

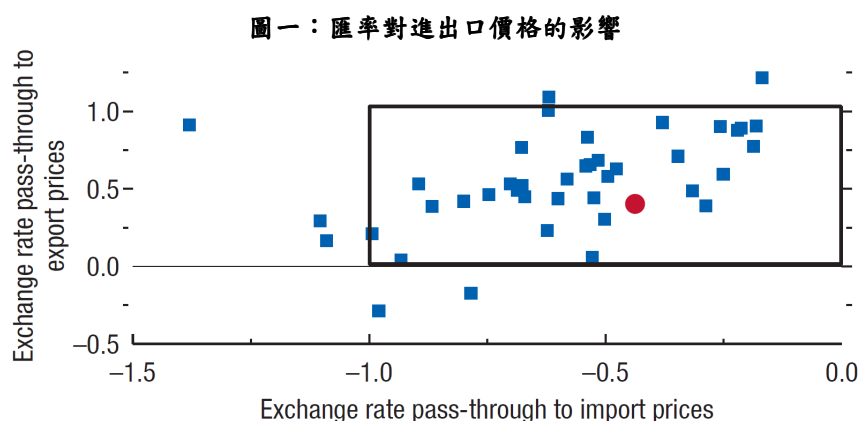
## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 貶值確利淨出口 還看經貿的結構

近期不少貨幣爭相貶值，新興固然尤甚，非美大幣亦然。理由簡單：刺激淨出口。然則，《金融時報》早前統計過數十個國家匯率貶值有否發揮作用，卻發現出口無增，只是進口減了，不過他們並無詳細交代緣何貶值只是單邊有效。書本理論亦不如是說。大膽假設是在環球貿易（進出口）皆縮下，貶值國之出口其實不縮就是相對有利了。

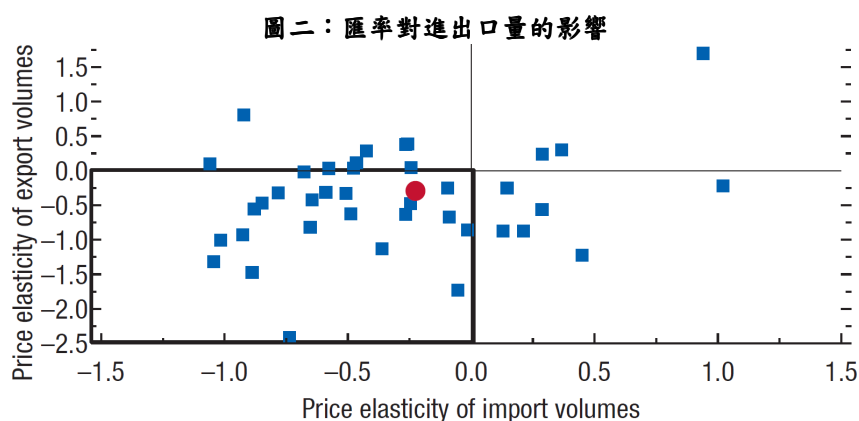
要更科學化地抽取貶值對進、出口的影響，便難免要起模型。國基會最近展望中，有一篇正以此為題大做文章，今文將其結果討論一下（見參考）。模型包括四條方程，分別是進、出口的價、量（共四因變量，depending variables）對匯率以及一些基本因素包括勞工成本、GDP及本地需求等作回歸；固然，所有數據以實質計算，並取對數。

首先是匯率變動對進出口價的影響，影響程度學術上稱之為滲透（pass-through）。由於兩者均取對數，故一者對另者邊際影響程度就是彈性（elasticity）。觀圖所見，進、出口價格受匯率的滲透分別為-0.6及+0.6，故貶值拖低進口及推高出口價格均約六成【圖一】。匯率對貿易價格的方向是符合預期的（黑框），因貶值令出口便宜進口貴。

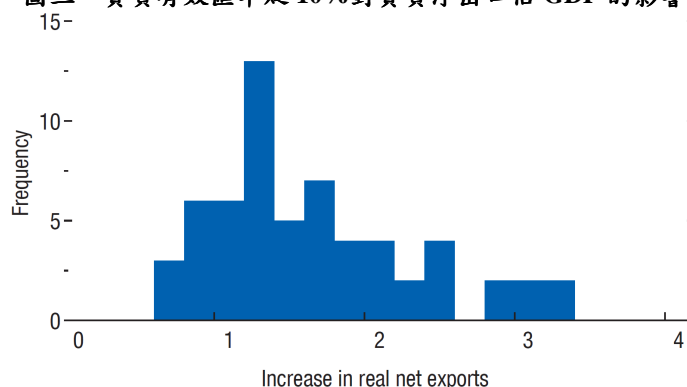


看過價後，匯率對進、出口量的影響又如何？分析所見，其實兩者都見小幅下跌，皆約三成【圖二】（彈性 0.3）。或許匯率波動本身已對量不利，無論進口、出口皆然。一般貿易數據計值而非量，故將上述價量合併而看，貶值對價量皆縮的進口固然不利，但價漲量縮的出口則抵銷有餘，除笨有精。故從長年多國數據而論，貶值仍有着數。

那麼量化而言，匯率對淨出口的影響如何？按其模型，每一成的實質有效貶值——即扣除物價後的匯價兌一籃子（貿易加權）貨幣貶值，淨出口佔 GDP 升 1.5%【圖三】。

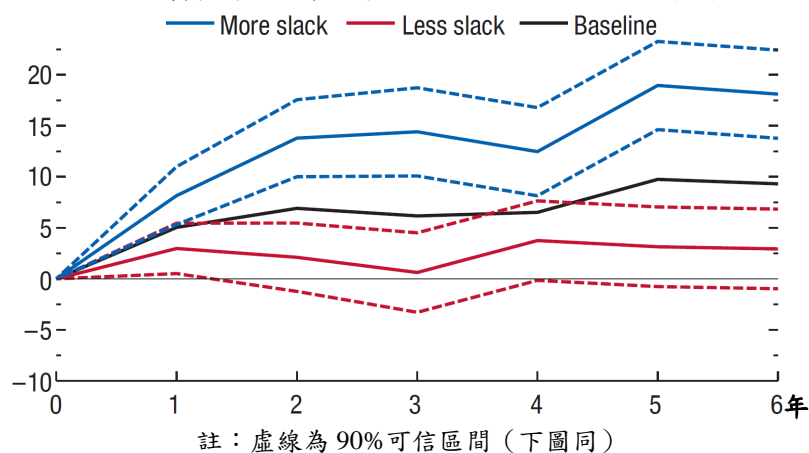


圖三：實質有效匯率貶 10% 對實質淨出口佔 GDP 的影響



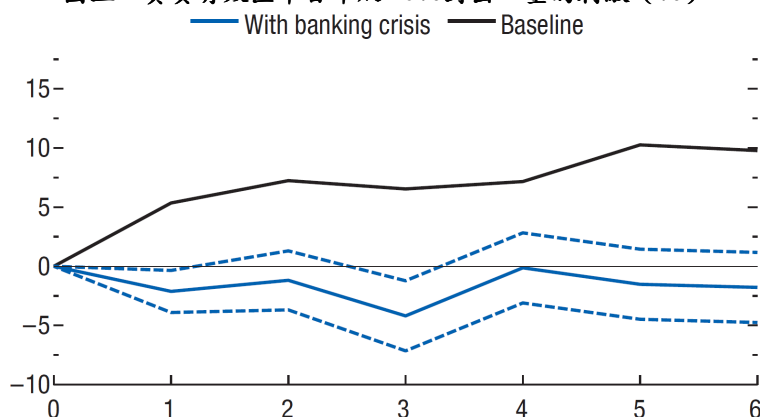
在實際上，觀察到、有作用的貶值，往往是如日、韓般動輒好幾成的兌美元貶幅。固然，匯率在扣除物價後再要兌一籃子，貶幅多沒幾成。國基會遂以 impulse-response 模擬首年內貶兩成的情景，再將所有國家分為較差的一半（more slack）和較好另一半（less slack）來比較。整體而言，首年內實貶兩成對出口量的刺激，在首年已達半成，隨後四年（即第五年）徐徐升至一成【圖四】。不過，對較好國家的出口刺激多在 3% 內，但對較差國家則貶後五年出口量可增近兩成，可見大貶對較差國的作用大得多。

圖四：實質有效匯率首年貶 20% 對出口量的刺激 (%)



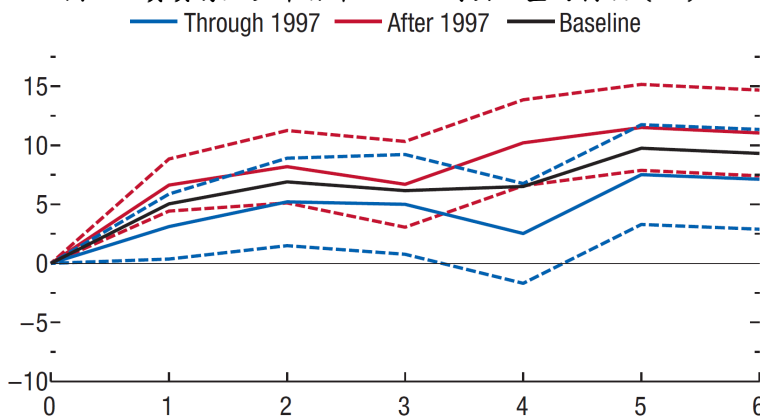
然則，是否所有差國都適合大貶？倒也不是。如果貶值嚇走資金且走資將大鑊者，則貶不過，得不償失。匯率大貶其實已變相是接近匯率危機，若再加上銀行危機的話，情況可甚不妙。將上述「大貶實驗」按有否銀行危機劃分再做一次，即見有銀行危機，大貶後的出口量不增反減，縱減幅甚微亦白貶一趟（若不貶則無 response）【圖五】。

圖五：實質有效匯率首年貶 20% 對出口量的刺激 (%)

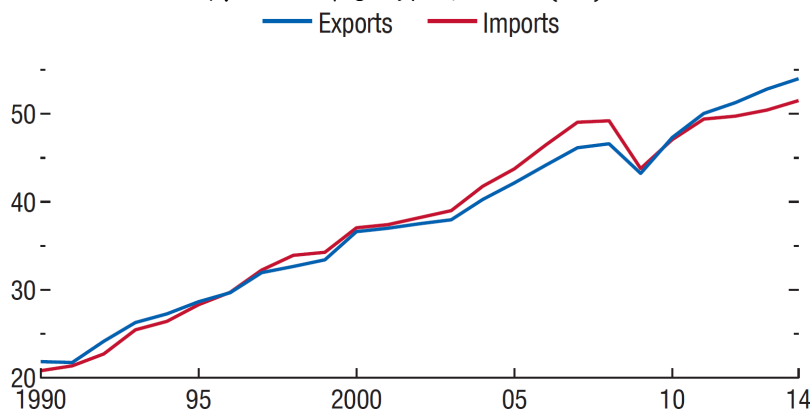


最後一個「大貶實驗」乃將 1997 年後與 1997 年或以前作比較。同是首年實貶兩成，1997 年後的大貶對出口刺激較之前稍佳，貶後五年的增幅分別為一成對半成【圖六】。

圖六：實質有效匯率首年貶 20% 對出口量的刺激 (%)

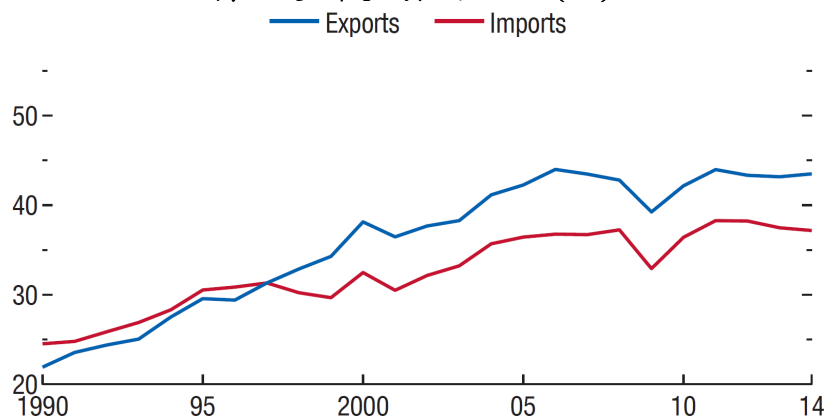


圖七：歐洲進、出口佔 GDP (%)

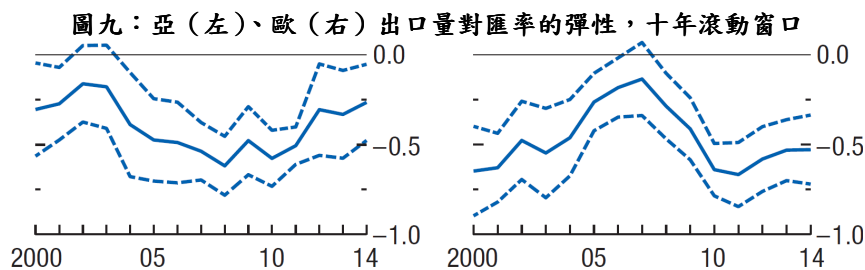


然而，隨着近廿年來貿易全球化，這大貶對出口的刺激作用漸見減退。廿多年來，可見歐洲的進、出口佔 GDP 均升【圖七】；亞洲亦然，但出口升得快過進口【圖八】。鑒於匯率對進、出口的影響理論上相反，故貶值對刺激歐洲淨出口的作用未必會很大。在貿易盈餘長年拉闊的亞洲則不同，淨出口佔比大了，那麼貶值的好處會否亦大呢？

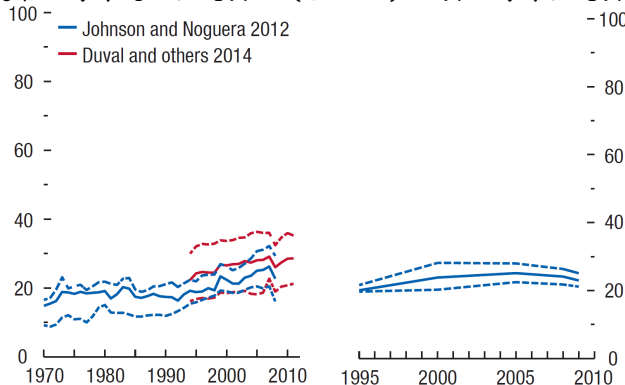
圖八：亞洲進、出口佔 GDP (%)



從出口量對匯率的彈性所見，近年亞洲的確似乎較歐洲更為趨向零水平【圖九】。換言之，即亞洲在金融海嘯過後至去年的幾年之間，大貶對出口量的幫助正在減弱。

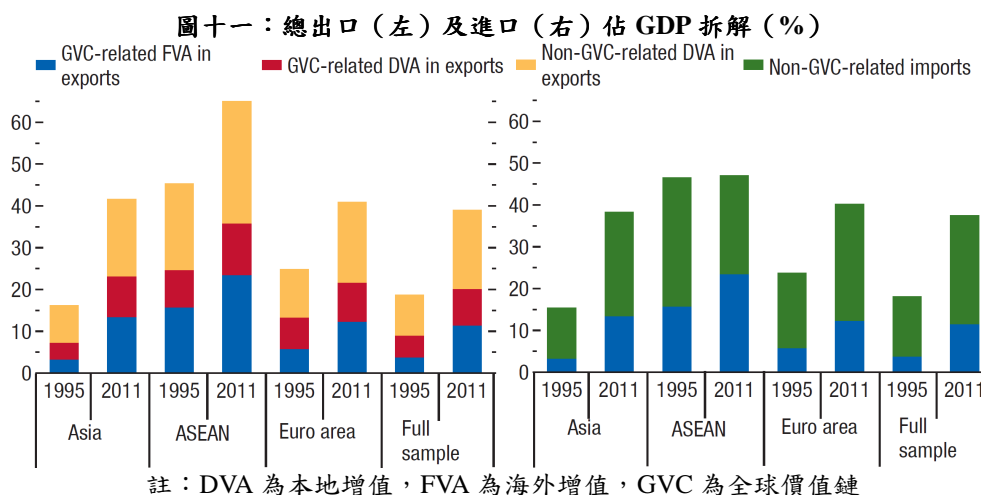


圖十：貿易鏈中，海外進口佔總出口（左，%）及出口海外佔總出口（右，%）



原因何在？問題的核心未必在宏觀的進出口比例上（圖八），而在微觀的貿易鏈。近廿餘年來，貨物經多地生產的情況漸趨常見：曾有學者推算，無論進口加工再出口，

或是本地出口至海外再加工佔總出口的比例，打從1990年代起均見趨勢向上【圖十】。拆分亞、歐，更見這「加工角色」無論在佔總出口或進口，均以亞洲為強【圖十一】。



眾所周知，加工貿易由於涉及進、出口兩邊，故對匯率大貶未必有大反應。是故，近年亞洲國家匯率大貶，亦未必對出口量有很大幫助；加之全球貿易增長皆似有還無，無怪乎《金融時報》計出貶值無助出口的結論。然則今文所見，回歸仍計出貶值有效應（圖三），大貶的模擬也見效果，當然要視乎背景如何（圖四至六）。隨着貿易一體化，大貶對出口的刺激作用或減，當中以對做加工貿易為主的亞洲較不利（圖九至十一）。

一言蔽之，貶值尤夠大幅，總有點用，但已非萬靈藥了。

參考：International Monetary Fund (2015), "Exchange Rates and Trade Flows: Disconnected?" In *World Economic Outlook: Adjusting to Lower Commodity Prices*, October, Chapter 3.

羅家聰  
環球金融市場部