

# 世界金融形勢與中港機遇

持續的世界經濟危機對  
中國與香港的影響

曾澍基

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

主辦：香港理工大學中國商業中心

2012年2月18日

# 持續的世紀經濟危機

- 這次世界危機並非普通經濟周期，而是百年一遇、長期波動(long wave)式下浪。若無詳細觀察歷史，不易理解它的嚴重程度。
- 我對危機作出頗多預警，請參看簡報末所列的敝文。
- 但是，警告得可能太早，時間掌握不好。更且，長波下浪不會一次就完成，反覆向下乃其特點，現正處於第二期，可能還有第三期...

# 持續的世紀經濟危機

- 美歐推出史無前例的貨幣量化寬鬆 (monetary quantitative easing)、財政注入和其他行政措施去挽救這次的經濟危機。
- 結果有利有弊。穩定了華爾街，卻引發流動資金到處流竄，在東亞某些地區(包括中國及香港)造成資產與物價通脹，但再沖向歐洲主權債務炒淡，開啟長波下浪的第二階段：歐債危機。部份則返回美國，令經濟稍有好轉。

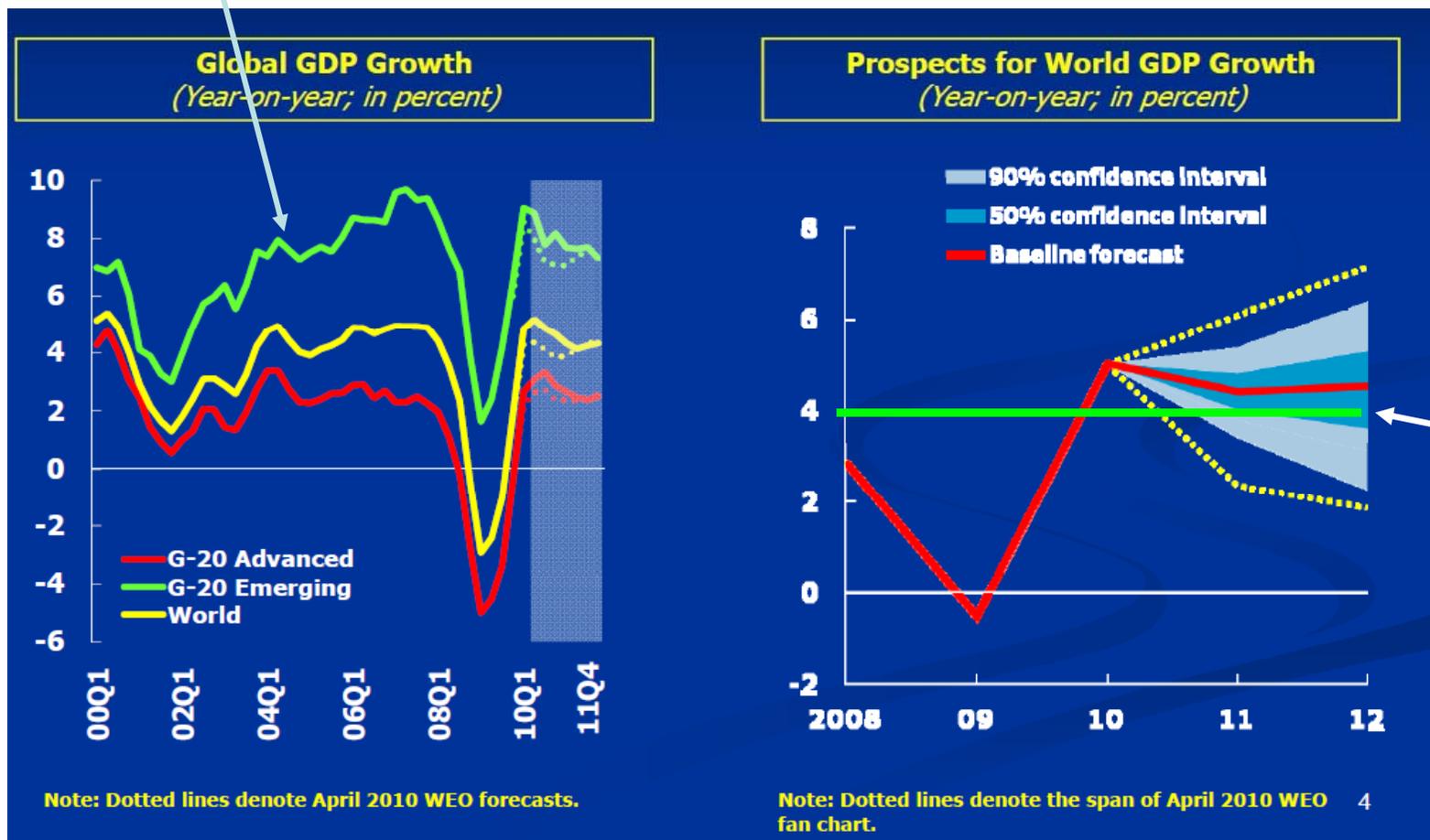
# 持續的世紀經濟危機

- 長波下浪又遇上世界經濟動力的中心從歐美向亞洲及金磚四國(BRIC)轉移。先進金融資本主義危機與地緣經濟的變遷引致頗為混亂的局面。
- 因為(1)全球發展不平衡及(2)過剩流動性，在第一階段好像感覺不到太大危機的經濟體系，反應的意識需要加強了；因為「雙速復蘇」(two-speed recovery)在下浪中會有變數。
- 先說經濟動力向東轉移和「雙速復蘇」。

# 持續的世紀經濟危機

包括中國在內

「雙速復蘇」？



資料來源：”World Economic Outlook”, IMF, April 2011.

# 持續的世紀經濟危機

- 不幸地，美歐的挽救措施治標不治本。禍首的先進金融資本主義改革非常有限；「佔領華爾街」代表年青一輩的醒覺，但影響仍未擴散。
- 各種基金更早時已找尋其他獵物。
- 歐債危機部份是內因，另外是金融市場的運作未受規範所使然。
- 搜獵者遲早會返回美國。
- IMF就過往的所謂調整，未能正本清源，已於2012年1月發出新警告。

# 持續的世紀經濟危機

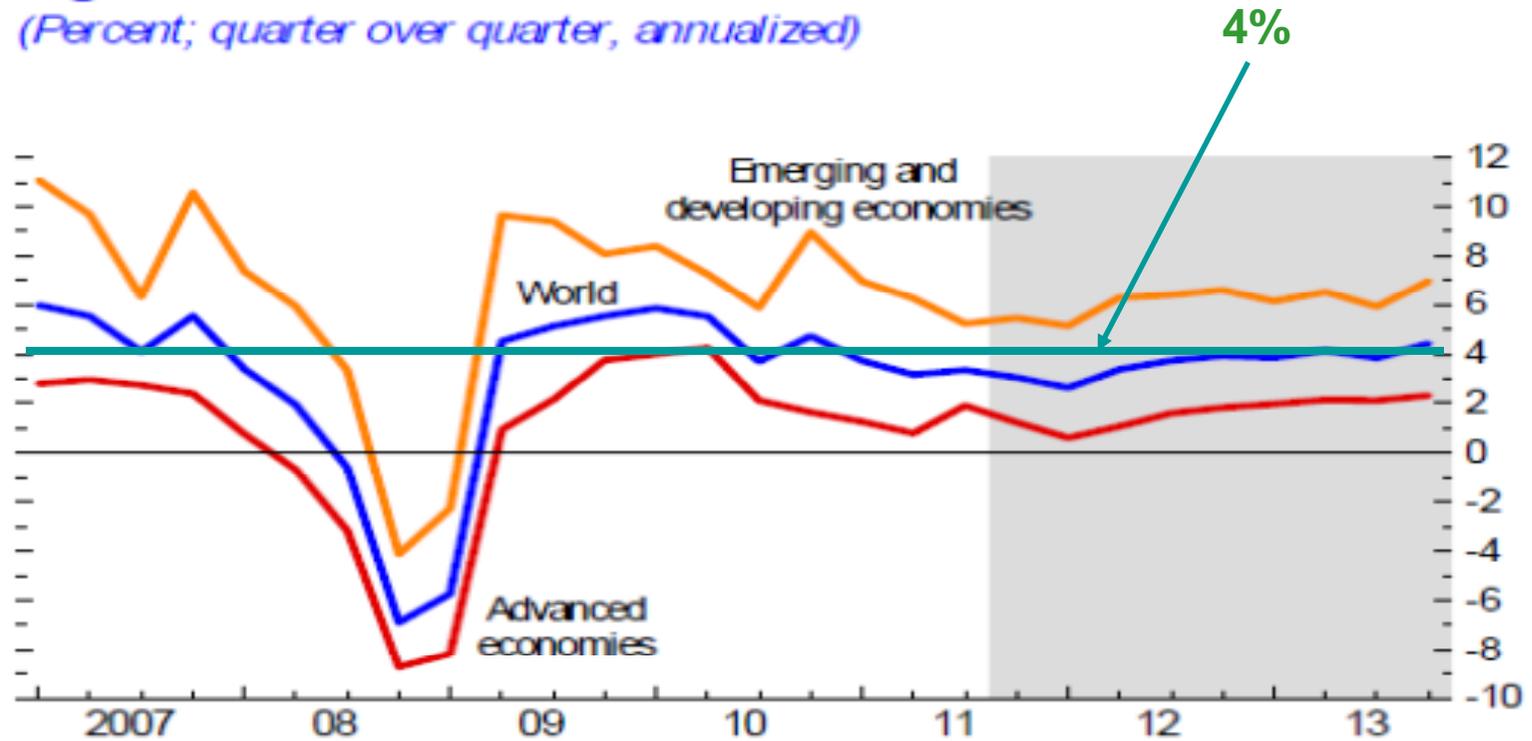
## Global Recovery Stalls, Downside Risks Intensify

*The global recovery is threatened by intensifying strains in the euro area and fragilities elsewhere. Financial conditions have deteriorated, growth prospects have dimmed, and downside risks have escalated. Global output is projected to expand by 3¼ percent in 2012 (Table 1 and Figure 1)—a downward revision of about ¾ percentage point relative to the September 2011 World Economic Outlook (WEO). This is largely because the euro area economy is now expected to go into a mild recession in 2012 as a result of the rise in sovereign yields, the effects of bank deleveraging on the real economy, and the impact of additional fiscal consolidation. Growth in emerging and developing economies is also expected to slow because of the worsening external environment and a weakening of internal demand. The most immediate*

資料來源：“World Economic Outlook Update”, IMF, Jan. 2012

# 持續的世紀經濟危機

**Figure 1. Global GDP Growth**  
(Percent; quarter over quarter, annualized)



Source: IMF staff estimates.

資料來源：“World Economic Outlook Update”, IMF, Jan. 2012

# 持續的世紀經濟危機

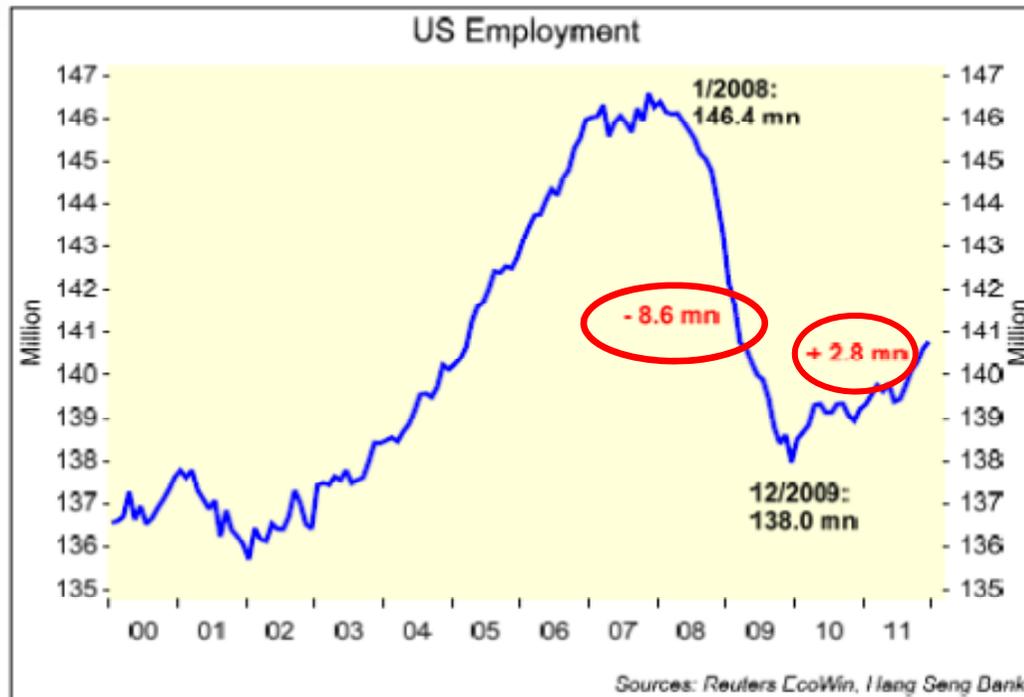
## Global Recovery Stalls, Downside Risks Intensify

because of the worsening external environment and a weakening of internal demand. The most immediate policy challenge is to restore confidence and put an end to the crisis in the euro area by supporting growth, while sustaining adjustment, containing deleveraging, and providing more liquidity and monetary accommodation. In other major advanced economies, the key policy requirements are to address medium-term fiscal imbalances and to repair and reform financial systems, while sustaining the recovery. In emerging and developing economies, near-term policy should focus on responding to moderating domestic growth and to slowing external demand from advanced economies.

資料來源：“World Economic Outlook Update”, IMF, Jan. 2012

# 美歐救市的效果：美國經濟反彈？

At the current pace of job growth, it will take years for the labor market to regain all the jobs that were lost during the recession

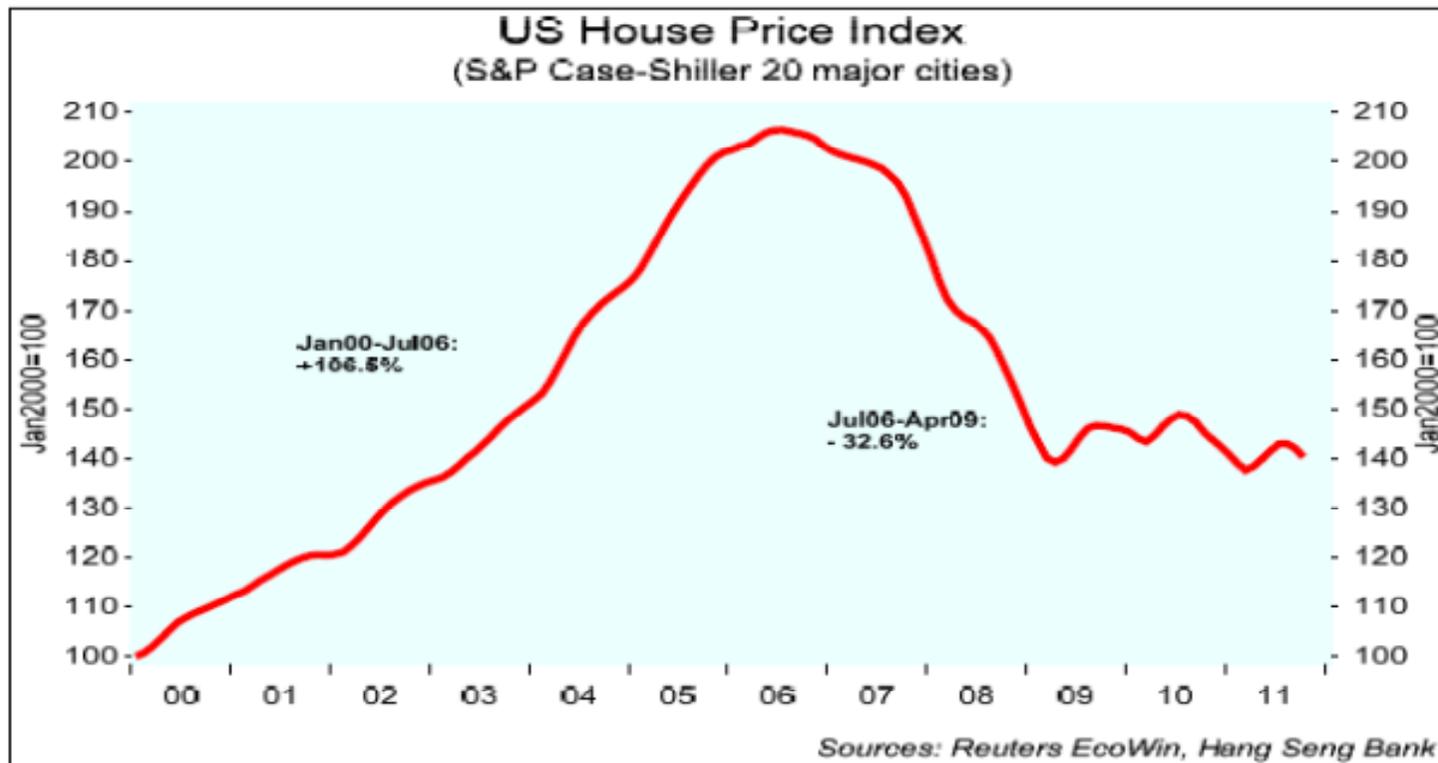


- Private nonfarm payroll employment lost over 8 million jobs during the recession
- It has added back about 2.8 million
- Unless the pace of job gains pick up, it could take 2 to 3 years for the unemployment rate to return to pre-crisis levels

“Global Economic Outlook”, Intellectual Exchange, Hang Seng Bank, 13 January 2012.

# 美歐救市的效果：美國經濟反彈？

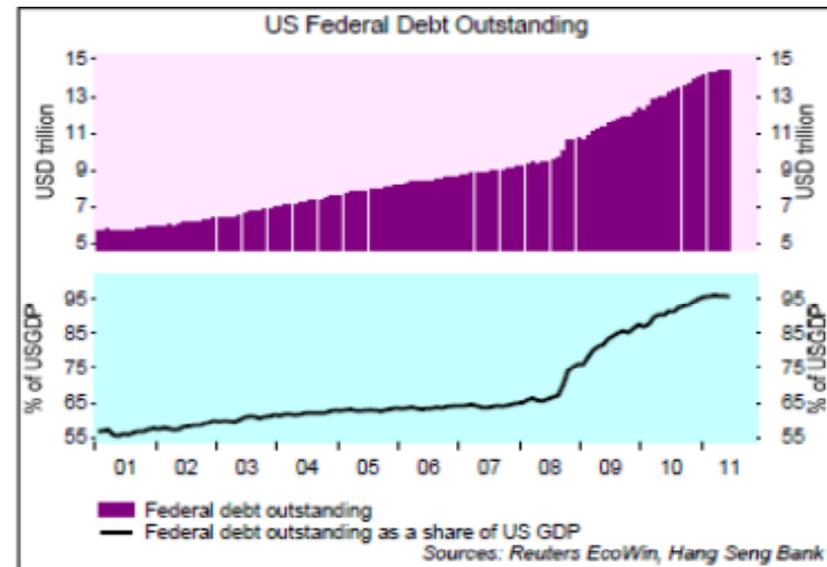
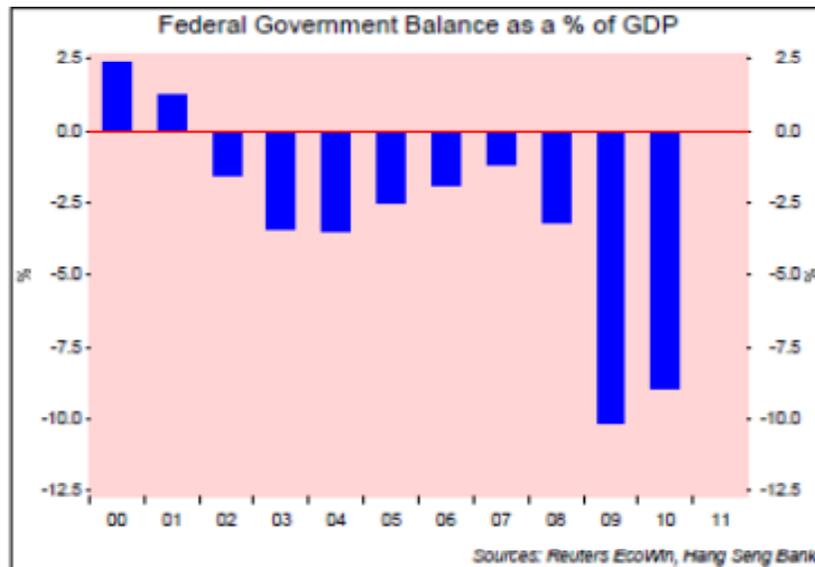
US house prices are still hovering near the 2009 trough



資料來源：同上頁，如下一樣，除非另註明。

# 美歐救市的效果：美國經濟反彈？

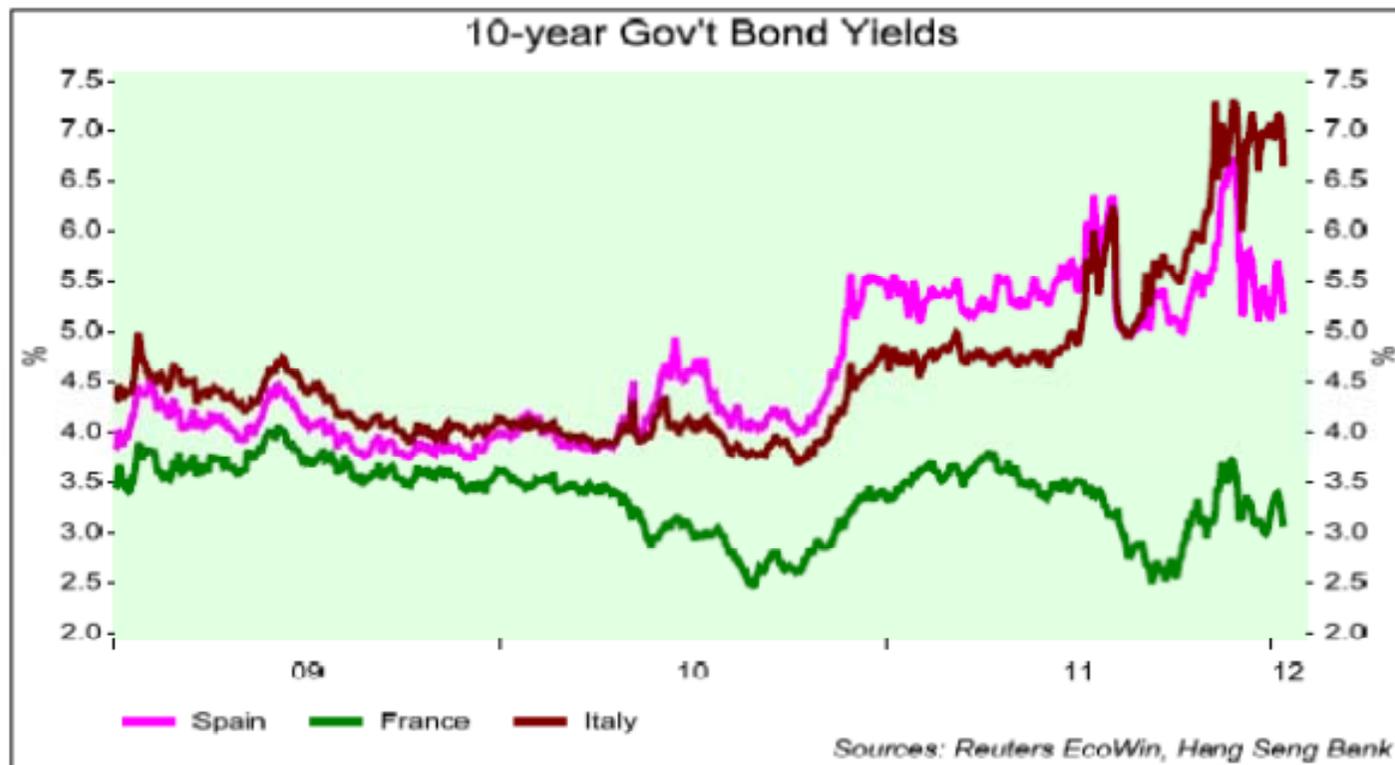
US is under pressure to reduce its budget gap and federal debts. Political wrangling will also make it difficult for President Obama to pursue expansionary fiscal policy



資料來源：同上頁，如下一樣，除非另註明。

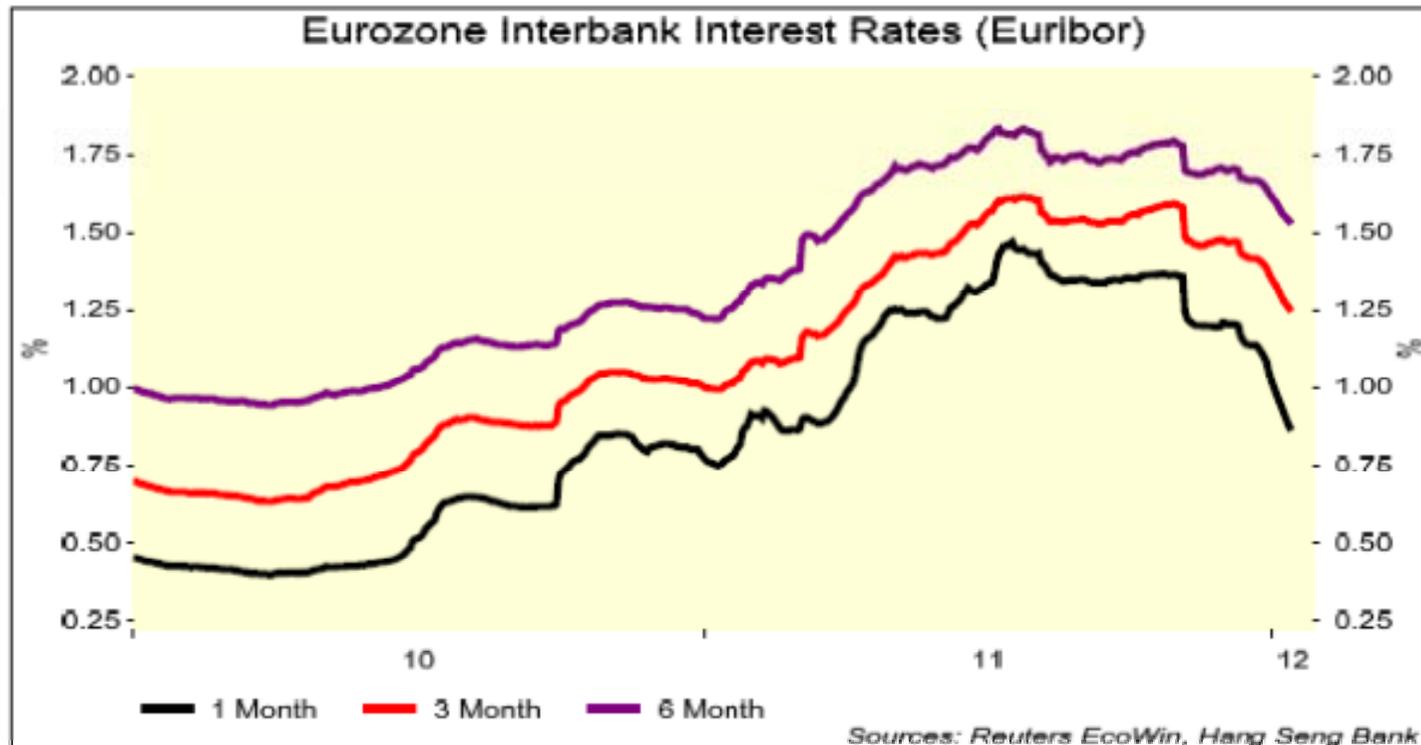
# 美歐救市的效果：歐債危機

Countries such as Italy and Spain have to pay higher interest rates to refinance their debts



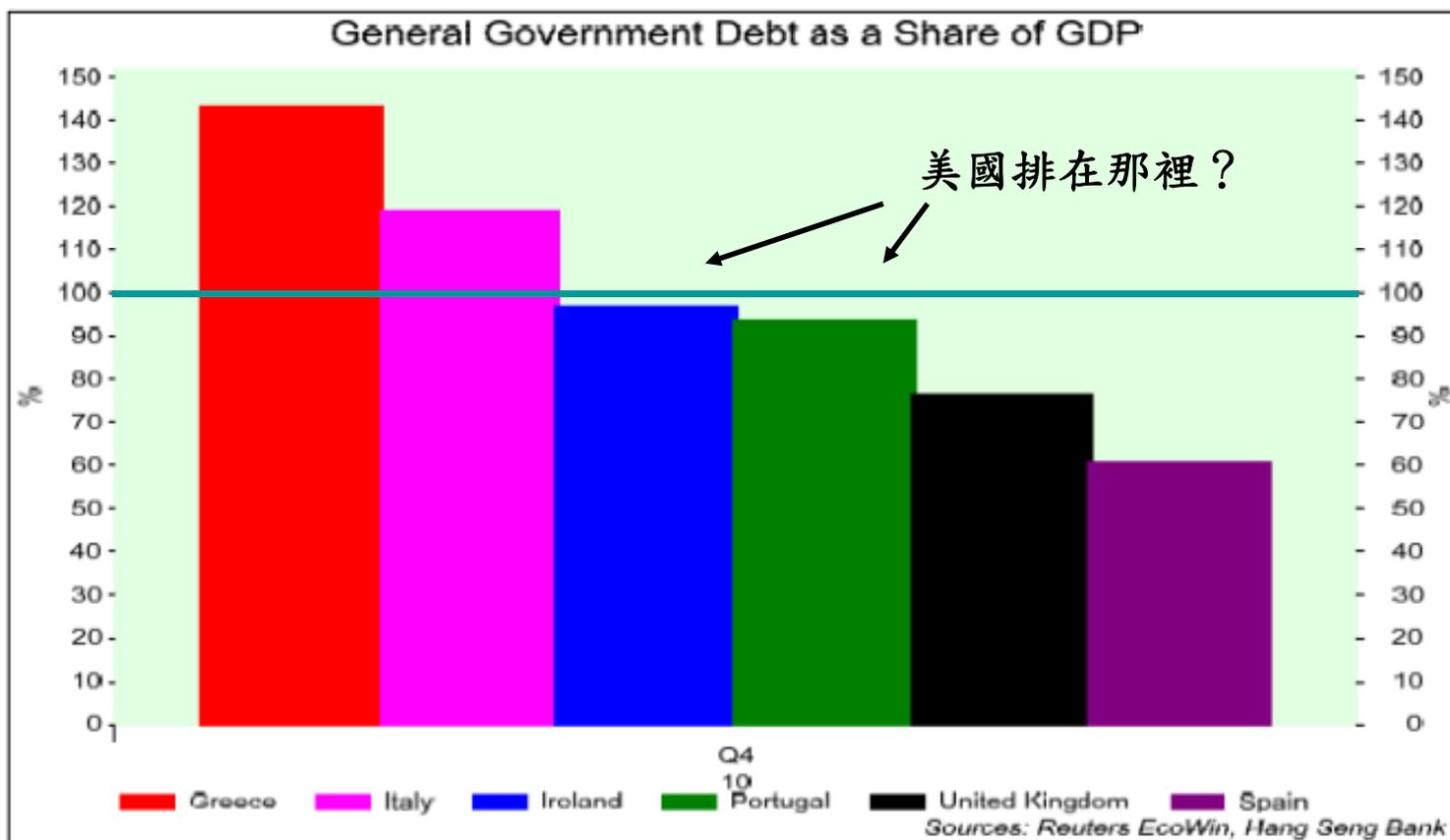
# 美歐救市的效果：歐債危機

Banks also face higher funding costs as they are the major holders of European government bonds, and are increasingly reliant on the European Central Bank for funding



# 美歐救市的效果：歐債危機

Even if the crisis could be resolved, growth would suffer as many European countries are tightening their belts in an effort to reduce their debts and deficits

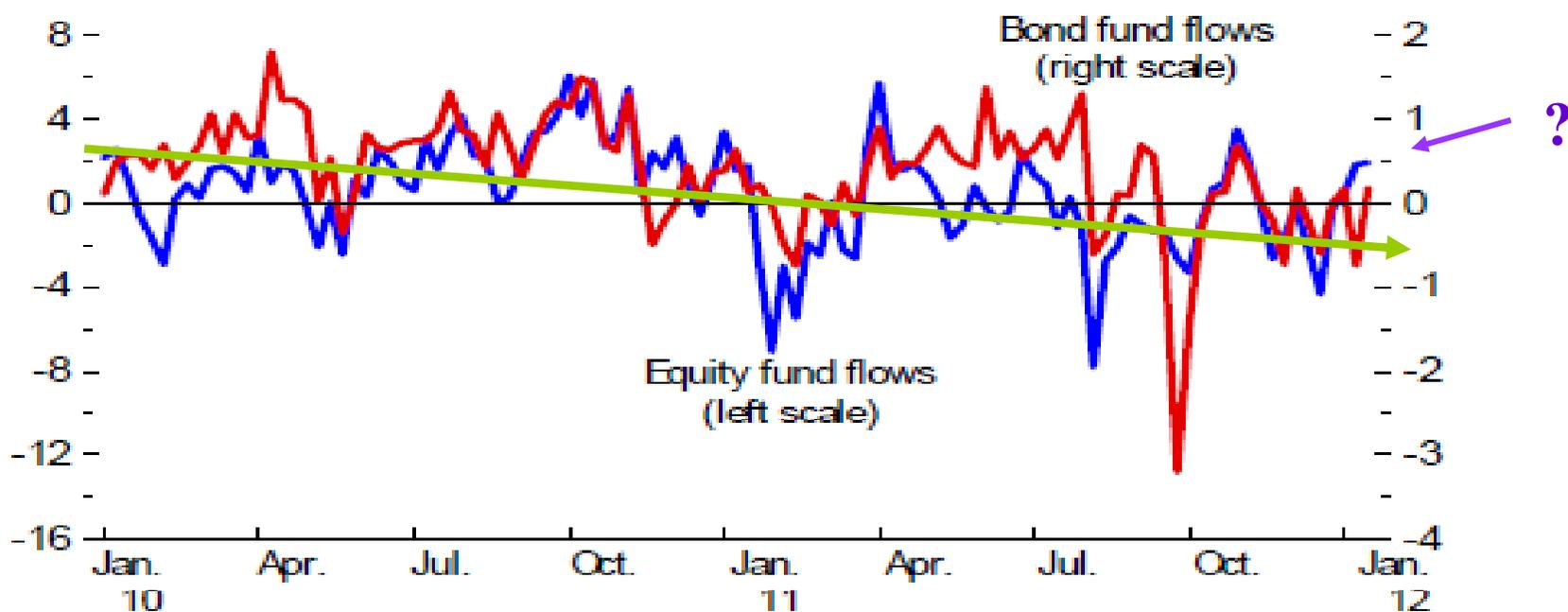


# 經濟危機對中國與香港的影響

- 美英歐的救市行動，對中國及香港的影響有利有弊。初是負面，繼而「弔詭地」正面；然後約束效應再現。
- 要應付百年一遇的長波危機，通過貨幣量化寬鬆產生的大量游資，部份去了亞太區與BRIC等具「增長潛力」的區域，包括內地(通過各種途徑)和香港。
- 世界經濟動力的中心從歐美向東(南)轉移早於金融海嘯，其後亦有所加強。
- 但是，獲利回套式的抽身已經在過往一年多出現，雖然最近期美國聯儲局的言論(超低利率將維持至2014年)與歐洲央行的量化寬鬆，又有資金倒流，造成了股市的所謂「小陽春」。

# 經濟危機對中國與香港的影響

Figure 5. Net Fund Flows to Emerging Markets  
(Billions of U.S. dollars; weekly flows)



Source: EPFR Global.

資料來源：“World Economic Outlook Update”, IMF, Jan. 2012

# 經濟危機對中國與香港的影響

- 看下面的股市指數圖表，急挫與反彈之後，單就美國來說，幾乎觀察不到游資的流竄、動向及後果。
- 華爾街自保能力真的很強；亞太區離「返鄉」仍有一段路程？**最後笑者是誰？**
- 當然，中間過程頗為複雜。
- 中國與香港既受外來沖擊，但內部反應有不少問題。中國過寬後雖已偏緊排洪，卻難控制投資衝動，特別屬地方政府的建設。香港的土地政策早為人所詬病，剛於金融海嘯又遇上瓶頸。財政政策也未能減低苦樂不均的現象，令民間怨憤升級。

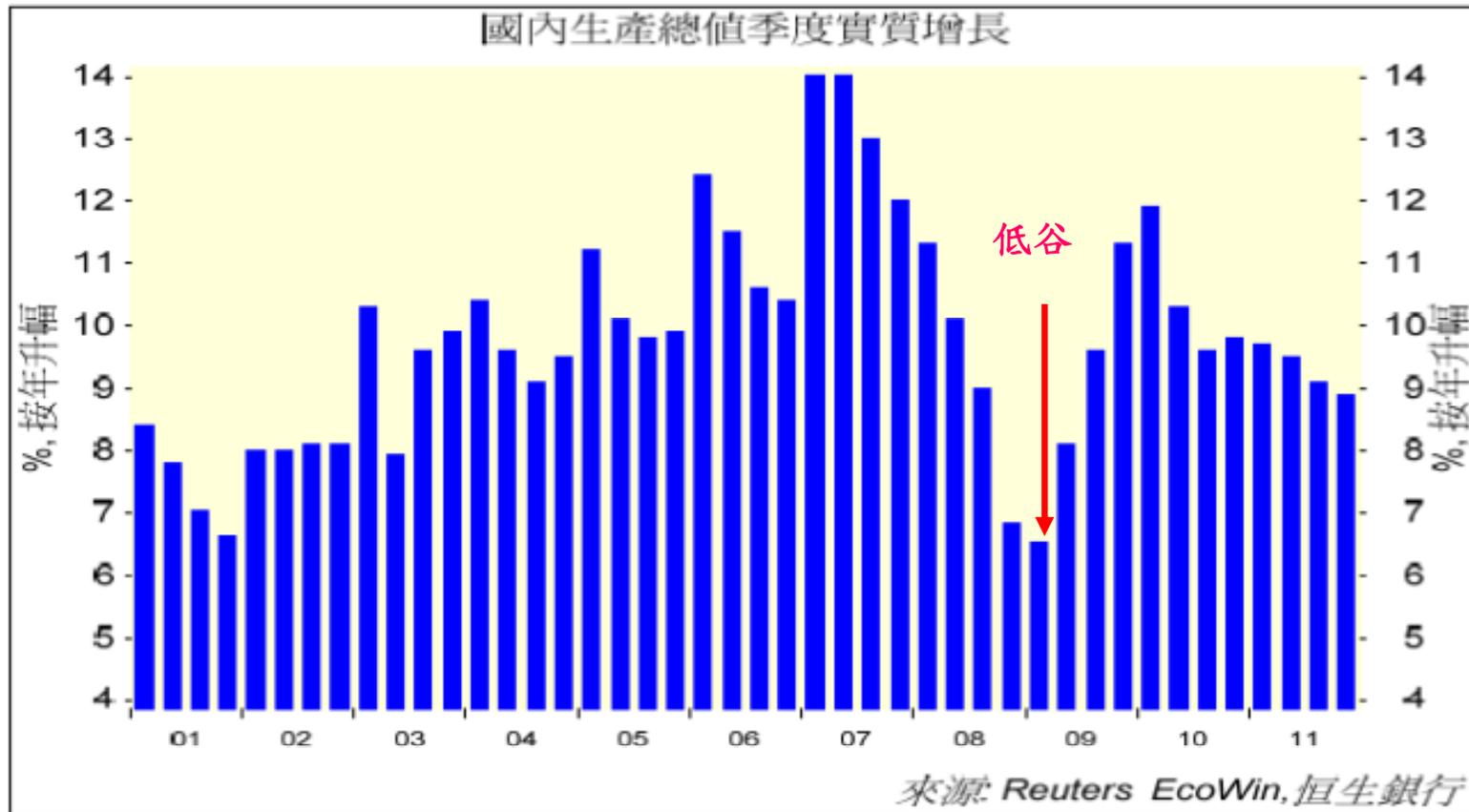
# 經濟危機對中國與香港的影響

## 金融海嘯後的股市

| 股市指數/時間  | 2008年5月的高點指數 | 海嘯最大跌幅<br>(以2008年5月為基點) | 其後從低點反彈 | 2012年2月16日(比較2008年5月) |
|----------|--------------|-------------------------|---------|-----------------------|
| 道瓊斯工業平均  | 13,058       | -50%                    | +97%    | -1%                   |
| 摩根史丹利亞太  | 154          | -54%                    | +99%    | -19%                  |
| 中國上証 A 股 | 3,946        | -55%                    | +103%   | -37%                  |
| 香港恒生     | 26,262       | -58%                    | +127%   | -19%                  |

註釋：選2008年5月為金融海嘯前的基點，因為四個市場都從歷史高位調整後回升，未知「苦之將至」。百分比皆屬約數。

# 經濟危機對中國的影響

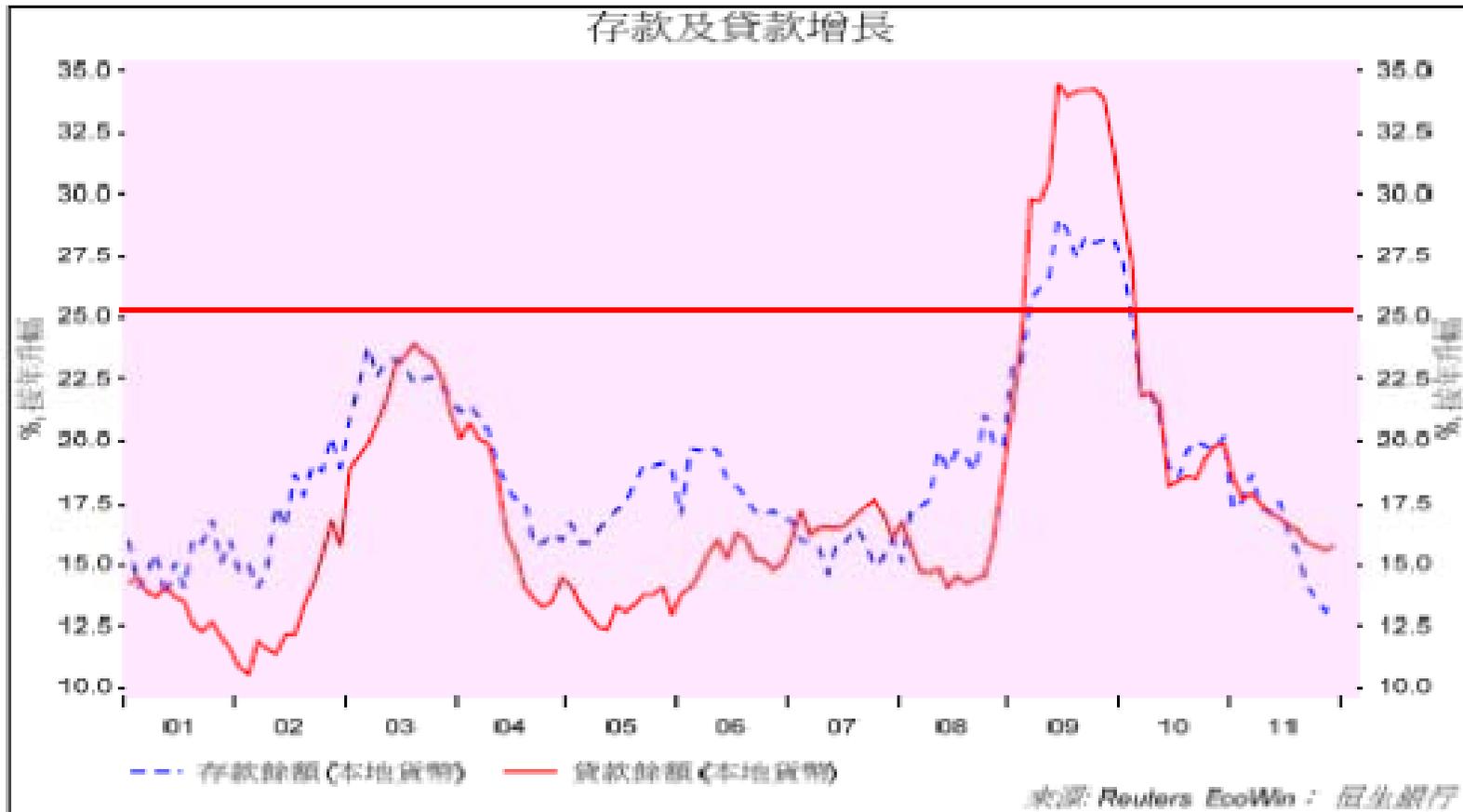


資料來源：恒生銀行，中國經濟觀察，2012年2月

# 經濟危機對中國的影響

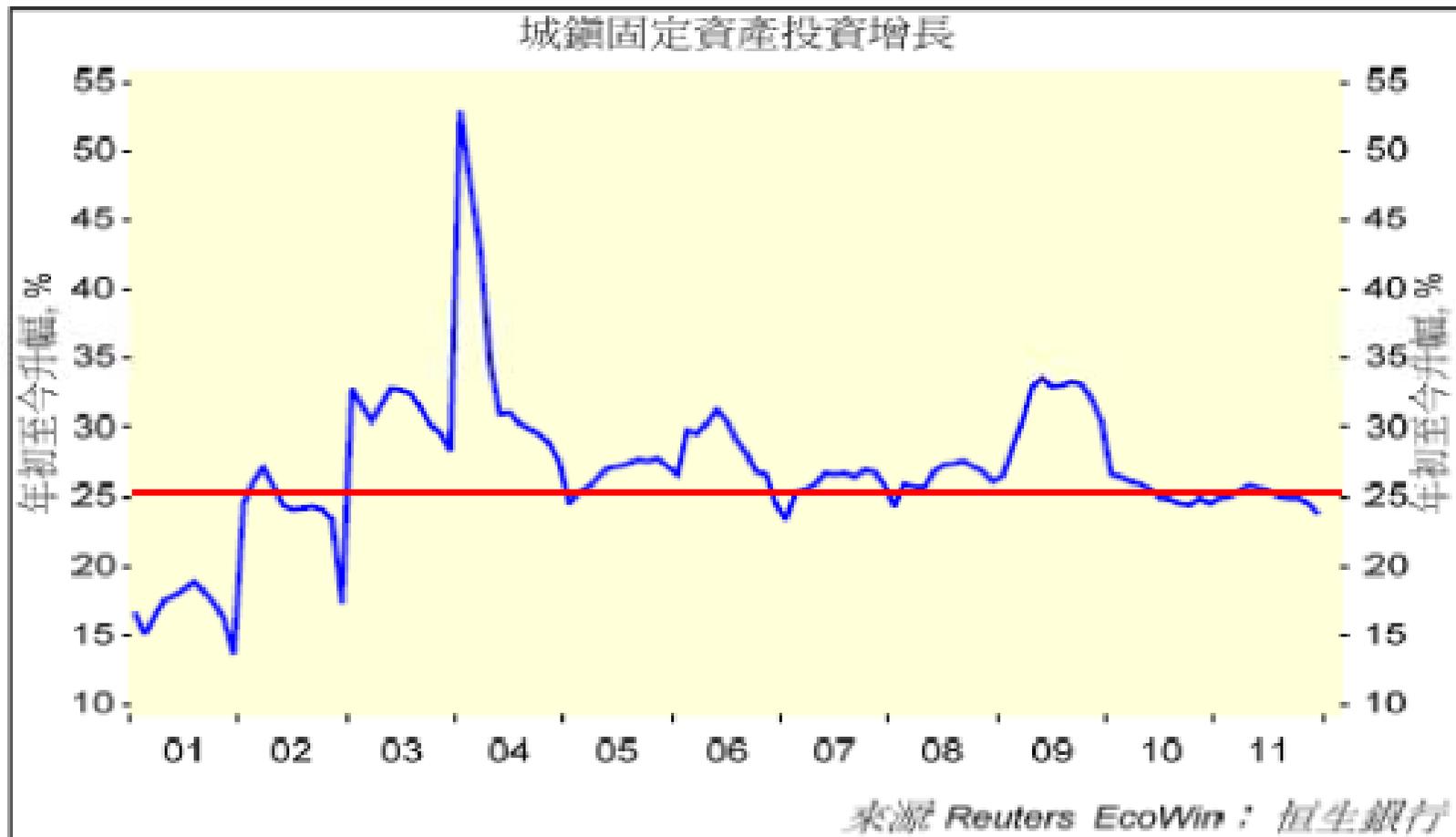
- 中國即時反應是推出四萬億元的刺激方案；再加貨幣政策的寬鬆。
- 後果是投資先行，尤其地方政府利用資金平台上馬，累積債務成為關注。
- 繼而發覺出了亂子，就厲行收緊。從政策角度而言，中國處理危機的對應出現頗多問題；影響了投資--消費的再平衡。
- 最近才有些糾正。

# 經濟危機對中國的影響



資料來源：恒生銀行，中國經濟觀察，2012年2月

# 經濟危機對中國的影響



資料來源：恒生銀行，中國經濟觀察，2012年2月

# 經濟危機對中國的影響



資料來源：恒生銀行，中國經濟觀察，2012年2月

# 經濟危機對中國的影響

## 投資-消費再平衡？

表 3：內地實質國內生產總值增長各項目貢獻率（百分點）

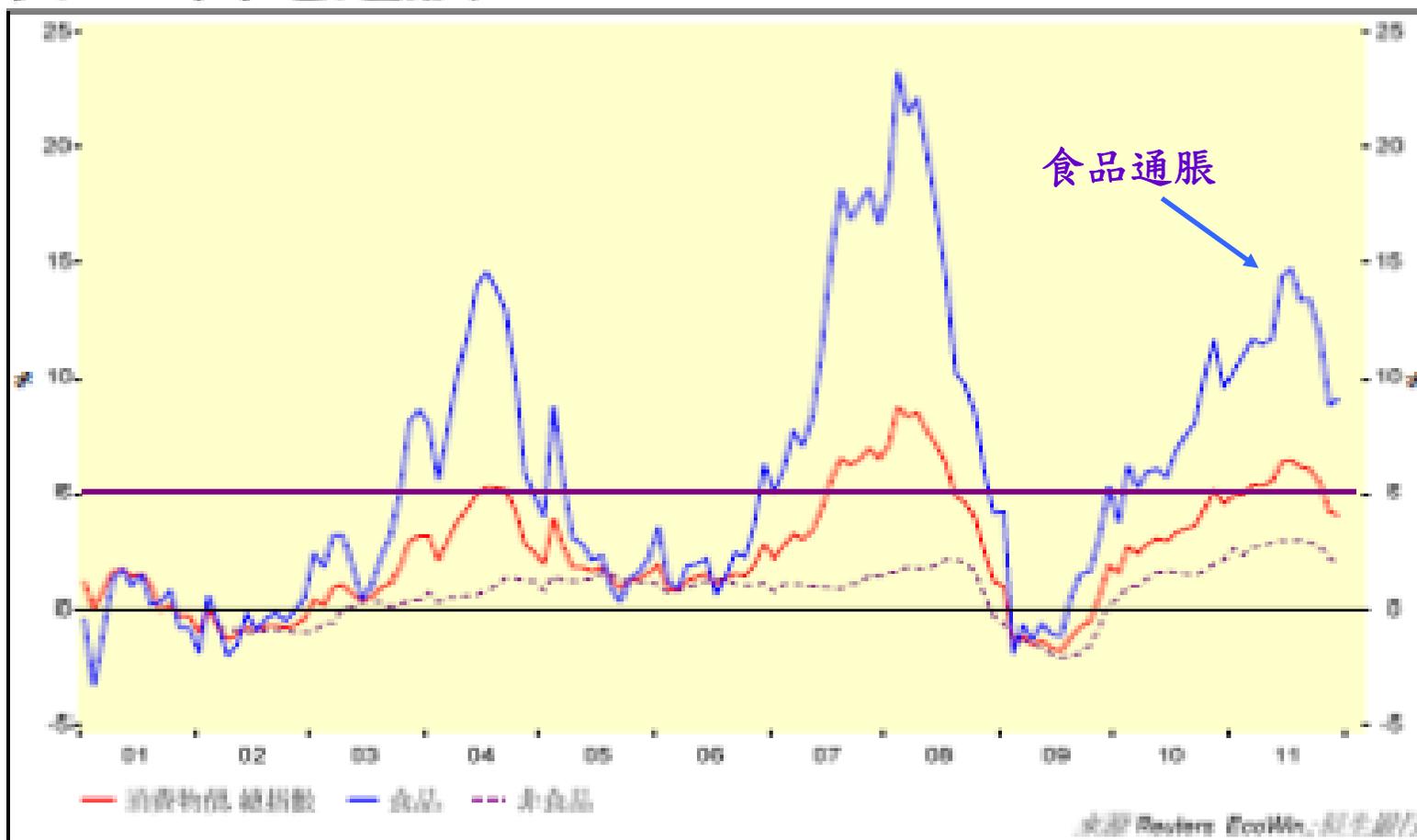
|               | 2010 | 2011 |
|---------------|------|------|
| 消費開支（家庭 + 政府） | 3.8  | 4.7  |
| 投資（私人 + 公共）   | 5.6  | 5.0  |
| 貨物及服務淨出口      | 1.0  | -0.5 |
| 實質國內生產總值（%）   | 10.4 | 9.2  |

資料來源：CEIC、國家統計局、恒生銀行

資料來源：恒生銀行，中國經濟觀察，2012年2月

# 經濟危機對中國的影響

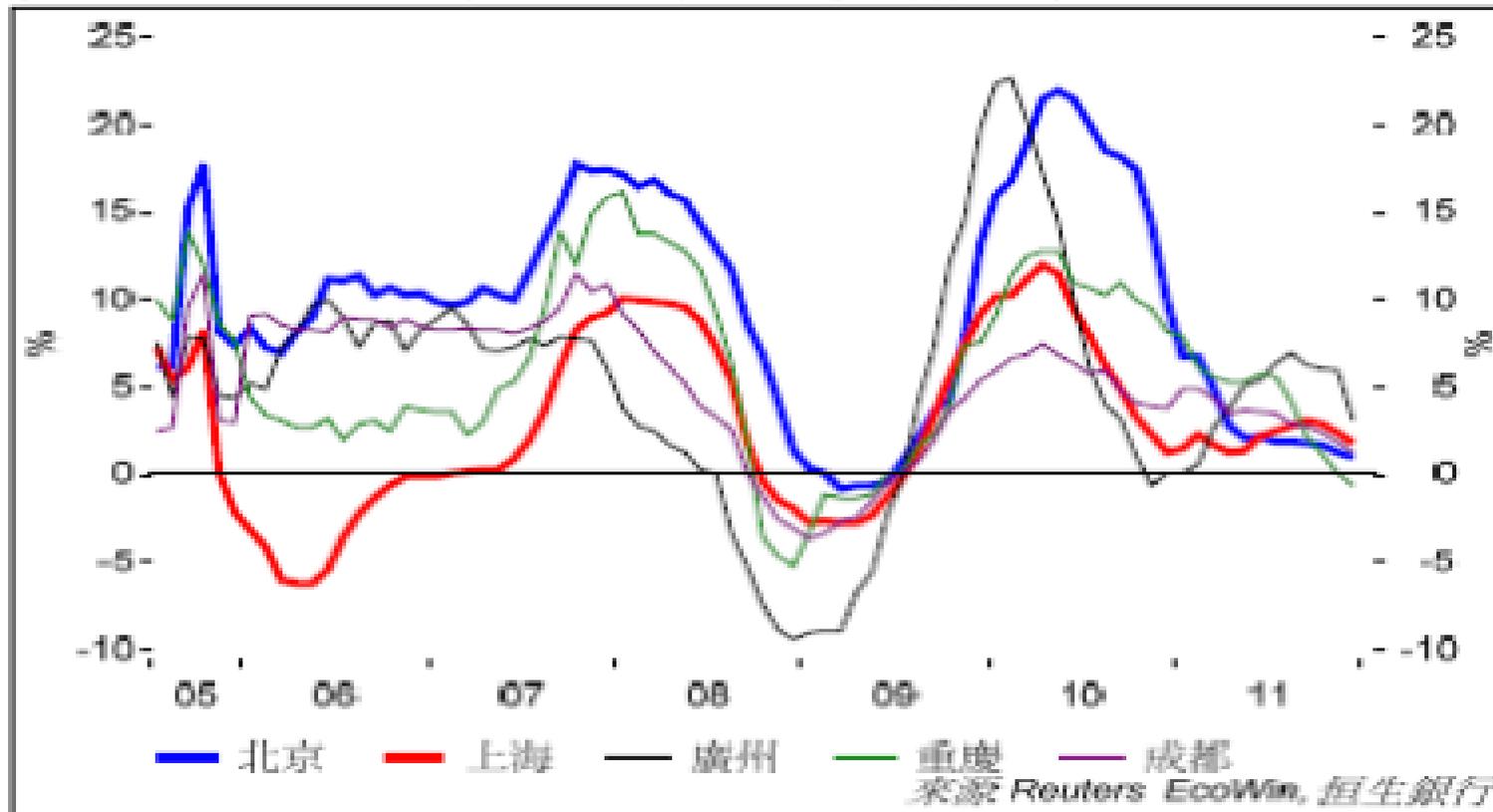
表 4: 內地通脹



資料來源：恒生銀行，中國經濟觀察，2012年2月

# 經濟危機對中國的影響

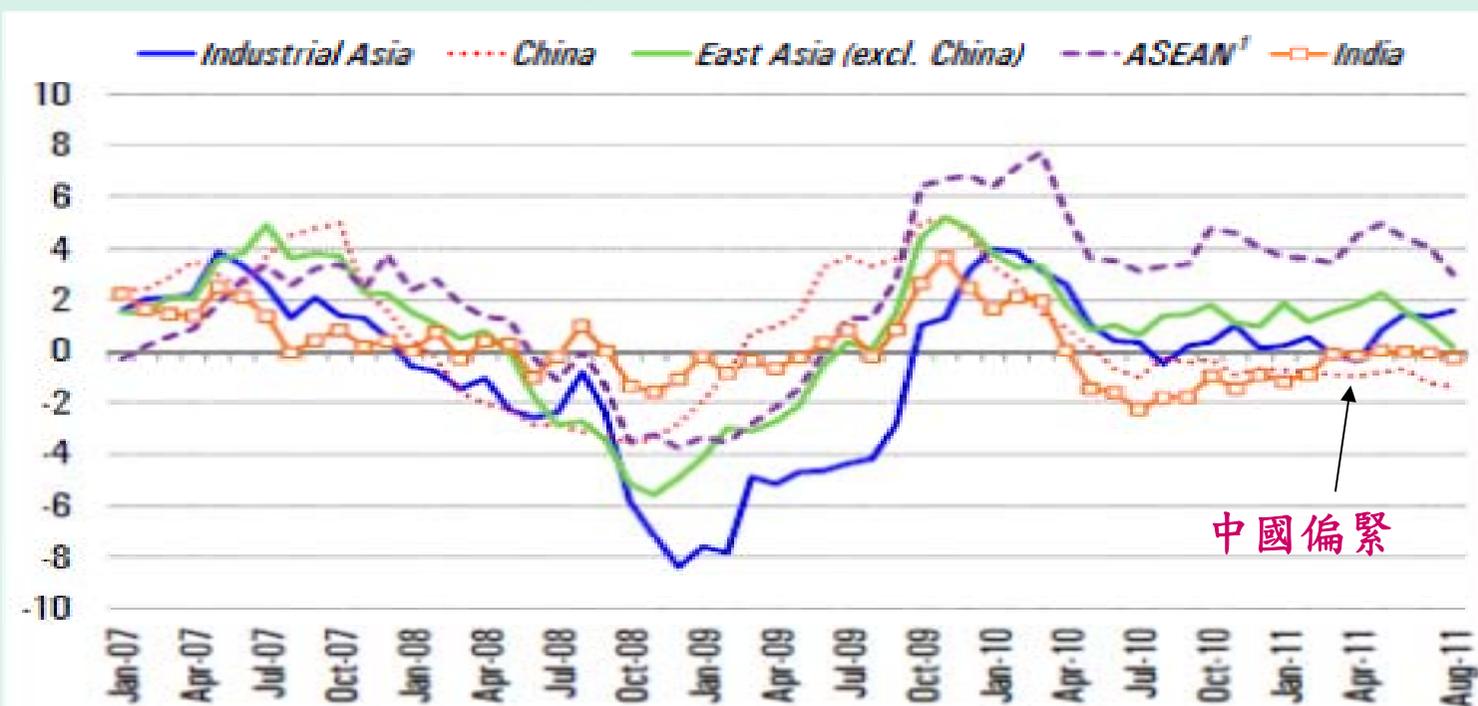
表 5: 主要城市一手房屋價格增長



資料來源：恒生銀行，中國經濟觀察，2012年2月

# 經濟危機對中國的影響

**Figure 1.3. Selected Asia: Financial Condition Index (FCI)**  
(Index; increase – loosening of financial conditions, zero – neutral)



Source: IMF staff estimates.

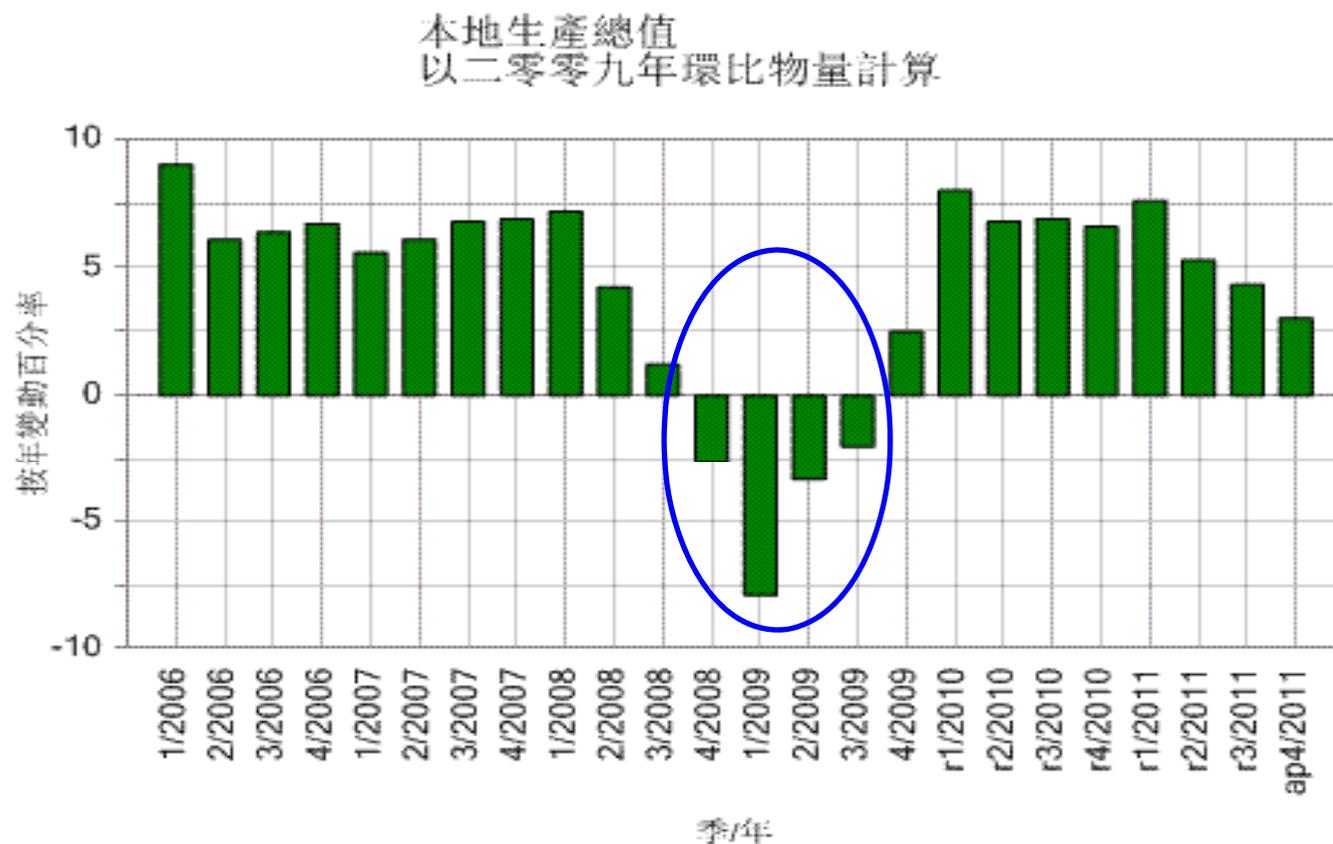
¹ ASEAN includes Indonesia, Malaysia, the Philippines, Singapore, and Thailand.

Source: “Regional Economic Outlook”, IMF, October 2011

# 經濟危機對香港的影響

- 香港受到的震盪，多重而迴旋升降。
- 作為小型開放金融中心，先是恐懼，一些高官表示情況可能更差於2003年SARS。
- 意料之外是，2009年下半年，資金從西從北湧入，高級房地產屢創天價。
- 跟後，通脹來了；零售租金及來料成本上升，部份唯有轉嫁消費者。
- 百年一遇的危機，感覺到嗎？對誰而言？

# 經濟危機引致香港衰退的程度

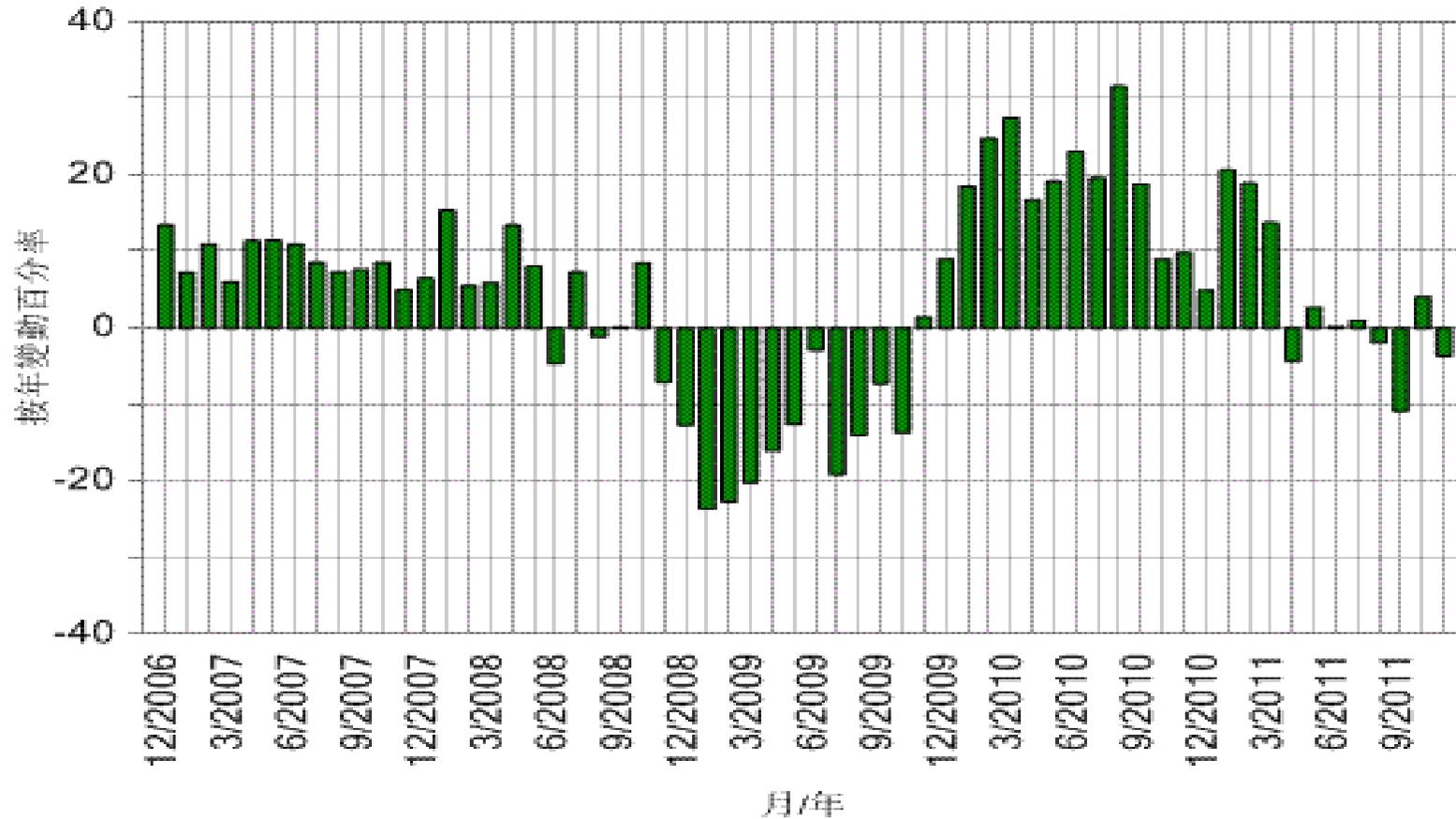


r 修訂數字。  
ap 預先初步估計。  
數字是2012年2月1日發表的最新數據。

資料來源：香港政府統計處

# 主因之一：外需下降

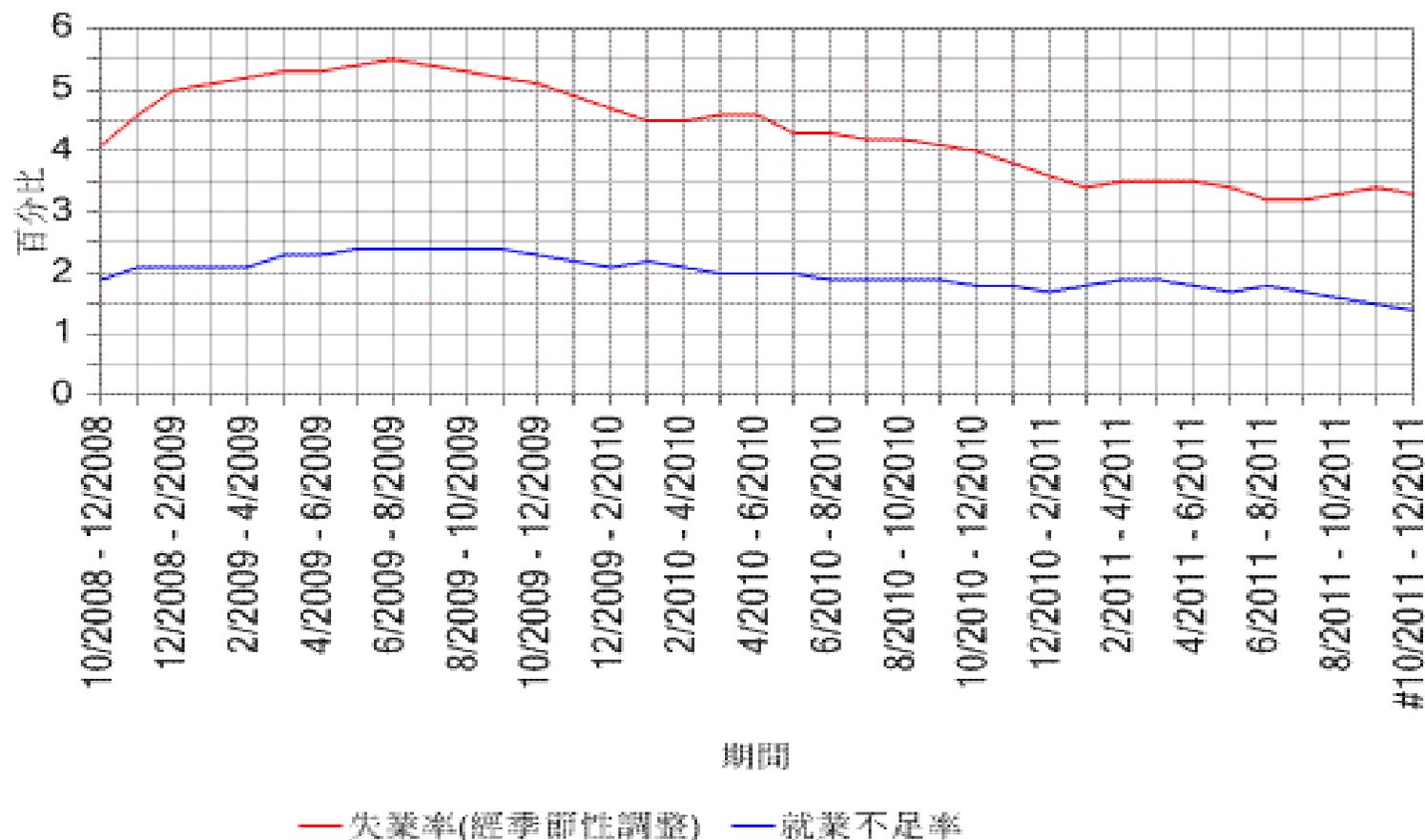
整體出口貨量指數



資料來源：香港政府統計處

# 經濟危機對香港勞工市場的影響： 表面比預測小

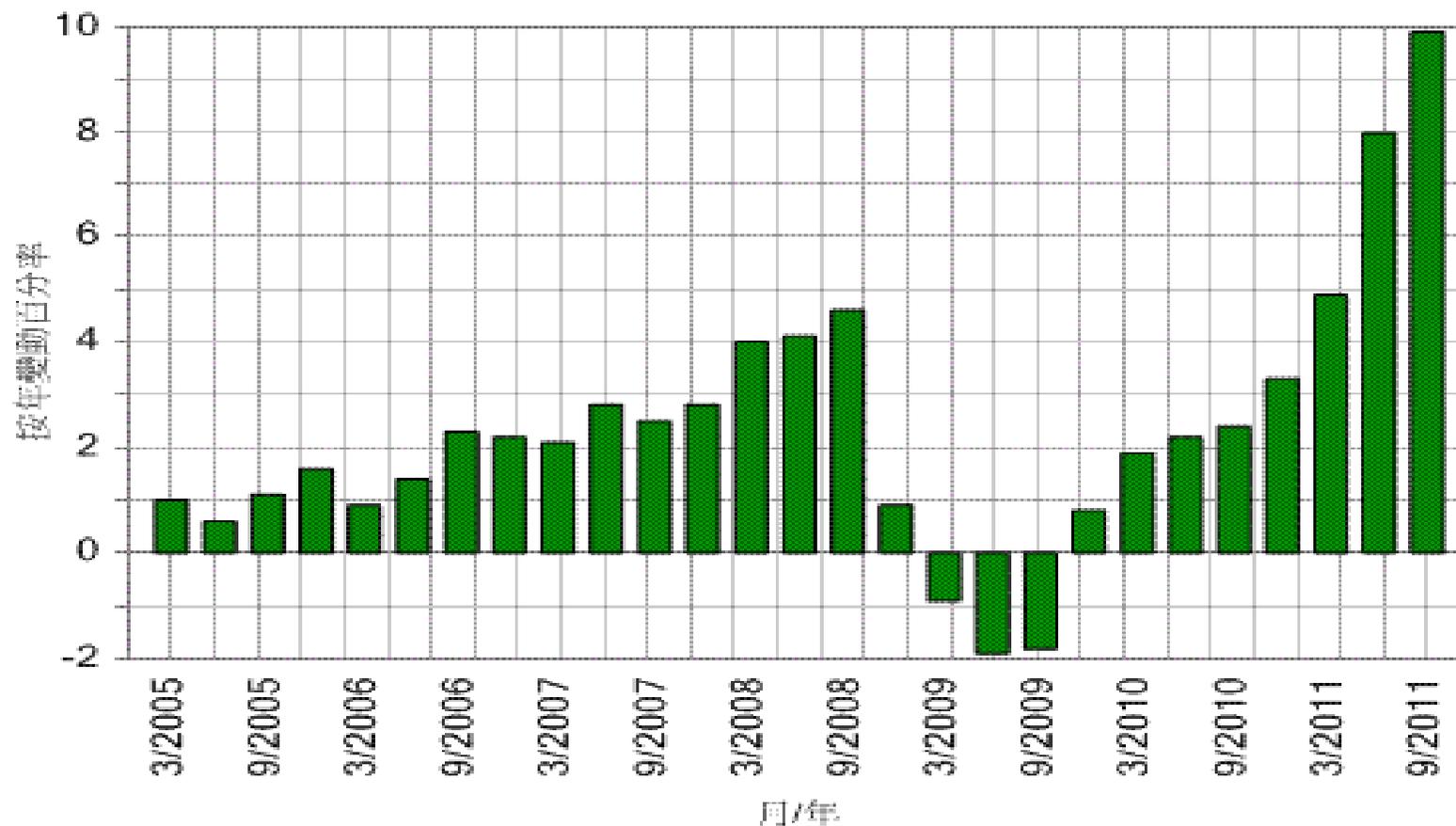
失業率(經季節性調整)及就業不足率



# 臨時數字

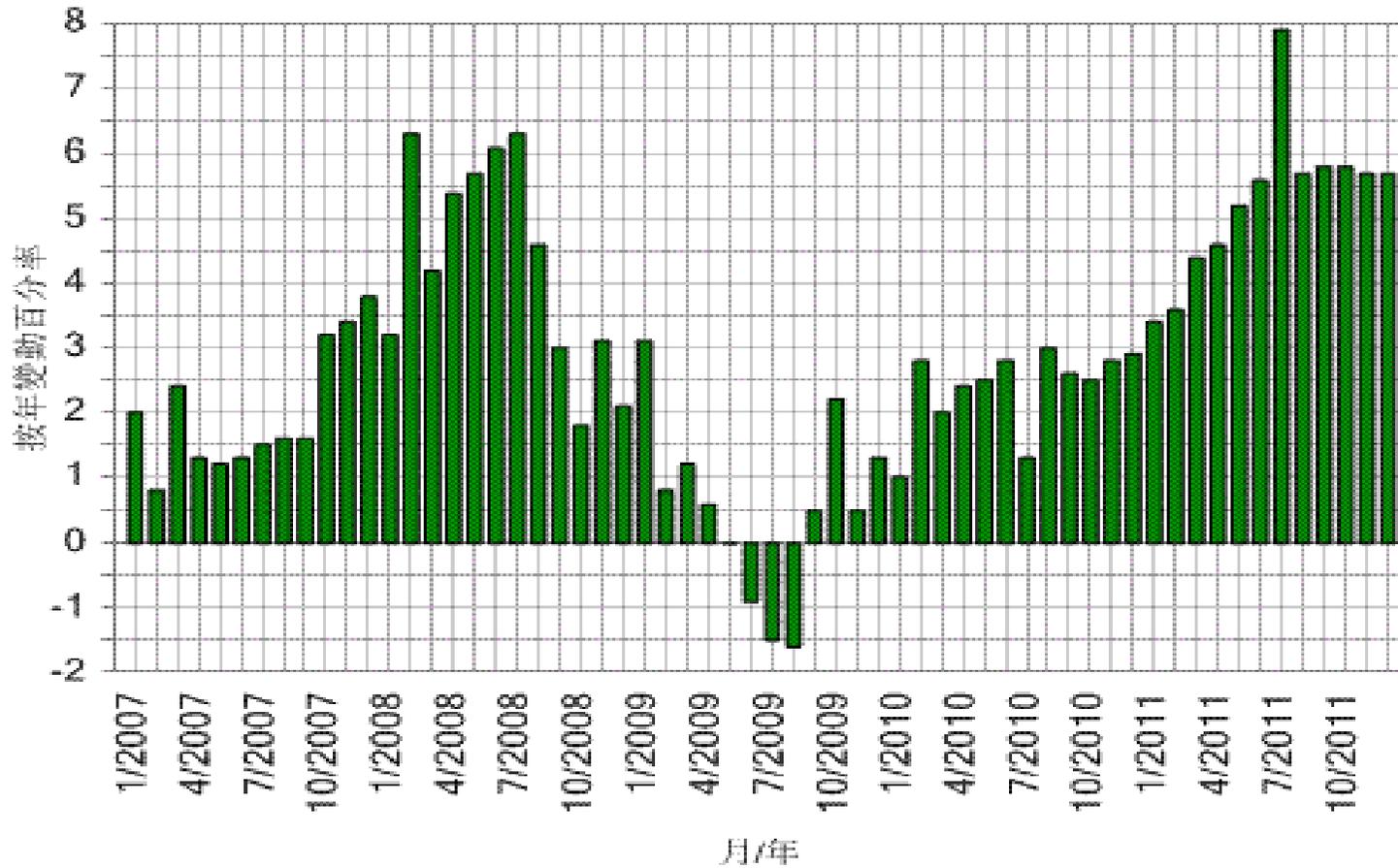
# 經濟危機對香港勞工市場的影響： 表面比預測小

工資



# 消費物價稍降後，通脹急來

綜合消費物價指數

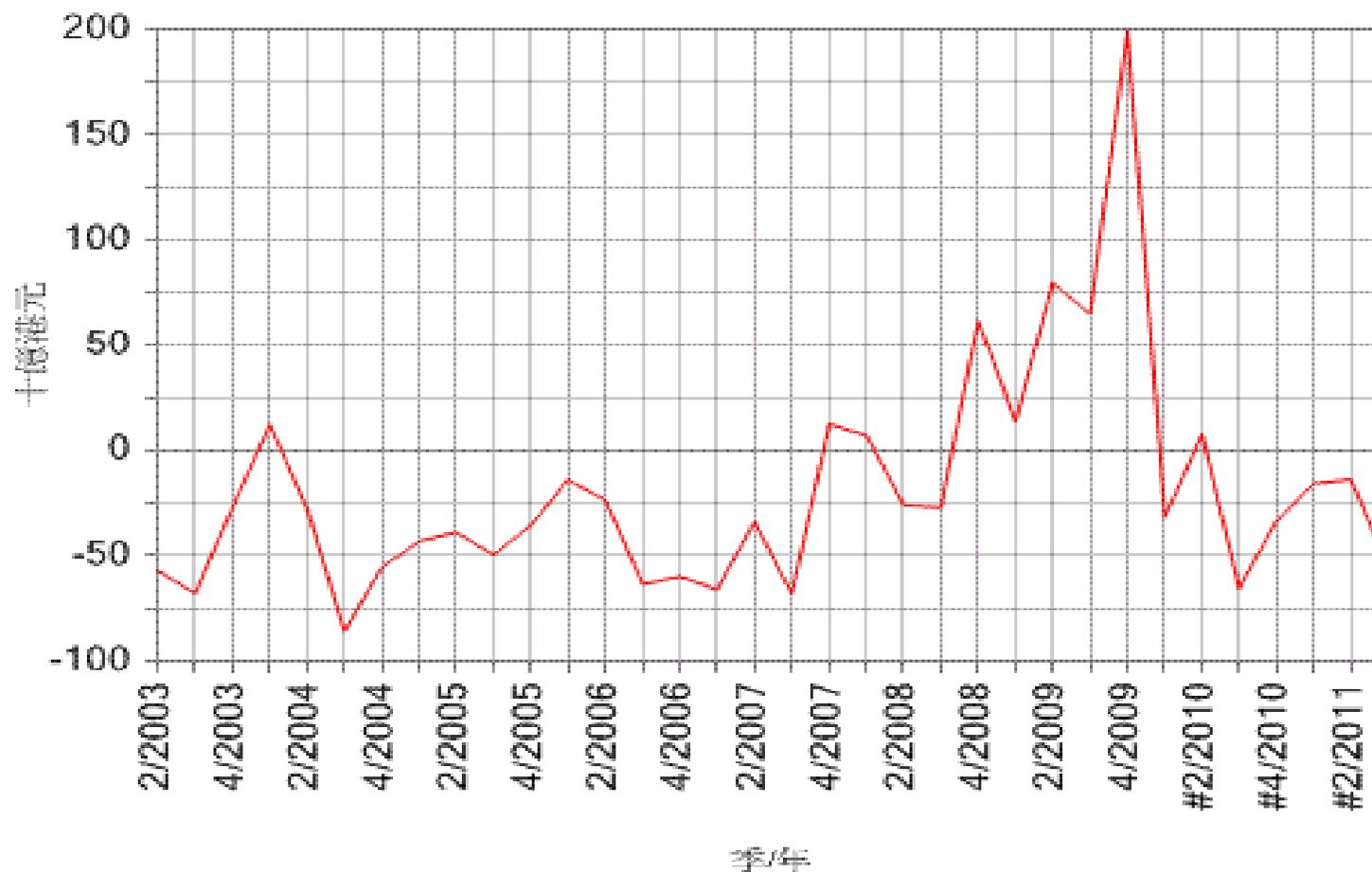


## 原因：資金西來與北來？

- 西來，是因為美英歐要應付百年一遇的長波危機，上面已說過。北來，由於大陸要防洪排洪；有條件的人士加強到香港投資、消費。
- 兩種因素令到香港的危機局面，頗為弔詭。但全球發展重心的東移，以及中港的不對稱融合的拉力，也要考慮。
- 香港特區政府的短視政策及對應措施，亦劇化了矛盾。

# 原因：資金西來與北來？

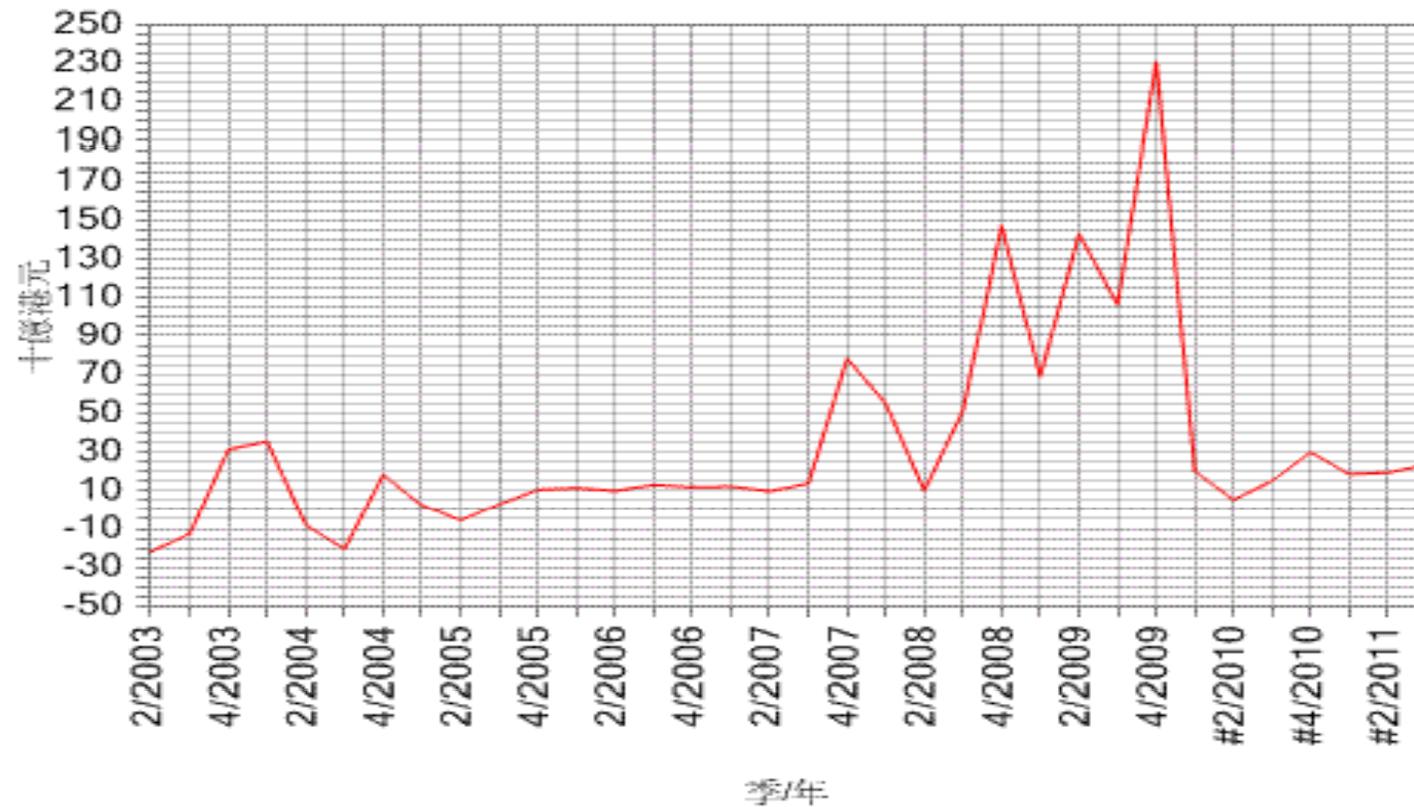
非儲備性質的金融資產變動淨值



# 數字在日後得到更多資料時會作出修訂。

# 原因：資金西來與北來？

整體的國際收支



# 數字在日後得到更多資料時會作出修訂。

# 原因：北方來(豪)客？

表 2：旅遊業對香港零售銷售之貢獻(佔零售貨值之百分比)

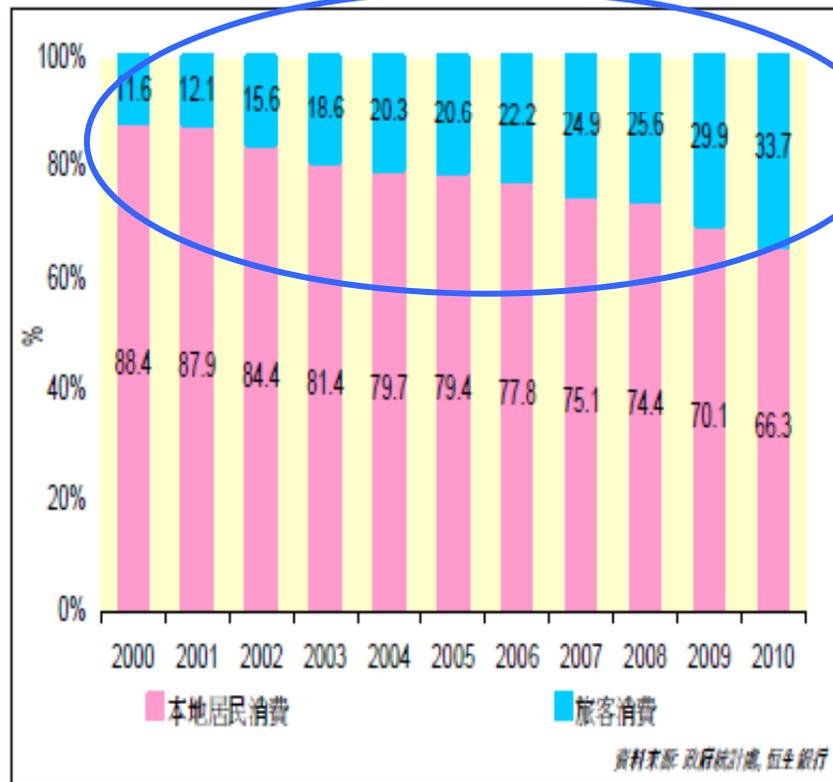
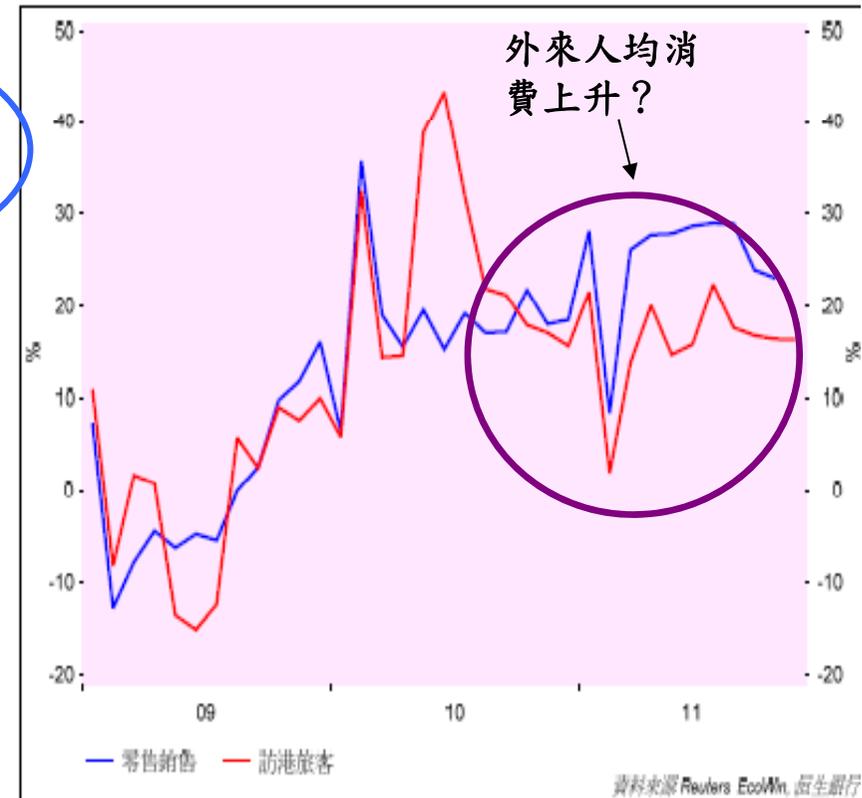


表 3：零售銷售及訪港旅客 (% , 按年)



資料來源：恆生銀行香港經濟脈搏，2012年1月

# 吊詭散去，現實再呈？

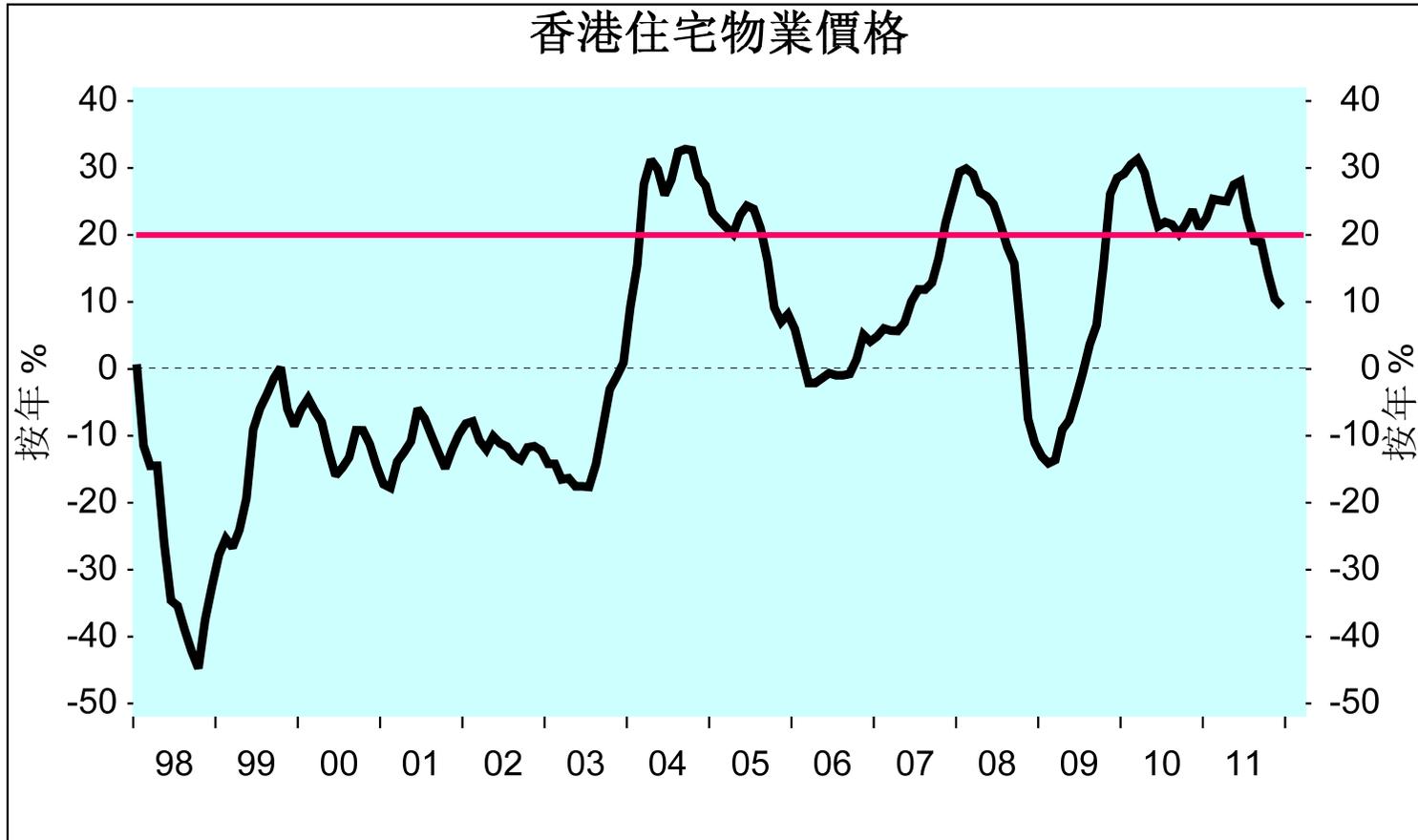
- 上面的圖表顯示，資金的流入除2009-2010某段時期外，並不具有很強的持續性。
- 而旅遊對香港GDP的貢獻是4%左右(未計其他可顧及的關連效應)。怎樣解釋本地的樓房及消費通脹呢？
- 部份原因是大陸的食品通脹(如上述)。此外，相對國內的樓價，香港居高難下。
- 解說應往內裡尋：特區政府搖擺不定而短視的土地及房屋政策。供應瓶頸被炒家用作藉口，繼而帶動其他環節。財政和其他措施也未能減低沖擊帶來的苦樂不均，令民間怨憤上升。

# 吊詭散去，現實再呈？



資料來源：恆生銀行香港經濟脈搏，2012年1月

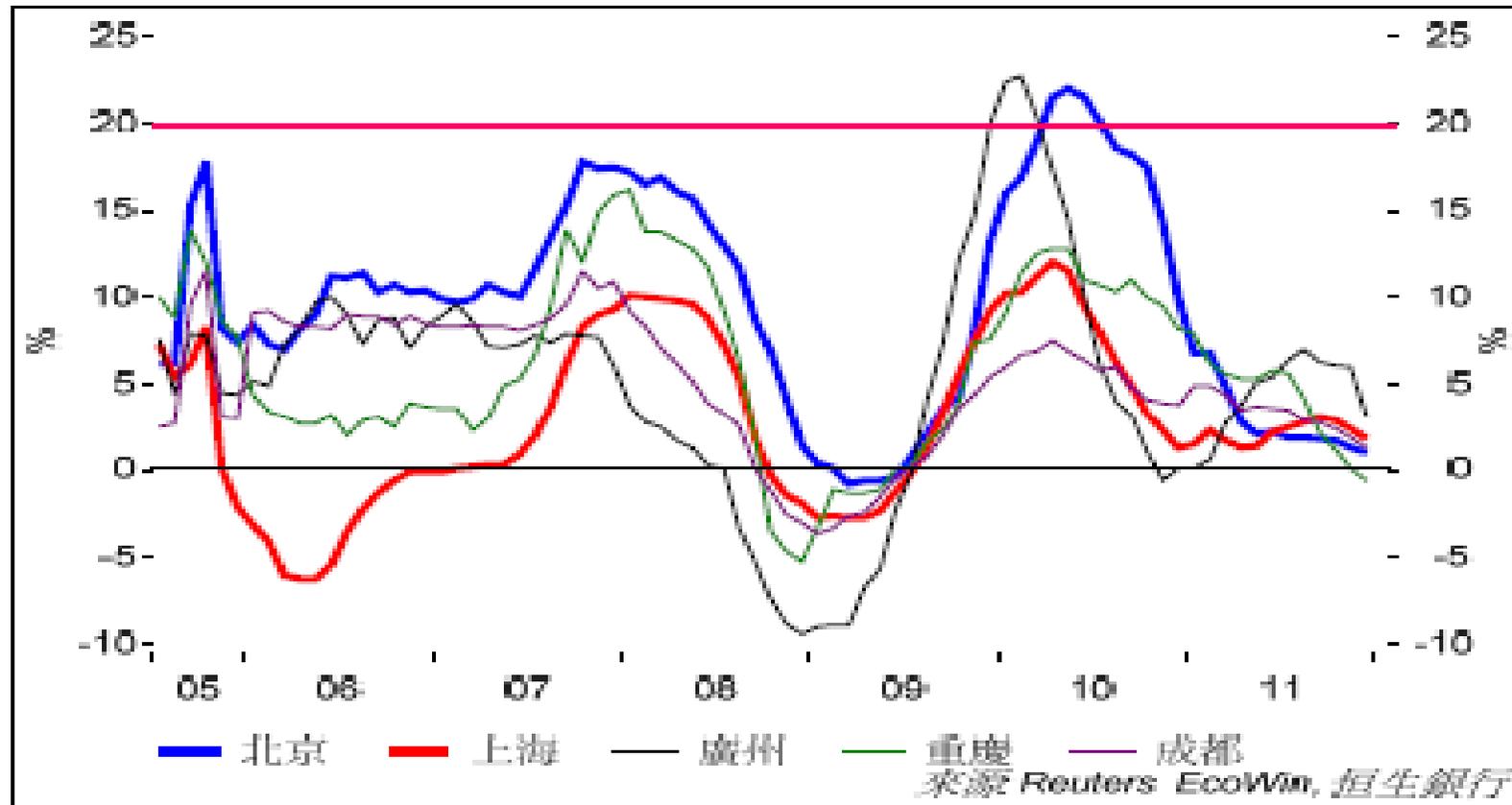
# 吊詭散去，現實再呈？



按年比的升降率

# 吊詭散去，現實再呈？

表 5: 主要城市一手房屋價格增長



按年比的升降率

資料來源：恒生銀行中國經濟脈搏，2012年2月

# 矛盾：失衡下的苦樂不均

按以前從事行業劃分的失業率

| 期間              | 以前從事行業 |      |       |      |      |      |      |     | 失業率(%) |
|-----------------|--------|------|-------|------|------|------|------|-----|--------|
|                 | 製造     | 建造.. | 進出口.. | 零售.. | 運輸.. | 金融.. | 服務.. | 其他  |        |
| 2008            | 4.5    | 6.7  | 2.7   | 5.0  | 3.0  | 2.4  | 1.4  | 1.4 | 3.6    |
| 2009            | 6.3    | 10.1 | 4.6   | 7.0  | 4.8  | 3.9  | 2.1  | 2.5 | 5.4    |
| 2010            | 4.7    | 6.9  | 4.2   | 5.9  | 3.9  | 3.4  | 1.8  | 2.0 | 4.4    |
| 7/2011 - 9/2011 | 4.8    | 4.4  | 2.8   | 4.9  | 2.8  | 2.4  | 1.3  | ##  | 3.4    |
| 8/2011 - 10/201 | 5.0    | 4.9  | 2.9   | 4.5  | 2.7  | 2.5  | 1.3  | ##  | 3.3    |
|                 |        |      |       |      |      |      |      |     |        |

資料來源：統計處

行業分類已簡化

資料來源：

[www.censtatd.gov.hk/hong\\_kong\\_statistics/statistics\\_by\\_subject/index\\_tc.jsp?subjectID=2&charsetID=1&displayMode=T](http://www.censtatd.gov.hk/hong_kong_statistics/statistics_by_subject/index_tc.jsp?subjectID=2&charsetID=1&displayMode=T)

# 矛盾：失衡下的苦樂不均

- 零售「好景」惠及的似乎只是某些高檔次行業；這有待使用更多數據作深入分析。
- 香港的房地產屬於寡頭結構(oligopoly)，價格及租金的和緩/下調速度看來比內地還慢。
- 中低階層勞動者若非身在需求仍旺的經濟部分，工資的上升未必抵得住日常生活的消費通脹；遑論租樓置業。
- 更且，世界經濟進入了更難預測的下浪階段。前景不妙。

## 結語

- 長波第二下浪正開展，IMF也轉向較悲觀的論調。歐債危機能否解決，金融市場注意力遲早亦會返回美國。
- 再重複，因世界經濟結構轉移和過剩流動性而在第一階段感覺不到太劇烈危機的經濟體系，現時的反應意識真要加强了。

## 結語

- 也許，美國會推出QE3，歐元區亦被迫採取更激進的挽救行動。流動資金或再湧現，引致市場及實體經濟另一輪波動：令長波進入第三期下浪。
- 全球發展重心的東移，替中國與香港對抗了部份負面壓力，但兩個政府處理危機的政策措施都出現問題。
- 百年一遇的世界經濟災害，怎會這般容易渡過？

# 參考：以往的文章

- 曾澍基(2012)，“世界何去何從？”載於  
(<http://www.sktsang.com/RF/Tsang-world-2012.pdf>)
- 曾澍基(2011)，“百年一遇的世界經濟危機”(22/7/2010)，載于  
<http://www.sktsang.com/ArchiveIII/Tsang-crisis-20110722.pdf>。
- Tsang Shu-ki, (2011) “Two-Speed Recovery under Tectonic Effect?”  
(<http://www.sktsang.com/ArchiveIII/Com%20on%20IMF%20AREO.pdf> ) .
- 曾澍基(2010)，“長波下浪第二期”(6/11/2010)，載于  
<http://www.sktsang.com/ArchiveIII/Tsang-DWII-20101106.pdf> 。
- 曾澍基，(2010年)，〈中國未來經濟發展的3R挑戰〉，載薛鳳施主編，《中國富強之路-前景與挑戰》，香港浸會大學當代中國研究所及三聯書店(香港)有限公司聯合出版，頁131-153。

## 參考：以往的文章

- Tsang Shu-ki (2009), “Whither the global polity/economy?” (15/9/2009) , 載于 [www.sktsang.com/RF/Tsang\\_0909.pdf](http://www.sktsang.com/RF/Tsang_0909.pdf) .
- 曾澍基(2009) , “中國經濟發展的3R挑戰” (28/10/2009) , 載于 [www.sktsang.com/ArchiveIII/Tsang3R091028.ppt](http://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](http://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](http://www.sktsang.com/RF/CB_2008A.pdf).
- Tsang Shu-ki (2005), “History unfolding - economic crisis in an uneven world” (4/5/2005)載於 [www.sktsang.com/ArchiveIII/History\\_unfolding.pdf](http://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](http://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](http://www.sktsang.com/ArchiveIII/Long-WaveAgain.pdf) 。