

滙豐新興市場指數報告  
2009 年第四季度

HSBC  滙豐

環球金融 地方智慧

Stephen King (簡世勳)

# 2009 年第四季新興市場成長加速 創 2007 年末以來最佳成績

2010 年 1 月 7 日

## 中國的經濟成長仍然是全球復甦的關鍵

當西方國家還在為如何讓景氣回春費盡心思之際，新興市場的經濟表現已出現連番報捷。新興市場的經濟活動正進一步穩健復甦 — 最新一季由 Markit 編製的滙豐新興市場指數 (EMI) 為此提供了更多佐證。2009 年第四季總體產出指數自第三季的 55.3 上升至 56.1，數值遠高於去年同期低點 43.8 — 是自 2007 年末以來之最佳成績。

近期所見的成長，進一步支持我們一貫的看法：全球經濟的復元主要取決於新興國家的經濟體質強健與否。目前大部分西方國家仍自身難保，但新興經濟體卻是另一番氣象 — 就業情況好轉、訂單積壓增加、出口貿易回彈、服務業對業務前景也越來越充滿信心。

那麼，新興市場的成功秘訣在哪裡？部分答案與中國對全球經濟的重要性日益加強有關。滙豐預期 2010 年中國國內生產毛額的成長率將達到 9.5% (去年成長率是 8.5%)。對於這個一直被認為始終仰賴美國消費需求的經濟體而言，成就可謂非凡。

中國明顯受益於其龐大的刺激經濟計劃，主要透過信貸增長和進行鉅額基礎建設兩方面。雖然不是每項措施都可以持續推行，但最新數據顯示，中國經濟擴張的基礎越來越廣泛。這結果其實不足為奇。中國繼續為全球製造業提供部分最低廉的勞動成本，而中國出口回升與其說是反映西方國家消費需求恢復得有多好，還不如說是反映中國產業的超強競爭本質以及其出口在國際貿易市場中的佔有率不斷擴大。

中國經濟反彈，促使其製造業廠商的採購數量進一步成長，從而帶動全球原物料價格上漲。這個過程，完全扭轉了全球經濟體系的固有模式。過去，西方國家的經濟衰退往往伴隨著原物料價格大跌，而原物料下滑則對新興市場的出口收益會造成打擊，結果通常是：新興市場的經濟活動由此一蹶不振；最佳例子莫過於 1982 至 1984 年間發生在拉丁美洲的債務危機。



中國經濟的強健，大大減少了其他新興經濟體在西方市場萎縮時所面對的風險。縱然原物料價格已自 2008 年的高點下滑，但與十年前相比，大部分原物料價格依然居高不下，這與中國的經濟發展有密切關係。中國人均收入相對低，其經濟成長的遞升極度倚賴大量使用原物料的製造業，相比之下，西方國家的經濟成長則由服務業所主導。倘若其他條件相等，全球經濟成長的動力由西方國家移向中國，原物料價格便會保持升勢，從而推動其他新興市場的出口收益。這樣的一個過程，也對新興經濟體中的所謂「南南貿易」(即開發中國家間的貿易) 起著支持作用。

最新公布的滙豐新興市場指數 (EMI)，和一個以中國為核心的全球經濟體的概念是極為相符的。新興市場的經濟活動普遍出現廣泛的復甦，相伴隨的則是價格壓力重現。儘管投入價格 (各種原物料價格) 回升的廣泛度遠大於產出價格，投入價格和產出價格均同時提高。但價格上揚，與西方國家的經濟成長沒有多大關係。在 2008 年下半年至 2009 年上半年期間，北美和西歐的經濟活動彷彿如從懸崖掉進深淵，即使最近已開始呈現些許溫和復甦的跡象，除了極低利率所發揮的間接影響之外，幾乎不能否認，原物料價格上漲並不是由西方經濟體所帶動。

事實上，原物料價格上漲，令西方經濟體更加為難。舊模式下的原物料價格崩潰，往往有利於西方國家不著痕跡的把「痛苦」轉移到別的國家和地區，但如今這機制已經失效。中國經濟的成功為原物料價格帶來了支持，其他新興國家的經濟因而得到一定程度的保護；而原物料價格上漲，反而令依賴進口商品的西方經濟體因自身消費能力被削弱而變得更難復原。

對於新興地區的決策者來說，2009 年第四季數據的公佈有著好幾項重要啟示。雖然調查結果正面居多，但與 2009 年初所見的強勁成長相比，經濟活動的改善步伐已有減緩。平心而論，這結果並不教人驚訝 — 在經濟剛剛走出低谷、開始反彈時，首波的經濟成長往往會被過度誇大。

成長放緩不單是由於缺乏需求，似乎也 and 供應不足有關；這從訂單積壓和價格上漲可見一斑。和那些已開發國家不同，很多新興國家在這次金融危機中的受傷程度尚屬輕微，而大部分也在復原中。需求激增，貨品供應又相對欠缺彈性，已逐漸演變成更大的通膨壓力。

雖然通膨加劇在短期內不一定會成為重大威脅，但最新公布的滙豐新興市場指數顯示，必須密切監測價格壓力。畢竟，不過才兩年之前，不少新興市場還在窮於應付糧食價格飆升 — 形成通膨的一個重要因素。當時，個別國家為了保護其民眾免受物價高漲之苦而採取各種措施，導致國際關係緊張及貿易保護主義抬頭。基於種種理由，通膨是任何經濟體的大敵，而新興地區的最大疑慮，是通膨對收入分配的影響 — 社會上最貧窮的一群往往也是受苦最深者。

通膨壓力加深，也導致新興國家重新陷入過去的政策困局。美國超低利率讓資金從美國流進新興經濟體，導致後者的貨幣迅速升值。對於原物料出口國來說，即使通膨已受到遏制，貨幣升值會輕易摧毀其競爭優勢 (包括非原物料生產行業)。另一個回應是，在一系列資本管制措施之下升息，務使在毋須大幅調高滙率的情況下收緊國內銀根。第三個回應是直接以加稅、縮減公共支出或補貼基本民生等財政政策措施來對抗通膨。上述抗通膨的措施皆非理想政策，因此，預計在未來幾個月，政策不確定性的陰霾仍會揮之不去。與此同時，新興市場將繼續主導全球經濟發展。

**Stephen King (簡世勳)**  
Group Chief Economist

# 滙豐新興市場指數 (EMI)

## 新興市場於 2009 年第四季成長創兩年來新高

### 主要調查結果：

- 2009 年第四季產出和新訂單大幅增加，成長速度乃 2007 年末以來最快
- 全球貿易回春，出口出現近 5 年來最大成長
- 職缺增加，以應付積壓工作量之上升
- 價格和市場需求同步上揚

### 復甦動能增強，產出成長創兩年來最佳成績

2009 年第四季滙豐新興市場指數 (EMI) 自第三季的 55.3 上升至 56.1，顯示新興市場製造業和服務業的產出出現自 2007 年第四季以來最強勁的季度成長。綜觀前三季的指數，每季數值均高於 50.0 (表示產出擴張)，在此期間，經濟自年初走出萎縮谷底並持續恢復，產出也不斷急速增加。然而，第四季滙豐新興市場指數僅上升 0.8 個指數點，明顯較前一季增加 4.6 個指數點遜色，表示在 2009 年第四季期間，新興市場的復甦步伐放緩。

新興市場指數是根據對 14 個新興市場的製造業和服務業所進行的 19 項採購經理人指數 (PMI) 調查編製而成，旨在及早對經濟趨勢提供最可靠的指標。

新興市場指數調查密切追蹤每季產出變動，並以一系列分類指數輔助說明產出趨勢。本季調查數據顯示，產出在需求上升、出口增加的推動下改善，而廠商也為應付前所未見的積壓工作量上升而增聘人手。另一方面，本季調查數據顯示，市場需求上升，價格壓力也同時加深。調查結果顯示，產品和服務的銷售價格上調，但提高收費或售價往往是為了抵消投入成本上漲。

### 製造業與服務業的景氣廣泛回升

新興市場服務業和製造業的景氣皆出現廣泛的回升，其中製造業的成長更快，產出和新增訂單量的成長幅度是兩年來之冠 — 出口季度成長更是近 5 年來最大；而服務業也見到自 2008 年第二季以來最大的業務量成長。

然而，與第三季相比，服務業業務活動擴張幅度不大，而新業務的成長率也略遜於第三季，顯示服務業的成長動力稍有減緩。不過，值得注意的是，就業務量而言，服務業所經歷的萎縮程度確實小於製造業，因此其復原幅度自然

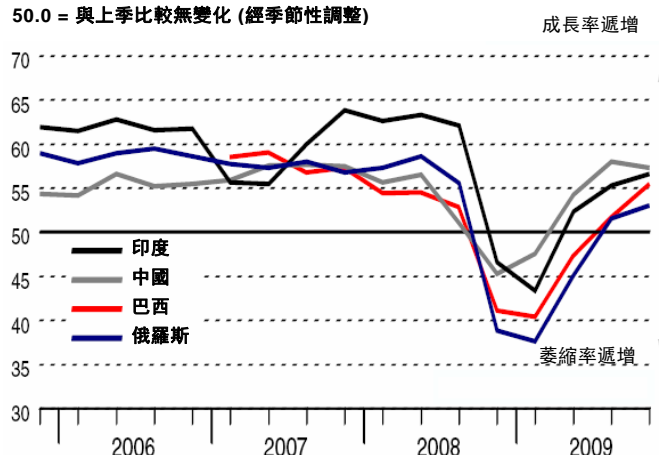
### EMI (產出綜合)

50.0 = 與上季比較無變化 (經季節性調整)



### 「金磚四國」(產出綜合)

50.0 = 與上季比較無變化 (經季節性調整)



不及製造業。綜觀金磚四國市場，中國的擴張率雖較前一季慢，但本季成長依然領先其他三國 — 中國服務業成長雖有所放緩，但製造業產出幾乎創新紀錄。印度的第四季成長幅度略遜於中國，但與巴西、俄羅斯一樣在第四季出現加速。至於俄羅斯，其成長雖落後於其他三國，但總體業務量出現自 2008 年第三季以來最大的成長幅度。

### 就業成長速度逐漸加快

新興市場就業指數接連兩季回彈，第四季的新增職缺數量也創兩年來新高。製造業的就業成長較服務業強勁，但製造業在年初經濟衰退期間大幅裁員的情況也較為嚴重。服務業的就業率則是自 2008 年第三季以來最好，而製造業職缺增加的速度也是 5 年半以來最快。

金磚四國之中，中國在第四季的就業情況最好，新增職缺也最多，創下歷來最佳紀錄。居次者是巴西，而印度則見溫和增幅。在俄羅斯，就業情況卻持續惡化，這點反映出俄羅斯和其他如波蘭、捷克等中歐（及東歐）國家在某個程度上落後於全球經濟復甦。

就業情況好轉，反映需求上升，產能極待擴張。產能不足的事實，從待完成業務量的調查數據中可清楚見到。該項指數兩年來首次出現上升，升幅雖然溫和，但卻值得關注。積壓工作主要集中於製造業，其中以中國的情況最為顯著。

本季供應商交期延宕的情況也反映了廠商產能受到擠壓的問題。需求增加（新興市場廠商大量購進原物料，增幅達兩年之冠）、供應商庫存偏低，是交期延宕的原因。

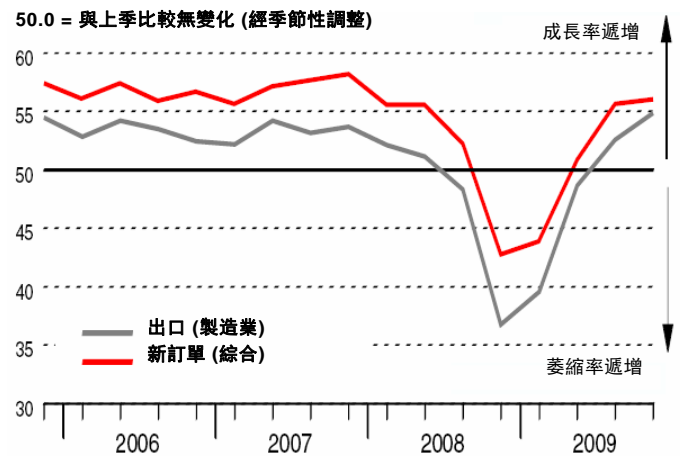
### 廠商調高產出價格，把上漲成本轉嫁給客戶

在 2009 年第四季，通膨壓力持續累積，當中反映了產品和服務的市場需求攀升，供應商訂價能力得以加強。原物料價格上漲，促使製造業的投入成本出現 5 季以來最大的漲幅。為能把上漲成本轉嫁客戶，廠商紛紛調高銷售價格，漲價幅度是一年多以來最大。但市場競爭劇烈，客戶對價格也相當敏感，廠商只能溫和提高價格。

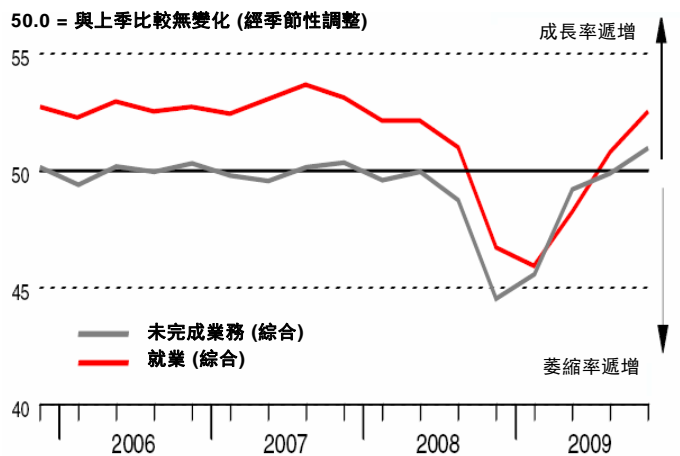
### 前景轉好

本季調查結果，顯示 2010 年經濟前景令人鼓舞 — 製造業的新訂單庫存比率幾達歷史高位，顯示產出必需持續擴大以配合市場需求；另一方面，服務業對業務前景抱持信心，樂觀程度達一年半以來最高。

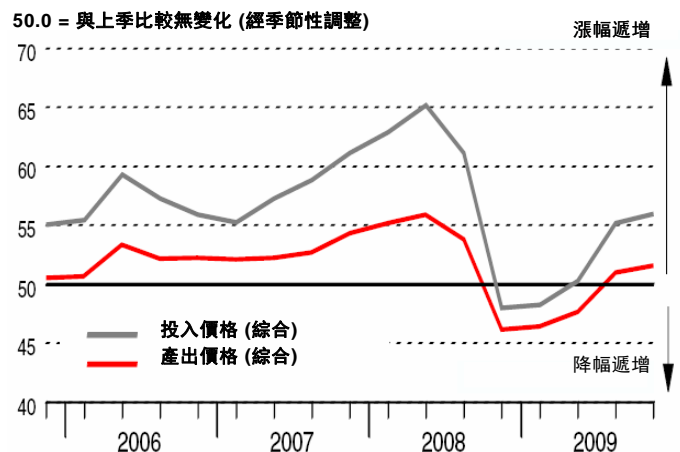
### 訂單與出口



### 就業與積壓工作



### 投入價格與產出價格



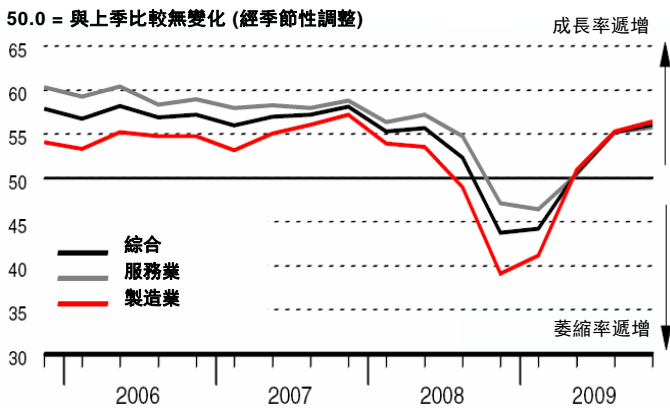
## 產出

### 產出成長創兩年來最高記錄

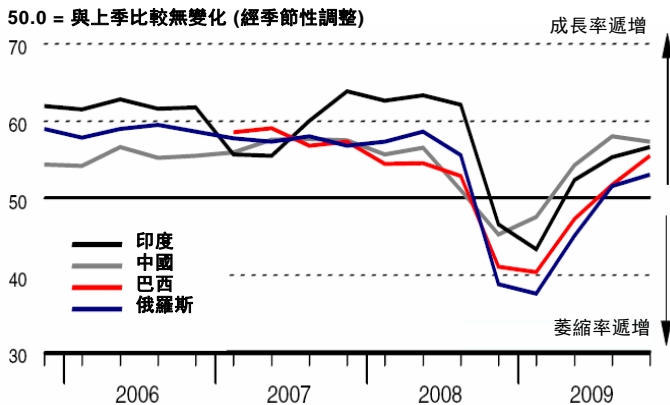
新興市場製造業與服務業的綜合產出在 2009 年第四季創下兩年來最大成長幅度。目前產出已連續三季上升，最近期的成長，說明產出已從 2008 年第四季至 2009 年第一季期間的嚴重衰退中恢復過來。

製造業產出出現兩年來最大增幅，表現略勝服務業；但後者也創下 2008 年第二季以來的最大增幅。四大新興市場中，要算中國的產出成長最強勁（雖然是成長比第三季下降的少數新興市場之一），其次是印度和巴西。俄羅斯的產出成長也在加速，但和其他中歐與東歐國家一樣幅度相對溫和。

### 產出 (按行業計算)



### 「金磚四國」產出 (綜合)



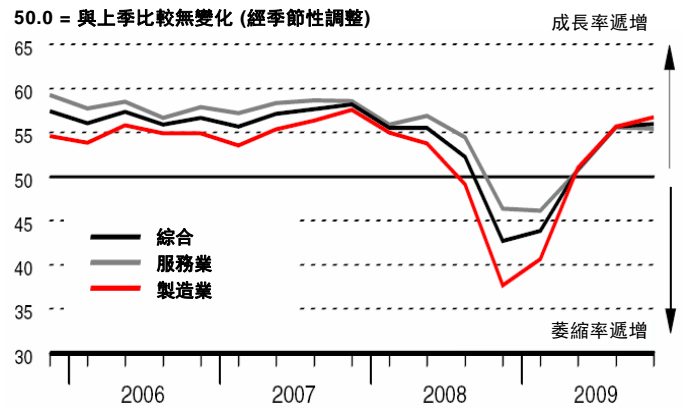
## 新業務

### 2009 年第四季新訂單成長幅度再創高峰，製造業表現領先

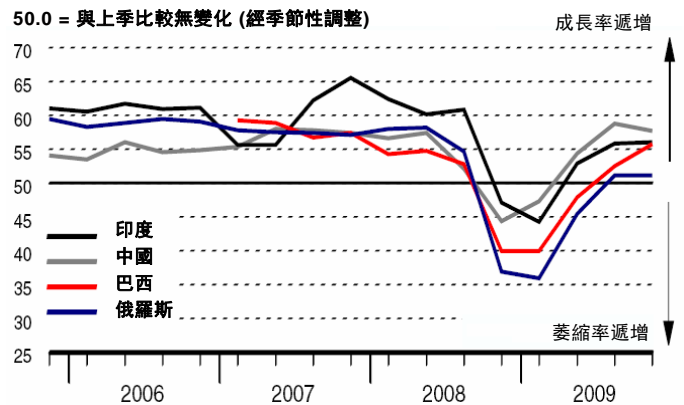
新興市場 2009 年第四季新訂單量上升動能持續，新訂單成長幅度略大於第三季，創兩年來新高。與第三季相比，製造業新訂單增加速度更快，而服務業的新增業務則略有下降。不過，兩者的成長皆非常蓬勃，表示市場需求正在廣泛回升。

各國第四季新訂單量皆見回升。綜觀四大新興市場，中國的新訂單增速最快，其製造業的訂單升幅創調查歷史新高，惟服務業的成長減緩，對總體增幅略有影響。在巴西和印度，需求均呈現強勁成長，而兩國的成長幅度均較第三季度快；俄羅斯則僅有微幅成長，情況與其餘三國成強烈對比。

### 新業務 (按行業計算)



### 「金磚四國」新業務 (綜合)



## 未完成業務

積壓工作量創調查歷史最大升幅

2009年第四季積壓工作量上升，幅度雖然溫和，但綜觀本項調查的歷史數據，近期的升幅是至今最值得關注的，因其顯示積壓工作量自年初急降以來終於出現頗大逆轉。第四季的未完成工作量增加，主要是由於業者（尤其是製造業廠商）未能因應需求攀升而調整產出。

製造業積壓工作量已連續兩季出現成長，而且創下自2005年第一季以來最快增速。臺灣、中國和巴西的成長尤其顯著。服務業於2009年第四季積壓工作量微降，但降幅是自2007年第一季以來最小。印度服務業的積壓工作量雖有上升，但中國和巴西略見下降，俄羅斯的降幅更大，彼此消長互抵。

## 就業

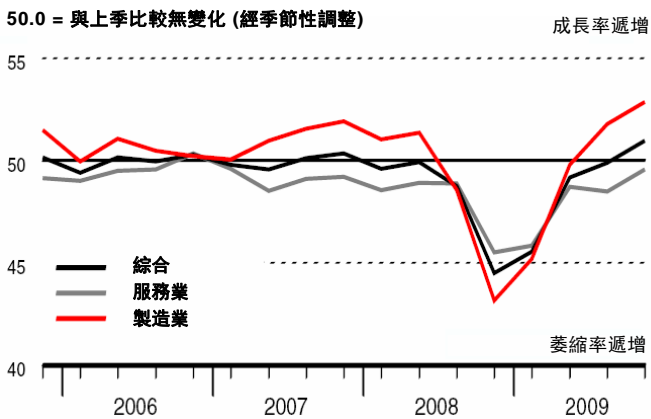
新增職位是兩年來最多

第四季新興市場的就業率連續兩季上升，繼第三季新增職缺溫和增加後，第四季的就業成長率躍升至兩年來高峰。

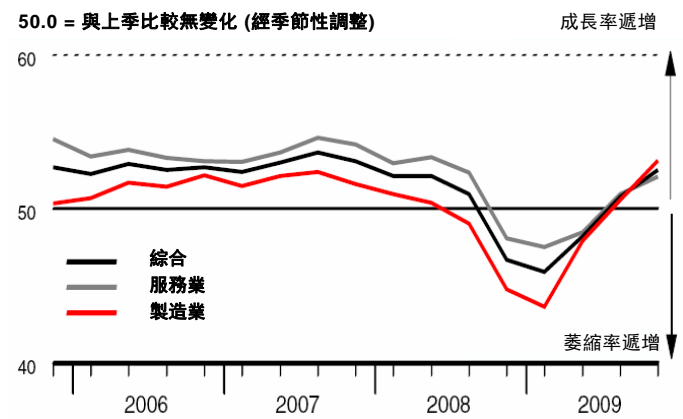
製造業的職缺增加比服務業略快，前者見到自2004年第二季以來最大增幅，後者的增幅也是自2008年第三季以來最大。

數據顯示，主要新興市場中，中國的就業率成長最快（創調查歷史新高），其次是巴西，印度的成長相對溫和（但也創下一年來最高）；但在俄羅斯，就業數字進一步下降，儘管降幅是2008年末季出現裁員潮以來最輕微的。

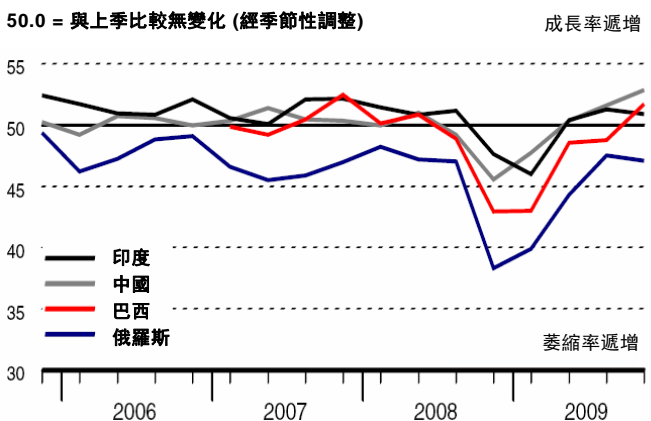
### 未完成業務 (按行業計算)



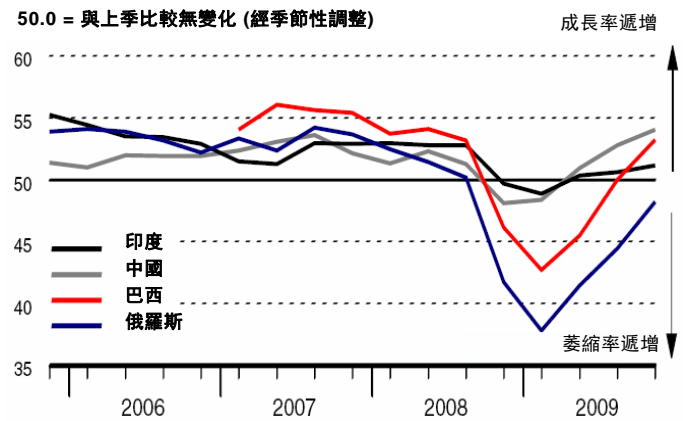
### 就業 (按行業計算)



### 「金磚四國」未完成業務 (綜合)



### 「金磚四國」就業 (綜合)



## 投入價格

### 第四季投入成本加速上漲

新興市場製造業和服務業於 2009 年第四季整體投入成本上漲，漲幅是自 2008 年第三季以來最大。2009 年下半年，成本上漲速度持續加快，反映商品價格(尤其是油價)以至各類服務和產品供應商的訂價能力皆隨著需求增加而有所提升。

製造業第四季的投入價格漲幅尤其顯著，乃 5 季以來最高的。服務業的成本漲幅與第三季相同，遠較製造業原物料價格的漲幅溫和，部分原因在於薪資漲幅較小(服務業成本含薪資、商品與服務費用、燃料、租金和公用事業支出)。

四大新興市場中，中國和俄羅斯的成本漲幅最顯著，印度最微小。

## 產出價格

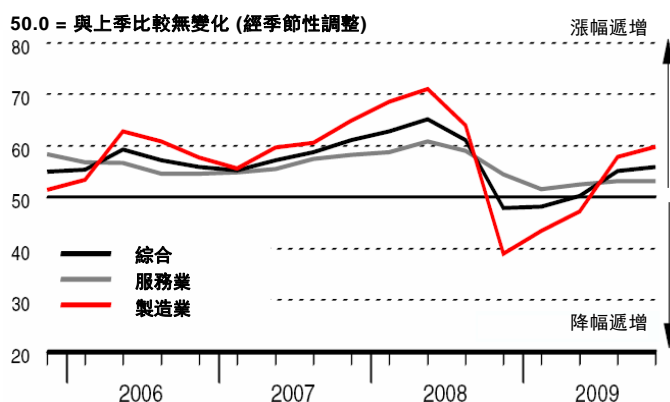
### 產出價格上調，以反映上漲的成本

2009 年第四季整體產出價格連續兩季上升，幅度雖然溫和，但已是自 2008 年第三季以來最強，說明 2009 年初時廠商因市場需求下滑而遭重挫的訂價能力漸漸恢復，同時也反映出廠商(尤其是製造業)急需把上漲成本轉嫁給客戶。

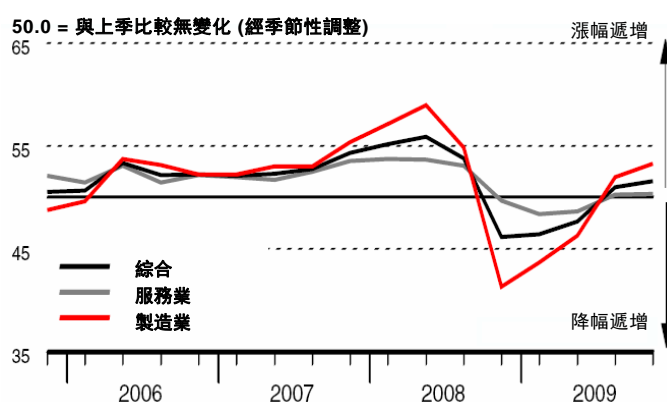
製造業的漲價幅度再次超越服務業，原因是製造業需要彌補原物料漲價對成本的影響。不過，本季漲幅仍低於 2008 年中所見。因競爭激烈，第四季服務業收費僅微幅上調。

各大新興市場中，中國的商品價格和服務收費漲幅最大，其他國家和地區的漲幅則非常溫和。

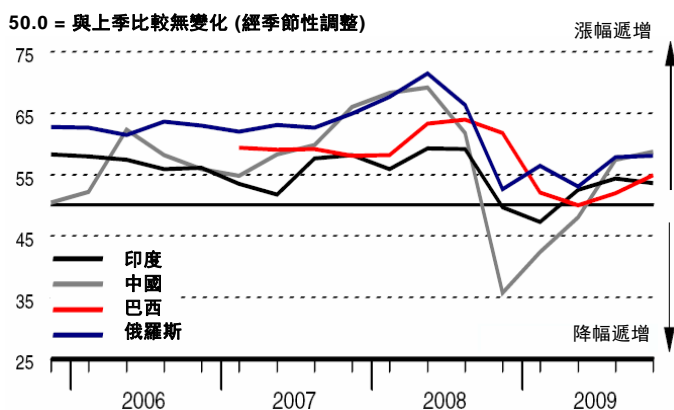
### 投入價格 (按行業計算)



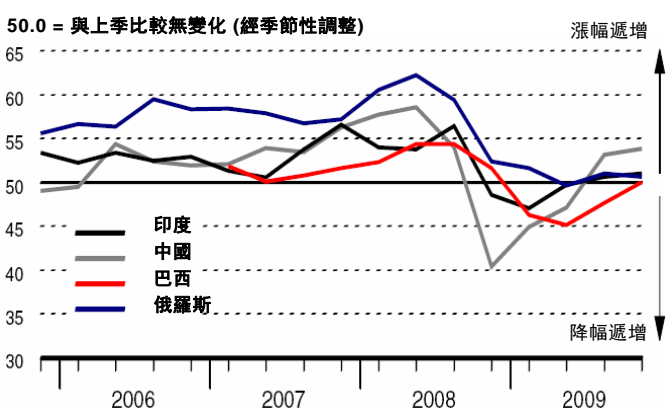
### 產出價格 (按行業計算)



### 「金磚四國」投入價格 (綜合)



### 「金磚四國」產出價格 (綜合)



## 新出口訂單

### 2009 年第四季出口回復成長動能

2009 年第四季製造業出口連續兩季出現成長，顯示製造業已從 2008 年下半年至 2009 年上半年的衰退期進一步復原。本季新出口訂單增幅是 2005 年首季以來最大，顯示新興市場的貿易量出現強勁反彈。

在主要新興市場中，中國的成長最強勁，新出口訂單的增速乃是自 2004 年第三季以來最快的；其次是印度，取得一年以來最強勁的成長。巴西製造業的成長幅度雖微，卻是兩年來首次出現成長。另一方面，俄羅斯的出口繼續下降，但幅度已降至一年來最小。

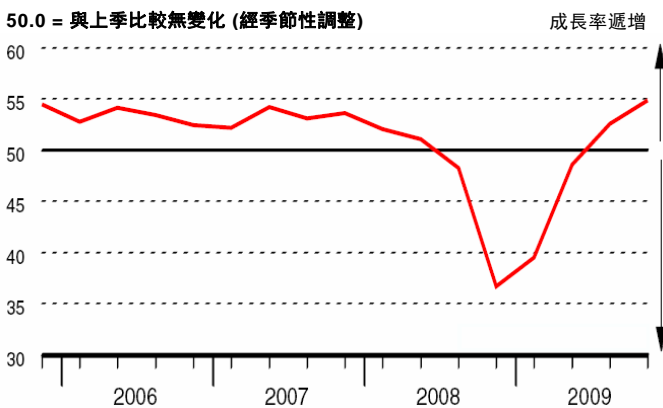
## 採購數量

### 2009 年第四季採購活動成長接近調查歷史高位

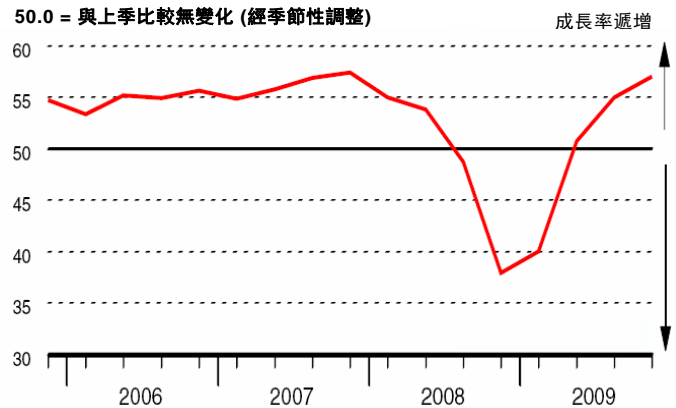
製造業 2009 年第四季的投入品採購量（包括原物料和製成品）連續第三季上升，且升幅強勁，是本調查數據歷來最大季度升幅之一，僅次於 2007 年第四季所見之高峰。採購活動增加，是為了配合更大的生產需求和補充庫存消耗（衰退期間採購庫存嚴重萎縮）。

綜觀本調查覆蓋的各個市場，製造業的投入品採購皆有增加，尤其是臺灣和中國，採購量均有上升（中國的增幅創調查歷史新高）；而中歐與東歐國家的採購活動更恢復成長。

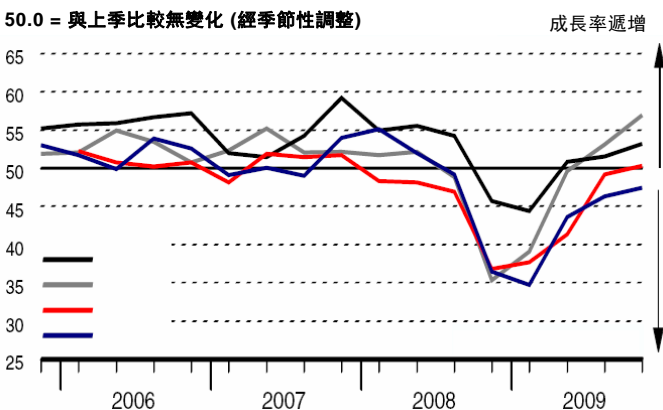
### 新出口訂單（製造業）



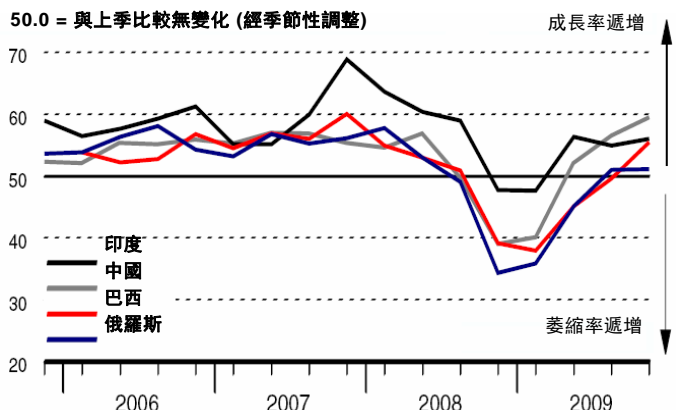
### 採購數量（製造業）



### 「金磚四國」新出口訂單（製造業）



### 「金磚四國」採購數量（製造業）



## 成品庫存

需求不確定導致成品庫存量維持在低點

第四季新興市場製造業成品庫存繼續下降，降幅與前兩季相近，但遠低於本調查數據在首季時所創下的歷來最大降幅。

廠商普遍希望維持低成本，特別是在需求前景尚未明朗時儘量把庫存量維持在最低點。

然而，成品庫存整體的溫和收縮，掩蓋了廣泛地區存在的差異 — 中歐與東歐地區的成品庫存持續下降，且降幅是歷來最大；反觀大多數亞洲國家的降幅則遠較溫和，而印度甚至出現微幅上升。

## 採購庫存

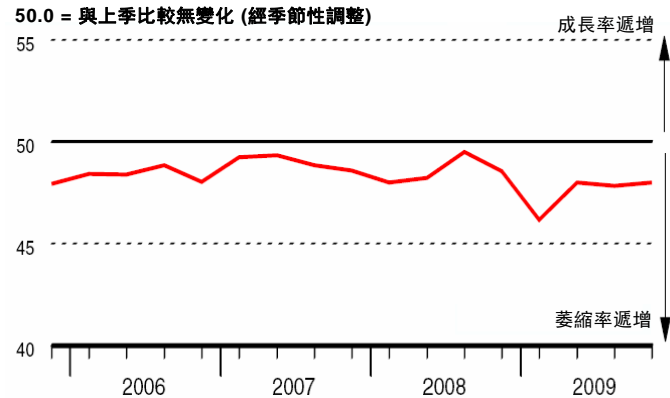
採購庫存的降幅是兩年來最小

在 2009 年最後一季，製造業的原物料採購庫存出現兩年來最小的單季降幅。第四季指數是 49.2，較本項調查數據的長期平均值 48.5 為高，表示庫存量只略有下降。

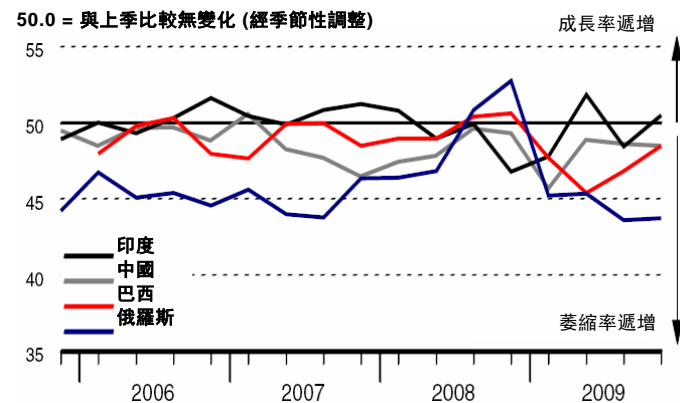
在削減成本的風氣蔓延的第一季，庫存去化速度達到極點，此後隨著全球經濟逐漸復甦，訂單量回升，庫存去化速度也明顯減緩。至於第四季庫存下降的原因，較有可能的是供應短缺，而非廠商刻意去化庫存。

中歐與東歐的原物料庫存普遍持續下降；在亞洲，庫存量大致保持不變或出現增加；在中國，庫存率兩年半以來首次出現（微幅）回升。

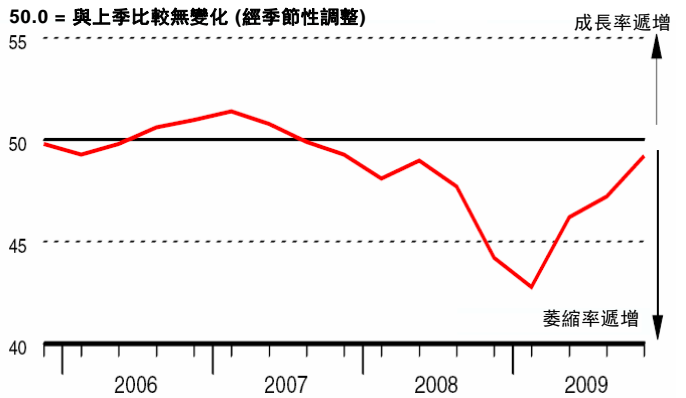
### 成品庫存 (製造業)



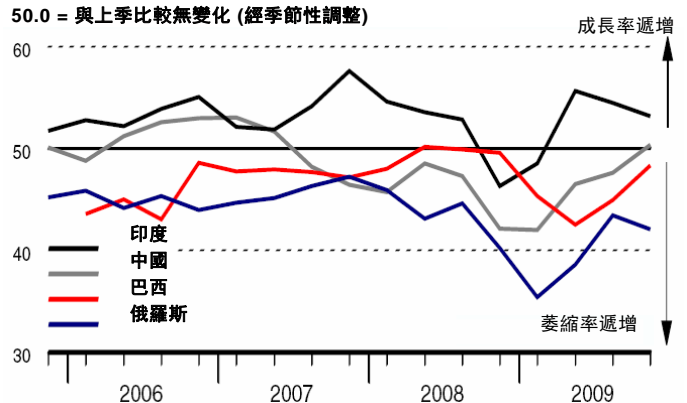
### 「金磚四國」成品庫存 (製造業)



### 採購庫存 (製造業)



### 「金磚四國」採購庫存 (製造業)



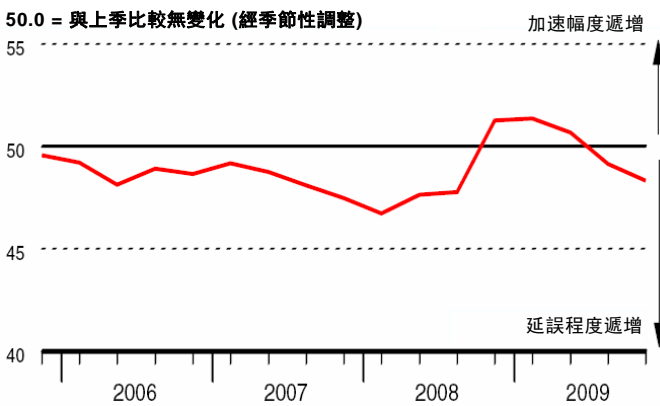
## 供應商交期

### 2009 年第四季供應商難敷原料需求

據新興市場的製造業廠商回報，2009 年第四季供應商平均交期連續第二季出現延宕。(之前三季，供應商的總體表現都在持續改善)。第四季交期延宕的程度是自 2008 年第三季以來最嚴重，顯示供應商的產能正受到更大擠壓。導致這種局面，是因為廠商對投入品的需求不斷上升，而供應商的庫存量卻偏低。

供貨延宕情況普遍出現在各個新興市場(含巴西、中國、俄羅斯、捷克、波蘭等)，臺灣的交期延宕程度更是所有調查地區中最嚴重的。

#### 供應商交期 (製造業)



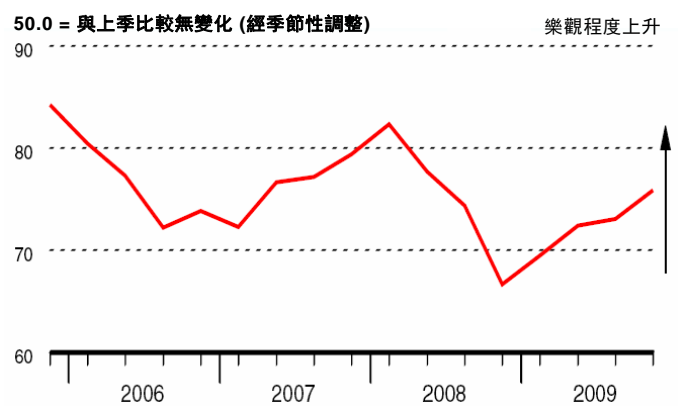
## 業務展望

### 服務業信心回復至雷曼兄弟事件前之水準

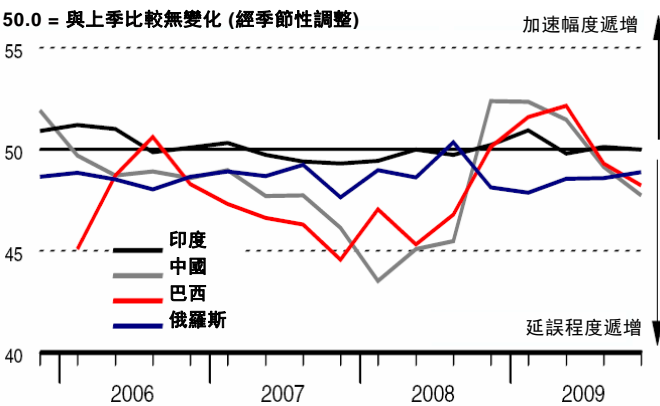
服務業採購經理人指數 (PMI) 調查發現，服務業對未來 12 個月經營前景的信心於 2009 年第四季有所增加，並已恢復至 2008 年第二季以來的最佳狀態。至此，因雷曼兄弟倒閉而嚴重受挫的市場信心可算是已經完全恢復。服務業的信心指數在 2008 年第四季曾跌至歷史低點，但隨後在 2009 年期間情況已大有改善。

第四季數據顯示，巴西和俄羅斯的信心指數進一步上升(分別接近兩年新高和3年新高)，印度保持平穩，中國略見下降。然而，調查仍顯示金磚四國服務業的經營信心皆遠超出於年初時所見之低點。

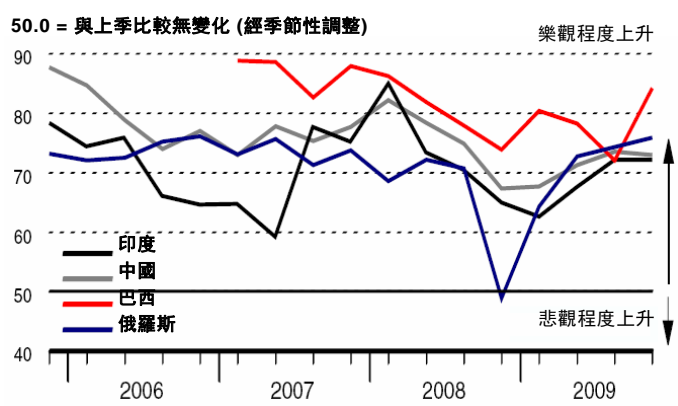
#### 業務展望 (服務業)



#### 「金磚四國」供應商交期 (製造業)



#### 「金磚四國」業務展望 (服務業)



## 背景資訊

### 關於本調查

「滙豐新興市場指數 (EMI)」是加權綜合指數，數據來自多個新興市場採集的採購經理人指數 (PMI)，相關的國別和地區包括捷克、香港、以色列、墨西哥、波蘭、新加坡、南非、南韓、臺灣、土耳其，以及日益重要的「金磚四國」經濟體 (巴西、俄羅斯、印度和中國)。調查密切觀測逾 5,000 家受訪公司的經營狀況。

採購經理人指數 (PMI) 調查是 EMI 的數據來源。該調查已成為全球密切關注的商業調查，因能準確預測官方數據而享有盛名。本調查在各國採用統一的數據採集方式，調查樣本庫按地理分布以及在國內生產毛額 (GDP) 的比重，並依據國際標準行業分類法 (ISIC) 進行分層抽樣。

根據每月中旬收集的數據，調查結果可反映當月對比上月的變化。每項指標都以「擴散」指數形式呈現，由此可得知選答「上升/增加」的樣本數比例與半數選答「持平」的樣本數比例之和。「擴散」指數具有先導指數的各種特性，是能夠概括性顯示當前主流變化趨勢的簡便指標。指數高於 50 表示該單項整體上升；低於 50 表示該單項整體下降。所有資料為經季節性調整後之數據。

從個別國家收集所得的製造業和服務業資料，按其在相關國家和區域所佔國內生產毛額比重加權計算，編製出可反映國家整體經濟或新興市場狀況的指數。

### 資料來源

國家/地區	出品機構
巴西	Markit
俄羅斯	Markit
印度	Markit
中國	Markit
南韓	Markit
臺灣	Markit
香港	Markit

南非	BER
新加坡	SIPMM
以色列	IPLMA
土耳其	Markit
波蘭	Markit
捷克	Markit
墨西哥	IMEF/滙豐

### 滙豐

滙豐控股是滙豐集團的母公司，總部設於英國倫敦。滙豐集團在歐洲、亞太、美洲、中東和非洲的 86 個國家和地區設有約 8,500 個分支機構，服務全球客戶。截至 2009 年 6 月 30 日，滙豐資產合計 24,220 億美元，乃全世界規模最大的銀行及金融服務機構之一。滙豐在全球的推廣理念是「環球金融，地方智慧」。

詳細資料，敬請瀏覽 [www.hsbc.com](http://www.hsbc.com)。

### 關於 Markit

Markit 乃知名環球財經資訊服務公司，僱員 1,400 多人。公司獨立提供各種資產類別的資料、評估和交易處理服務，以利提升透明度、降低風險和提高運作效率。公司客戶包括當今財經市場上多家重要機構。詳細資訊，敬請瀏覽 [www.markit.com](http://www.markit.com)。

### 關於 Markit Economics

Markit Economics 專門編撰各種商業調查報告和經濟指數，當中就包括為歐元區和「金磚四國」在內的 26 個國家和主要地區所編撰的「採購經理人指數 (PMI)」系列。PMI 系列指數已成為全球密切關注的商業調查資料，因能夠適時、準確而獨到地把握每月經濟動脈而深受各國央行、金融市場和商業決策者推崇。

## 聲明

本報告已盡力確保統計資料及其他內容的準確性，若出現任何錯誤或疏漏，對於該等錯誤或疏漏以及由該等錯誤或疏漏所產生的任何損失或附帶損失，出版方和資料提供方概不負責。本報告所提供之資訊不應被視作投資建議，投資者作出投資決定前，應當諮詢專業理財人士。

[www.hsbc.com](http://www.hsbc.com)

由滙豐控股刊發  
HSBC Holdings plc  
8 Canada Square  
London E14 5HQ

滙豐控股 2010 年  
保留一切權利