

從長遠看世界與中國經濟

---現場的演譯

[曾澍基 \(www.sktsang.com\)](http://www.sktsang.com)

香港浸會大學經濟系教授

2008年10月11日

香港理工大學中國商業中心

『美國金融海嘯會否成為中國的黃金機會』研討會

首先感謝大會給這個機會，讓我講這個熱門的話題。不過我先道歉，因為我現時的聲線比較差，精神狀態也不足。原因很簡單，在過往的幾個禮拜，我每晚都盯著電視看一系列的恐怖片。不過，這些恐怖片不是講一些虛擬故事，而是即時實播在世界各大金融舞台上演的真人秀。由於美國的市場於香港的清晨才完結，我只能遲睡，亦睡得不好。

我今日所講的會令大家情緒進一步惡化。我是出了名的悲觀論者，但現在全球的形勢想更加悲觀都難了。我不過是繼續自己一直以來的觀點。

我認為今次金融海嘯最根本的一個原因，就是以美國為首的世界資本主義經濟系統多年來積累的深層矛盾的結果。矛盾的關鍵在於：美國、歐洲、日本內部過度消費及投資，對未來、對世界其他國家缺乏應有的責任感。但很不幸，1950年代之後以美元為主導的國際貿易及金融機制，便利了先進經濟把短期代價轉移。實質上，是要其他國家和地區預支它們不斷堆積起來的債務。

目前的困局，是美國帶頭的世界資本主義的利潤實現和國際償還的危機。第一，利潤實現的危機 (profit realization crisis)，即以往的投資要拿回報，現在沒有足夠的利潤去補償和報酬這些過去投入的資金，部分投資就要作廢；第二，是超前消費，消費了的始終都須付鈔，美國的貿赤就形成另一種國際債務償還的危機 (international repayment crisis)。在這個過程裏面有得益者，也有受害者，是幸運還是不幸便要看你站在甚麼位置。中國是其中的少數得益者之一，亦有很多第三世界國家屬受害者。

簡單來講，我用的觀點是長波(long wave)理論，即每 60 至 70 年世界資本主義會出現一次大型的波動。但這次跟上一回 1930 年代不同，現時世界中央銀行或金融操控當局的能力是史無前例的。美國聯邦儲備局在 1913 年成立，在 29 至 33 年的大

蕭條時它能夠使用的工具非常有限，目前全世界央行處理危機的能力大得多；但是，始終有個限度，不可能永遠把危機拖延。他們最大的差誤是不及早讓內部經濟作一個清理，把那必然要來的調整越來越推遲。需要的調整是什麼呢？很簡單，如果債務過度堆積，便須清毀債務（**debt destruction**），令企業、團體和個人重新上路；此外並沒有任何短期的、方便的解決方法。

這種看法不單是激進的經濟學家或馬克思主義者所講的，最右的奧地利學派也是這樣說。現在對世界中央銀行或美式資本主義的批評角度來自兩個極端，最左跟最右，都一致反對資本主義政府不讓經濟進行必需的債務清毀。

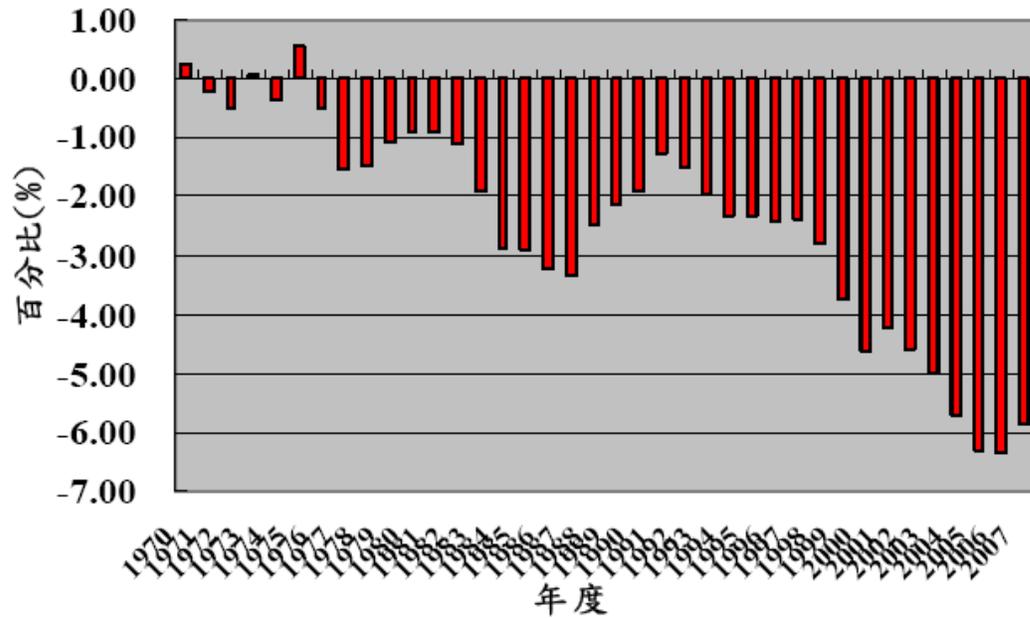
事實是，債務不只不降，反而急升。世界整體過度的資金供應及不合理的低利率，令以歐美為首的金融機構各出奇謀爭取利潤，催生地產樓房泡沫；此外亦推出各種高風險、高回報的投資/投機工具，吸引顧客並互相對沖，槓桿上加槓桿，不少中央銀行礙於自由市場意識型態，以至認識所限，難以進行有效監管。

當然，美式的世界資本主義並不是一個同一體：資本主義的利益非常紛雜，有時甚至會拚過你死我活，金融機構跟實業集團的利益可能不同。很大程度上，當前的危機是微觀上自私、失控，宏觀上央行或財政部則半知半不知，繼而力挽狂瀾，結果越演越烈。Alan Greenspan 可能三、四年前已經發覺出了大問題，但並無有力地抑制危機。現在的 Paulson 班子則被迫採取自由經濟擁護者不會用的措施：包括把主要銀行及金融機構部分國有化。

很多史無前例的措施都推出了，能否挽回則要看未來的發展。中國近年在這種形勢下得益不少。不過，世界上根本不會有無代價的大國復興這回事。用通俗說法：「有咁耐風流」，我不說下一句，因為有人說了下一句後果很嚴重，大家都明白我的意思。無論如何，大家不用太害怕，中國所面對的問題遠遠比不上美國、歐洲、日本那般嚴重。

以下是一些數據資料，嘗試支持我上面的主要論點。第一，美國的過度內部消費：大家看一下，美國的貿易逆差，這個逆差主要就是大量進口消費品的後果，它佔 GDP 的逆差比率一路擴大，直到 6% 的境界。一般發展中國家的逆差佔 GDP 比率到 5% 已經面對相當危機，美國作為世上最大一個強國，這樣做的確不負責任。1970 年代之前並沒有這樣子的過度消費。

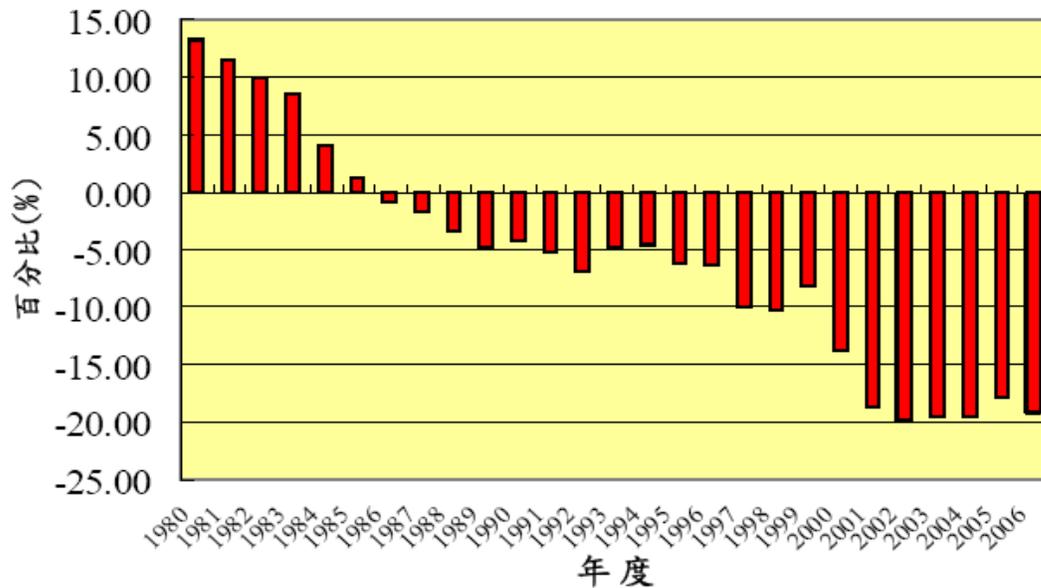
美國貿易逆差對GDP的比率



資料來源：國際貨幣基金組織 (IMF)/US Dept. of Commerce

第二，美國從世界上最大的債主，即擁有國際淨資產、輸出资本，變成全世界最大的負債人。當全世界最強大的國家變成「債仔」時，你可以想像這個世界的金融制度會穩定到什麼程度。

美國國際淨資產 (NIIP) 對國民總收入 (GNI) 的比率



資料來源：IMF

除美國之外，歐元區、日本都有不平衡的地方。例如看經常項目的順差和逆差，以及國際淨資產或淨負債相對於 GNI 的比例。美國最差，歐洲貿易相對平衡，但其實國際投資方面也是淨負債。日本則剛好相反：有龐大的外貿盈餘、龐大的資金輸出。基本上是由日本把盈餘的錢通過投資交給美國和歐洲，完成實際上的循環。當然除了日本還有中國，中國實際也在支持這兩個負數。這形成國際金融的亂序。

美國、歐元區與日本的對外經濟不平衡

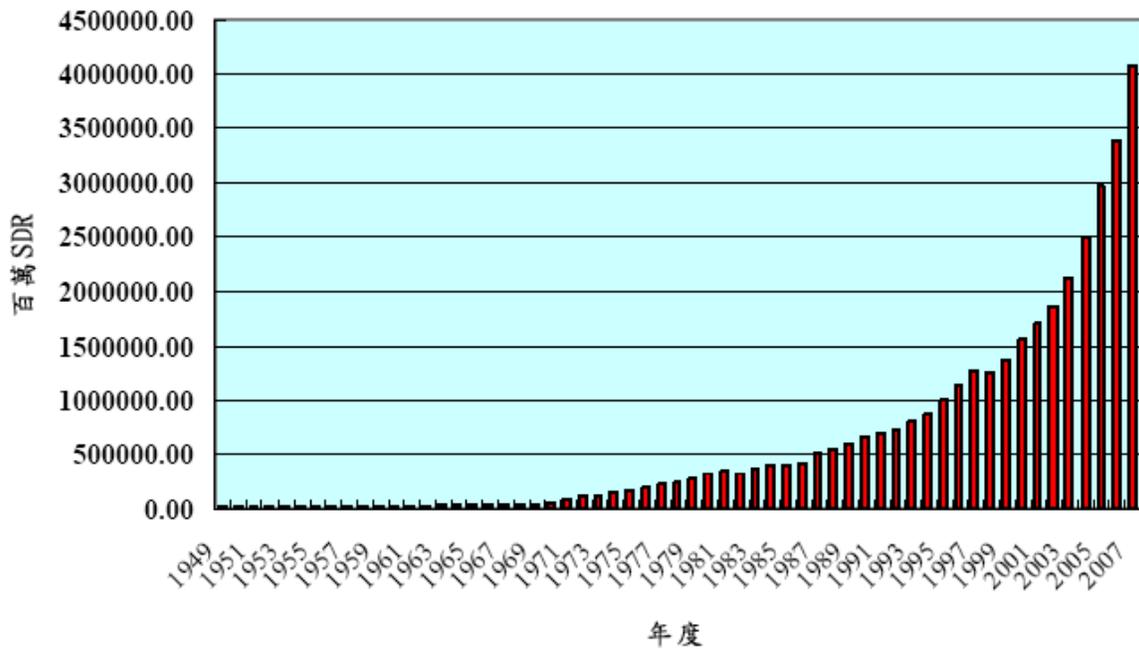
	經常項目/GNI(%)	國際淨投資資產/GNI(%)
國家/年份	2006	2006
美國	-6.11	-19.14
歐元區*	0.01	-12.23
日本	4.65	41.1

*因資料所限，歐元區的比率是對GDP而非GNI。

資料來源：國際貨幣基金組織。

爲了融通這些不平衡，擴張貨幣供應屬最便利的方法。國際貨幣基金組織的數字，顯示全球的國際儲備（不含黃金，即純貨幣），在 70 年代之前增長相對少，但到 70 年代，因尼克遜總統要打越戰，不夠黃金讓其他國家兌換，因此放棄美元可兌黃金的制度。世界自此以再無制約的美元作爲主要的國際儲備(當然亦有馬克(歐元)和日元，但美元始終佔壓倒優勢)。發行美元不再需要黃金作後盾，國際儲備便開始爆炸性上升，出現濫發後果。

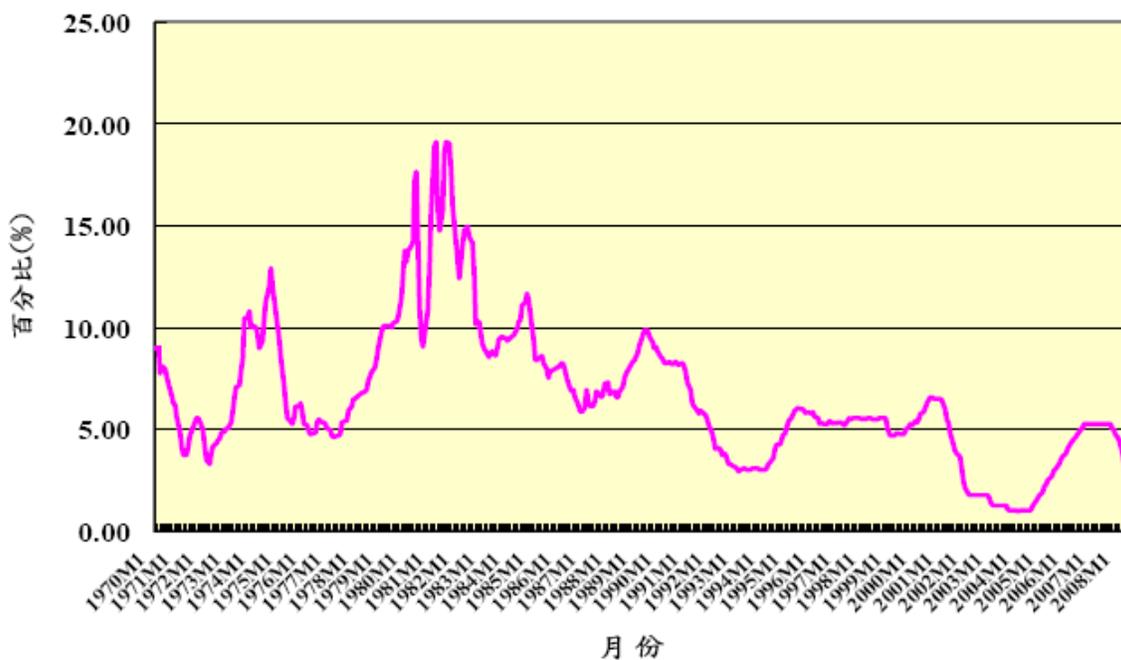
全球的國際儲備(不含黃金):1949-2007



資料來源：國際貨幣基金組織

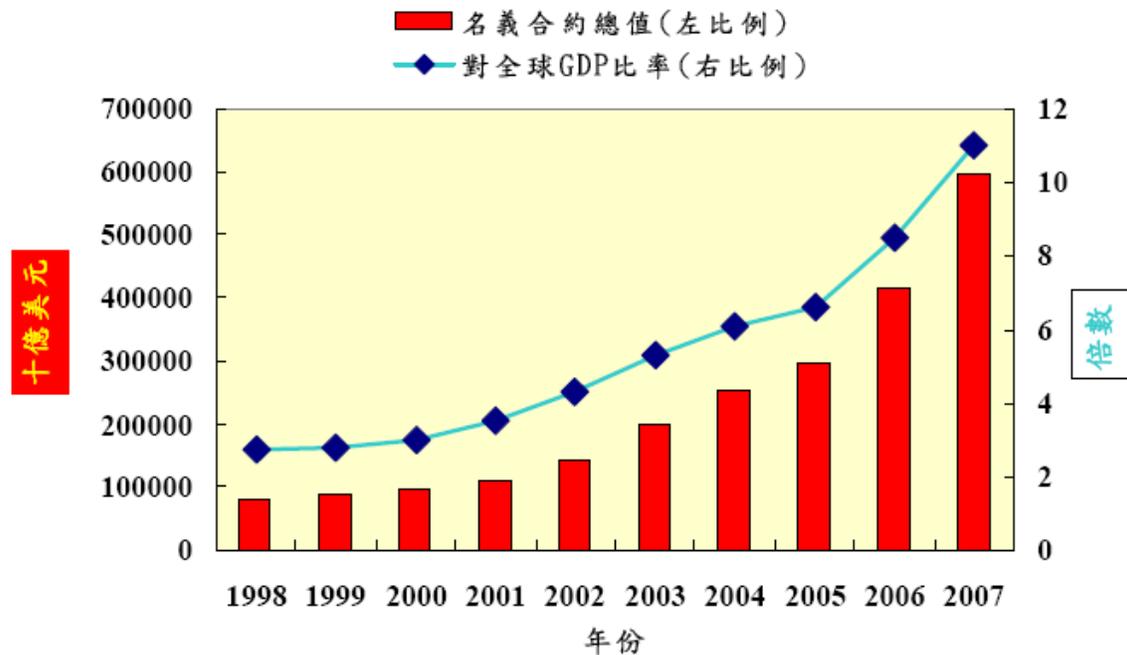
不幸地，除了 Paul Volcker 這個美國前兩任的聯邦儲備局長肯逼美國經濟進入調整，將息口加至 20% 水平，其後的 Alan Greenspan 和 Ben Bernanke 都不願意美國進行真正調整，反覆不斷將利率下降。Alan Greenspan 在任的最後幾年裏差不多降到接近零，升了上來又再降過，根本就不讓美國清理經濟，雖然出現上面那麼多不平衡的現象。

美國聯儲局利率



這種做法(低利率加貨幣供應擴張)的另一效果，就是催生各種各類的投資或投機的金融衍生工具 (financial derivatives)。這些工具的特點是槓桿很高，即是用孖展，例如是一對五或十的孖展，然後再發一個新的衍生工具，再一對五或十，槓桿上再加槓桿，從而不斷擴大規模，越賭越大。2007 年，全球場外的衍生工具的名義合約等於這個世界的生產總值的 11 倍，1990 年代後期只是兩倍多些，急升都在最近幾年。央行知不知道呢？是知道的，但問題是它們不大瞭解這些衍生工具的實質。大部分的央行行長或總裁都並非出身於金融系，而是傳統的經濟系或其他科目。傳統的經濟系基本上是不搞這些的，所以美國的財長要找以前高盛的頭頭去做。如果不是 Paulson，Bernanke 根本不太清楚近來的衍生工具產生了什麼實際風險。

全球場外交易 (OTC) 衍生工具的名義合約價值近年急升



資料來源：國際清算銀行、世界銀行

IMF 今年 4 月發表一個報告，顯示全球幾次大災難的損失佔 GDP 的比例。美國上一次的 Saving and Loans 危機，86 年至 95 年，損失佔 GDP 比例約 5%。這次美國引發的 subprime crisis，數值大很多倍，佔的比例已經高過 80 年代，但還沒有日本那樣大災難。那次日本衰退達 15%，美國估計約 7%。

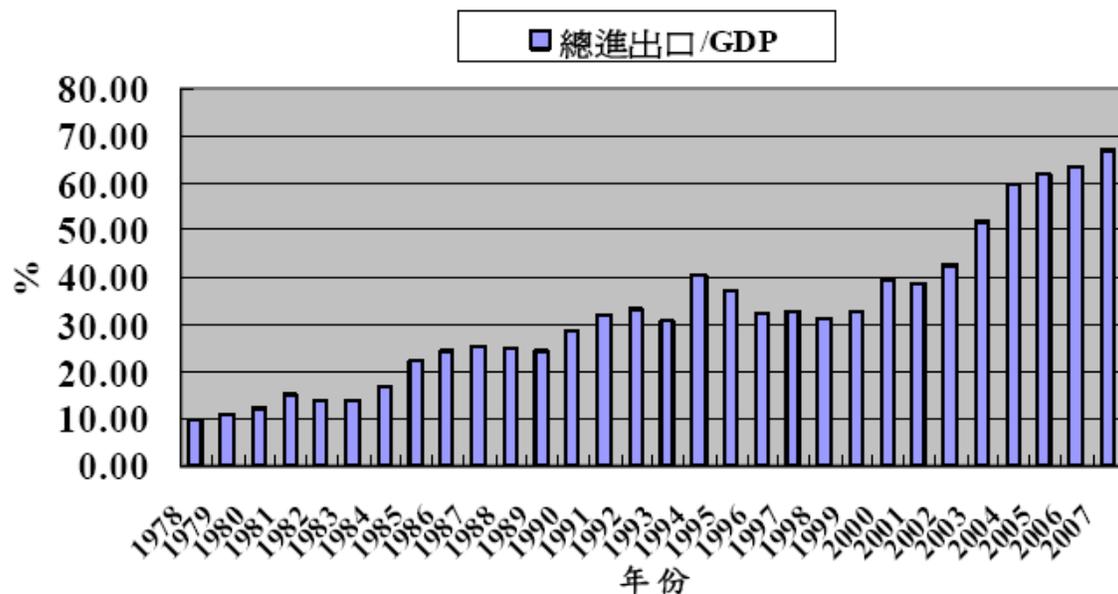
但這些資料是過時的，前兩天 IMF 才再次發表報告，把 subprime crisis 的損失由 9 千幾億美元增加至 1 萬 4 千億，即已經接近 10%。雖然程度仍不及日本，但日本的經濟危機令日本經濟衰退十年，假設打一半折扣，美國衰退 5 年，但美國衰退 5 年比日本衰退十年對這個世界的影響更大得多。無論如何，分析估計短期之內須大修改，可見情況正急轉直下。

基本上，金融海嘯的形成有其遠因及近因。在它近幾年的最後衝刺裏，中國經濟得益不少；於對外貿易、吸引外資、銀行業大翻身等方面，情況都十分明顯。不過，代價是：與 1930 年代不同，中國當前跟世界經濟的接合(coupling)升高了很多，當然程度跟美國與日本式的接合，或者是歐美和東亞小型開放經濟，新加坡與 ASEAN 的接合，還有一段距離，因為中國的資本項目仍未完全開放，加上其他貿易方面的管制，並非一個完全的市場經濟。1930 年代經濟大衰退的時候，中國基本上是與外在世界沒有顯著的交往，因為它還很落後。蘇聯一樣，故此，上一次蘇聯跟中國避開了世界資本主義長波下浪的惡劣影響。

經過三十年的對外開放，21 世紀中國跟歐美經濟的接合程度卻提高了很多。所以，如果金融海嘯引致世界經濟增長急劇收縮甚至衰退，資金大量人間蒸發，各國對外產品及服務需求下滑，中國經濟肯定在一段時期內會遭受頗為負面的影响。經濟急速增長不會沒有代價，得益者在巨大調整階段不可能不“受害”。問題是代價多少？如何將之減至最低，並儘早復原，再推進發展。

下面是一堆證據。中國作為得益者的第一件事是做了世界加工廠，這主要在中國 2001 年加入 WTO 之後發生，中國不單自己輸去美國，而且還替其他地區加工然後輸去美國，世界其他地區又輸去美國，美國到中國設廠(例如 Walmart)，又再輸回美國，所以中國的貿易不斷擴大，這就是中國貿易的對外貿易依存率(trade dependency ratio) 向上攀的原因。全世界的大國，美國、日本、印度等大約只有 20%，中國接近 70%。當然其中有重複計算的誤差，因為中國做加工，貨物從中國運出運入，令數值有所加大，但趨勢本身非常之明顯。對外貿易依存率不斷上升，這在未來是要檢討的。

中國的對外貿易依存率

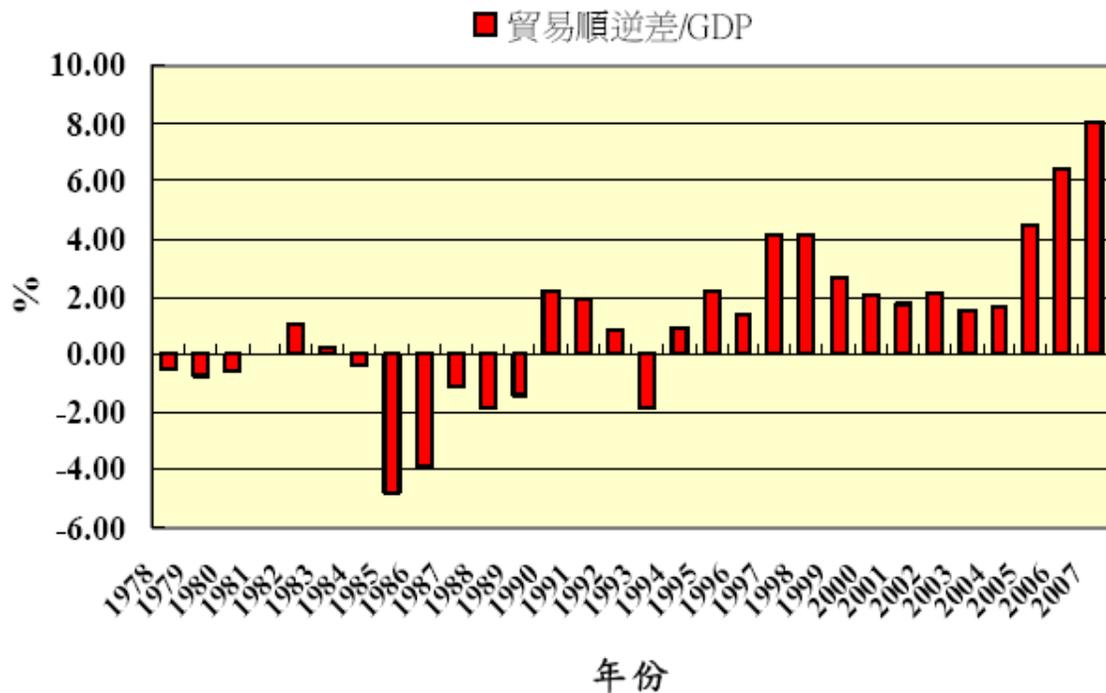


資料來源：中國商務部、國家統計局

第二，中國在這個過程中賺大錢，貿易的順差佔 GDP 比例，在 2007 年是 8% 左右，美國的貿易逆差也只是 6%。作為世界貿易最重要熱點，大陸的港口非常興旺。全世界四大貨櫃碼頭的排名，2003 年香港第一，新加坡第二，上海和深圳只有香港一半左右。到 2007 年上海已超過香港，而深圳亦接近香港，它們的增長率驚人。為什麼興旺呢？因為中國變成世界加工場，它跟世界經濟的接合程度迅速增強。

此外，我們外匯儲備成爲世界第一，2006年2月是中國人驕傲的一個月份，因爲我們的外匯儲備首次超越日本，登上寶座，有1萬5千多億美元，今年估計有機會達2萬億美元。

中國貿易順差近年大幅上升



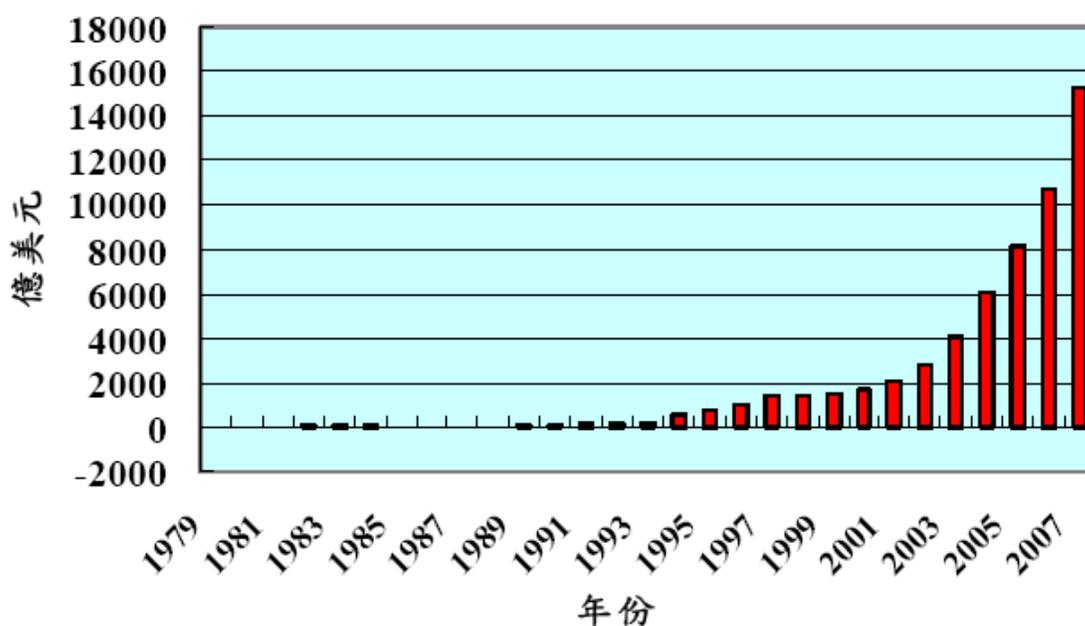
資料來源：中國商務部、國家統計局

中國作為得益者：港口興旺

世界首四位貨櫃碼頭吞吐量

港口/年份	標準貨櫃箱(百萬)	相對比率 (%)	相對比率 (%)
2003			
新加坡	1841.05	100.00	
香港	2044.90	111.07	100.00
上海	1128.17	61.28	55.17
深圳	1061.45	57.65	51.91
2004			
新加坡	2,132.91	100.00	
香港	2,198.40	103.07	100.00
上海	1,455.72	68.25	66.22
深圳	1,361.52	63.83	61.93
2005			
新加坡	2,319.22	100.00	
香港	2,260.20	97.46	100.00
上海	1,808.40	77.97	80.01
深圳	1,619.70	69.84	71.66
2006			
新加坡	2,479.24	100.00	
香港	2,353.90	94.94	100.00
上海	2,171.00	87.57	92.23
深圳	1,846.89	74.49	78.46
2007			
新加坡	2793.54	100.00	
香港	2388.10	85.49	100.00
上海	2615.00	93.61	109.50
深圳	2109.91	75.53	88.35

中國近年急升的外匯儲備



資料來源：國家外匯管理局

接著是中國的銀行大翻身，股市大翻新。下表總結了 H 股和紅籌股在香港的發展情況：在 2005 年底三種有內地背景的股票佔香港總市值 4 成不到，佔成交額五成不到，上年年底佔香港的總市值已接近六成，佔成交額已經 7 成。恒生指數根本已經不代表香港經濟，不如改名為大陸指數。上年年底，香港股票市值等於香港生產總值的 12.81 倍，現在人間蒸發，剩下不知道還有多少。但上年年底熊市未來到之前，超過 12 倍，非常驚人。數值主要靠中資，這就是國內銀行、股市大翻身的其中一個表徵。

香港交易所上市的中國內地企業 (主板及創業板)

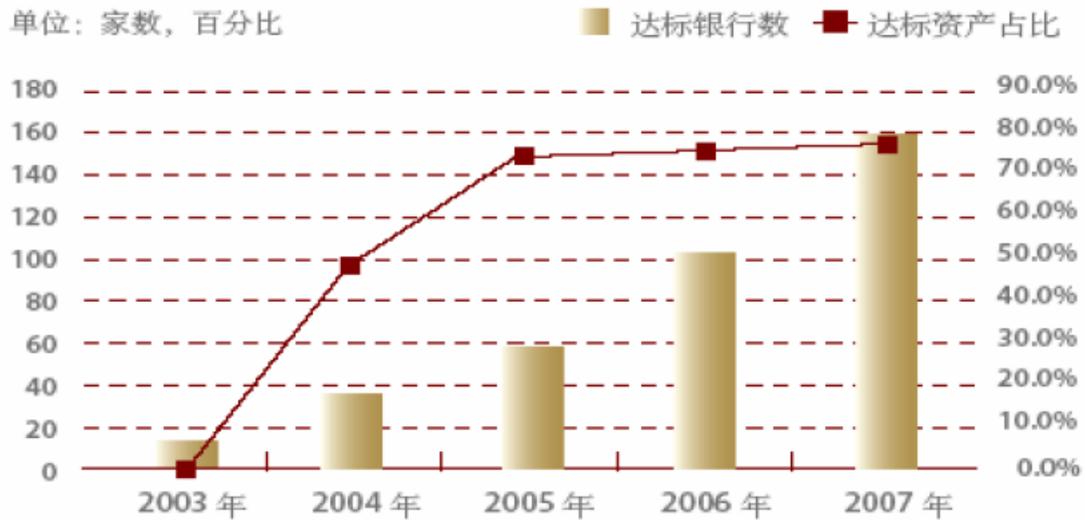
	2007 年底	2006 年底	2005 年底
H 股—H Shares (只)	146	141	120
紅籌股—Red Chips (只)	93	90	89
非 H 股內地民營企業 —Non-H Share	200	136	126
Mainland Private Enterprises (NHMPE) (只)			
市價總值 market capitalization share	58.2%	50.3%	39.0%
(佔整體市價總值百份比)			
成交金額 turnover share (佔整體成交金額百份比)	70.9%	60.0%	45.9%
(佔整體成交金額百份比)			
香港股份市價總值 (億元)	206,975	133,377	81,133
對香港 GDP 比率	12.81 倍	9.03 倍	5.87 倍

資料來源：http://www.hkex.com.hk/data/markstat/markhighlight_c.htm

我在浸大裏教一科叫中國之財政與金融，已教了十幾年。我以往的慣例是首先唱衰中國，因為中國不良資產的比率 90 年代官方講是 20%，非官方估計是 40%，當時的爭論是中國銀行實質上是否已經破產。有一個世界銀行經濟學家經過香港時跟我講「技術上中國銀行系統已經破產」。我回應說，「技術上它已破產，但實際上它永遠也不會破產」。

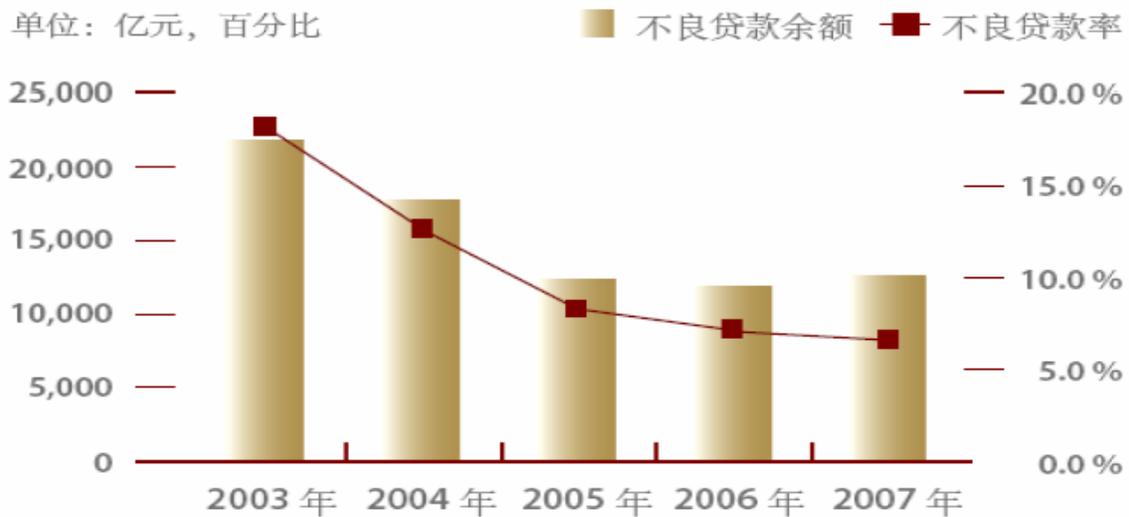
中國作為得益者：銀行業大翻身

图4：资本充足率达标商业银行数量和达标资产占比
(2003 - 2007年)



資料來源：中國銀監會2007年報

图5：主要商业银行不良贷款余额和比率
(2003 - 2007年)



資料來源：中國銀監會2007年報

22

不良資產的比率，2003年時僅低於20%，現在已跌至5%。那數間上市銀行更只有3至4%，為何可以翻身得這麼快？資本充足比率達標差不多一下子由接近零升至80%，錢從哪裏來呢？不外引入外國的策略性投資者、在上港上市等諸如此類。

所以，我的結論很簡單，中國是得益者。得益者不可能在這個大調整的階段下不受害。我不相信在世上沒有免費午餐，但我信無代價的大國復興很難出現，問題只是代價有多高以及如何將之減至最低程度。

由於接合程度增強，一些經濟學家用嚴謹的計量學計算過中國出口的本地增加值(domestic value-added)，發覺它不斷上升。關家明先生的同事 Stephen Green 寫過文章，引用了國際學者這方面的結論。其中幾位學者甚至說中國的本地增加值平均接近50%，即100元裏有五成是中國附加上去的，這和我們只有百份之十幾甚至更低的傳統講法很不同。當然這些分析可以爭論，50%未必對，可能只有30%或40%，但相對於當初我們賺10%至20%的加工費，加入WTO之後已經不是這樣了。如果自己的出口附加值上升，出口下降對GDP影響會擴大。如果你只收加工費，賺錢少了也影響不大。現在不是，因為對提供本地增加值的有關企業會造成更大的負面效果，即第二輪(及其後)的乘數效應擴大了負值。所以，估計如果中國出口由2007年20%實質增長率跌至單位數字甚至是零的話，GDP因而要調低的百分點，將會是1.5至3.0，假設GDP現在平均是10%，將會跌至8.5%或7%，故此越來越多人預測中國明年的GDP是7%至8%。

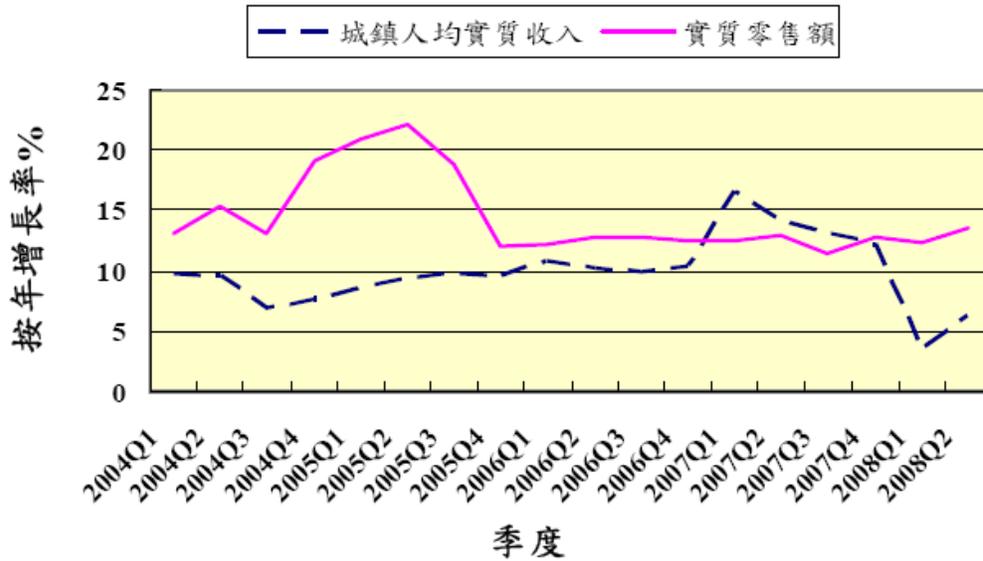
這只計算外貿，其放慢的勢頭比較2008和2007兩年已明顯可見。資金流動又怎樣呢？資金流動有兩種效果，有人認為今次金融海嘯令資金人間蒸發和毀滅，資金供應少了，因此流入中國的也會減少。第二，如這個主要是歐美的危機，資金可以轉移，中國便可能受益。一個效應是負面的，另一個是正面的。

到目前為止，看中國的A股、香港的H股和中國的B股的走勢，似乎正面的轉移效果不很明顯，蒸發效果蓋過了轉移效果。希望這是錯的，有很多人認為2008年大跌後應該值得撈底，或者陳文鴻兄會認為中國的股市就會「好抵」。這是一個可能，我不知道。但要留意的是近年有很多錢從不同渠道，非法或不算合法的途徑，進入中國。每年我們新增的外匯儲備內有一顯著比例是經常項目順差及外商投資以外，不易直接解釋的「熱錢」，我們倒要留意這些熱錢的去向。

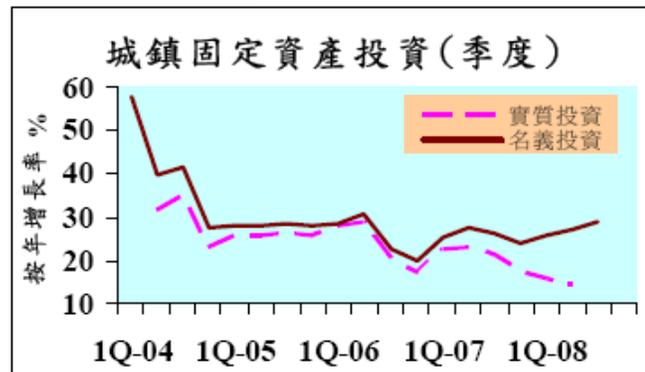
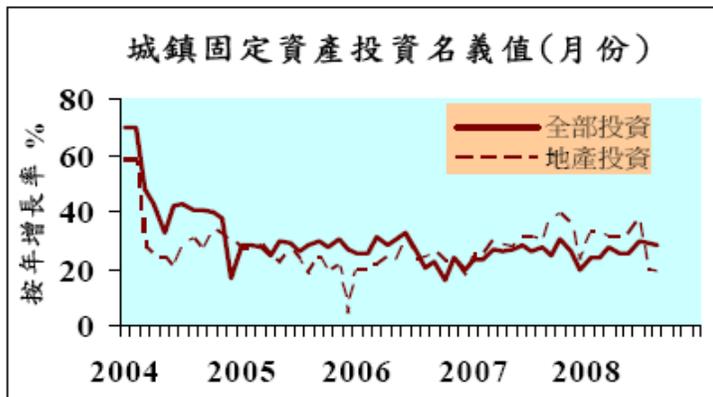
很多人講，中國挽救的板斧就是靠內需。啟動內需本身不只是應付危機，中國本身的發展亦應該平衡內需和外需，不可以只靠外需和出口。這個內需主要是兩樣東西：消費和企業的投資。理論應該是這樣，但實際上看來，靠消費或企業投資支撐內需似乎不太樂觀，關鍵是因為城鎮的實質收入放緩，地產、工業的投資過盛，有大量的積壓。

城鎮人均收入，在2006至2007年到了高峰之後一路放緩，低過雙位數字。實質零售額雖然還有可觀的百份之十幾的增長，但人均收入這個主要指標持續下降，內部消費會否相反上升頗成疑問。

中國的居民收入及零售額



然後便是投資，下面兩圖上方列了城鎮固定投資，全部投資和地產投資，這些是名義值，未扣除通脹因素，大家可見地產投資近來已經急跌。下方則顯示全部投資的名義價值和扣除通脹因素後的實質價值，實質增長已經清楚地放慢。



資料來源：國家統計局

在這種情況之下，增長不能依賴居民的消費或者企業投資來撐住，唯一可靠的動力是政府帶頭的基本建設投資，以及由公共服務，包括醫療、教育、社會服務、文化服務等領域的改革所推動的額外消費。中國的優勢是儲蓄率世界最高，100 元我們儲 47 元，甚至最近的估計可能有 50 元。而且我們去年有財政盈餘，經過朱鎔基的中央化之後，地方政府沒有錢，但中央政府的錢頗多。所以這兩樣東西都可以做。這就是對胡溫的人本主義、和諧社會的考驗。

中國的股市點為何大跌？原因很簡單，生產價格和消費價格的走勢近來剛好相反，結果企業的成本在上升，但企業的產品加價有限(因為政策限制或需求疲弱)，所以企業的 profit margin 下降，股票價格因而也急跌。



這回海嘯不是世界末日，我肯定會有新的黃金時代。每一個世代當它進入大挫折都會認為世界末日到臨，我不相信這種看法。回顧第一次大戰、第二次大戰，那時的大多數人，夢中也不會想到 60、70 年代會有另一黃金世代。不過，希望未來的黃金時期各國能領取這次歷史教訓。這似乎又是一種奢望，因為人類永遠都不大理會歷史。

所謂的黃金機會，中國要做什麼呢？原則上，中國要繼續復興的任務，一方面解決本身的人口眾多—資源短缺難題，另一方面須與世界和平共處。有一種想法就是金融海嘯引致世界資產大平賣，那我們就應去撈底，買便宜東西。但我認為必須謹慎。

面對 50 至 100 年一遇的危機，中國應該怎樣聰明地及文明地利用近年取得的力量

呢？地緣政治經濟學的觀點很重要。讓我們看一下未來的多頭世界的幾幅地圖。我偶然在電視看到 BBC 訪問前德國總理施密特，非常精彩。施密特講德國 19 世紀末期發現沒有資源了，要去爭奪；但德國被九個國家包圍著，而且沒有天然屏障，所以它爭奪資源就一定要打出去，結果產生了希特拉。打完大戰後，它發現行不通了，那麼就去促進歐盟，從一個極端走到另一個極端。它想佔領歐洲，失敗後反過來搞聯盟。

資源爭奪戰—德式突圍(大戰) 與妥協結盟(歐盟)



http://www.lib.utexas.edu/maps/cia08/germany_sm_2008.gif

英國、日本就不同，地緣上它們是小島式，可以進攻他國，他國進攻它們比較困難，因為它們有天然的海洋作屏障。故此，面臨資源制約，英國大搞殖民主義，日本則發動戰爭侵略中國和東南亞。也就是說，德國、英國、日本在經濟資源爭奪方面因地緣政治的條件不同，採取了不同的戰略。

資源爭奪戰—英式過往的小島攻略(殖民主義)



http://www.lib.utexas.edu/maps/europe/europe_ref_2008.pdf

資源爭奪戰—日式過往的小島攻略(大戰)



http://www.lib.utexas.edu/maps/cia08/japan_sm_2008.gif

那美國是怎樣的？美國因資源深厚加地理屏障，歷史上先採取大島孤立政策，後來石油等能源均勢改變，經濟不平衡又出現，須對外擴張，近年(前蘇聯瓦解後)由於缺乏對手，變成了單邊主義。你想打美國很困難，加拿大、墨西哥要打美國簡直是天方夜譚。

資源爭奪戰—美式從孤立到大島大國主義



http://www.lib.utexas.edu/maps/americas/north_america_ref_2007.jpg

反觀中國，它不應效法其他冒起強國的經驗，因為地理上中國是大國，又被很多國家包圍，缺乏天然屏障。它可以打其他地方，其他地方也可以打它。歷史上中國經常被人家打，甚至完全佔領。其實，中國自唐朝以來已不是純漢族國家，漢人與外族不斷通婚融合，文化已很多元化。

因此，資源爭奪戰下我們不能採取美國式單邊主義，只能參考德國擴張失敗之後的融合模式，這亦是我們歷來的審慎行爲。以往中國從來沒有搞殖民主義，一直都是用藩屬制度。鄭和下西洋不作軍事佔領殖民地，反而派不少禮物，以顯示中華大國的泱泱風度。

未來，中國也不應超離它這種歷史傳統。原因很簡單：基於地緣政治的因素(即作為大國却缺乏島型屏障所催生的審慎行爲)，如果它效法過去的英國、日本、德國的攻略的話，全球性後果將會是沒有贏家的大戰。

未來資源爭奪戰——中國應德式或美式？



http://www.lib.utexas.edu/maps/middle_east_and_asia/china_rel01.pdf

最後，資源爭奪戰指什麼？未來是否一定會有資源爭奪戰？是否應儘快去爭奪，不必等另一個黃金世代真正到臨。

讓我們看一下 CRB 商品價格指數，最近年幾年的商品價值在先進國家經濟明顯地有問題之下(2002-2004 美國主流經濟學家還在爭論如何對付日本式的通縮)，竟然向上急升後回落。這或許是對未來的黃金時代的一種預告，但之前的道路一定不會平坦，而到其時的資源爭奪戰將趨向激烈。

未來多頭世界—先經滯脹及衰退然後再行 資源爭奪戰？



金融海嘯引致世界資產大平賣，中國應否利用機會去撈底，購入便宜貨。我認爲必須耐心、謹慎，一兩年間保本爲上。特別現時美國和歐洲在想盡辦法挽救經濟，央行和財政部都盡量放鬆，貨幣供應和頭寸進一步膨脹，未來後果看來不太妙，有可能先出現滯脹(stagflation)，就是經濟放緩但價格由於貨幣太多而上升(其實歐美現時已處於一種滯脹狀態)，然後才真正陷入衰退。所以，是否這麼快便去搶購石油、金屬及其他資源呢？我覺得有疑問。當然，火災正蔓延，最初的某些火頭可能首先熄滅，買入一些無妨，特別是部份近年賺來的資金屬於「橫財」的話。不過，必須小心火勢。

另外，資產大平賣亦產生怎樣估價的問題。若有一個地方起火，經消防撲滅後，被水弄濕但仍可用的沙發一般還值多少錢？用國際的經驗估計，沙發原價爲一百元的話，災後大概值二十元左右。問題是被燒過的不是沙發，而是一家銀行或保險公司，值多少呢？5毛錢也可能太貴了。金融機構的所謂 **marked to market value**，如果根本沒有市場，那怎樣定價？它可以是零。那套沙發怎樣都不會是零，清理後你自己不坐，你的貓或狗坐在上面還有些效用。金融資產卻可以毫無價值。

基本上，我認爲不必著急，謹慎、耐性很重要。歷史教訓，上次美國大蕭條道瓊斯指數跌了 89.2%，現在跌了多少？一萬三千多點之後，昨晚破 8 千點。回顧歷史，1929 年 9 月 3 日至 1932 年 7 月 8 日，花了差不多三年才找到底點。而跌的過程不是直線的，跌一下升一下。反復的上落之中，會出現令人憧憬到底的所謂引君入甕反彈 (sucker rallies 或 counter trends)。

市場價格在泡沫後一般不會直落。香港 1970 年代股市曾由 1700 點跌至 150 點，但兩年中間也出現過顯著回升。當時有一句名言，就是如果把一尾死魚從康樂大廈

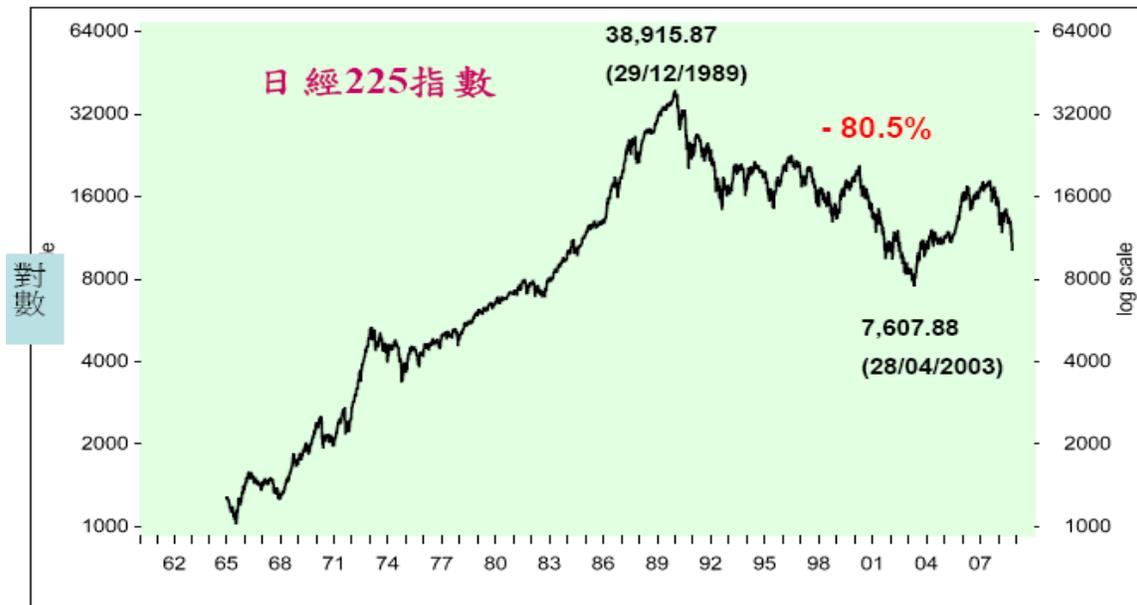
(即現在的怡和大廈)頂樓扔下去，那尾死魚到地面也會彈高幾呎。

歷史為鑑：災後低點不會即現——美國30年代



日本更恐怖：1989 年之後從未升回歷史高點，並花了十幾年才降至最低點，跌幅也達 8 成。

歷史為鑑：災後低點不會即現 ——日本風光不再



結論很簡單：不必著急，那些大平賣的便宜貨有頗多機會可以撿來買。面對這個級數的世界性危機，應該保持長遠觀點。

接著，便要探討未來路向，即內需和外需應該達致那種平衡？以及這個世界經濟的接合程度，帶來的好處和代價如何深入比較及分析？總言之，中國必須檢討它的發展策略和它站立的世界地位。

作者近期有關文章

Tsang Shu-ki, "How to save the economy as an irresponsible central bank" (20/4/2008)載於網頁 http://www.sktsang.com/RF/CB_2008A.pdf.

Tsang Shu-ki, "History unfolding - economic crisis in an uneven world" (4/5/2005)載於網頁 http://www.sktsang.com/ArchiveIII/History_unfolding.pdf.

Tsang Shu-ki, "Delayed calls: the paradox of demand side deflation versus supply side inflation" (16/5/2004)載於網頁 http://www.sktsang.com/ArchiveIII/Delayed_calls.pdf.

曾澍基，"再看資本主義長波" (27/6/2003) 載於網頁 <http://www.sktsang.com/ArchiveIII/Long-WaveAgain.pdf>。