洲國家普遍對俄羅斯進口的能源和糧食的依賴度較高，不可避免會首當其衝，成為俄烏交戰後「火燒連環船」的最大「苦主」。歐盟委員會的數據顯示，2021 年歐盟的能源進口中有 46%的煤炭、45%的天然氣及 27%的石油來自俄羅斯；糧食供應方面，歐盟市場上 60%的食用葵花籽油是從俄羅斯進口。俄烏衝突爆發之前，歐元區的通脹已接連突破高位，今年 2 月份消費物價指數同比上升 5.9%，3 月份在能源價格飆升的推動下進一步躍升至 7.5%，再創新高。OECD 預測指出，俄烏衝突對 2022 年歐元區經濟的負面影響可能達 1.4 個百分點。

至於中國內地，俄羅斯與烏克蘭在中國從海外國家進口的糧食與能源中佔有相當比重。2020 年中國已成為烏克蘭第二大糧食出口市場，更超越波蘭和俄羅斯成為該國最大的商品貿易夥伴。中國與烏克蘭的雙邊貿易額在 2021 年上升至 189.8 億美元；以商品類別計，烏克蘭對華出口集中於大宗商品和糧食，排在前列的分別是鐵礦石、玉米和葵花籽油等。同時，中國已連續 12 年穩居俄羅斯第一大貿易夥伴國，2021 年中俄之間雙邊貿易額上升至 1468.7 億美元，同比增長 35.9%。2021 年中國自俄羅斯進口的能源產品高達約 519 億美元，佔中國自俄羅斯進口總額的 65.3%；而俄羅斯已穩居中國第一大能源進口來源國以及第二大原油進口來源國。

鑒於中國在能源和糧食等重要戰略性物資的進口上與俄烏的關係非比尋常，

兩國交戰導致中國短期內面臨較大的能源和糧食安全隱患。剛剛公佈的內地 3 月份消費者價格指數(CPI)錄得同比上漲 1.5%，為近三個月來最大漲幅；當月的生產者價格指數(PPI)同比上漲 8.3%，亦高於市場預期。對中央來說，如何應對「當前國際國內環境有些突發因素超出預期，經濟運行面臨更大不確定性和挑戰」的態勢，無疑是今年政府工作的一項重中之重；從另一個角度看，如何在俄烏戰爭引發的國際政治博弈上拿捏好平衡，例如既牽制美歐又不至在西方國家對俄的制裁中受「池魚之殃」、同時還能夠在推動俄烏和談中發揮積極而恰當的角色、以及對當前的國際關係變局因勢利導以維護自身長遠的政經利益，相信才是更加「考功夫」的議題。

2. 人民幣國際化呈提速之勢

中國人民銀行公佈的人民幣兌一籃子貨幣匯率指數 CFETS，2021 年錄得 7% 的升幅，由年初的 95.8 上升至年末的 102.47；2022 年第一季度繼續升值 1.8%。

短評

從外圍環境看，美聯儲自去年下半年開始退出量化寬鬆貨幣政策，「縮表」和加息的步伐不斷提速，令美元對主要貨幣的匯率有所轉強；加上今年 2 月底以來全球地緣政治的緊張局勢因俄烏衝突而顯著升溫，引致全球金融市場動盪和市場避險情緒上升，大量資金從新興市場回流美國，美元指數的回升勢頭更見凌厲。在此背景下，人民幣對一籃子貨幣的 CFETS 指數繼去年大幅升值後，在進入 2022 年仍可延續上升的態勢；即便近期美元走勢偏強，人民幣兌美元亦能維持相對穩定，更於今年 3 月初一度逼近 6.3 的整數關口，創近四年來的新高。

人民幣匯率之所以如此堅挺，一方面是得益於過去一段時間中國經濟相對穩固的基本面因素，尤其是強勁的出口貿易和較高的結匯水準為人民幣匯率保持韌性構築了堅實基礎；另一方面，人民幣國際地位的提升亦有助於增強其在國際間的認受性和流動性，更促使人民幣在最近全球地緣緊張局勢之下得以初步展現其避險貨幣的屬性。事實上，最近幾個月有關人民幣在貿易及投資結算、國際支付及官方外匯儲備等的多項統計數字均顯示了人民幣國際化的進程再現提速之勢。

從貨幣結算功能來看，人民幣在國際貿易和投資的結算份額持續增加，尤其是在中國自身的跨境貿易及投資結算中所佔的比重大幅上升。根據中國人民銀行的統計，2021 年中國跨境貿易(包括貨物貿易及服務貿易)以人民幣結算的金額達 7.94 萬億元人民幣，以人民幣結算的直接投資(包括對外直接投資和外商直接投資)金額為 5.8 萬億元人民幣，兩者分別較上一年增長 17.3% 和 52.2%，創下近年新高。

作為中國對外開放程度最高的地區之一，粵港澳大灣區 2021 年區內跨境人民幣結算規模達 3.8 萬億元，人民幣更成為港澳與大灣區內地城市之間的第一大的跨境結算幣種。其中，香港作為全球離岸人民幣業務的首要樞紐，近期各項人民幣業務亦保持良好的發展勢頭。2021 年香港人民幣即時支付結算系統(RTGS 系統)

交易金額為 358 萬億元人民幣，按年增長 26.6%，連續第 5 年保持快速增長；2021 年底人民幣貸款餘額按年增長 8%，人民幣「點心債」市場則連續三年保持 1,600 億元人民幣以上的發行量。截止 2022 年 1 月底，香港的離岸人民幣存款金額為 10,959 億元，按月環比大增 18.2%，是繼 2014 年 12 月後再次突破萬億元大關，並超過當時 10,036 億元人民幣的歷史高位。

同時，海外主要貿易夥伴將人民幣作為結算支付工具的意願不斷增強。環球銀行金融電信協會(SWIFT)近日發佈的報告顯示，2021 年 12 月人民幣的國際支付份額由上個月的 2.14% 大幅升至 2.7%，人民幣實際支付金額按月環比增長 34.6%，人民幣在國際支付中的佔比更超過日圓升至第四位。這是繼 2015 年 8 月中國央行對人民幣匯率制度改革以來，人民幣國際支付排名首次超越日圓。進入 2022 年後，人民幣佔國際支付的比例創了歷史新高，1 月份的比重進一步攀升至 3.2%。

另一方面，人民幣作為全球央行儲備貨幣的功能亦有所提升，在全球外匯儲備中的佔比穩步擴張。根據 IMF 公佈的資料，美元作為全球外匯儲備的佔比正逐年下滑，目前已降至不足六成，創下近 26 年來的新低；各國外匯儲備在主動減持美元的同時，有約 25% 的儲備貨幣轉向人民幣。「IMF 官方外匯儲備貨幣構成(COFER)」數據顯示，2021 年第四季度人民幣在官方外匯儲備貨幣構成中的比例由第三季度的 2.66% 升至 2.79%，位居全球第五位，是 IMF 自 2016 年開始公佈人民幣儲備資產以來的最高水平。

以上數據的確揭示了近期人民幣的國際化進程正在加快，但要斷言人民幣已對美元在全球貨幣的支配地位構成挑戰尚為之過早，畢竟兩者間的實力對比仍然十分懸殊。惟須留意到，近年全球地緣政治局勢詭譎多變，國際間政經秩序正發生潛移默化，或為人民幣的應用跨出國門，在一些國家及局部領域實現「大躍進」提供機會視窗。

例如，早前有報道指，沙特與中國進行積極討論，將部份兩地之間的石油交易改以人民幣計價。當前中國是全球最大的能源消費國及進口國，確具備較強的談判能力去遊說中東產油國逐步接受以人民幣作為石油的交易貨幣。一旦最大石油出口國沙特與中國達成協議，將有助促使其他國家效仿，進而削弱「石油美元」的主導地位。

再如，美國因應俄烏衝突而將部分俄羅斯銀行排除在 SWIFT 支付系統之外；美方近年變本加厲施行「長臂管轄」，動輒向其他國家發動金融制裁，長遠而言亦會動搖國際社會對美元的信心。相比之下，中國政府在對外經貿合作上一直穩紮穩打，積極推動「一帶一路」建設及與 RCEP 成員國的經貿合作往來，貿易與金融並舉、經濟與社會關係雙管齊下，這一「講金又講心」的推進策略相信也是近期人民幣在更多海外國家、更多場合的應用前景「行情看漲」的另一個原因。

以上資料由香港中華廠商聯合會秘書處編寫，內容僅供內部參考；如有任何查詢，請聯絡政策研究部。
電話：2542 8611；傳真：3421 1092；電郵：research@cma.org.hk