

長波下浪第二期

『全球金融危機再來？』

香港理工大學中國商貿中心研討會

曾澍基教授

香港浸會大學工商管理學院

企業發展研究所

高級研究員

www.sktsang.com

2010年11月6日

長波下浪第二期：大綱

1. 長波下浪第一期的回顧
2. 對金融海嘯的政策反應
3. 長波下浪第二期的來臨
4. QE2及其他
5. 歷史教訓與前景

(1) 長波下浪第一期的回顧

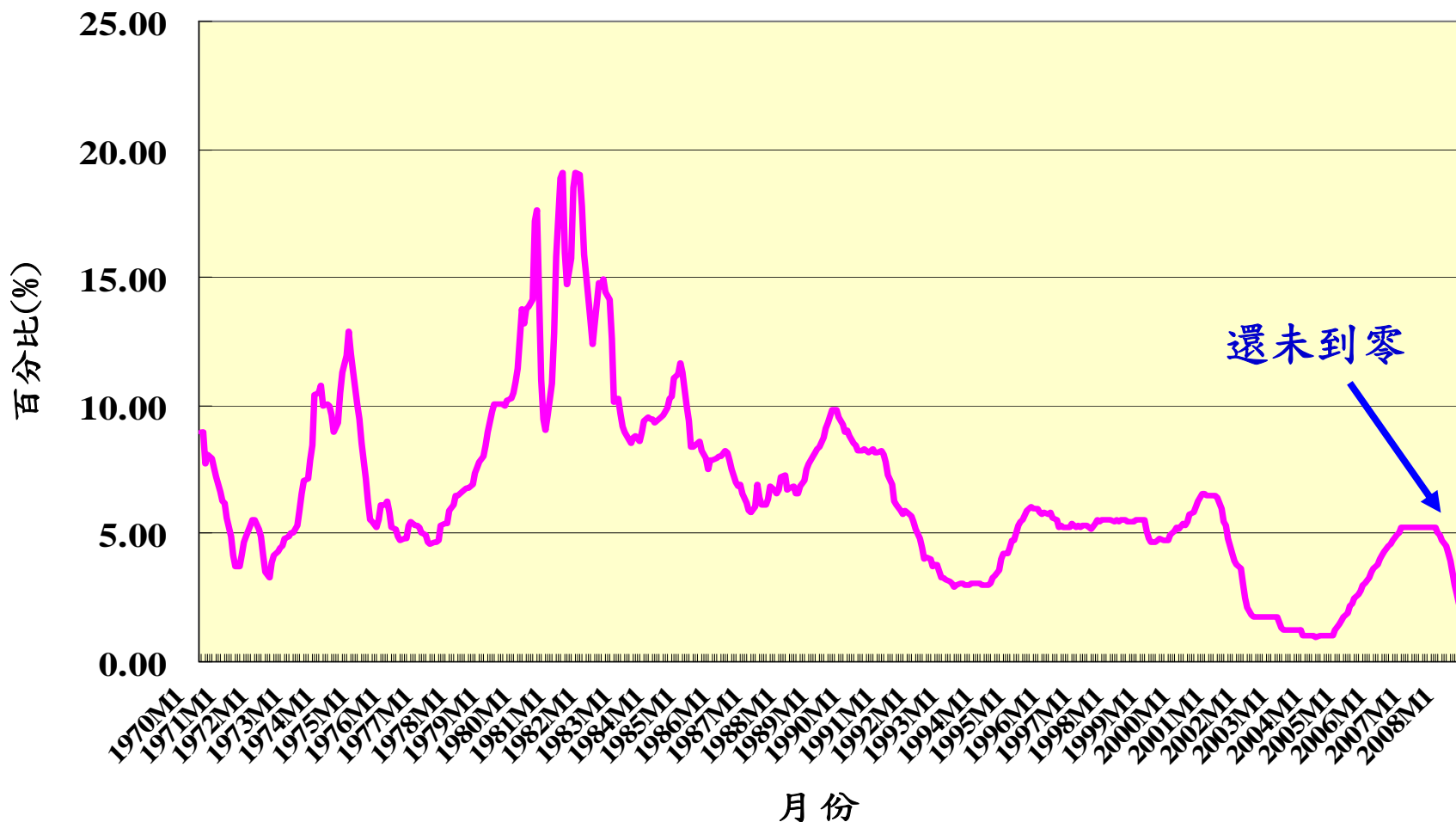
- 2008年10月，我在中國商貿中心的研討會指出：金融海嘯基本上是以美國為首的世界資本主義經濟系統多年來累積深層矛盾的後果。這些矛盾包括過度的內部消費和投資，與及通過國際貿易及金融機制把短期代價(債務)轉移往世界其他地區。
- 請參考曾澍基(2008)，從長遠看世界與中國經濟，載於：www.sktsang.com/ArchiveIII/CBC_sktsang_081011.pdf。
- 結果是美國為首的世界資本主義面臨利潤實現(profit realization) (過往的投資要取回報)和國際償還(international repayment) (利用外國資金來預支國內消費終須付鈔)的危機。

(1) 長波下浪第一期的回顧

- 世界經濟需要的，乃大規模的債務清毀(debt destruction)。現實的發展恰巧相反，特別是美國，聯儲局不斷增加貨幣供給，壓低利率(見下圖)。
- 過度的資金供應及不合理的低利率，令以美歐為首的金融機構各出奇謀，催生地產樓房泡沫；此外亦製造了各種高風險、高回報的投資/投機產品，吸引顧客並互相對沖，槓桿(leverage)上再加槓桿。不少中央銀行礙於自由市場意識型態，以至識見所限，未曾進行有效監管。金融衍生工具(financial derivatives)泛濫，債務不降反升，乃觸發金融火災。
- 2008-09的金融海嘯是宏觀鬆懈及微觀追利的惡性循環後果。它的根本動因屬資本主義的長期波動(long wave)，加上政府拖延制度性和結構性的調整，結果就越演越烈。

(1) 長波下浪第一期的回顧

美國聯儲局利率

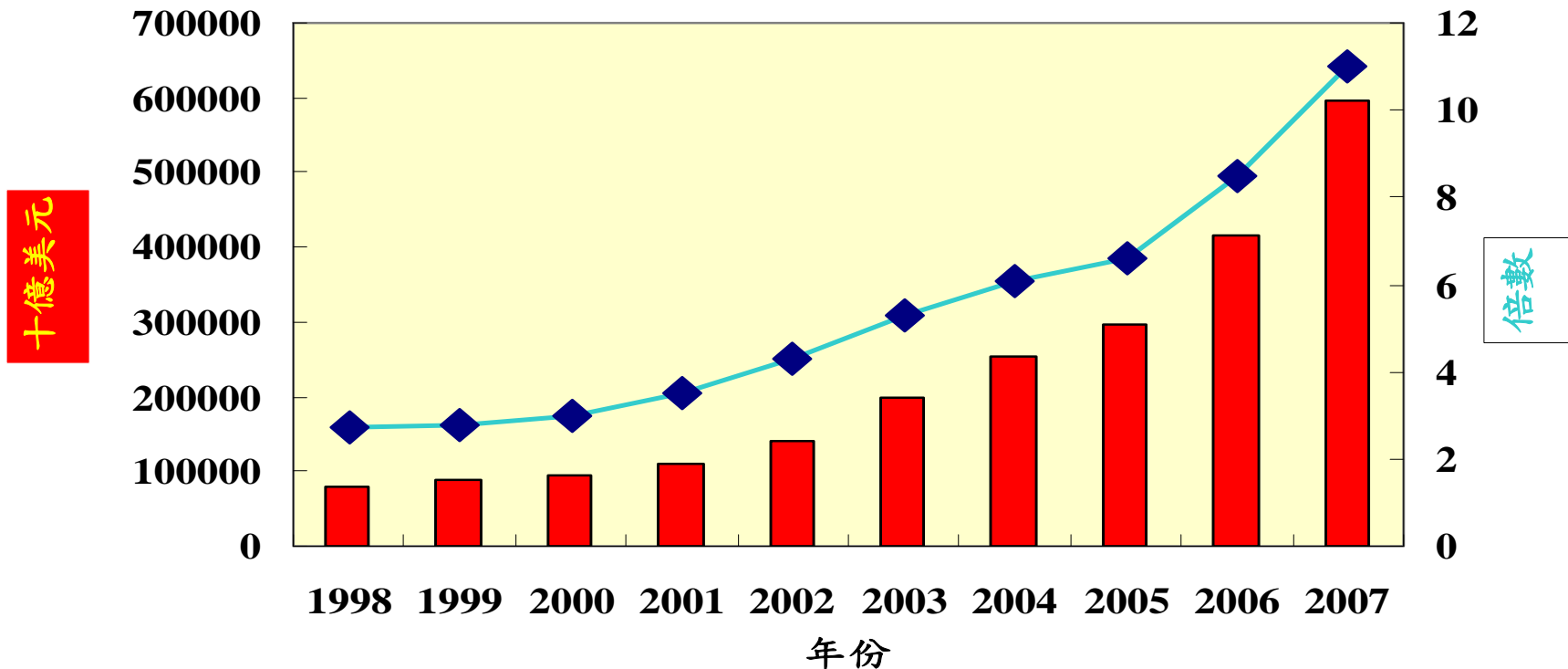


資料來源：國際貨幣基金組織

(1) 長波下浪第一期的回顧

全球場外交易(OTC)衍生工具的名義合約價值近年急升

■ 名義合約總值(左比例)
◆ 對全球GDP比率(右比例)



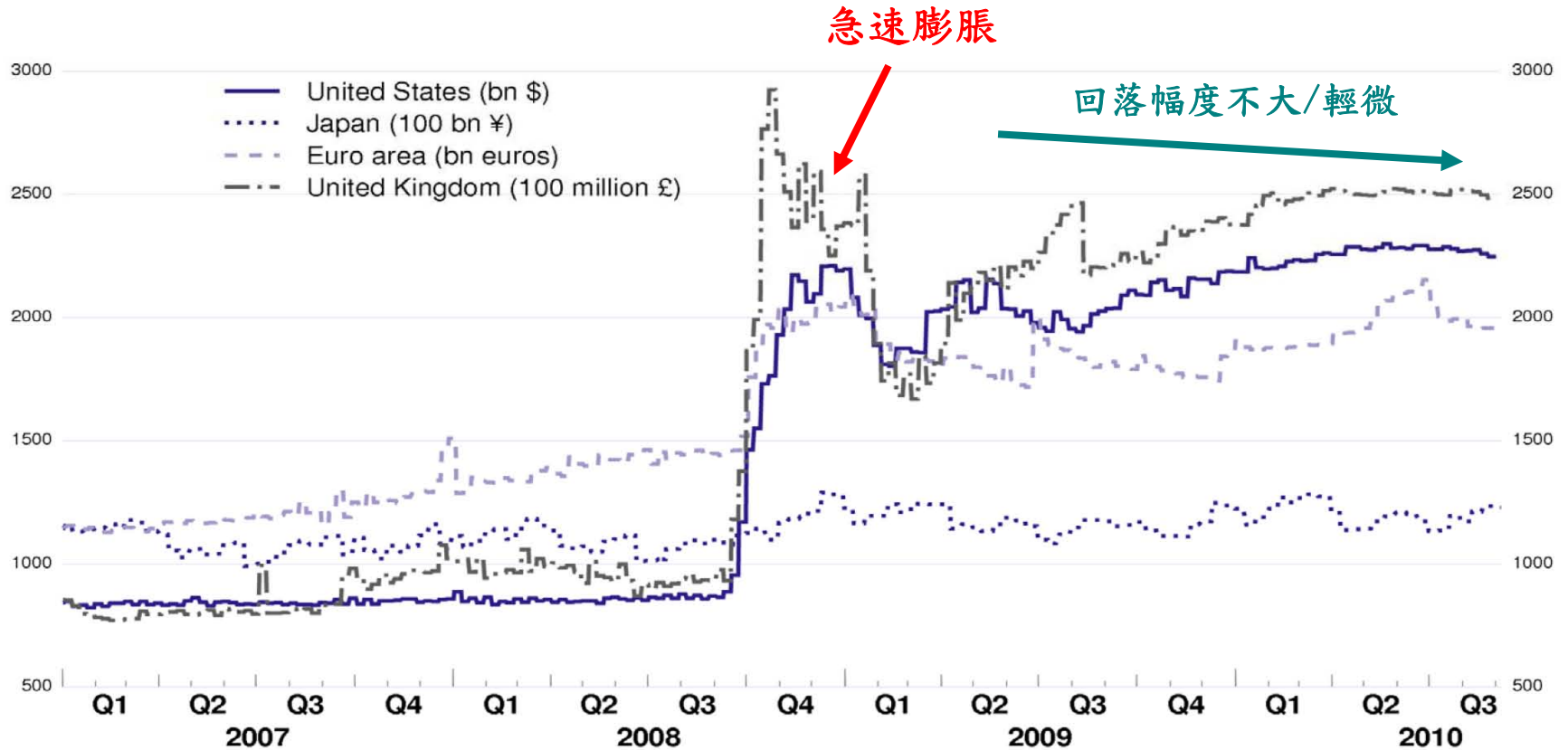
資料來源：國際清算銀行、世界銀行

(2) 對金融海嘯的政策反應

- 面對金融海嘯，美歐等發達經濟採取的是比先前更進一步、史無前例的寬鬆貨幣、財政政策，加上政府直接及間接挽救金融機構和大企業的干預行動。
- 先看首輪的貨幣量化寬鬆 (QE1)，美歐英央行的資產負債表暴脹，利率急降至接近零水平。短期效果是金融海嘯第一波退却，提供了喘息空間；龐大的流動資金在某些發展中國家/地區甚至造成資產泡沫。
- 下列圖表來自經合組織Economic Outlook 2010年9月的Interim Projections：
<http://www.oecd.org/dataoecd/22/10/45971907.pdf>。
- 請留意比較單位有異，所以應先看各國/區的歷史走勢。
- 我利用了平均匯率，把單位同一化後，發覺在這四大經濟體系的QE1數額裏，美國聯儲局所釋放的資金，超過80%，可見美國於世界金融制度的龍頭地位。

Central bank balance sheets remain enlarged

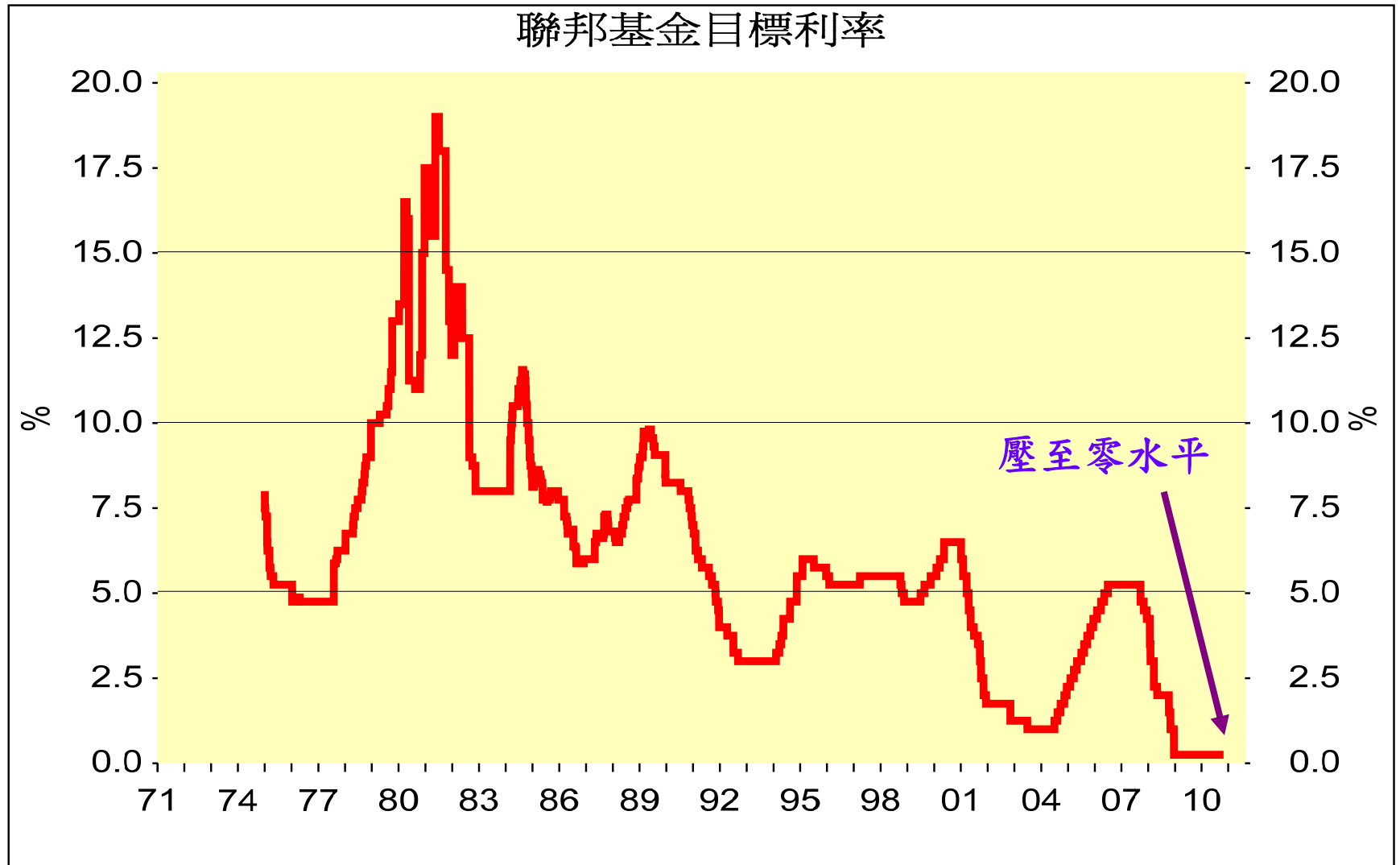
Central bank liabilities



Source: Federal Reserve; Bank of Japan; European Central Bank; and Bank of England.

Handout page 22

(2) 對金融海嘯的政策反應



(2) 對金融海嘯的政策反應

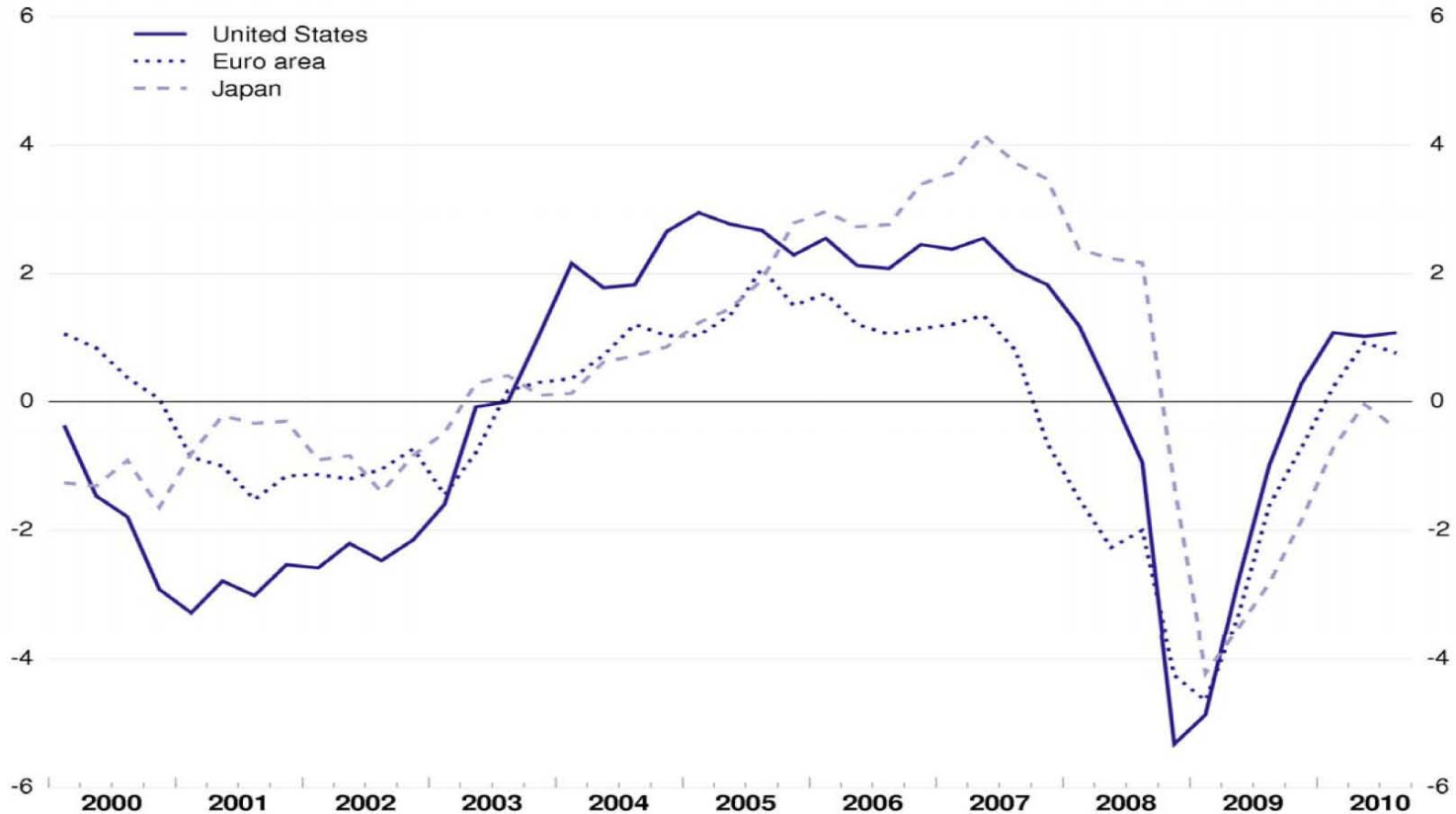
先進經濟對應金融海嘯貨幣寬鬆的程度

國家	年月	央行資產/GDP 比率
美國	2007 年底	6.4%
	2010 年 10 月	15.8%
英國	2007 年底	7.3%
	2010 年 10 月	16.7%
日本	2007 年底	20.9%
	2010 年 10 月	24.5%

資料來源: Harding (2010)。可見不足3年內的暴增幅度。

Financial conditions have stabilised

OECD Financial Conditions Index¹



1. A unit decline in the index implies a tightening in financial conditions sufficient to produce an average reduction in the level of GDP by 1/2 to 1% after four to six quarters. See details in Guichard et al. (2009).

Source: Datastream; and OECD calculations.

Handout page 15

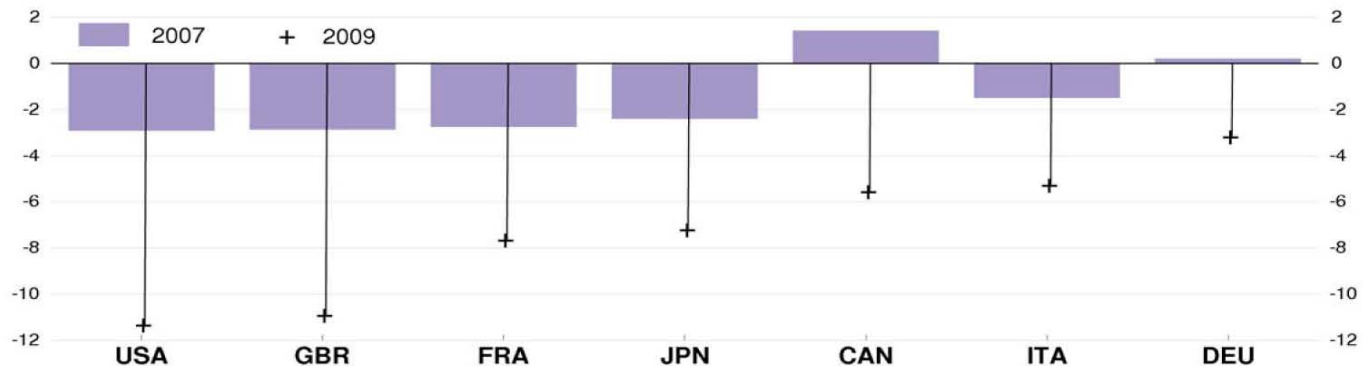
金融環境似乎穩定了。

(2) 對金融海嘯的政策反應

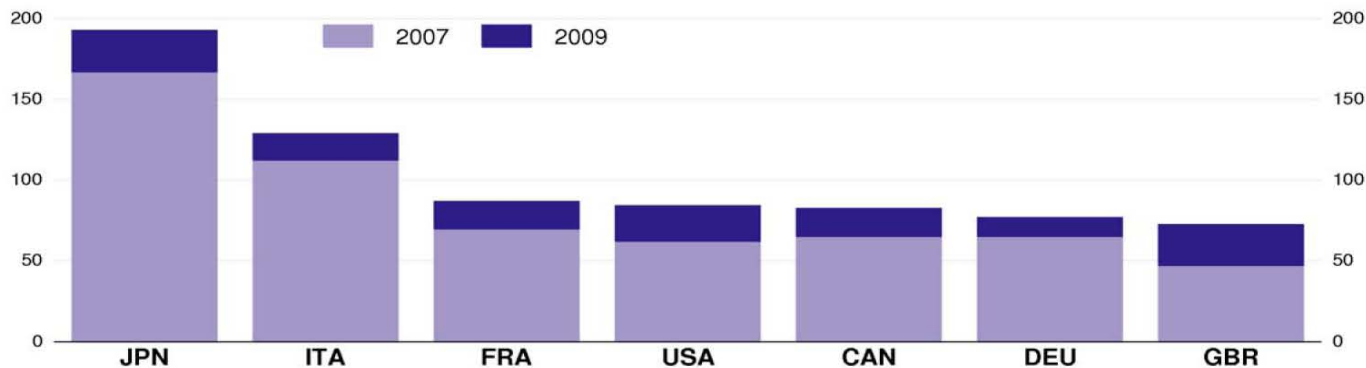
- 至於財政政策，政府的注資、半公有化、稅務減免、補貼及公共開支，承托貨幣寬鬆，使實體經濟不致陷入深刻衰退。
- 後果却是，財政赤字急速上升。歐盟又產生非核心的小豬五國(PIIGS) (葡萄牙、愛爾蘭、意大利、希臘及西班牙)的財政--金融危機。
- 小豬五國受制於歐元區的規限，沒有獨立的貨幣政策，只有利用財政透支，發行缺乏足夠實體經濟基礎的債卷；而跟日本不同，持有者大多是國外金融機構與投資者，信心一下滑便引來衝擊。

Public finances have weakened significantly

General government balance, in per cent of GDP



Gross government debt, in per cent of GDP



Note: Data for 2009 are estimates for Japan.

Source: OECD, System of National Accounts database; and OECD Economic Outlook 87 database.

Handout page 23

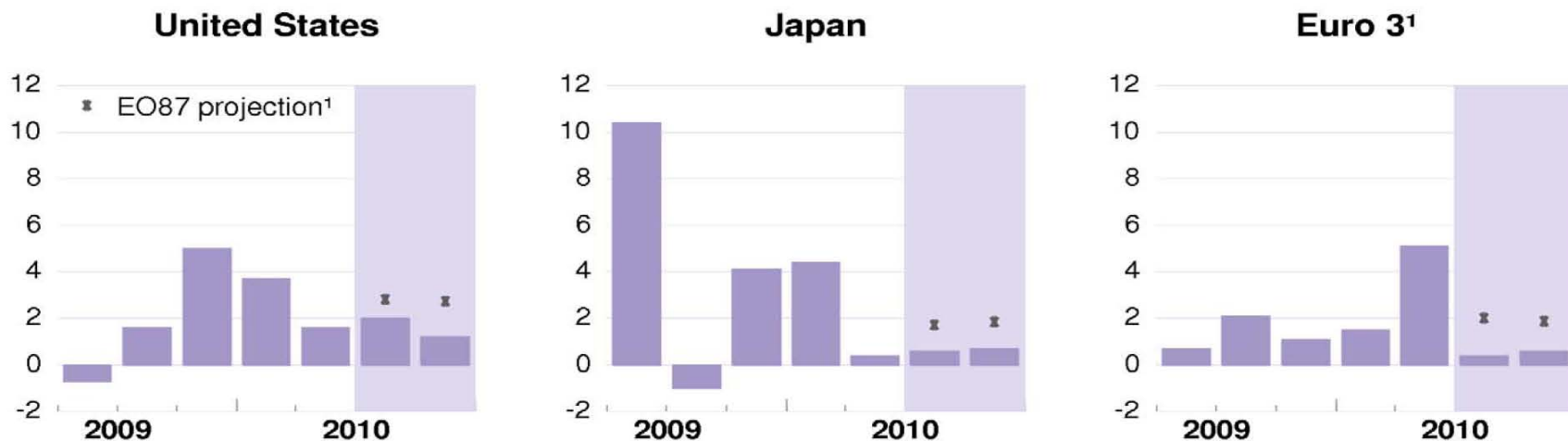
2007-2009: 政府財政赤字及累積債務皆惡化

(3) 長波下浪第二期的來臨

- 無論如何，發達經濟增長近來欠缺動力，失業率也高居不下。長波下浪第一期的貨幣、財政及其他搶救措施的實質成效並未扭轉乾坤。
- 原因是貨幣送了給銀行、以至大企業；對消費者的財政補貼，近零利率的等等誘因，都沒有顯著地提升有效需求，因為各界就這些短期人為操作的長期效果，仍存着很大懷疑。派錢也不願意多用，為未來的危機作準備比較化算。
- 更且，QE1降低了短期利率，但中長期息率却壓不下來。孳息率曲線(yield curve)在過往約兩年反而變得陡峭，顯示出美國財政惡化和市場信心問題。

The pace of recovery could be slower than anticipated

Annualised quarter-on-quarter real GDP growth, in per cent



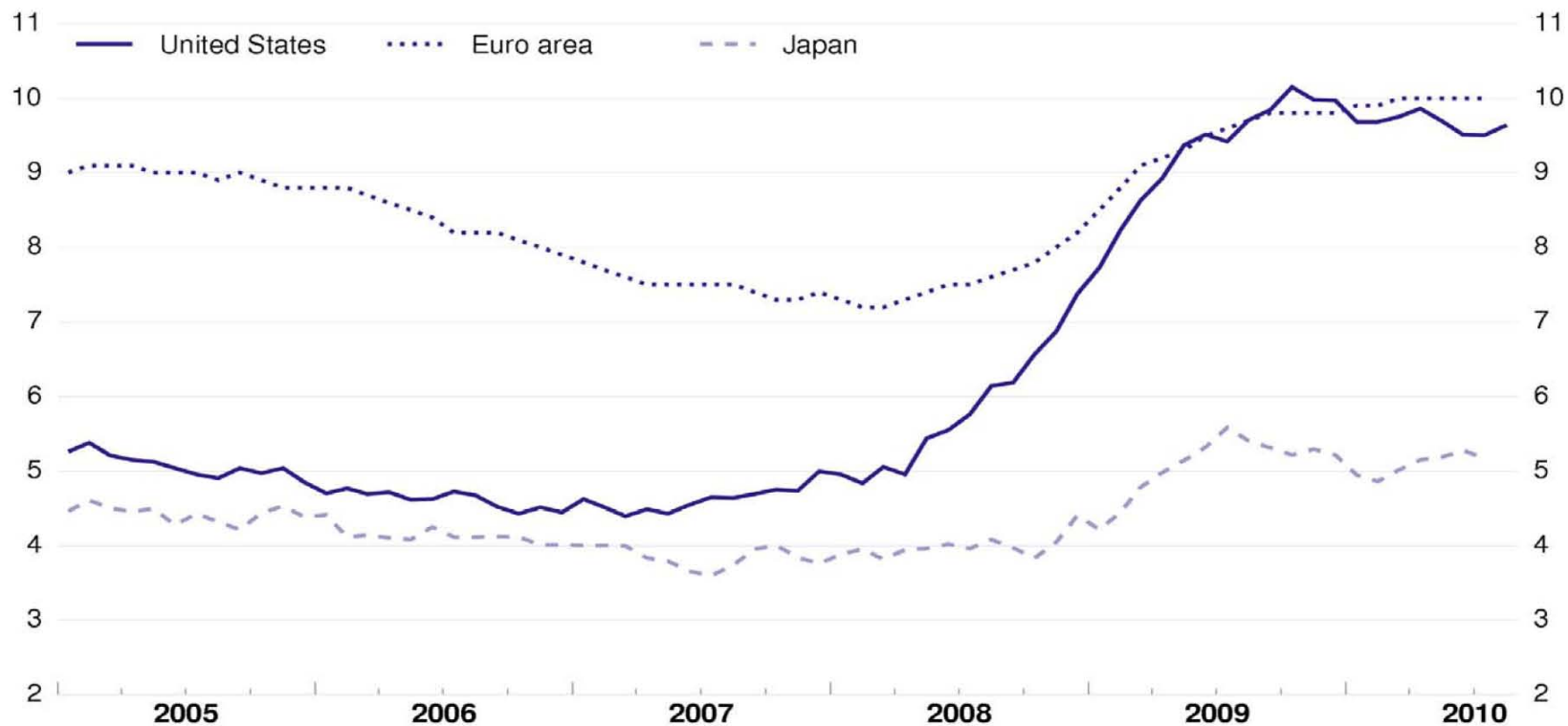
1. Refers to OECD Economic Outlook No. 87 projections (published in May).

2. Weighted average average of the three largest countries in the euro area (Germany, France and Italy).

Source: OECD, System of National Accounts database; Datastream; Markit Economics Limited; OECD Economic Outlook 87 database; and OECD Indicator Model forecasts.

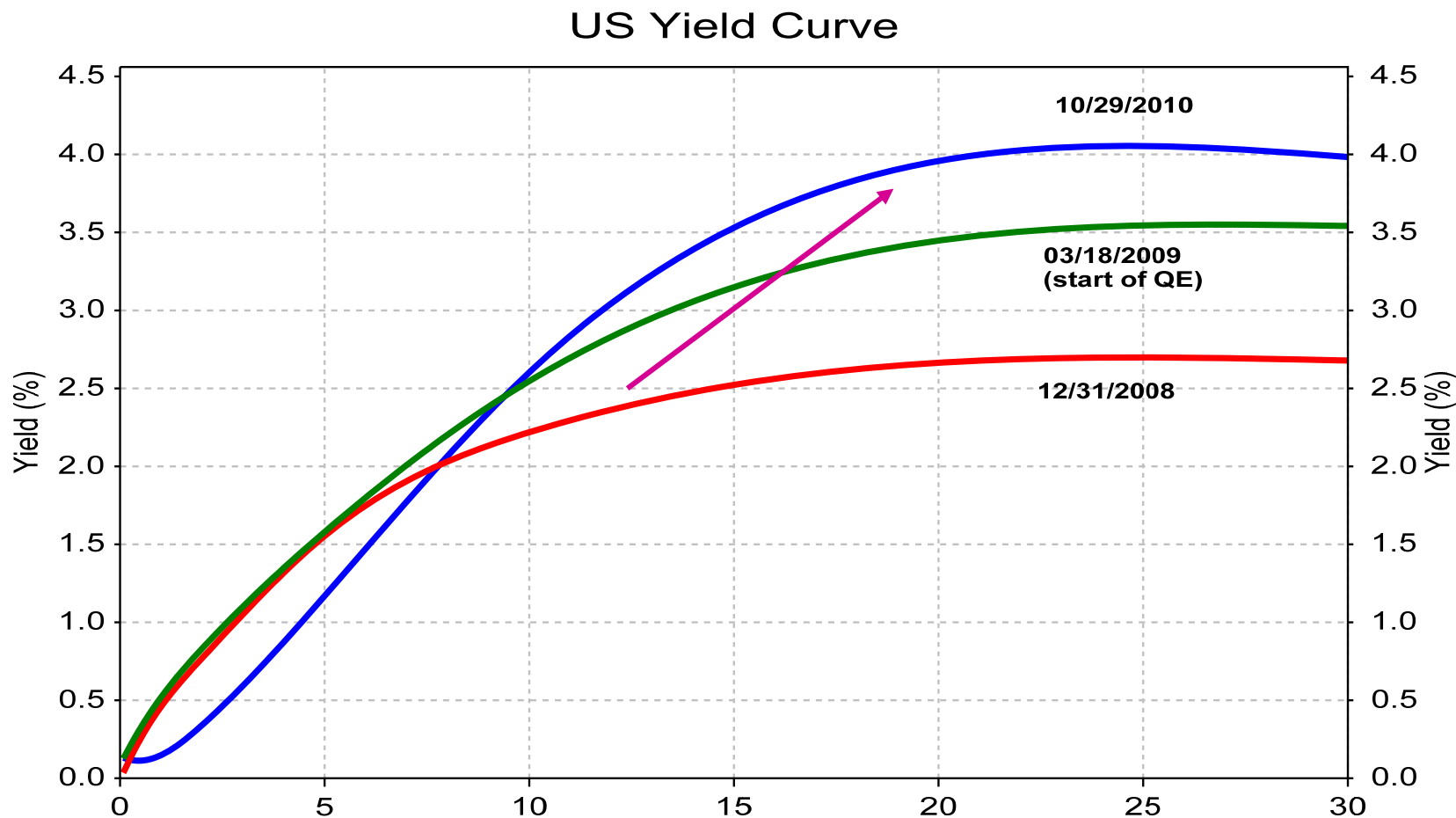
Unemployment rates appear to have peaked, albeit at high levels

In per cent of the labour force



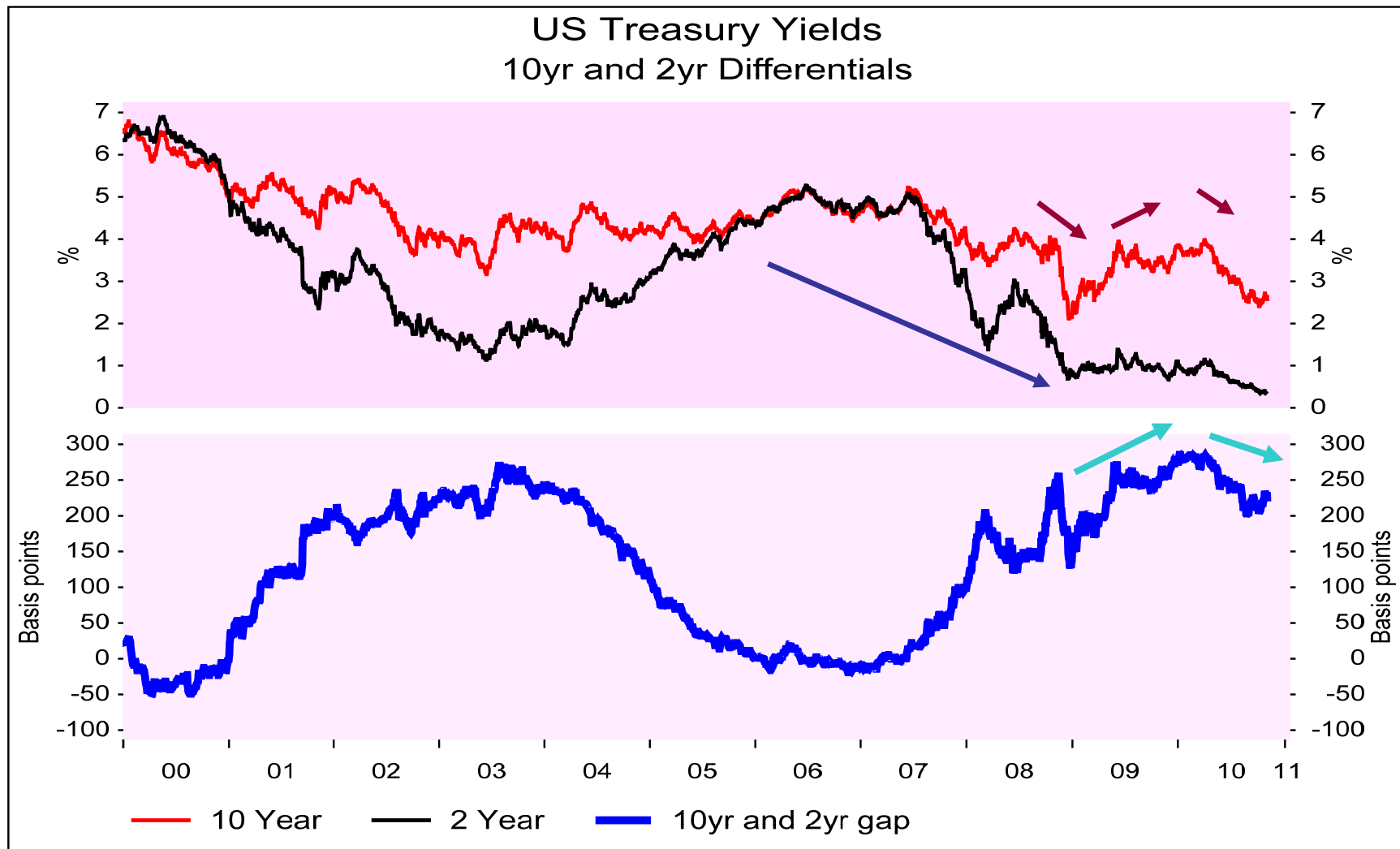
Source: OECD, Main Economic Indicators database.

(4) QE2及其他(美元的收益曲線)



短期到零水平，但孳息率曲線反而變得陡峭。

(4) QE2及其他 (美元國債的收益差距)



十年對兩年的息差不降反升，近來才有所收窄。

(4) QE2及其他

- 這意味令實體經濟爬離泥沼，跟對付金融火災不同，需要加大政策的力度。故此，美國聯儲局對退市(exit)反思，2010年夏季已考慮推出第二輪量化寬鬆(QE2)；而現代QE的始祖日本(參考Tsang Shu-ki, 2008)更搶先一步，央行再度採取類似2003-06年的措施，購買非金融機構的商業票據。
- 美國聯儲局宣布的QE2如下：相對於QE1的一萬七千二百五十億美元，從現時至2011年年中將耗費新增的六千億美元，加上到期的兩房機構債券及按揭抵押証券的二千五百億至三千億元存在資金，購入主要是五、六年年期的國債。
- QE2的目標是把孳息率曲線平坦化。會否成功？有批判視野的經濟學家都存疑。未來出現較注重更長年期債務的QE3、QE4，可能性不低。

(4) QE2及其他

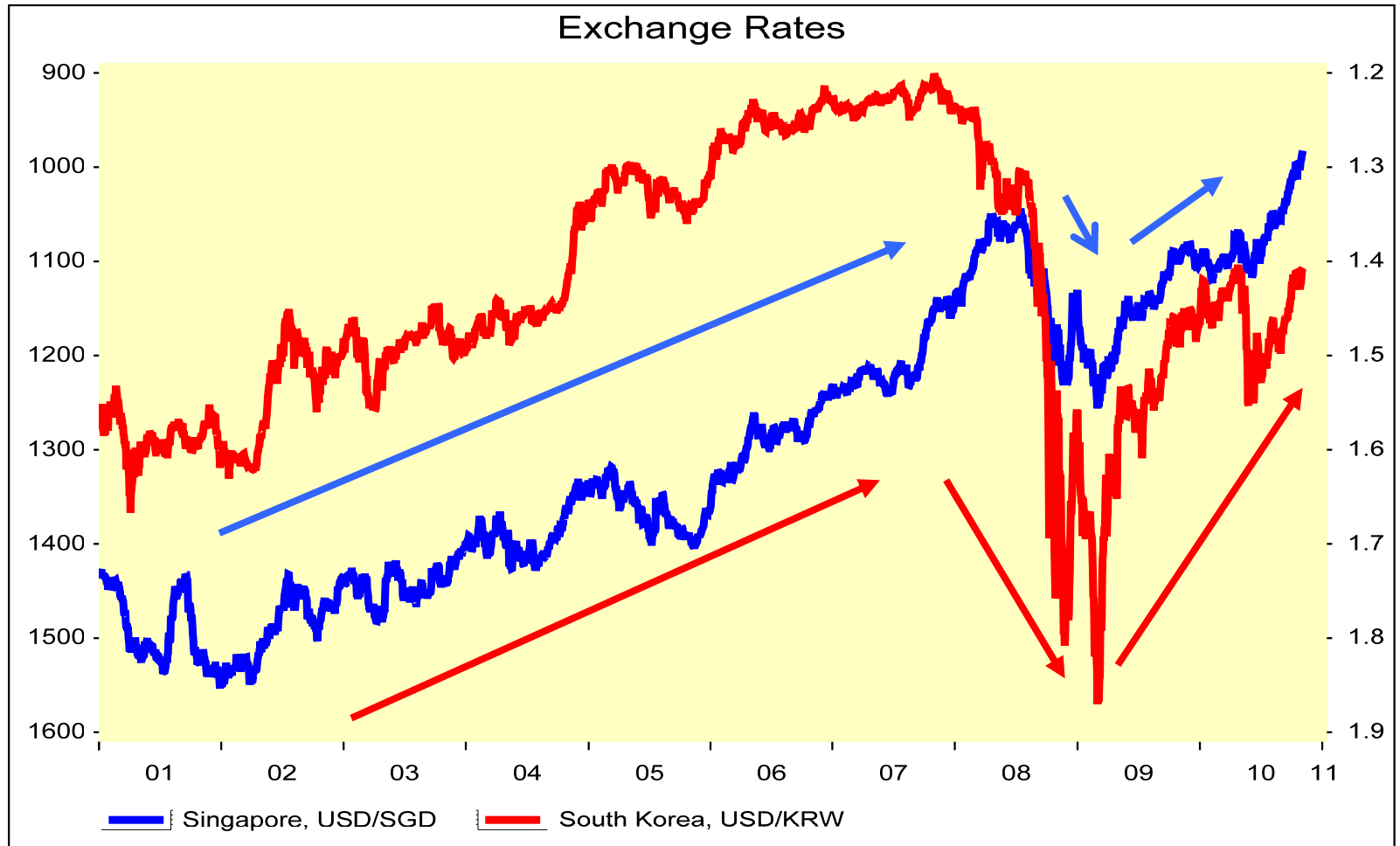
- 理論上，QE如果成功地把整條孳息率曲線平坦化，企業和消費者將願意短期內多花金錢於各種實物及服務，不再放於一旁為不穩定的未來作備用資金，因而可以直接提升有效需求，促進實體經濟增長。
- 問題是，在世界經濟區域性不平衡之下，QE1的內部效果已大減。美歐日的貨幣寬鬆所製造的巨額流動資金，往往移到前景更佳的新興經濟體系(例如金磚四國及東盟)，引致資產泡沫；後者反而要採取防洪和截洪措施，包括中國最近意料之外的加息。
- 換言之，單純的貨幣寬鬆，並沒有增加先進國家實質經濟的吸引力。後果變成美元的下降，促發貨幣戰爭(currency wars)。

(4) QE2及其他：美元的下降軌跡



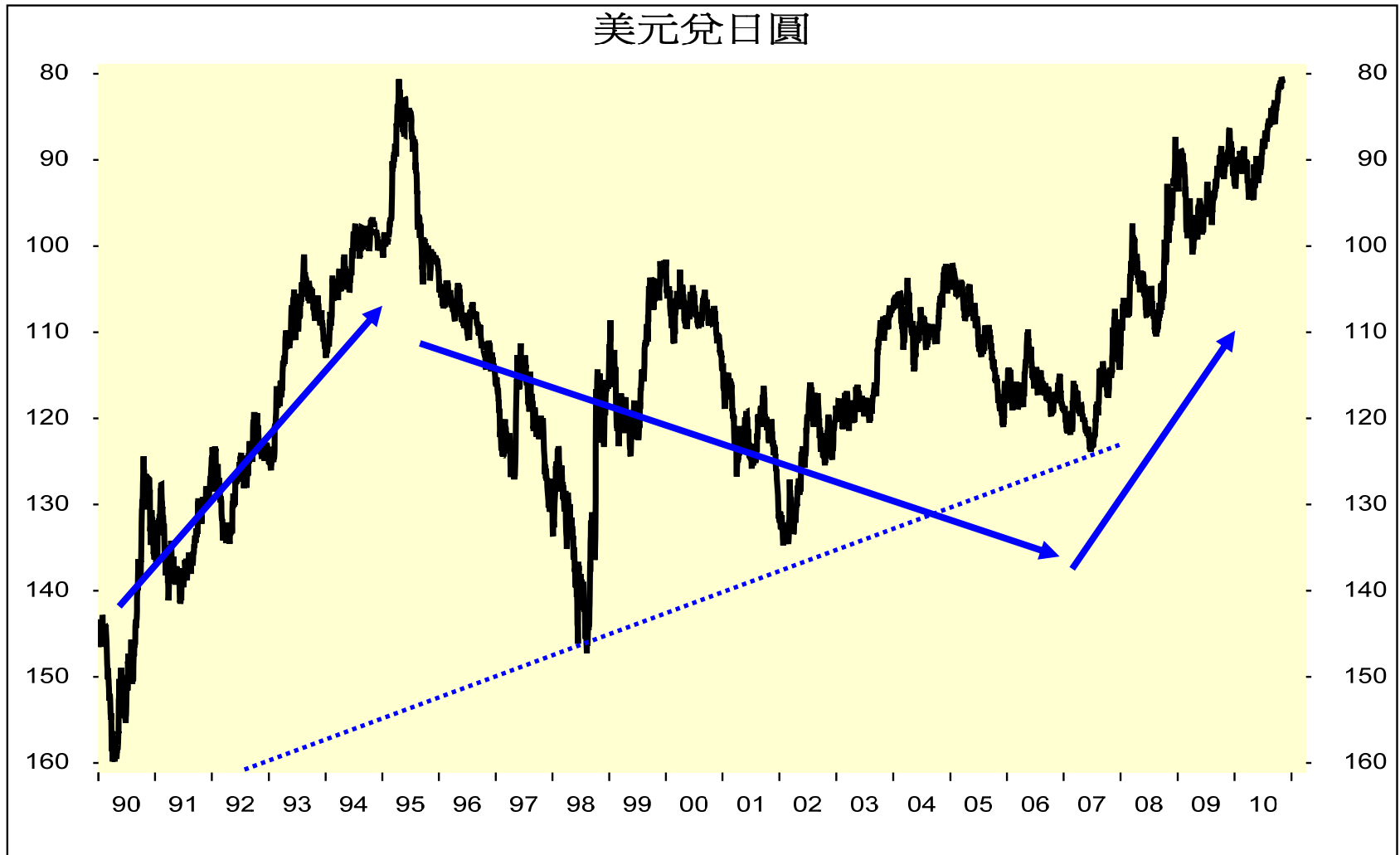
美元於海嘯後的短暫回升，是因為危機令美元在國際市場枯歇，其他國家要沽本幣以取得金融及貿易資金所致。這反映了美元的主導地位。但歷史累積因素加上QE1、QE2，後果乃美元的長期下跌。

(4) QE2及其他：他國貨幣的上升壓力



新加坡及南韓貨幣的升值壓力。

(4) QE2及其他：他國貨幣的上升壓力



日圓歷史性的上升壓力。

(4) QE2及其他：財政

- 財政政策方面，之前日本已泥足深陷，歐洲亦深受困擾。
◦ 美國本來不算太壞，但為挽救金融海嘯，竟迅速惡化。
◦ 按國際貨幣基金組織的最近資料，現時它的形勢比歐元區的平均還差（見下表）。
- 理論上，面對流動性陷阱(liquidity trap)，凱恩斯式財政挽救(Keynesian rescue)乃少數可選擇的出路。克魯明(Paul Krugman)就提倡如此做法，並認為通脹目標政策(inflation targeting)比缺乏明確的最終目標的量化寬鬆(QE)更為有效，因為通脹預期的上升，意味現時花錢比未來較為化算。
- 不過，美國的中期選舉結果，令共和黨取回眾院控制權，奧巴馬要通過財政措施刺激經濟將會舉步為艱。共和黨不會輕易讓民主黨增加開支，以及把稅收結構改革成便利中下階層的消費。簡言之，基於政治因素，奧巴馬想效法1930年代之後的羅斯福新政(New Deal)，將難有大作為。

(4) QE2及其他：財政

STATISTICAL APPENDIX

Table A8. Major Advanced Economies: General Government Fiscal Balances and Debt¹

(Percent of GDP unless noted otherwise)

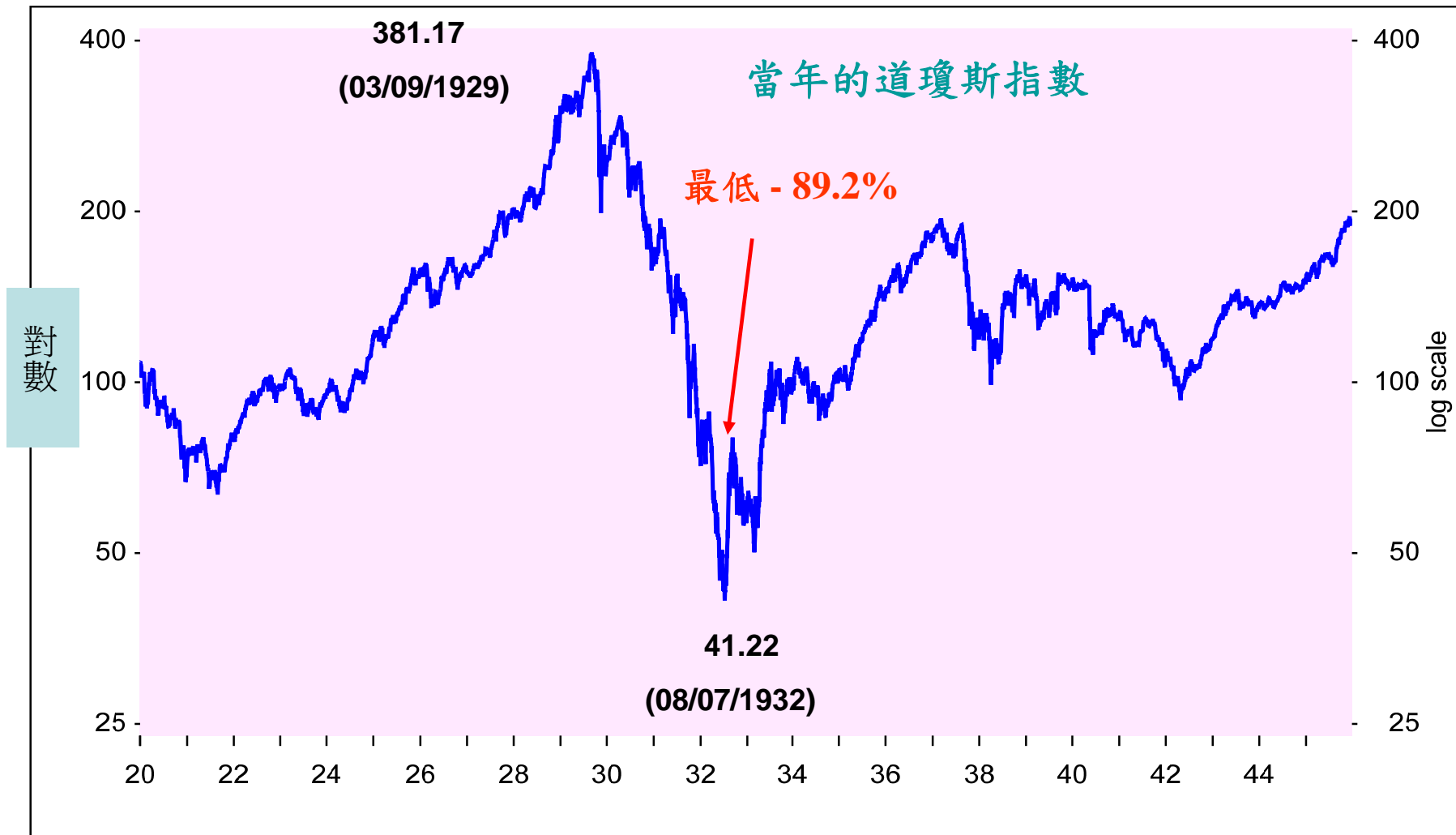
	Average 1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Projections		
								2010	2011	2015
Major Advanced Economies										
Net Lending/Borrowing	...	-4.2	-3.3	-2.3	-2.1	-4.7	-10.1	-9.3	-8.0	-5.0
Output Gap ²	-0.1	-0.5	-0.3	0.3	0.5	-1.1	-5.4	-4.2	-3.5	-0.7
Structural Balance ²	...	-3.6	-2.8	-2.3	-2.1	-3.8	-6.1	-6.8	-5.9	-4.5
United States 美國										
Net Lending/Borrowing	...	-4.4	-3.2	-2.0	-2.7	-6.7	-12.9	-11.1	-9.7	-6.5
Output Gap ²	0.1	-0.5	0.0	0.3	0.0	-1.8	-6.0	-4.9	-4.3	-1.3
Structural Balance ²	...	-3.2	-2.3	-2.0	-2.3	-4.9	-7.2	-8.0	-7.1	-5.7
Net Debt	44.4	42.2	42.6	41.9	42.4	47.6	58.8	65.8	72.7	84.7
Gross Debt	63.3	61.4	61.6	61.1	62.1	71.1	84.3	92.7	99.3	110.7
Euro Area 歐元區										
Net Lending/Borrowing	-2.7	-2.9	-2.5	-1.3	-0.6	-1.9	-6.3	-6.5	-5.1	-2.8
Output Gap ²	-0.7	-0.8	-0.9	0.5	1.7	0.8	-3.7	-2.9	-2.5	-0.1
Structural Balance ²	-2.8	-3.0	-2.7	-2.1	-1.8	-2.6	-4.3	-4.5	-3.6	-2.5
Net Debt	54.4	55.0	55.2	53.3	51.0	53.4	62.3	67.4	70.4	73.8
Gross Debt	69.7	69.5	70.1	68.3	65.9	69.5	79.0	84.1	87.0	89.3
Germany ³ 德國										
Net Lending/Borrowing	-2.5	-3.8	-3.3	-1.6	0.2	0.0	-3.1	-4.5	-3.7	-1.4
Output Gap ²	-0.2	-1.8	-2.2	-0.1	1.3	1.1	-4.3	-2.2	-1.5	0.2
Structural Balance ^{2,4}	-2.5	-2.9	-2.2	-1.6	-0.3	-0.3	-0.8	-3.1	-2.9	-1.5
Net Debt	41.4	50.5	53.1	52.7	50.1	49.7	55.9	58.7	60.4	61.7
Gross Debt	58.6	65.7	68.0	67.6	64.9	66.3	73.5	75.3	76.5	75.6

資料來源：IMF World Economic Outlook, October 2010

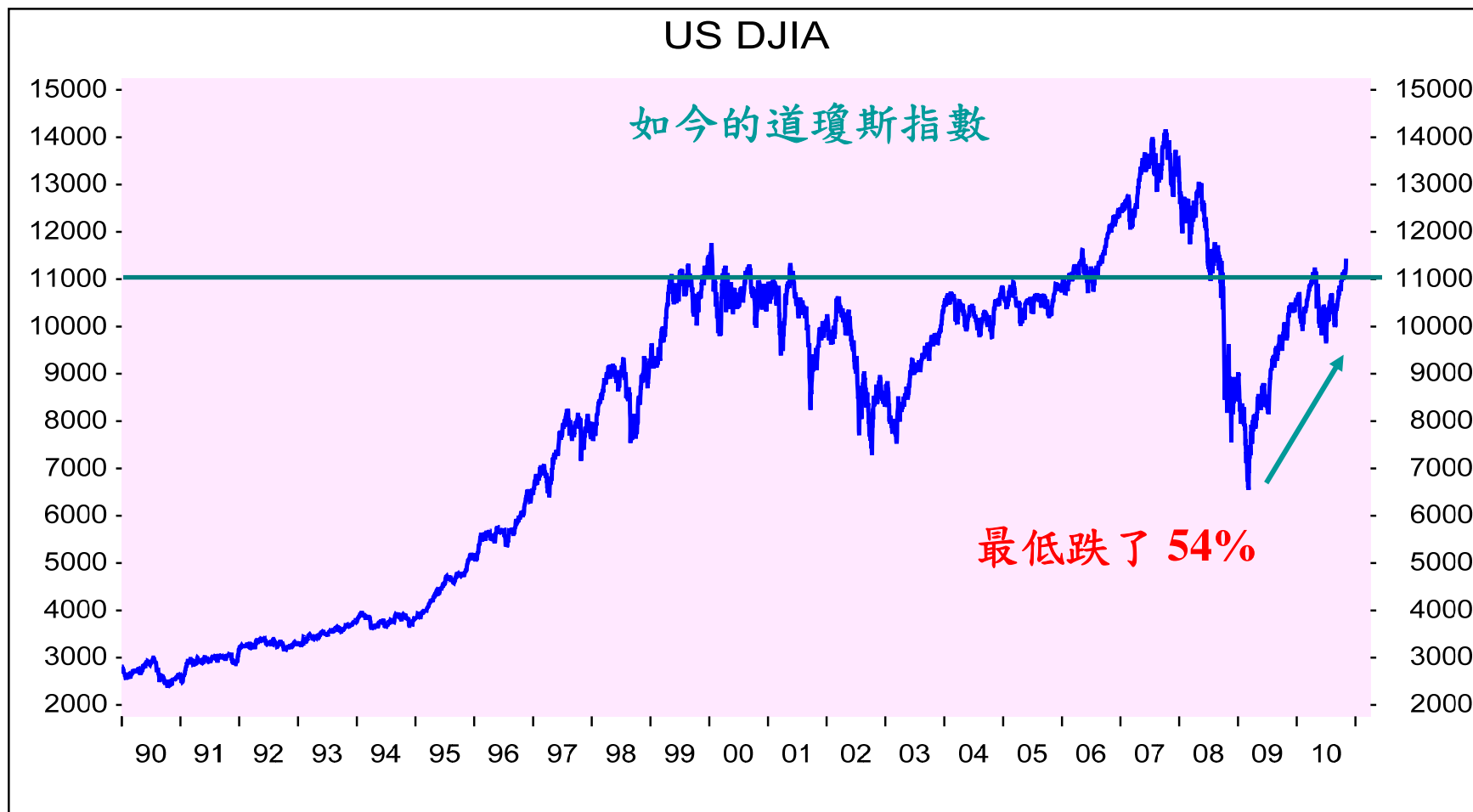
(5) 歷史教訓與前景

- 美國經濟一段時期內陷入日本式半死不活狀態的機率正在上升。
- 金融體系似乎有所穩定，但從主要股災的歷史看，美國的股市並未經歷真正的調整(下列圖表: 1930年代跟最近的比較，加日本的例子)。一種說法是：無論誰入主首都，白宮頗大程度上受制於華爾街，原因乃美國作為世界金融資本主義的龍頭，大哥駐在紐約而非華盛頓。
- 21世紀的長波下浪進入第二期，並不奇怪；因為這一次的下浪受到史無前例的政策干預，加上區域性的失衡，其後果便更為反覆。
- 美國政府對於有效地糾正全球資本主義的根本矛盾(Tsang Shu-ki, 2010)，興趣不大；能力也正下降。其他政府批評QE2損人而不利己；聯儲局主席伯南克則強調：他的職責在於美國，QE必需而會有效。同時，美國經濟好，世界也將得益。誰是誰非？

(5) 歷史教訓與前景



(5) 歷史教訓與前景



百年災難？什麼災難？問問華爾街。

(5) 歷史教訓與前景



迷失十年？二十年？三十....？

(5) 歷史教訓與前景

- 金融海嘯類似世界性的火災。火災後的資產價格會有大折讓。但由於各國政府歷史性貨幣和財政擴張的挽救行動，金融似乎回穩，世界或會先出現滯脹 (stagflation) 過渡期，才陷入衰退。
- 近期的弔詭却是：美歐日滯、金磚四國(BRIC)及東亞等脹；消費價格與資產價格有所背馳，反映出全球經濟結構的嚴重不平衡。
- 跟1930年代的大衰退比較，這一回的長波下浪呈現了顯著的分別：(1)主導經濟的政策反應；(2)區域(亞洲對歐美)的起落差異。太陽底下無新事，但歷史不會機械地重覆。否則，以研究歷史為職志的人士在未來有何作為呢？

(5) 歷史教訓與前景

- 這次的長波下浪不是世界末日；世界肯定有新的黃金時代，希望到時各國都會記取歷史教訓。
- 金融海嘯之前幾年，商品價值於先進國家經濟明顯地有問題的形勢下(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。但QE1之後，又再反彈(見下圖)。
- 這反映出世界經濟發展跨世紀的結構轉移：增長中心正遷向亞洲。長波下浪加這種轉向，或許是對未來的黃金時代的一種預告：其時的資源爭奪戰將更趨激烈。
- 面對**50至100年一遇的危難與機遇**，包括中國的新興經濟應該怎樣利用近年辛苦取得的力量呢？

(5) 歷史教訓與前景



(5) 歷史教訓與前景

- 基本上，應付這種級數的國際危機，主動權不在我，新興經濟只能謹慎、耐心；短期須採取對貨幣戰爭的防範及補救措施 - 包括加息、加稅、強化資本項目管制等等；不必受制於自由主義意識型態。
- 美歐日有無意志和能力進行全球性的結構再平衡 (global rebalancing) (Tsang Shu-ki, 2009), 政客的利益何在？QE2 跟貨幣戰爭的後遺症如何處理？這些都屬無法準確回答的問題，因為歷史乃現實與政策互動的結果。

(5) 歷史教訓與前景

- 無論這回長波下浪怎樣終結，美國及美元的主導(霸權)地位，五至十年之內都難以替代。發展中經濟現時直接向之挑戰，無異於浪費精力。
- 正如我所主張，中國及其他新興地區，應該重新考慮國際化(internationalization)的實質內容，把注意多放在區域化(regionalization)而非全球化(globalization)方面。
- 以中國作例子，請參考曾澍基，"中國經濟發展的3R挑戰"(2009年10月28日)：
www.sktsang.com/ArchiveIII/Tsang3R091028.ppt
。
- 當新興經濟能夠建立區域的實力，挑戰美歐日不負責任的霸權，以至重整世界貿易和金融秩序，才具有真正意義。

有關文章

- **Harding, Robin (2010), “Some enchanted easing”, Financial Times, 28 October 2010, p.9.**
- **Tsang Shu-ki (2009), “Whither the global polity/economy?” (15/9/2009) , 載於www.sktsang.com/RF/Tsang_0909.pdf .**
- **曾澍基(2009) , “中國經濟發展的3R挑戰” (28/10/2009) , 載於 www.sktsang.com/ArchiveIII/Tsang3R091028.ppt .**
- **曾澍基(2008) , “從長遠看世界與中國經濟” (11/10/2008) , 載於 www.sktsang.com/ArchiveIII/CBC_sktsang_081011.pdf .**
- **Tsang Shu-ki (2008), “How to save the economy as an irresponsible central bank" (20/4/2008)載於 www.sktsang.com/RF/CB_2008A.pdf .**

有關文章

- Tsang Shu-ki (2005), “History unfolding - economic crisis in an uneven world” (4/5/2005)載於
www.sktsang.com/ArchiveIII/History_unfolding.pdf.
- Tsang Shu-ki (2004), “Delayed calls: the paradox of demand side deflation versus supply side inflation” (16/5/2004)載於
www.sktsang.com/ArchiveIII/Delayed_calls.pdf.
- 曾澍基(2003), “再看資本主義長波”(27/6/2003)載於
www.sktsang.com/ArchiveIII/Long-WaveAgain.pdf。