

## 環球經濟面對衰退的風險

美國樓市泡沫爆破，觸發前所未見的金融海嘯，席捲全球。所引發的破壞擴散到整個經濟，而全球經濟正面臨一次嚴峻的衰退危機。

### 經濟危機的因由

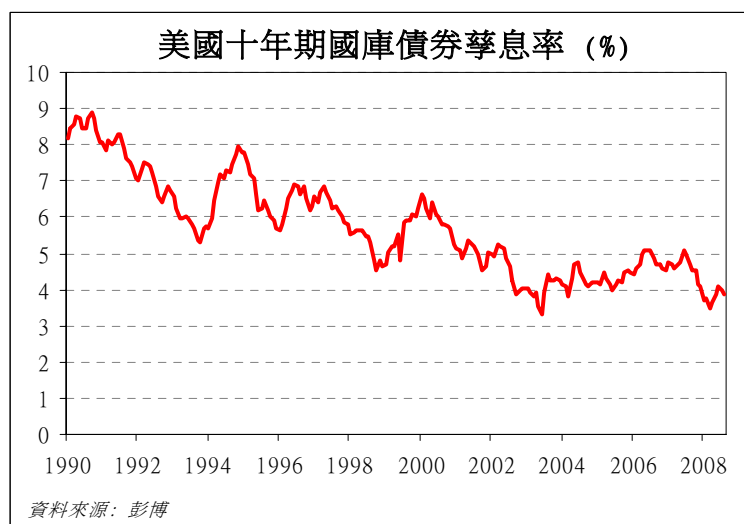
今天的危機可以追溯至 2001 年發生的兩項重要的經濟發展。首先，當年美國中央銀行將聯邦基金利率由 2001 年初的 6% 下調至 2003 年的 1%，避免經濟因為互聯網泡沫爆破而步入衰退。政策獲得空前成功，在低息的刺激下，樓價節節上升，所產生的巨大財富效應亦鼓勵美國人盡情消費。

同年，中國加入世貿，隨後推行第十個五年規劃，把沿海城市打造成為製造業中心。該政策成功吸引各國製造商把部分生產工序遷移至中國，亞洲國家因而充分使用中國龐大的廉價勞動力，進一步深化區內的製造業分工，並因此提高營運效率及降低生產成本。

亞洲產品價廉物美，正好配合美國計劃刺激消費的發展需要。在 2001 至 2007 年期間，美國經常帳赤字由 3,840 億美元擴大至 7,310 億美元，與此同時，亞洲的經常帳盈餘則由 840 億美元上漲至 5,090 億美元。儘管由此導致的貿易失衡加劇經常受到抨擊，但這種「亞洲製造 — 美國消費」的經濟模式卻保持了一段頗長時間，偏離一般經濟理論所提出的規律。

通過外判，發達國家得以享受中國廉價的勞動力，卻因而限制了他們的工資升幅。以美國為例，薪金佔國民生產總值的比例已較 2000 年的高位下跌了 3 個百分點，這有助抑制通脹壓力。

另一方面，亞洲消費者相對上偏好儲蓄，只願花費部分從出口所賺取的收入，結果累積龐大的貿易順差，推高外匯儲備，其中有相當部分投進了美國的債券市場。截至 2008 年 7 月，日本和中國合共持有 11,120 億美元的國庫債券。這些亞洲投資以及當時低通脹的環境為美國金融市場提供了大量廉價資金，令當地銀行進一步向房地產市場放寬借貸，將美國消費者的債務推上一個更高的水平。然而在後期，銀行有相當部分的新做房地產貸款，是以次級按揭業主為對象。這些次按揭資產更被包裝成各種抵押證券，並迅速在全球金融市場散播。



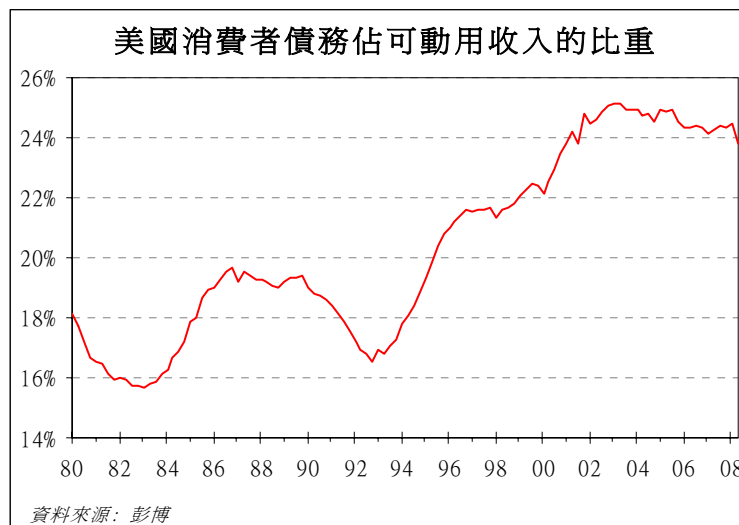
## 信貸收縮

美國樓價在 2006 年中開始下跌，金融機構隨即收緊對房地產市場的借貸，但為時已晚。雷曼兄弟破產，導致金融體系瀕臨崩潰，貨幣市場的運作幾乎停頓，許多企業因而無法補充所需資金。美國聯儲局積極拯救陷入困難的金融機構以挽救市場信心。可惜最壞的情況還是出現，大部分投資銀行不是轉型為商業銀行或跟商業銀行合併，就是被迫破產。過去投資銀行享有極高的資本槓桿比率已不復再，這將損害美國金融業長久以來享有的獨特優勢。

此外，美國政府已投放 7,000 億美元拯救銀行業，亦變相為兩大房貸機構——房利美及房貸美——所發行的 52,000 億美元債券作出擔保。然而，拯救這些因經營不善而瀕臨破產的金融機構，雖是迫不得已，卻畢竟涉及大量納稅人的金錢，有不公平之嫌，亦加重政府的財務負擔。為了保障公眾利益，預計美國政府將對金融業作更嚴厲的監管。加上銀行現時正着力重整資產負債表，相信在借貸方面將保持高度審慎，令本已疲弱的美國經濟雪上加霜。

## 美國消費者進入減債周期

由於資產價格下挫及銀行借貸變得極為審慎，美國消費者目前債台高築的情況將難以持續，今年年中消費者負債已攀升至 25,000 億美元。在 2000–2008 年中期間，樓市泡沫鼓勵消費者增加借貸，居民借款額佔全年可動用收入平均達 24.6%，這數字明顯高於 80 至 90 年代 18.9% 的平均水平。然而，美國消費者目前正面對兩方面的壓力。首先，金融海嘯導致經濟大幅下滑，失業率在近月已拾級而上，明年更有機會升至 8%，達 1984 年以來最高的水平。勞工市場惡化，對於一向工作安穩的美國受薪階層來說，將難免為職位不保而感到徬徨，消費意欲大為降低。



此外，美國家庭還要面對樓市負資產的威脅。美國樓價從高位下挫 20%，而且跌勢未止，許多個人的房屋物業已經或將會出現資不抵債的情況，那些在近兩年購入的物業尤甚。這些負資產業主，無論選擇斷供或是繼續還款，都是進退維谷。預計強制收樓的個案將會上升，令樓市進一步受壓，影響經濟氣氛，居民消費因而減少，更推高失業率。在憂慮失業與負資產的相互影響下，經濟不景將進一步加劇，這情況就像香港在 1998 至 2003 年所經歷的負資產時期一樣。

## 亞洲的豐厚儲蓄能提供多大的幫助？

由於美國聯邦儲備基金利率已達 1% 的低位，減息空間非常有限。國債上升亦削減政府通過財政擴張政策振興經濟的能力。國際貨幣基金組織預測，明年美國和歐元區的內部需求將分別收縮 1.1% 和微升 0.1%，大幅低於過去數年 2-3% 的增幅。

歐美經濟陷入困境，國際社會不期然對亞洲國家寄予厚望，期待各國能採用擴張性的政策，將多年累積的儲備轉化成經濟增長的動力。事實上，在 2001 - 2008 年期間，亞洲區估計累積 2 萬億美元的經常帳盈餘，當中中國約佔一半。而中國能否有效運用這些儲備，對穩定區內經濟，甚至幫助全球經濟步出衰退都是舉足輕重。

預期中國政府將推出政策以刺激經濟發展，相信未來基建投資會因此大幅增加，但能否帶動國民消費顯著上升則有所保留。與美國相比，中國居民的財政狀況較為穩健。2003 年至今，城鄉居民儲蓄存款已倍增至 20 萬億元人民幣。然而，社會保障制度尚未完善，加上資產及消費市場仍處於發展階段，都令居民偏愛儲蓄，中國消費者的儲蓄佔收入比例高達 30-40%。雖然中國政府的財政和貨幣刺激措施會有助增加居民收入，但外圍經濟環境轉差，相信居民只會把大部分額外所得儲蓄起來。其它亞洲經濟體系的情況類似，只是程度有所不同。因此亞洲消費上升對於彌補美國消費減慢所起的作用不會太過明顯。

## 結論：全球化的反思

進入 21 世紀，急速的全球化發展令亞洲與美國之間貿易合作提升至更高層次，創造龐大的經濟成果。然而，在如何將這些成果轉化成消費方面，兩地未有好好合作研究，作出一個有利穩定的安排。結果，亞洲寧願借出剩餘資金也不願意多作消費，而美國繼續以借貸支持其龐大的開支，結果發展到現在美國消費者債台高築、全球消費因而無以為繼的困局。過去美國監管機構、評級公司及銀行業的確有所失誤，加深問題的嚴重性，但消費嚴重傾斜所引致的貿易失衡才是今日經濟危機的核心所在。

由此可見，我們目前面對的環球經濟衰退是屬於結構性，即是「亞洲製造 — 美國消費」模式崩解的結果。如果世界各國都未能負上其消費的責任，也許全球經濟需要縮小生產規模。因此，產能過剩與通縮將會是全球在未來兩年要面對的挑戰。

經濟分析所表達的論點，並不一定反映本銀行管理層的立場。各方如有轉載本報告的全部或部份內容，均須註明資料來源。如有任何查詢，請電：3608-5020，傳真：3608-6171，或郵寄香港郵政總局信箱 31 號經濟研究部。