



次按和信貸危機的後遺症 — 全球經濟需要更深層次調整

經濟研究員 蔡永雄

次按問題遠較預期嚴重

次按源自美國樓市一部份，但信貸膨脹和證券化，把問題擴散至整體經濟

全球經濟一體化，次按問題影響至全球

美國次按和信貸危機至今已超過一年，其對美國和全球經濟及金融市場的影響遠超預期。在次按問題爆發初期，市場普遍認為次按只佔美國按揭市場的八分之一，聯儲局亦預期次按問題只會為金融市場帶來1,000億美元的損失。然而，至目前為止，全球金融機構已為按揭相關貸款和投資失誤錄得超過5,000億美元的損失，集資金額超過3,500億美元，華爾街第五大投資銀行貝爾斯登被聯儲局和摩根大通聯手挽救，第四大投資銀行雷曼兄弟申請破產保護，第三大投資銀行美林則被美國銀行吞併，全球最大保險集團美國國際集團更被迫出售其近八成股份以換取聯儲局的850億美元資金。次按問題尚未見底，國際貨幣基金會更預期金融機構的損失或會上升至13,000億美元，預期未來將有更多金融機構出現資金困難問題，全球金融市場和經濟前景難免進一步惡化。

雖然次按證券資產只佔美國按揭證券資產6.3萬億美元規模中的14%，故在危機爆發初時，大部份市場人士均認為其餘86%的按揭證券資產仍是安全的，且按揭證券資產只是眾多金融資產中的一項，其他金融資產仍未受到影響。然而，這一邏輯卻忽略了金融市場和實體經濟越來越密切的關係，特別是經濟多年來受到寬鬆的貨幣環境所支持，信貸膨脹，刺激了房地產和金融資產大幅上揚。因此，當聯儲局連續17次加息後，信貸環境變為緊縮，對房地產和金融資產的支持減弱，金融危機便從經濟和金融體系中最脆弱的一環次按資產中引發出來，拖累房地產市場加速調整，並導致信貸緊縮，令整個金融市場和經濟的運作受到牽連。

次按問題不單只影響到金融業和房地產業，並已擴散至消費、就業和經濟等各個方面。樓市調整、信貸緊縮和金融機構錄得巨額虧損，促使美國各行各業連續8個月削減就業職位，消費和投資信心創下近十多二十年來的新低，令扣除淨出口的美國經濟陷入衰退邊緣。美國經濟下滑對全球經濟構成威脅，一方面全球金融市場的聯繫甚為密切，美國股市樓市調整已影響到全球股市

的表現，令全球大部份股市陷入熊市；另一方面美國經濟和消費疲弱，美國進口需求在過去五個季度中有四個季度錄得下跌，其經濟放緩的影響已拖累到歐洲和日本等地。今年第2季，歐元區、日本、香港和新加坡等地的經濟已錄得季度負增長，反映全球經濟下行的風險增加，並再次暴露出全球經濟增長模式的不平衡問題。

信貸膨脹和過度消費模式

信貸膨脹讓美國人養成不儲蓄和過度消費習慣

美國次按問題的爆發暴露出信貸膨脹對經濟帶來的問題。信貸泡沫讓美國人很容易便獲得各式各樣的貸款，包括：信用卡、汽車貸款、學生貸款、以至按揭貸款等，當中一些信貸質素甚差且沒有還款能力的貸款人亦可獲得高成數的按揭貸款，埋下次按問題的根源，並推動過去數年的房地產泡沫。房地產價格持續上揚，金融機構放貸態度寬鬆，美國人可以運用不同的物業貸款計劃來套現，令美國人養成不儲蓄，靠借貸來過度消費的習慣。

次按問題爆發時，美國儲蓄率跌至零水平

在過去15年間，美國的實質私人消費開支持續超出實質個人可支配收入的增幅，反映美國人民改變了儲蓄的習慣，他們不再從每月的收入中撥出部份來儲蓄，反而透過借貸在其資產中抽取部份來消費。2006年，美國人在住宅物業的淨值中抽出了高達其個人可支配收入的9%來消費，相比2001年高出三倍，令美國再次錄得自大蕭條以來首次出現零儲蓄，甚至負儲蓄情況。然而，這一借貸消費模式取決於資產市場的表現，其脆弱性在目前樓市調整下已清楚浮現，美國人不單難以再舉債消費，其債務水平更因為早前過度消費而急速累積。

靠過度消費為主的經濟模式並不平衡

由於美國人的消費模式發生了變化，私人消費佔其本地生產總值的比率持續上升，由五十年代中起的60%左右持續上升至2007年的72%，令美國經濟對私人消費的倚賴程度越來越高，惟消費的增加卻是建基於不可持續的信貸膨脹之上，2007年美國家庭的負債水平高達其家庭可支配收入的133%，較10年前90%大幅增加，反映出美國經濟結構的不平衡。

過度消費造成龐大經常帳赤字

信貸和消費膨脹不單帶來內部經濟結構的問題，亦會引致對外經濟不平衡。在信貸和消費膨脹的同時，美國的經常帳赤字亦持續增加，由1995年佔本地生產總值僅1.5%大幅上升至2006年高峰6%的水平，意味著美國每日需要高達20多億美元的海外資金來吸納其資產才能平衡其因過度消費而錄得的龐大赤字。

發展中國家買入美元資產，使經濟不平衡延續

即使美國經常帳赤字不斷上升，拖累美元匯價下跌，但因為美元具有全球儲備貨幣的地位，以發展中國家為主的海外投資者，無可避免地把他們數以千億美元計的外匯儲備來買入美元資產，為美國經濟提供源源不絕的廉價資金，亦令美國過度消費和全球經濟不平衡的問題延續。

出口主導的增長模式難以獨善其身

亞洲區出口主導經濟和投資泡沫亦是倚賴美國的過度消費

本世紀以來，亞洲區發展中國家的經濟加速發展，實質經濟增長達8%，較其他國家的增幅高出一倍半。亞洲區發展中國家的快速發展，很大程度是由於他們近年出口持續急增。過去二三十年間，出口佔亞洲區發展中國家的本地生產總值的比例不斷上升，由八十年代初期的不足20%上升至2007年的45%以上，私人消費所佔的比率卻持續下跌。然而，亞洲區發展中國家的出口中，有相當大一部份的產品是輸往美國的。美國人過度消費模式促成了亞洲區發展中國家的經濟增長。以往，受惠於美國過度消費的泡沫支持，亞洲區發展中國家積極增加投資，擴大生產設備和規模，進一步推動經濟增長。

歐美需求減弱，難免影響亞洲

然而，亞洲地區經濟能與美國和歐洲經濟分道揚鑣(decoupling)之說並不成立，相反全球經濟能在2004年至2007年間保持快速增長卻是受惠於全球一體化的好處，當中亞洲區發展中國家受惠最大，出口高速增長支持其經濟多年來急速擴張，且受到美國消費泡沫的刺激，帶動了新一輪發展中國家的生產設施和資產投資泡沫，令其經濟表現與歐美先進國家更為密切。因此，在全球信貸緊縮下，美國人難以再舉債消費，過度消費模式難以持續，勢將影響到發展中國家的出口表現，並暴露出其生產和投資過剩問題，令發展中國家必須進行更深層次的調整，其出口為主導的增長模式必須作出改變。

次按和信貸緊縮問題將進一步浮現

全球經濟料續放緩

次按問題引發信貸危機的爆發，對實體經濟和金融市場的影響逐漸浮現，全球經濟增長料將無可避免地由2004年至2006年間近5%的30年來高位放緩至趨勢增長，甚至更低水平，全球經濟增長前景仍不明朗。

次按問題促使信貸泡沫爆破

如上所述，次按問題的爆發主要是源於信貸過分膨脹，當聯儲局自2004年6月起收緊銀根，過度負債的美國人開始感受到財務負擔越來越大，且他們沒有儲蓄來應付經濟逆景，令拖欠貸款的問題浮現，加上樓價大幅下跌，信貸泡沫爆破。另外，金融機構錄得巨額虧損，紛紛收緊信貸，對其他金融機構、企業和個人的信用持不信任的態度，風險承擔程度明顯下降，令次按資產轉壞的問題擴散至不同的金融產品之上。金融市場國際化，亦令美國次按問題傳遞至全球的金融機構和投資者。

現時美國多家大型金融機構陷入財政困難，其他金融機構難免被受牽連，金融危機的餘波料會進一步擴散。金融機構接連出事主要是由於環球金融機構正不斷縮減槓桿比率，拖累資產價格

金融機構接二連三出事，反映美國金融系統和監管制度有需要加以重整

信貸緊縮、資產價格下跌、失業率上升，美國將無可避免限制消費，經濟有可能陷入多年衰退

巨額救市成效有待觀察

美國債務急增，對吸引海外資金將越來越困難

美國政府救市希望過度消費模式可以持續，但料不大可能

下跌，影響金融機構的財務水平。此外，多家大型金融機構相繼出事，反映出美國金融機構只顧追逐盈利，在造就了金融創新的同時，卻形成了過於進取的融資和投資文化，並暴露出美國監管制度的問題。監管制度不單未能防止金融危機的出現，更在危機爆發後，未能妥善要求其他金融機構作好風險管理的工作，令大型金融機構接二連三出現問題，反映美國金融系統和監管制度有必要加以重整。

從目前的情況看，信貸與樓市泡沫仍在調整，由信貸泡沫催谷的經濟增長模式亦已逆轉。金融機構大幅收緊信貸、提高貸款利率，令美國人較難獲得借貸來消費。此外，房地產市場持續下跌，物業套現的途徑亦已收緊。寬鬆的借貸環境不再，加上就業市場轉弱，失業率上升，將無可避免地限制美國的消費，預期未來實質私人消費開支的增幅將難以維持以往高於可支配收入增長水平，而私人消費佔本地生產總值七成以上比例的經濟結構亦將逐漸調整，私人消費的增幅將維持低迷，令美國經濟增長難以擺脫衰退的威脅，甚至有可能出現日本在信貸和房地產泡沫爆破後，多年來經濟和消費陷於蕭條的困境，繼而打擊亞洲區從事製造業生產的發展中國家的經濟表現。

再者，美國金融系統和監管制度有所不足，美國政府和聯儲局多次斥巨額救市。最近更準備推出高達7,000億美元的救市方案，把與房地產相關的壞賬從金融機構中剝離，並向國會申請把其國債水平增加至11.3萬億美元，以求穩定全球金融市場，減輕對實體經濟的打擊，但其救市成效仍有待觀察。市場擔心其對地區性中小型金融機構的幫助不大，且政府需要管理及處置大量問題資產。

此外，美國政府的國債正快速累積，若處理不當未來更會影響該國國債的信貸評級，對美元利率，美國和企業融資成本，以至美元走勢構成影響，種種問題或會動搖全球投資者對美元和美元資產的信心。中國和日本等擁有最多外匯儲備的國家在投入新資金時，將會更著重於投資組合多元化，並減少買入美元資產，令海外資金流入美國的數量減少，預料美國再倚靠海外資金流入來支持其國際收支平衡將會越來越困難。

全球經濟不平衡的調整需時

過去一年，美國政府推出多項救市措施，包括：大幅減息、推出總值1,680億美元的退稅和減稅刺激經濟方案、為低收入家庭提供高達3,000億美元的保證使他們可以獲得較優惠的按揭貸款、拯救貝爾斯登和接管房利美和房貸美等，可見美國政府仍希望維持以往過度信貸和消費的經濟增長模式，並受到政治和選舉等因素影響而再考慮新一輪的寬減措施，不利於美國經濟結構調整和長遠健康發展。然而，美國經濟倚賴過度消費的增長模式已無可

避免要作出調整，在信貸緊縮、資產價格下跌和就業市場轉壞下，私人消費的增速料將長時期放緩。

淨出口難以長期帶動美國經濟增長

現時美國經濟仍可避過技術性衰退，主要是由於其經常帳赤字收窄，淨出口改善支持經濟持續增長，但這並不代表美國經濟結構可以輕易地成功轉型，因為全球經濟動力已明顯減弱，且美國本土的製造業和出口設施早已轉移到世界各地去，難以在短期內回流和有競爭力地大規模運作，令淨出口難以長期改善，且足以抵銷消費放緩所帶來的影響。

金融體系和監管制度須作出大規模調整

再者，次按和信貸危機已清楚暴露出美國金融體系和監管制度中的種種不平衡問題。投資銀行已獲批轉型為商業銀行，回歸傳統商業銀行業務，其扮演的角色或會有所改變；信貸評級機構要避免利益衝突，增加透明度，讓投資者充份理解不同投資評級的含意，並及時作出修訂；監管機構亦應強化其對衍生產品發行的監管，提升金融機構和金融產品的透明度，確保金融機構已妥善完成風險管理工作，防止金融機構不務正業進行大量衍生工具和表外投資，改變其只顧追逐盈利的情況，杜絕大型金融機構再接再連三出現問題，可以預見當金融市場恢復平靜後，美國金融體系和監管制度將要進行大規模的調整和改革，以挽回全球投資者的信心。

亞洲區經濟對歐美過於倚賴，投資泡沫、生產設備過剩問題正不斷暴露，其經濟亦有需要進行調整

同樣，以出口為主導的亞洲國家，他們的經濟增長模式亦難以延續。以往為了增加出口，支持經濟較快增長，改善人民生活，他們不惜環保、資源、土地等不同的代價，以保持其製造業和出口產品的競爭力，但卻令其本身經濟積累了不少問題，如：土地和資源過度消耗、環境污染、貧富懸殊、資產泡沫及通脹高企等。再者，在出口表現較佳的同時，亞洲區發展中國家更積極增加對生產設施和資產投資，以應付來自美國市場的需求，但卻使其經濟出現過度投資和資產泡沫。然而，美國等先進國家經濟放緩，對亞洲區發展中國家的出口需求將會減少。他們將會面對工廠停產、倒閉和工人失業等問題，困擾其經濟表現，故他們有需要優化經濟結構和增長模式，把工業設施的生產由服務出口為主調整至服務內需，以減輕產能過剩對經濟帶來的壓力。近年亞洲區發展中國家的財政狀況較佳，政府有較大空間透過不同的政策來刺激居民增加內部消費。他們彼此之間更可通過區域合作來刺激區內的經濟活動，從而減少對歐美國家的倚賴，防止經濟受外圍因素影響而急速下滑，讓其經濟可持續平衡發展。

全球經濟將進行深層次調整

總之，無論美國等先進國家或亞洲區發展中國家的經濟和金融體系均需要進行更深層次的調整，才能使全球經濟長遠可更平衡和健康地發展，惟新的平衡亦難以在短期內恢復，在經濟調整的過程中，全球經濟將無可避免地面臨失業、滯脹和經濟蕭條的痛苦。因此，各國政府要有應付長時期調整的思想準備和採取必要的政策措施。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2006	2007	2008/Q1	2008/Q2
總量(億元) GDP (\$100 Million)	14,759	15,699	3,967	3,877
升幅(%) Change (%)	7	6.4	7.3	4.2
二. 對外貿易 External Trade	2006	2007	2008/7	2008/1-7
外貿總值(億元) Total trade (\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	1,345	1,091	88	545
轉口 Re-exports	23,265	25,784	2,564	15,617
總出口 Total exports	24,610	26,875	2,651	16,162
進口 Total Imports	25,998	28,680	2,846	17,549
貿易差額 Trade balance	-1,388	-1,805	-195	-1,387
年增長率(%) YOY Growth (%)				
港產品出口 Domestic exports	-1.1	-18.9	-16.3	-9.3
轉口 Re-exports	10	10.8	12.4	10.2
總出口 Total exports	9.4	9.2	11.1	9.4
進口 Imports	11.6	10.3	15.4	11.1
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅(%) Change in Composite CPI (%)	2	2	6.3	5.3
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units				
合約宗數(宗) No. of agreements	99,087	145,691	8,930	84,250
年升幅(%) Change (%)	-19.9	47	-19.7	12.9
五. 勞動就業 Employment	2006	2007	2008/4-6	2008/5-7
失業人數(萬人) Unemployed (ten thousands)	17.1	14.6	12.2	12.5
失業率(%) Unemployment rate (%)	4.8	4	3.3	3.2
就業不足率(%) Underemployment rate (%)	2.4	2.2	1.9	1.9
六. 零售市場 Retail Market	2006	2007	2008/7	2008/1-7
零售額升幅(%) Change in value of total sales (%)	7.3	7.3	13.8	15.6
零售量升幅(%) Change in volume of total sales (%)	5.8	5.8	6.6	8.9
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數(萬人次) arrivals (ten thousands)	2,525	2,817	271	1,689
年升幅(%) Change (%)	8.1	11.6	10.4	9.1
八. 金融市場 Financial Market	2006	2007	2008/6	2008/7
港幣匯價 (US\$100 = HK\$)	777.81	780.15	780.05	780.35
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)				
貨幣供應量升幅(%) change in Money Supply (%)				
M1	13.1	25.4	-5.1	11.1
M2	15.6	20.6	5.5	7.9
M3	15.7	20.4	5.6	8
存款升幅(%) Change in deposits (%)				
總存款 Total deposits	17.2	23.1	6.9	9.5
港元存款 In HK\$	20.5	19.7	-3.8	1.8
外幣存款 In foreign currency	13.5	27.1	20.6	18.4
放款升幅(%) Change in loans & advances (%)				
總放款 Total loans & advances	6.7	20.0	17.1	25.1
當地放款 use in HK	2.7	15.7	12.4	21.8
海外放款 use outside HK	41.9	46.9	44.1	42.3
貿易有關放款 Trade financing	7.4	20.4	35.4	36.2
最優惠貸款利率(%) Best lending rate (%)	7.7500	6.7500	5.2500	5.2500
恆生指數 Hang Seng index	19,965	27,813	22,102	22,731