

從長遠看世界與中國經濟：簡報

『美國金融海嘯會否成為中國的黃金機會』
香港理工大學中國商貿中心研討會

曾澍基

香港浸會大學經濟系教授

www.sktsang.com

2008年10月11日

從長遠看世界與中國經濟

- 這次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結果。
- 深層矛盾的關鍵在於過度的內部消費及投資，對未來、整體世界，缺乏應有的責任感。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。
- 簡而言之，目前的困局，是美國為首的世界資本主義的利潤實現(profit realization) (過往的投資要取回報)和國際償還 (international repayment) (預支消費終須付鈔)的危機。

從長遠看世界與中國經濟

- 在這個危機的形成過程之中，有些經濟體系得益，不少受害。得益與受害者都應有心理和實際行動的準備。利害結算會很快到臨。
- 從世界資本主義**長期波動(long wave)**的角度來看，危機早可預見。但是，美國的國力、政府的財政及金融操控能耐，都屬史無前例；而先進經濟體系的當權者**不讓內部經濟作清理整潔式的調整**，更是罕見。因此，**長波下浪(downwave)**不斷推遲。

從長遠看世界與中國經濟

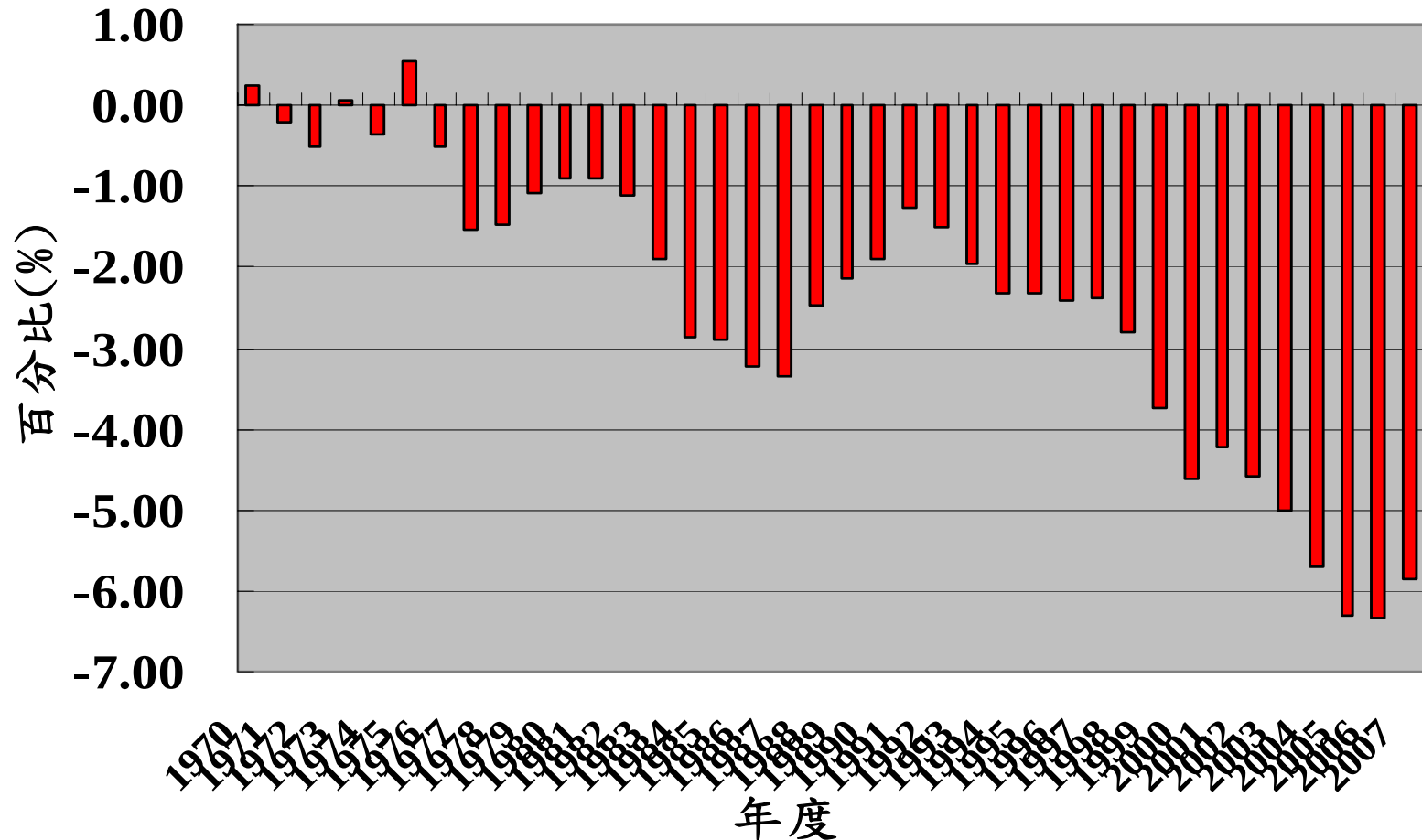
- 世界經濟需要的，是大規模的債務清毀 (debt destruction)。不幸地，現實的發展恰巧相反。近年資訊科技發達，金融衍生工具(financial derivatives) 泛濫，**債務不降反升**，乃催生目前的金融火災與以致波及實體經濟的巨大危機。
- 當然，美國的世界性權力擴張，不會沒有制約。它有敵人(前蘇聯)，亦要找盟友(日本、英國、德國)。近年亞洲及中國冒起，它也需要作些(不太樂意的)融合舉措。

從長遠看世界與中國經濟

- 更且，美式世界資本主義並非同一體，跨國集團利益紛雜，有時相互矛盾。二十一世紀的金融泛濫，就很大程度上是微觀自私失控，宏觀半知半不知、繼而狂瀾力挽的局面。
- 中國在這種形勢之下已經得益不少；但未來將要付出一定的代價。政府與民眾都須有所準備。國內經濟不會出現負增長；其後的復蘇亦將比歐美快速；惟一段時期因相對低增長而引致的緊日子很難避免。
- 觀諸歷史長河，世界上根本沒有無代價的大國復興這回事。

危機根源：世界經濟龍頭的美國過度內部消費

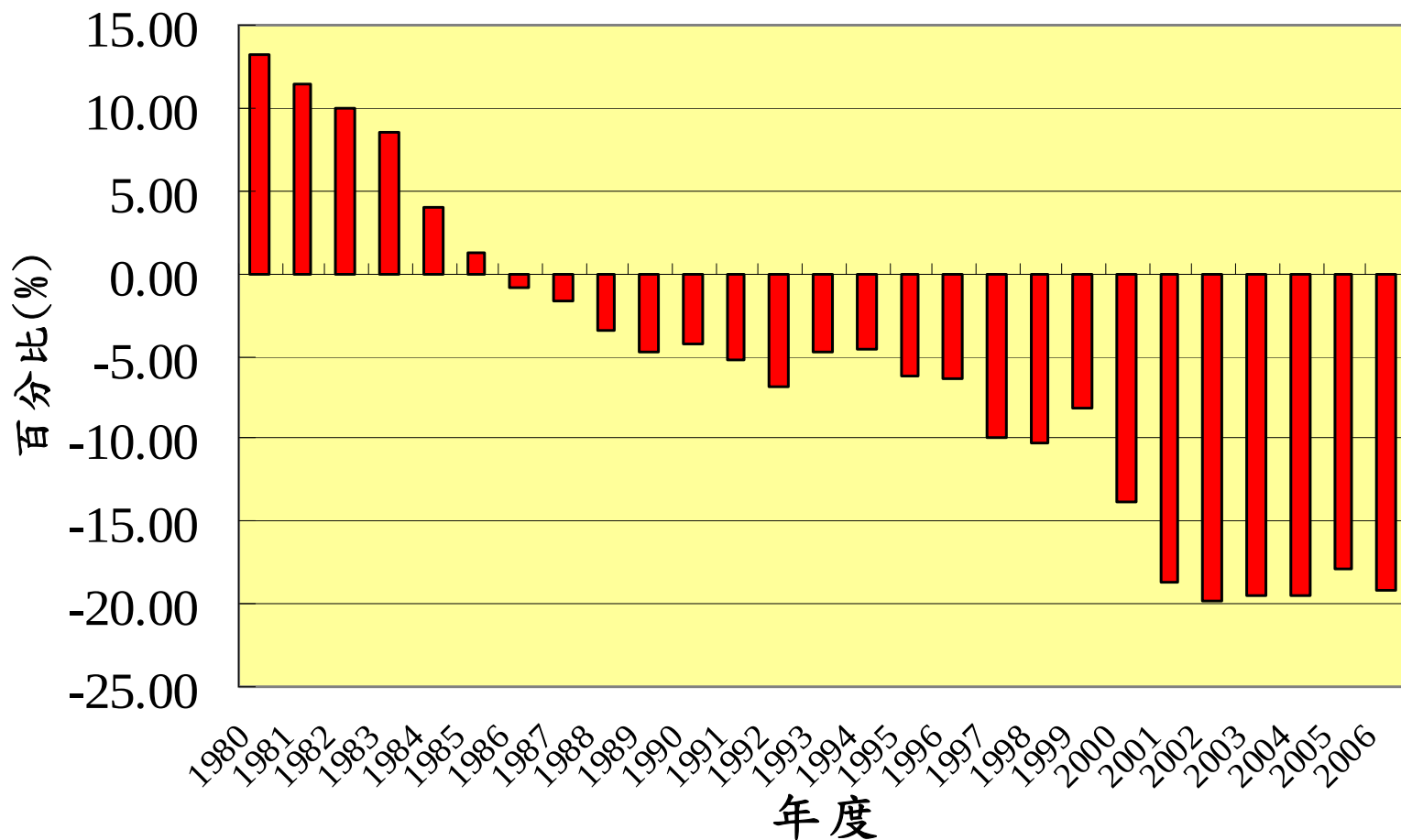
美國貿易逆差對GDP的比率



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

危機根源：美國從世界最大債主變欠債國

美國國際淨資產(NIIP)對國民
總收入(GNI)的比率



資料來源：IMF

其他先進經濟也出現不平衡

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

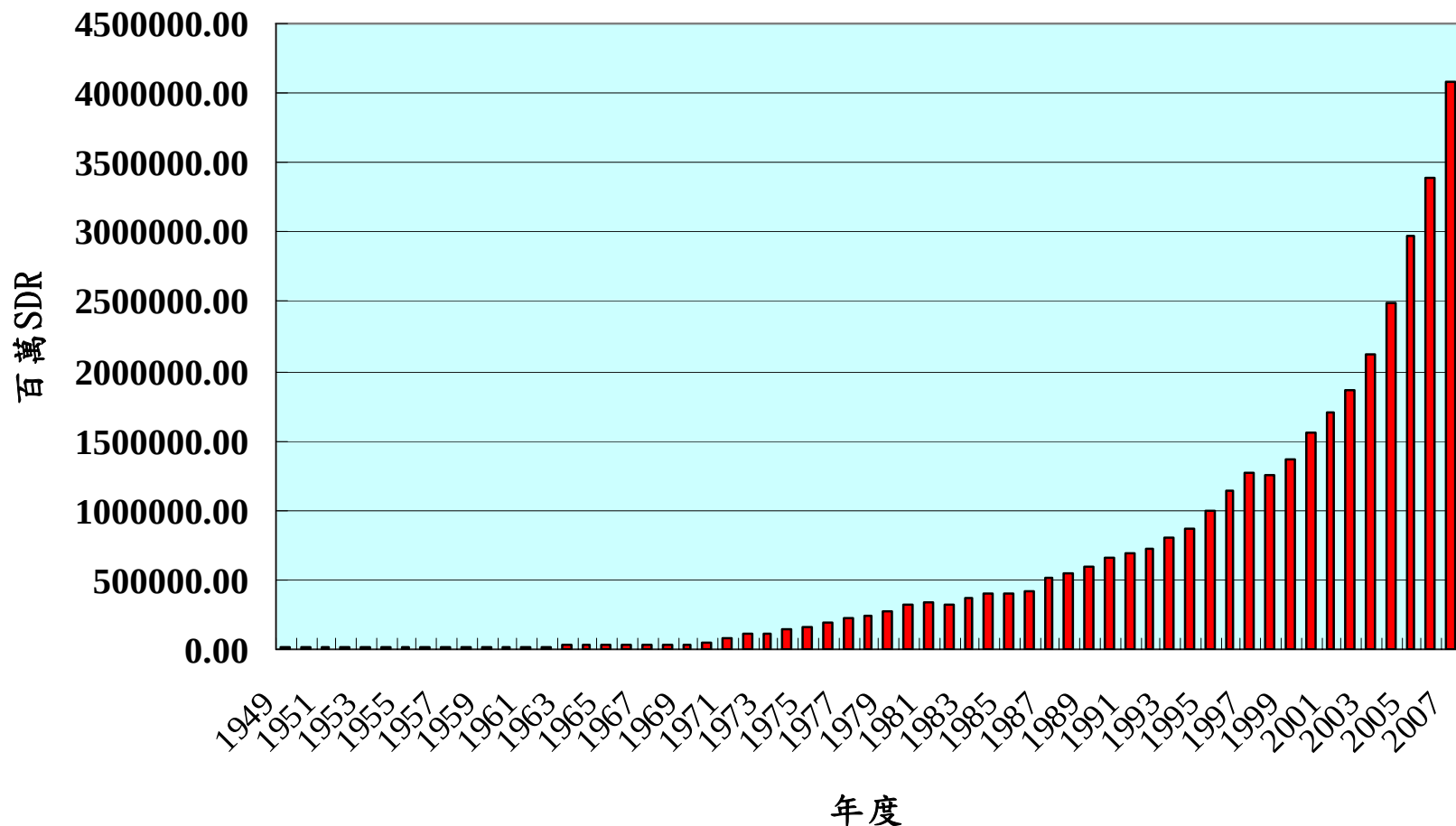
* 因資料所限，歐元區的比率是對GDP而非GNI。

資料來源：國際貨幣基金組織。

危機根源：世界金融的亂序

--- 美元本位下濫發儲備

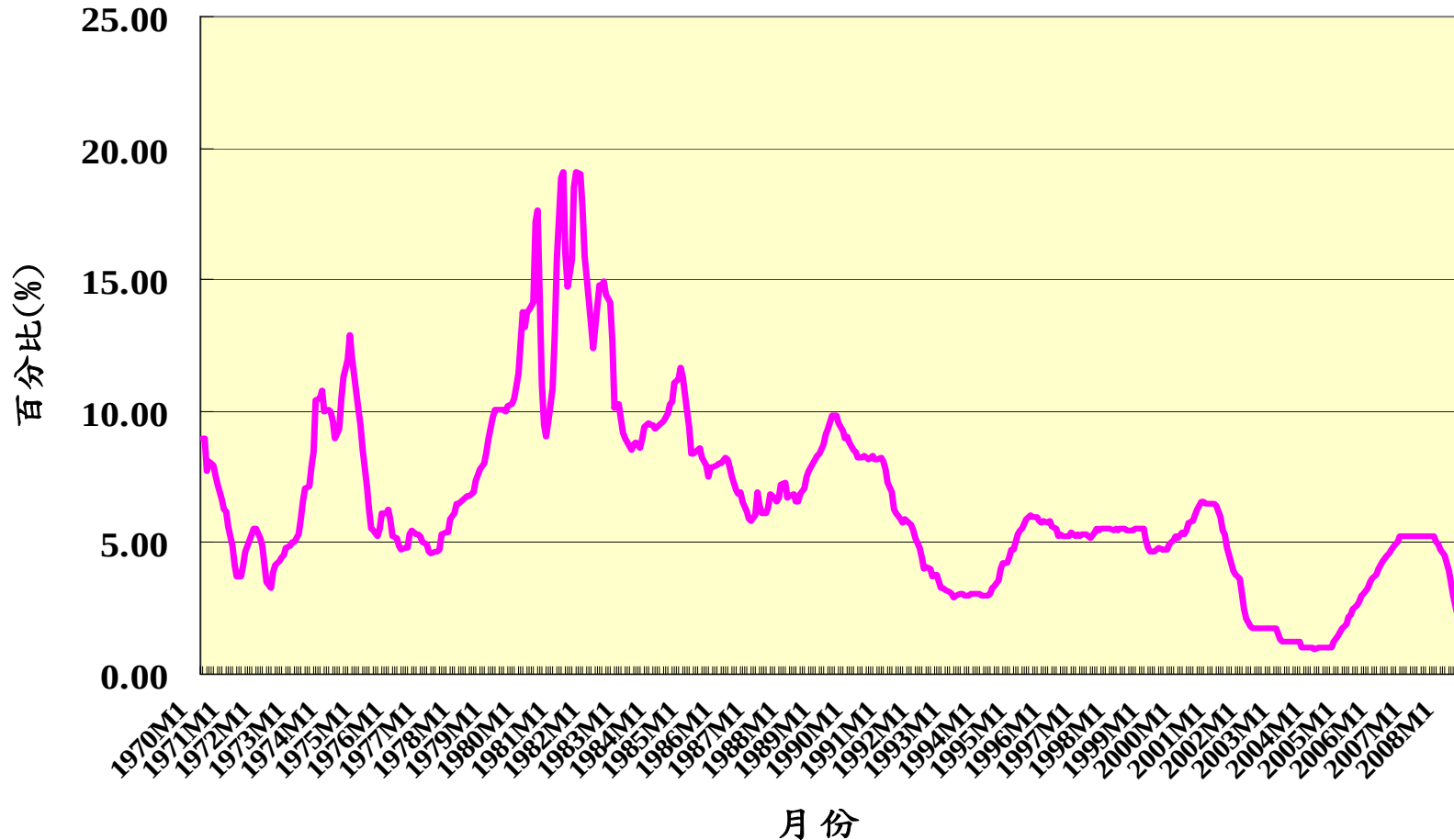
全球的國際儲備(不含黃金):1949-2007



資料来源：國際貨幣基金組織

危機根源：美國又不願意進行必要調整 --反而採取歷史性挽救行動

美國聯儲局利率



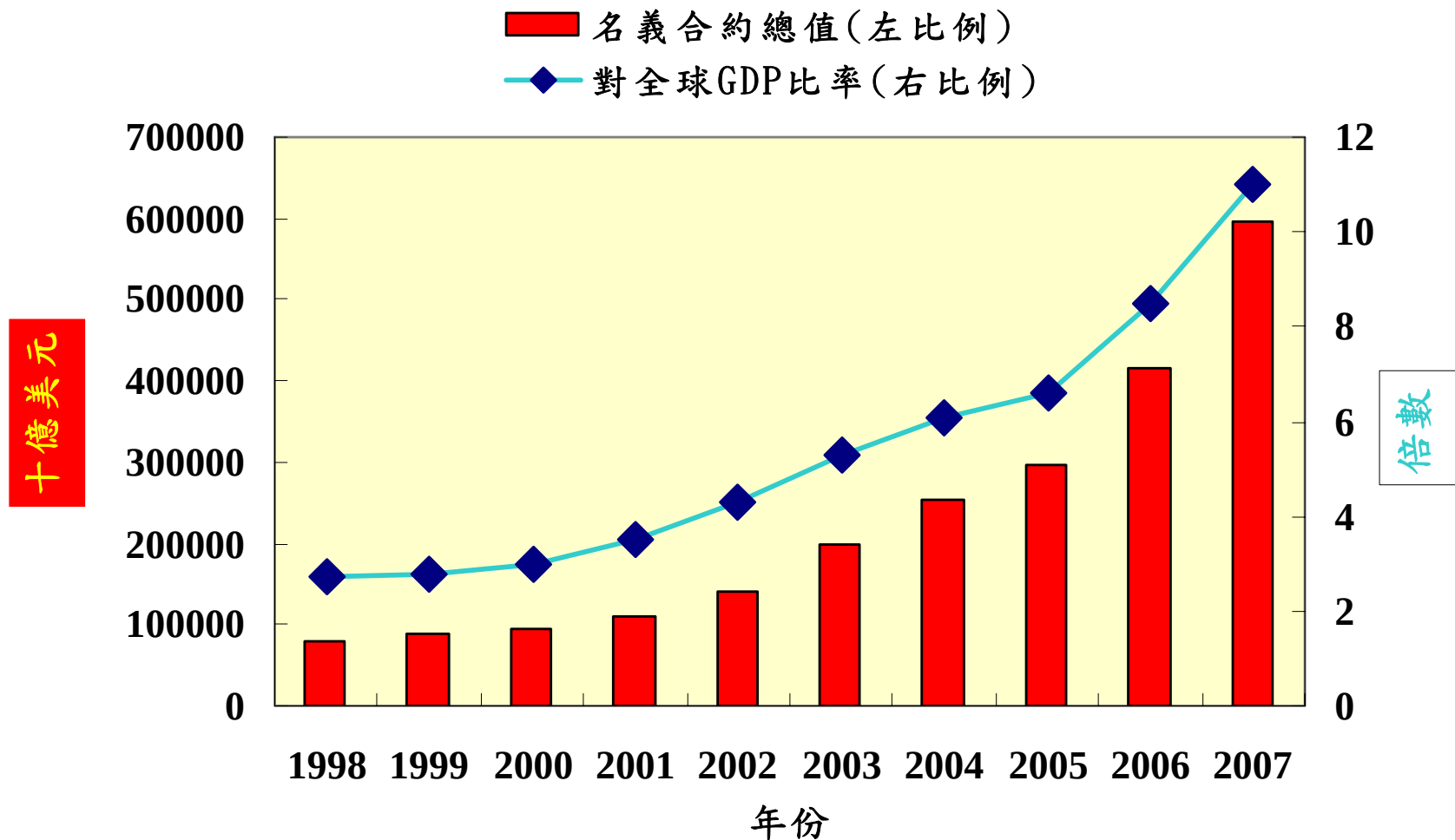
資料來源：國際貨幣基金組織

欠缺紀律下的金融泛濫

- 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，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(leverage)上再加槓桿，不少中央銀行礙於自由市場意識型體，以至認識所限，難以進行有效監管。
- 這次的金融海嘯就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**。
- 故此，除了累積債務大規模毀滅、消化，令企業、團體和個人重新上路之外；並沒有任何短期的、方便的解決方法。

欠缺紀律下的金融泛濫

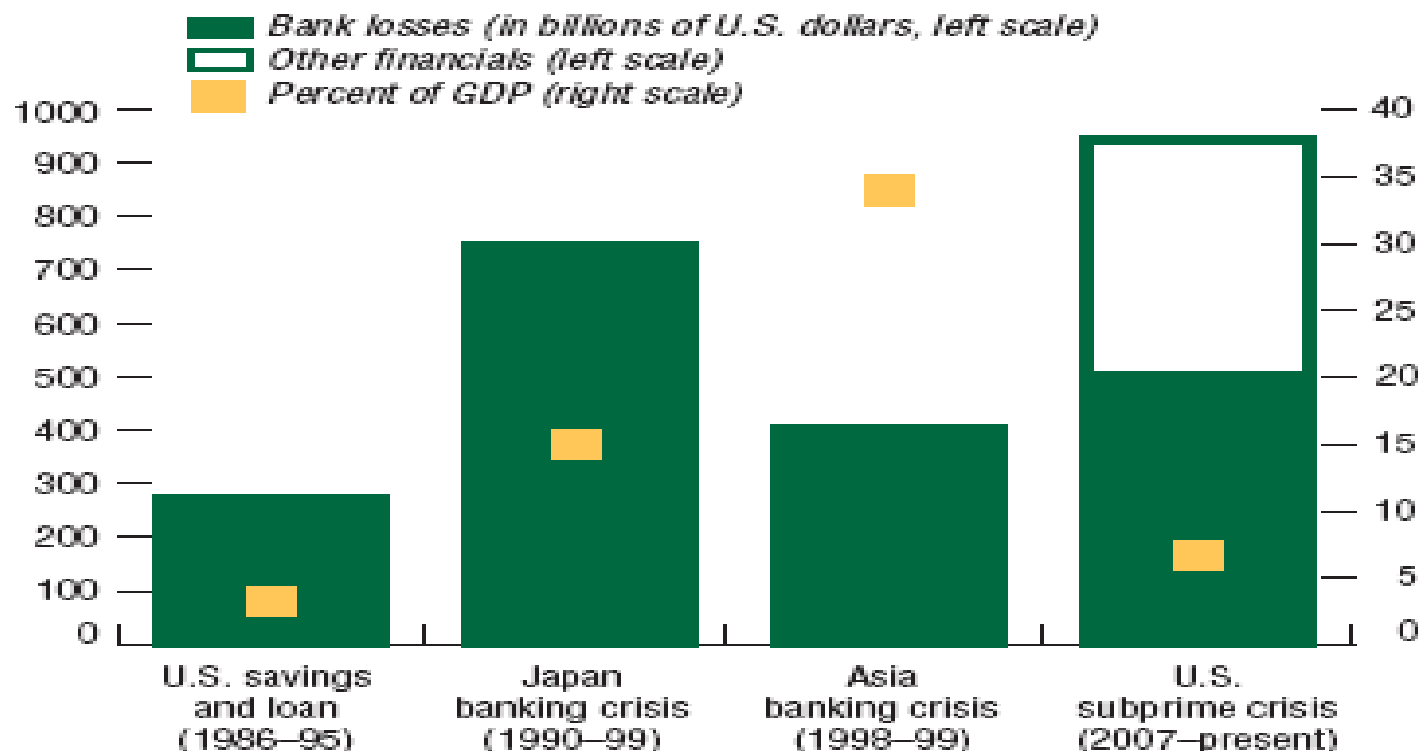
全球場外交易(OTC)衍生工具的
名義合約價值近年急升



資料來源：國際清算銀行、世界銀行

欠缺紀律下的金融泛濫：IMF已過時的警告

Figure 1.12. Comparison of Financial Crises



Sources: World Bank; and IMF staff estimates.

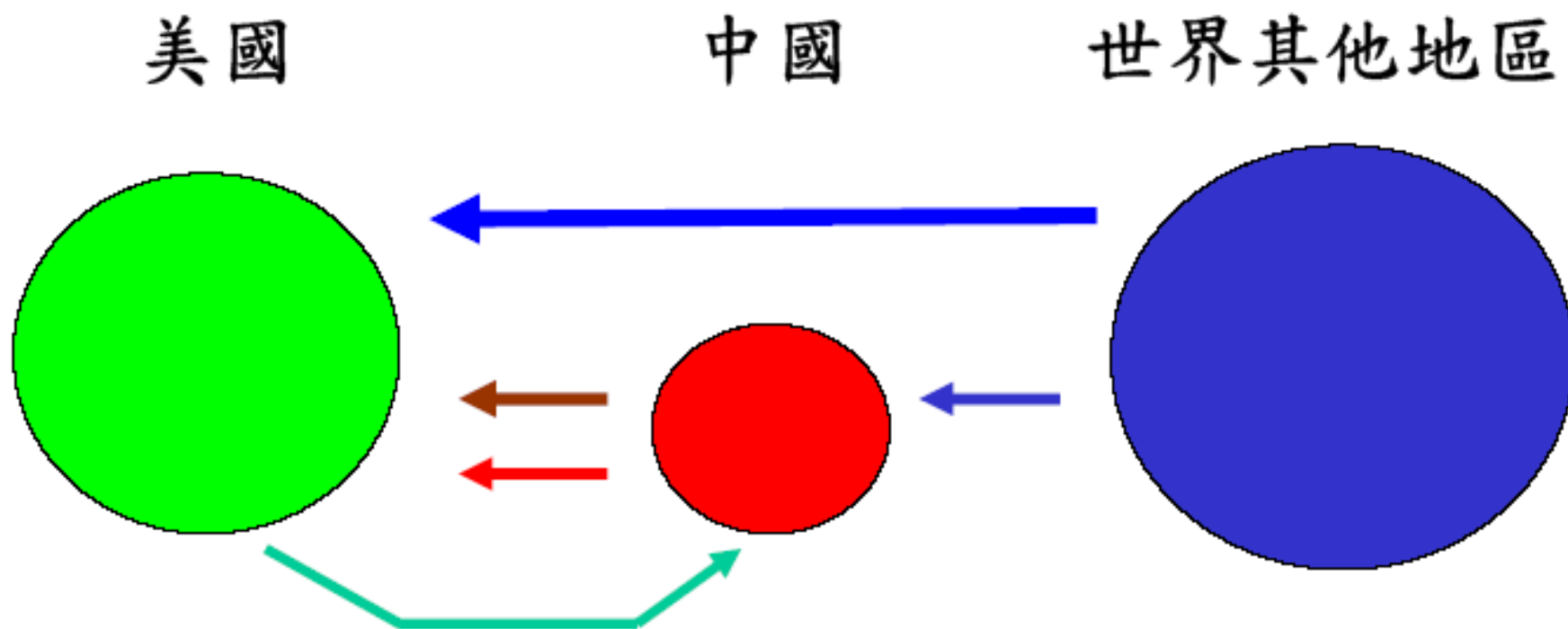
Note: U.S. subprime costs represent staff estimates of losses on banks and other financial institutions from Table 1.1. All costs are in real 2007 dollars. Asia includes Indonesia, Korea, the Philippines, and Thailand.

Source: *Global Financial Stability Report*, IMF, **April 2008**.

中國作為得益者

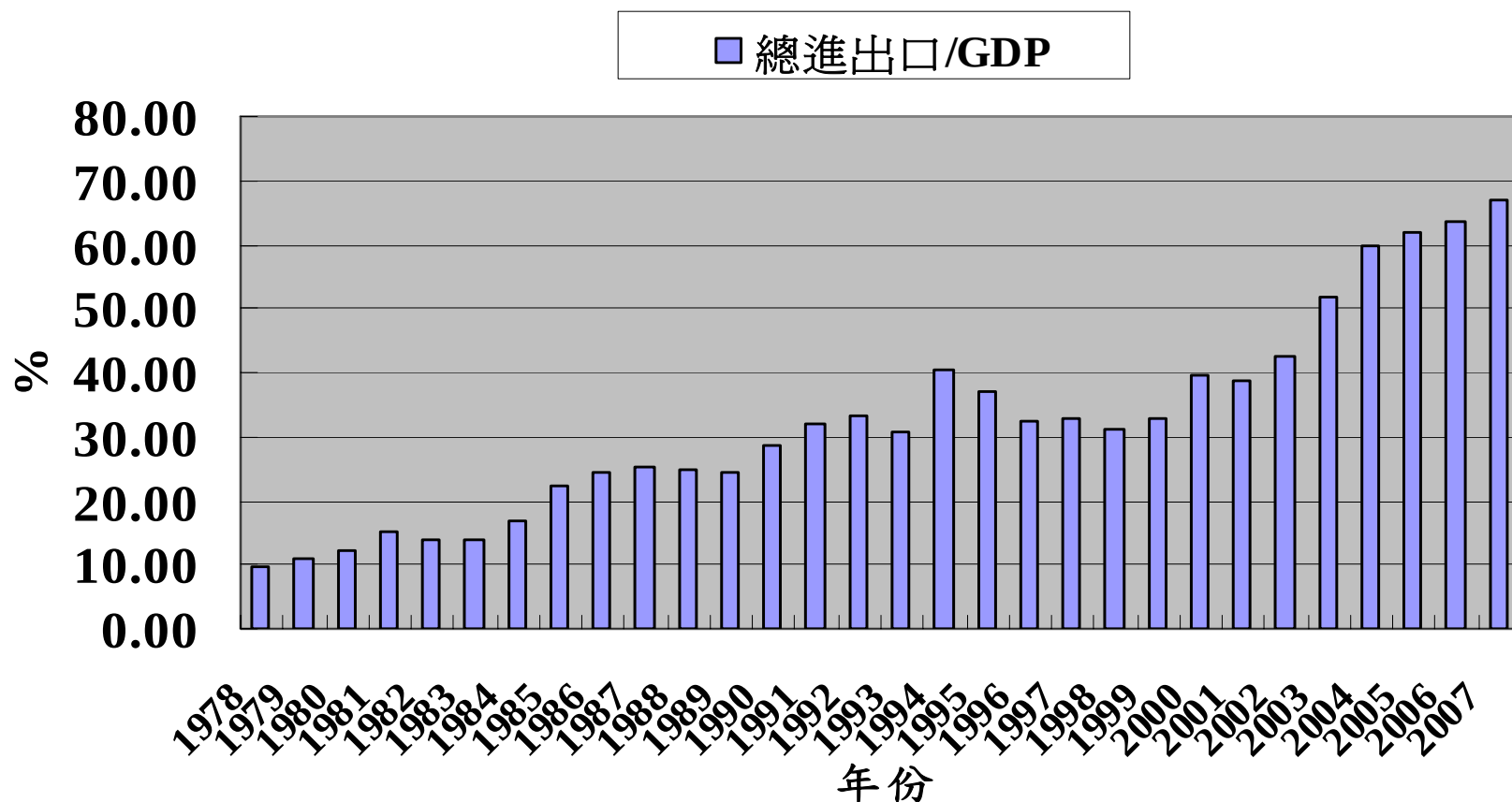
- 基本上，金融海嘯的形成有其遠因及近因。在它近幾年的最後衝刺裏，中國經濟得益不少；於對外貿易、吸引外資、銀行業大翻身等方面，情況都十分明顯。不過，代價是：與1930年代不同，中國當前跟世界經濟的接合(coupling)程度升高了很多，雖然與美日式或歐美—東亞小型開放體系式的融合還有一段距離。

中國作為得益者：世界加工廠 供應美國消費



中國作為得益者：貿易比率攀越大國平均(約20%)

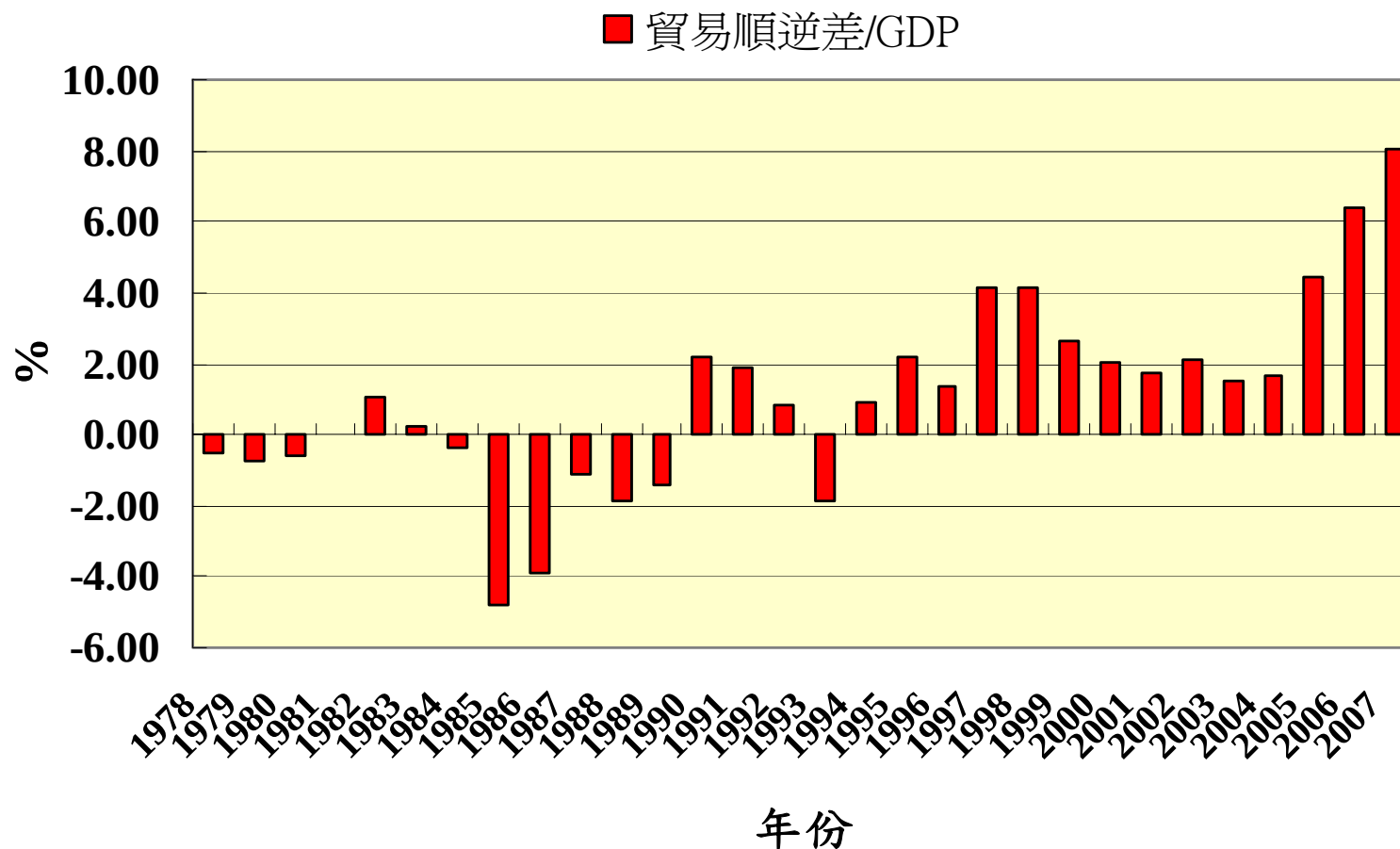
中國的對外貿易依存率



資料來源：中國商務部、國家統計局

中國作為得益者：貿易順差賺錢

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

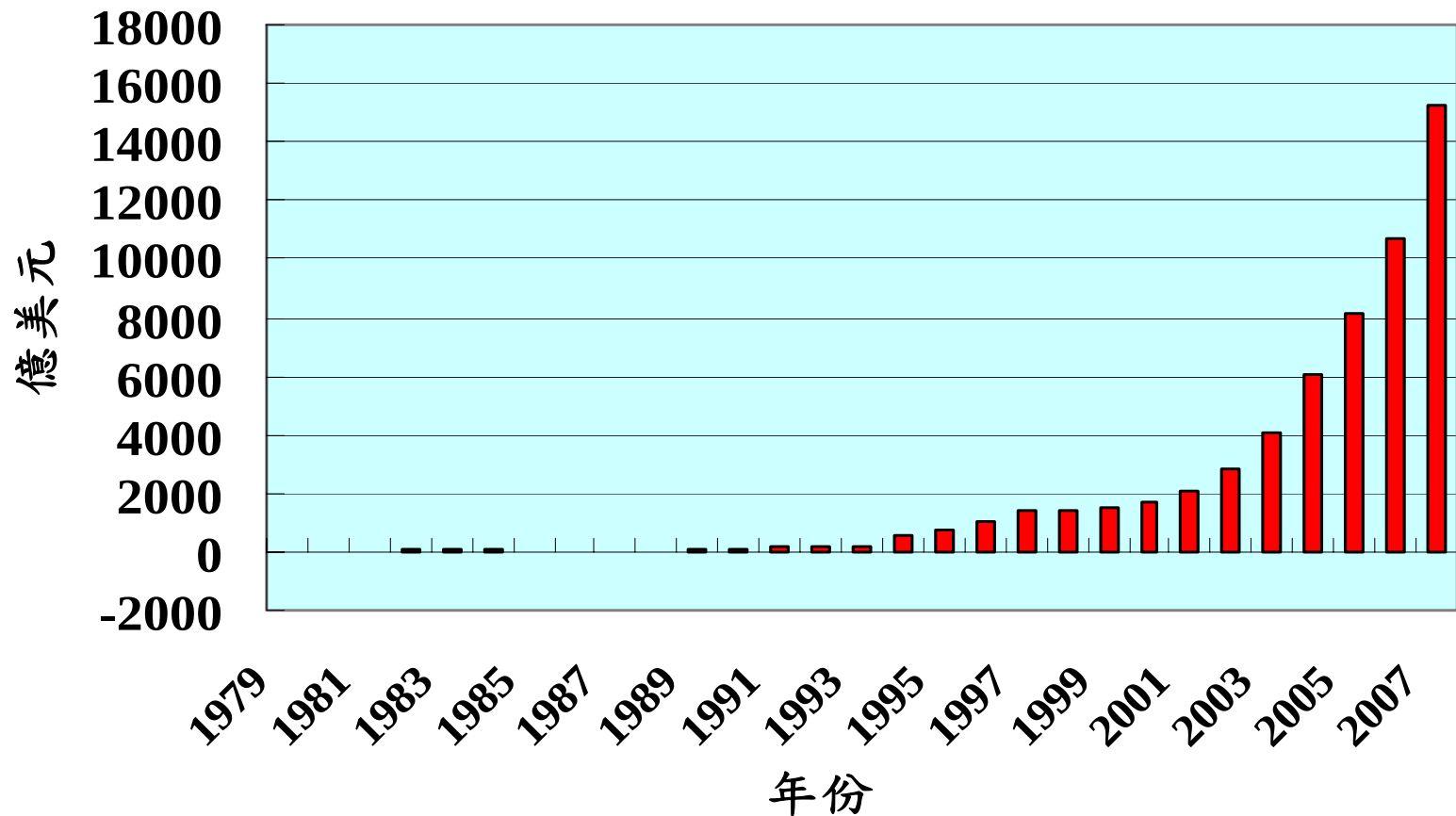
中國作為得益者：港口興旺

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

中國作為得益者：經常及 資本項目皆受惠

中國近年急升的外匯儲備



資料來源：國家外匯管理局

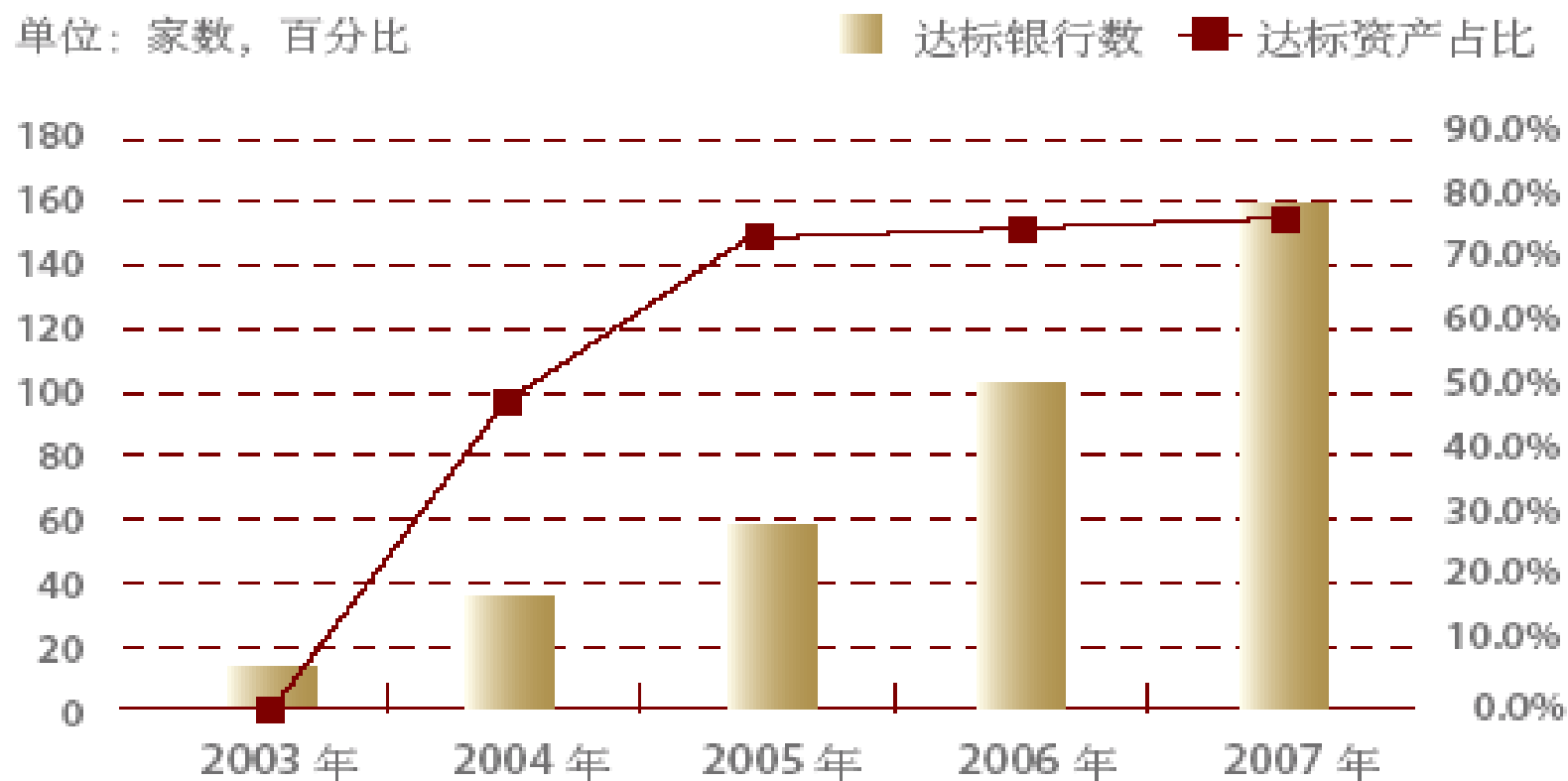
香港交易所上市的中國內地企業 (主板及創業板)

	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%
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

中國作為得益者：銀行業大翻身

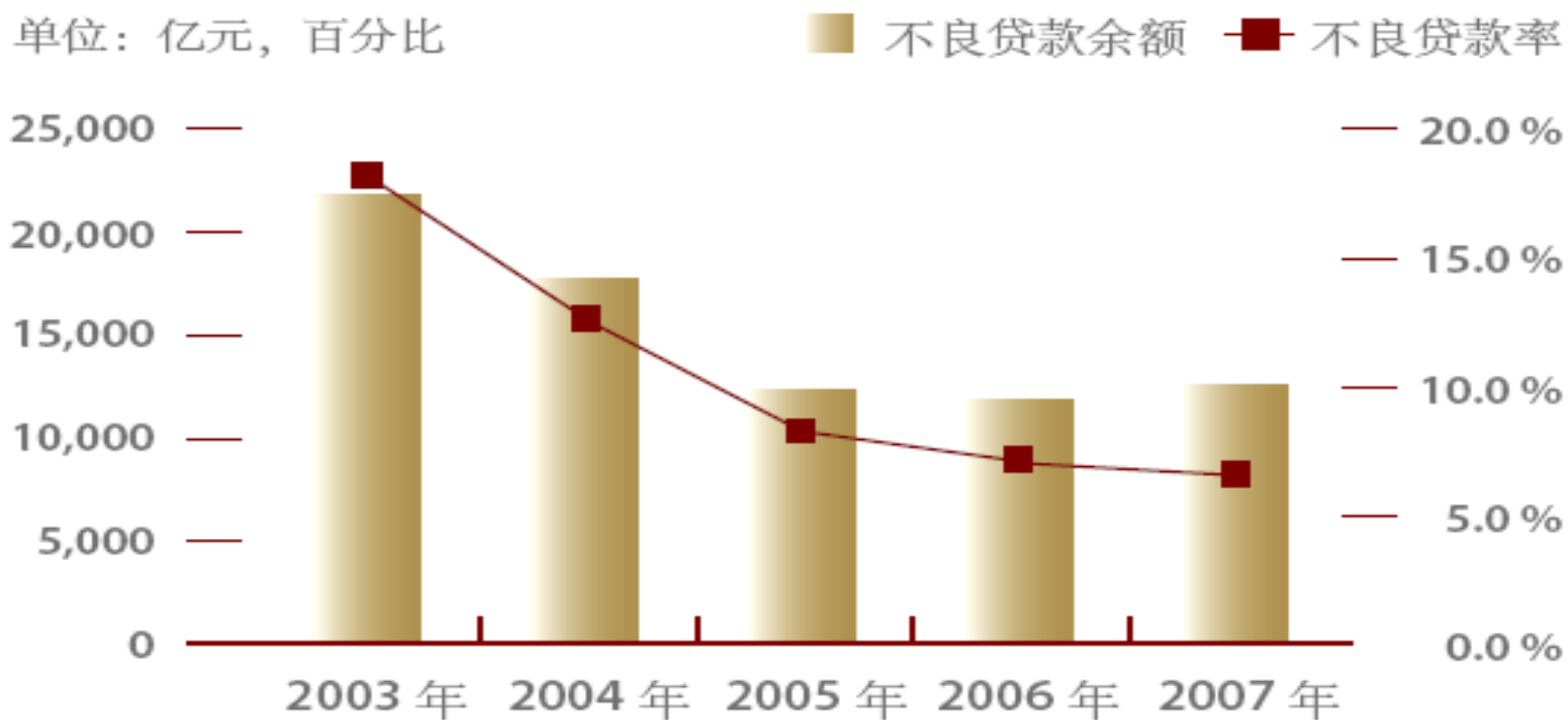
图4：资本充足率达标商业银行数量和达标资产占比
(2003 - 2007年)



資料來源：中國銀監會2007年報

中國作為得益者：銀行業大翻身

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

世界經濟危機對中國的沖擊

- 故此，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。

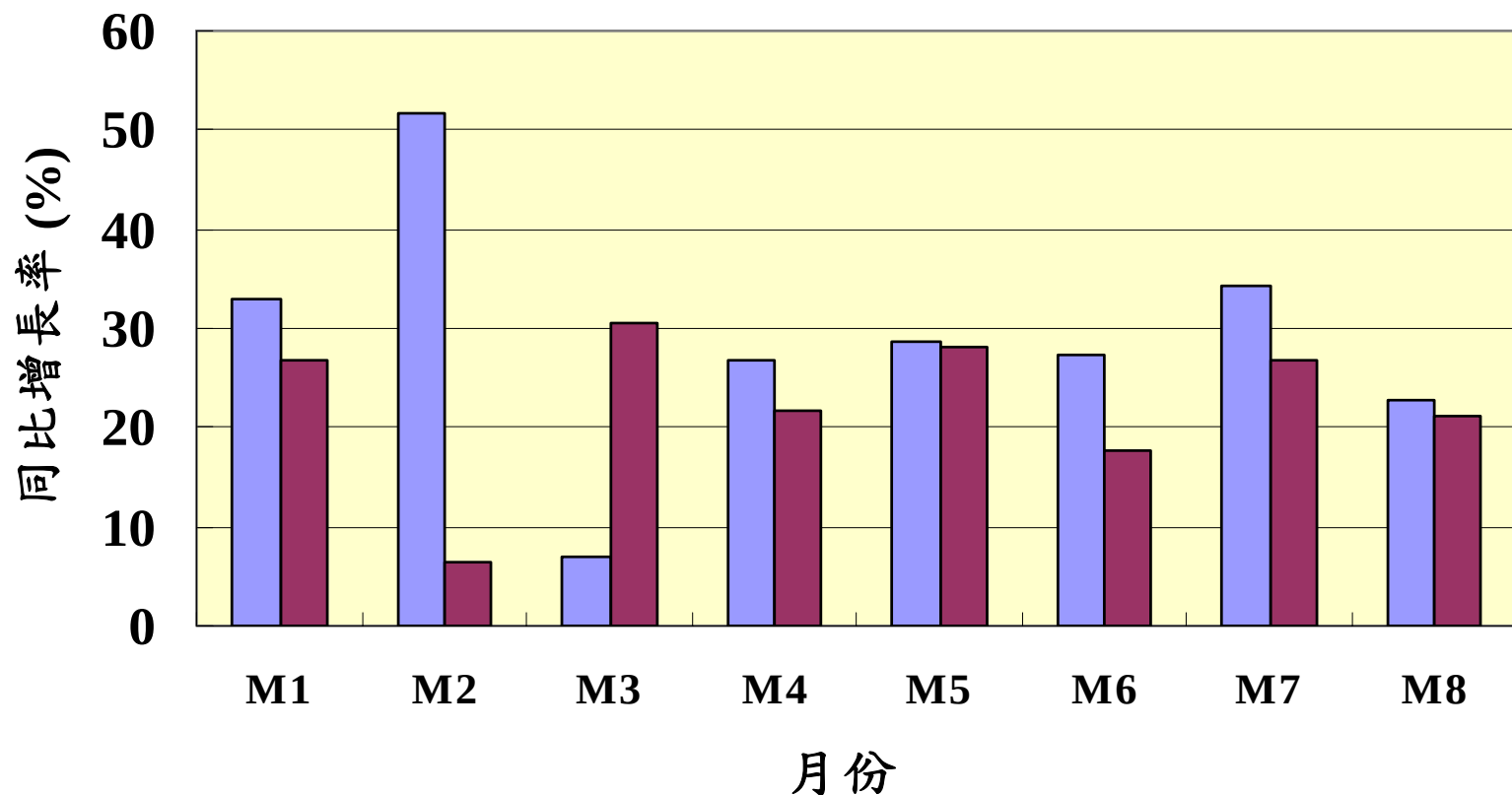
世界經濟危機對中國的沖擊

- 以外貿易為例，順差對中國經濟增長的貢獻近年上升，而且不少學者估計，中國出口的本地增加值(domestic value added)比例亦標高，帶動了第二輪的乘數效應(multiplier effect)。
- 按一些分析，若世界對中國出口的需求增長顯著回落的話，中國的實質GDP增長率可能會下調1.5% (假如出口實質增長率下降至單位數字)甚至3%(如果出口實質增長率是零的話)。2007年中國出口的名義增長率為25.7%，實質增長率約為20%。
- 中國出口今年已出現放慢勢頭。前8個月累計貿易順差1519.9億美元，比去年同期下降6.2%，淨減少100.8億美元。

世界經濟危機對中國的沖擊

中國近兩年月份出口名義增長率

2007 2008



資料來源：商務部

世界經濟危機對中國的沖擊

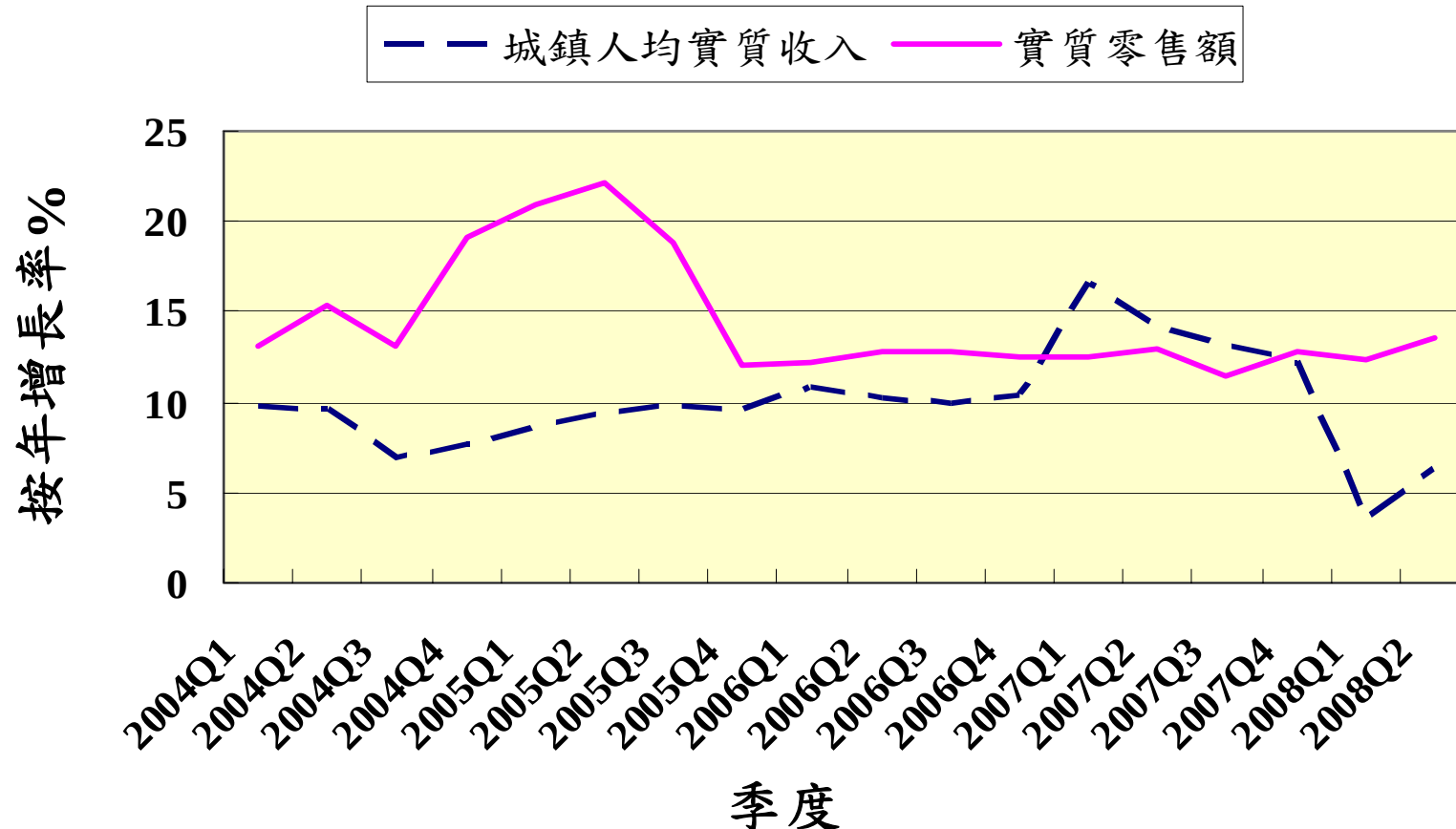
- 資金流動方面，樂觀者可能認為，中國代表未來，對歐美日沒信心的資本將流入中國。
- 理論上，金融海嘯會產生兩種後果：**(1)資金的蒸發和毀滅；(2)資金的轉移。**
- 到目前為止，證諸A股、B股與H段的走勢，冀望轉移效應短期內顯著地蓋過蒸發效應，似乎不太實際。反而，我們需要留意近幾年通過各種渠道湧進中國的熱錢的新動向。

世界經濟危機對中國的沖擊

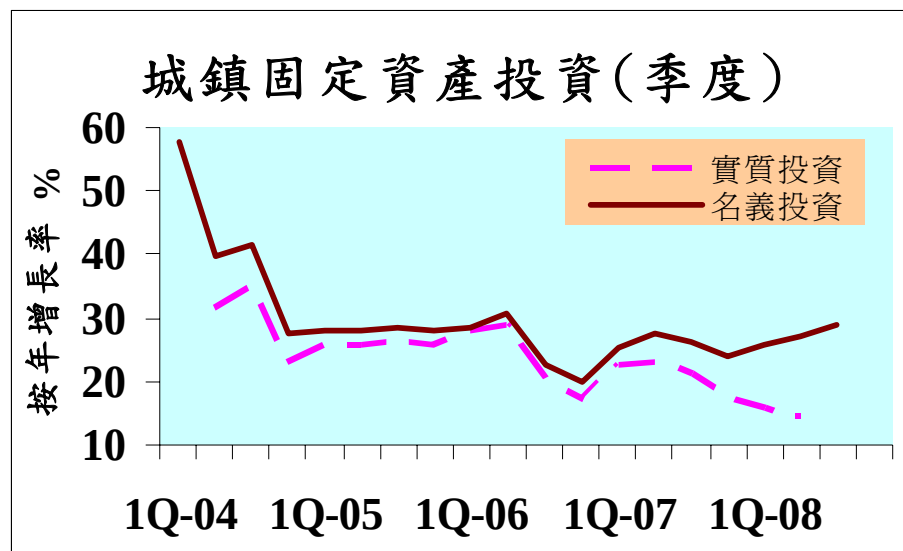
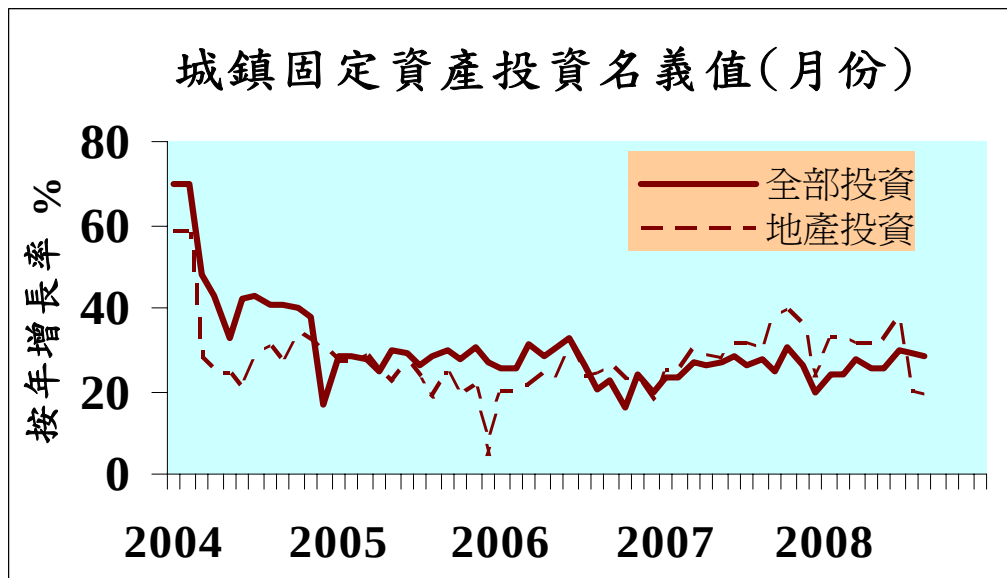
- 中國可否靠內需維持高增長？居民消費？企業投資？理論應當如此。不過，經過近幾年熱潮後的情況，看來不太樂觀。關鍵是城鎮實質收入增長放緩，而房地產及工業投資又有大量積壓須予消化，短期難以強力反彈(請看下幾頁的圖表)。
- 內需的最大動力，應該是由政府財政支持的基本建設投資，以至公共服務改革帶動的消費增長。中國整體儲蓄率屬世界之最，政府財政經朱鎔基年代的整頓後，尚算穩健。
- 這方面是抗嘯的主要防線。胡溫的人本主義、和諧社會路線將受考驗。

世界經濟危機對中國的沖擊：消費撐得起？

中國的居民收入及零售額

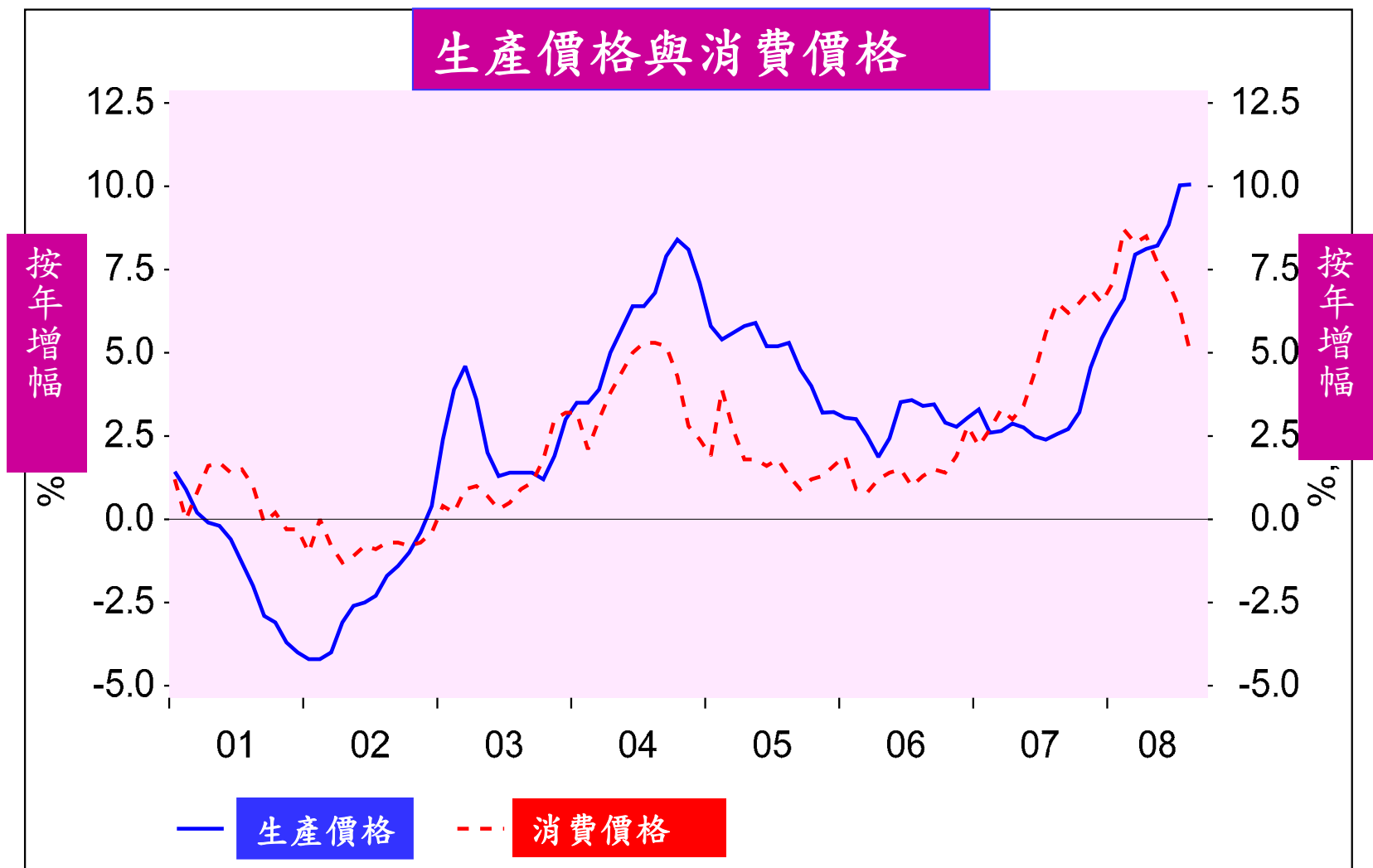


世界經濟危機對中國的沖擊：投資再降？

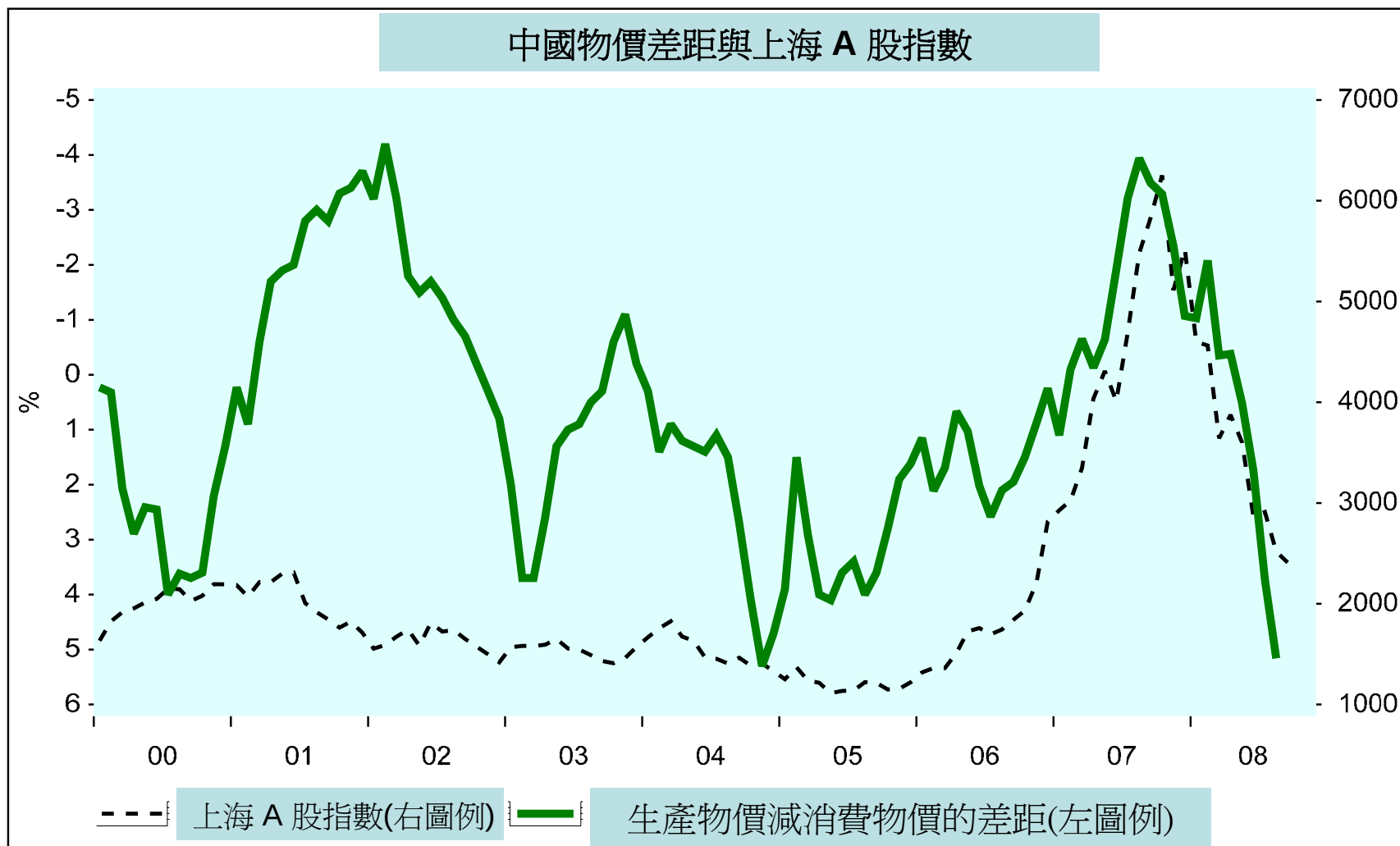


資料來源：國家統計局

世界經濟危機對中國的沖擊：通脹的表現方式



世界經濟危機的沖擊：壓抑消費物價的股市後果



火鳳凰：金融海嘯後的機會

- 中國目前坐擁世界最多的外匯儲備，但大部份投資於金融海嘯的風眼，損失是免不了。
- 之後，中國要繼續復興的任務，一方面解決本身的人口眾多—資源短缺問題，另一方面須與世界和平共處。
- 中國必須提高國力，特別是增加發展的資源及利用效率。但是，十分明顯，中國不能用英國式小島自守加殖民地主義、德國和日本式(被動)軍事掠奪、或者美國式大島大國—單邊霸權主義。
- 原因很簡單：基於地緣政治的因素，中國若超離她的歷史傳統：即她作為大國却缺乏島型屏障所催生的審慎行為，反而效法過去的英國、日本、德國的話，未來全球性的後果將會是沒有贏家的大戰。

火鳳凰：未來多頭世界的資源爭奪戰 —中國被圍



資源爭奪戰—英式過往的小島攻略(殖民主義)



資源爭奪戰—日式過往的小島攻略(大戰)



資源爭奪戰—德式突圍(大戰) 與妥協結盟(歐盟)



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

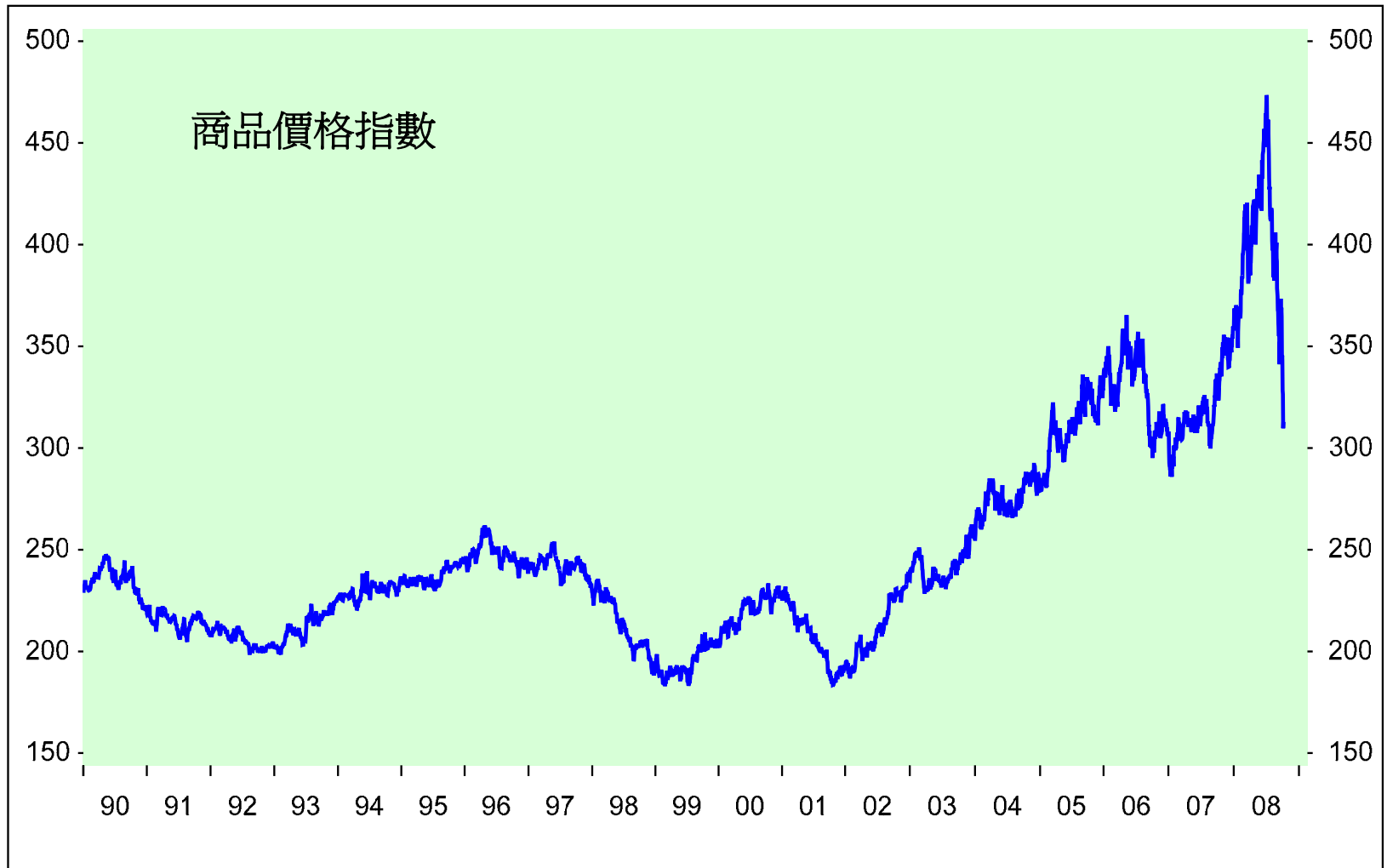
未來資源爭奪戰——中國應德式或美式？



金融海嘯後的重生

- 這次的金融海嘯不是世界末日；世界肯定會有新的黃金時代，希望到時各國都會領取歷史教訓。
- 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。
- 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？

未來多頭世界—先經滯脹及衰退然後再行 資源爭奪戰？



金融海嘯後的重生

- 我認為：
 - (1)一兩年間保本為上；
 - (2)繼後看形勢侍機而動。金融海嘯類似世界性的火災。火災後的資產大平賣(fire sales)，價格會有大折讓。但由於各國政府歷史性的注資和貨幣擴張的挽救行動，世界可能先出現滯脹(stagflation)過渡期(其實歐美現時已處於一種滯脹狀態)，才陷入衰退。

金融海嘯後的重生

- 當然，火災正蔓延，最初的某些火頭可能首先息滅，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**；更且，火燒過的金融(而非實物資產)的“市場價值”(marked to market value)根本難以估計，而美國以至歐洲政府又**出盡法寶**來挽救金融機構(某些機構的價格先反彈後再跌的機會頗大)。
- 總的來說，**為何要着急呢？**請看看主要股災的歷史(下列的圖表)。
- 基本上，面對**這種級數的危機**，**謹慎、耐性**是必要的。**繼後，就應該深刻檢討中國的發展策略和它站立的世界地位。**

歷史為鑑：災後低點不會即現——美國30年代



歷史為鑑：美國經濟真正調整了？



歷史為鑑：災後低點不會即現 —日本風光不再



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 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 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 www.sktsang.com/ArchiveIII/Long-WaveAgain.pdf。