

## 國務院國有資產監督管理委員會（國資委） 從美國華爾街到世界大街小巷 – 金融海嘯對中國的影響

方正  
主席

2008年10月23日

### 引言

我很高興能夠有機會參加這次國資委所舉辦的論壇，與眾多國企首席執行官聚首一堂，一同探討全球金融市場近期的發展對中國的影響，及分享我的看法。

這場危機起源於次按相關的證券市場，其後波及銀行體系。最近數周，各國政府、央行及證券監管單位紛紛採取前所未有的干預行動，致力恢復金融市場尤其是信貸市場的信心及有秩序運作。

決策者首要關注的是，協助銀行體系恢復放貸機制，盡量減少這次危機對商業經濟活動的干擾，否則便很可能會陷入更深更長的衰退期。有些人士持審慎樂觀態度，認為全球將能避免像大蕭條時期的嚴重經濟衰退。

這次我們面對的是百年一遇、真正席捲全球的金融危機。因此，我希望藉此機會與各位回顧這場危機如何爆發，檢視全球決策者如何應對。待危機稍為緩和後，下一步是要檢討和重整監管框架及金融制度。因此，我今天會集中講述金融市場的近期和當前發展，待國際間在強化規管框架上取得進展後，我會在日後其他場合表達我對證券監管的看法。

今天，我打算講述以下事宜：簡略回顧危機的源頭

- 簡略回顧危機的根源
- 危機所反映出來的不足
- 對金融市場(特別是亞洲市場)的影響
- 國際間為恢復市場信心作出的回應
- 對中國的影響

### 危機的源頭

談及這次危機的源頭，我們可以歸咎於宏觀經濟及市場環境，鼓吹承擔更多風險。

- 經濟多年來錄得穩定增長、低通脹、息口偏低、流動資金充裕



- 房屋價格節節上升，引致有關放貸活動持續攀升，促使美國住房市場蓬勃發展，演變成自我強化的循環
- 儲蓄者及投資者積累財富日益增多，渴望為資金尋找更高回報，願意承受更高的風險
- 金融機構的金融工程運用“放款再轉銷”的業務模式，將風險分散至各金融市場
- 次按借款人能夠取得房屋按揭，構成“放款再轉銷”業務模式的基礎。

這種“放款再轉銷”業務模式主要將房屋貸款重新包裝為按揭抵押證券，加以證券化，設計成結構性產品，再分銷和售賣予全球各金融市場各類投資者，過程中會涉及多重的證券化，從而建構結構繁複且透明度低的金融工具（例如：CDO 即抵押債務證券、CDO 的 CDO，即以其他抵押債務證券為擔保的抵押債務證券）。這些證券其後分拆為附帶不同程度風險的組合，分批售予不同風險承受能力的投資者。

令人驚訝的是，這些結構性金融工具獲得“AAA”信用評級，但相關資產卻屬劣質或次按房屋的按揭貸款。首先要問的是，這些次按借款人是如何取得貸款？當中涉及詐騙及寬鬆的放款標準，因為放貸人相信房屋價會持續上升。

這個“放款再轉銷”業務模式引致風險廣泛地分散至整個金融系統。分散風險一般來說是可取的。然而，在這情況中，由於這些投資工具性質複雜且透明度低，市場不知道系統內全部風險的真正水平，及最終的風險所在。因此，當房價開始下跌，借款人開始違約，市場瀰漫著一片憂慮和恐慌，建基於這些次級按揭的體系遂一蹶不振，應聲倒下。

### 這次危機所反映出來的不足

我們可按照三大範疇檢視有關缺失：

- 獎勵機制
- 風險管理
- 被動地順應經濟周期的政策和法規

#### *獎勵機制*

首先，金融機構為職員而設的報酬制度，促使他們為求增加收入及盈利而承擔更大額的短期風險，忽視較長期的風險，亦沒有考慮高風險投資帶來的盈利能否持續。職員獲得的花紅是按照企業現時收入和盈利計算，而非按交易年期支取。承擔風險越高，所取得的回報便越高。那些經營虧損的金融機構向高管人員支付的豐厚離職金，進一步引發更激烈的批評。

其次，“放款再轉銷”業務模式將傳統的銀行業務關係轉變成資本市場的正常業務交易，讓風險散布至全球各地的市場。由於金融機構不會將風險保留在本身帳目上，故



不認為有需要確保借款人有能力償還債項。此舉令金融機構罔顧借款人的信譽，亦可同時享有源源不絕的盈利收入，引致次按住房市場大幅增長。

最後，監管制度存在缺口，令致結構性投資工具及投資渠道公司當作帳外機構處理，鼓勵受規管金融機構設立這些投資工具以進行金融中介活動而無需承擔任何監管成本：監管單位訂立的資本及流動資金規定、合規要求及信息披露的規定及業務監督。真實的情況是，受規管的金融機構仍會因為保薦人關係或後備應急信用額度而須承擔這些投資工具所帶來的風險。

### *風險管理*

首先要提的是，市場普遍採用相似的估值模式進行風險管理，導致市場參與者都得出相同的觀點，因而同時買入或賣出某類型的股份。

這類價格敏感的模式，最能在正常的市況下發揮功用。

- 然而，經濟蓬勃時，這種模式一般會低估了風險水平。
- 相反，當經濟走下坡，這種模式又會高估了風險水平。
- 當市場受壓時，這種模式更會令拋售壓力進一步增加，使股價不斷向下。

有批評指，這種模式取代了憑常識和經驗來判斷風險的做法。過去金融市場暢旺穩定，使金融機構過於自信，以致盲目相信這些模式的功效。

此外，市場作決定時以信貸評級和市價等同一套的資料作為基礎，亦是另一個有問題的做法。因為這會使市場更容易出現羊群效應，導致價格一下子升得過高或跌得過低。信貸評級機構採用的評級方法，還有評級涉及的利益衝突，都受到質疑。

### *被動地順應經濟周期的政策和法規*

銀行資本充足比率的高低一般都順應經濟週期，經濟蓬勃時，銀行可以維持較低的資本充足比率，但經濟走下坡時，銀行就必須維持較高的資本充足比率。以這種方式訂立有關比率已引起了關注，原因是這會鼓勵銀行在資產價格上升時承擔更高的風險，但在損失增加使資本遭到蠶食時，便會促使銀行進行去槓桿化，降低需要維持的資本金額。

此外，以公平估值入帳的會計制度，亦被批評為會使金融機構財困加劇。在結構性金融產品在市場上交投不活躍且沒有統一估值方式的情況下，如何釐訂公平價值？有批評指出，這種估值規則壓低了資產價值，令最終的損失金額被高估。損失被高估，對資產負債表帶來負面影響，並增加了再融資的需求。在經濟一片好景時，這種順應經濟週期的估值方式一樣引起關注，因為過份樂觀的估值會扯高資產價格，驅使金融機構承擔更高風險。



在現行的壞帳撥備規則下，機構往往在好景時撥備不足。因此，市場又提出要重新檢視現行的壞帳撥備規則，要求有關規則能夠更具前瞻性。

### 對金融市場(特別是亞洲)的影響

由於亞洲投資於次按相關產品的金額有限，所以金融危機發生初期，亞洲所受的直接影響仍然輕微。然而，如我們將會在下文提到一樣，亞洲股票市場的調整幅度較其他主要市場大。隨著金融危機蔓延到次按市場以外，形勢急速轉變，亞洲再也不能獨善其身。顯然，沒有一個經濟體系可以避免跟隨全球經濟步入衰退。

亞洲投資於次按信貸及結構性產品的金額有限，原因是亞洲與其他較先進的金融市場相比有不同的特點：

- 亞洲市場的金融機構以銀行為主，區內的資本市場以買賣股票為主。
- 相反，先進市場由資本市場主導，債券和信貸衍生工具市場的流通量非常充裕。
- 成熟的市場有較多機構投資者，對場外交易市場上複雜的金融工具產生自然需求。
- 亞洲地區的衍生工具市場普遍仍未發展成熟。

此外，亞洲金融風暴之後，亞洲不單大大降低了槓桿借貸比率，而且金融經濟體系亦變得更強。

- 亞洲的槓桿借貸比率降低
  - 銀行以更謹慎的態度批出貸款，例如，七成樓宇貸款
  - 缺乏政府社會保障體系以致儲蓄率甚高
  - 沒有影子銀行體系及結構性投資工具
- 亞洲金融風暴過後實施的一系列改革，使亞洲金融經濟體系變得更強
  - 監管制度更健全
  - 金融基建更穩健
  - 市場管治有所提升
  - 銀行經營態度普遍審慎
  - 經濟強勁復甦

國際貨幣基金組織認為，對次按相關產品缺乏認識，是亞洲在這方面承擔有限風險的原因。另一原因是一些亞洲經濟體系的投資回報率高，使這些地區追逐更高回報的誘因下降。

根據彭博於 10 月初發布的數據，全球市場因次按引致的損失總額達到近 5,110 億美元，以主要金融市場佔多數。



- 亞洲佔整體損失的 240 億美元或 5%
- 日本銀行佔 120 億美元
- 內地與新加坡的銀行則佔 30 億美元

然而，與先進金融市場相比，亞洲股市的跌幅較大。下圖說明了這一點。



然而，危機自 9 月起便急轉直下，終於演變為 10 月初的環球金融“海嘯”。

- 繼雷曼兄弟申請破產、美林(Merrill Lynch) 與美國銀行合併、摩根士丹利及高盛自願轉為銀行控股公司，9 月 15 日這個星期標誌著美國獨立投資銀行壽終正寢。
- 美國國際集團(AIG)獲美國聯儲局提供 850 億美元拯救貸款。
- 華盛頓互惠銀行 (Washington Mutual) 成為美國史上倒閉的最大型銀行，其資產在 9 月 26 日被售予 JP 摩根大通(JP Morgan Chase)，作價 19 億美元。經擴大後的 JP 摩根大通成為美國第二大銀行，僅次於美國銀行。
- Wachovia 與花旗集團經過一輪爭拗後獲富國銀行(Wells Fargo)收購。
- 在這段期間內，大約直至 10 月初為止，歐洲多家銀行相繼倒閉及獲政府出手拯救 (富通銀行(Fortis)、Dexia、Bradford and Bingley、Hypobank、三家冰島銀行)。10 月 16 日，瑞銀獲瑞士政府拯救。
- 10 月初，美國市場連續八個交易日下跌，當中的單日最大跌幅為 777 點，共蒸發了市值的 22%或 2.4 萬億美元。

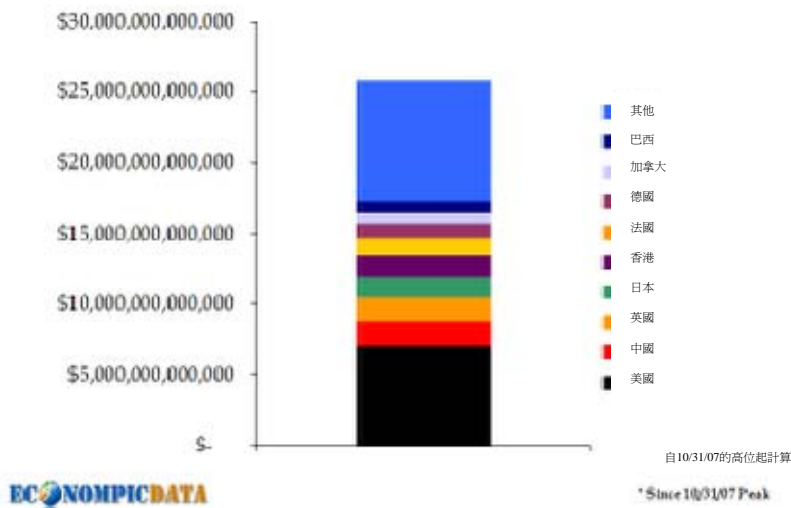


- 10月10日對澳洲市場來說是一個黑色星期五（所有普通股指數下跌8.2%，成為自1987年大跌25%以來的第二大跌幅）。
- 全球金融市場自2007年10月的高位損失了逾25萬億美元。
- 俄羅斯、冰島、印尼、秘魯、羅馬尼亞、烏克蘭及奧地利分別暫停本土股票市場的買賣。

2008年10月8日（星期三）

牽涉 25.9 萬億美元的全球股市“調整”

25,924,624,000,000美元的股票虧損\*



資料來源：Bespoke Investment

在上述金融機構倒閉前，其股份曾面對強勁的沽壓。雷曼兄弟及貝爾斯登(Bear Stearns)曾指，市場上不尋常的沽空活動使其股價下挫，以致其難以籌集資金及資本。同樣地，英國的金融機構亦因為其股票遭沽空者拋售而股價大跌，以致難以集資。

在美國當局決定不拯救雷曼兄弟後，雷曼兄弟被迫申請破產，因而觸發拖欠債務的情況。這導致歷史最悠久的美國貨幣市場基金，即620億美元的 Reserve Primary Fund，跌至低於面值。由於意識到自己有可能損失投資在這些基金的本金，而被視為在體系內舉足輕重的銀行亦可能會倒閉，投資者紛紛撤走資金。

對市場失去信心及對交易對手風險的憂慮加深，導致銀行同業貨幣市場呈現冰封狀態，其結果是銀行同業貨幣市場停頓，及公司無法為來自商業票據市場的貸款續期，以應付營運需要。三個月美元倫敦銀行同業拆息升至4.82%的2008年新高，而隔夜拆息則升至6.88%的歷史高位。



亞洲股市亦由於海外投資者從這些市場撤走資金以應付本身於主要市場的流動資金需要而大跌。這些資金的流走對亞洲貨幣構成下調壓力，尤其是印尼及韓國。一直依賴海外資金的韓國銀行在被評級機構列入負面觀察名單後，難以為其海外借款續期。

## 國際間為恢復市場信心作出的回應

### 證券監管機構的回應

隨著股價持續下跌，金融機構陷入惡性循環。由於股價下跌，金融機構在集資上出現困難。與此同時，假如它們未能重整資本，便有機會被調低評級。評級下降會導致投資者重新調整其投資組合及出售受影響的金融股，令其股價及評級進一步下降，繼而令其難以吸引新資金。在此情況下，即使具備償債能力的銀行亦很容易便會出現周轉不靈；而在最壞的情況下，甚至會導致銀行迅速破產。

由於有關操縱性沽空的指控不斷增加，證券監管機構遂收緊沽空規則。下表概述有關措施。

### 國際間近期就沽空活動採取的措施

\* 現有措施維持不變

	金融股	所有股票
僅禁止無備兌沽空	<ul style="list-style-type: none"><li>• 法國</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 荷蘭</li><li>• 墨西哥*</li><li>• 日本*</li><li>• 香港*</li><li>• 西班牙*</li><li>• 瑞士*</li></ul>
禁止所有沽空 (包括有無備兌)	<ul style="list-style-type: none"><li>• 德國</li><li>• 英國(&gt;0.25%的淨賣盤)</li><li>• 美國</li><li>• 意大利</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 澳洲</li><li>• 加拿大</li><li>• 台灣</li><li>• 韓國</li></ul>



香港只准進行符合監管規定的沽空，並禁止無備兌沽空。

- 落盤時，賣方須將它列為“沽空盤”，並提供該項出售屬於“有擔保”沽空的書面保證。
- 接獲“沽空盤”的中介人在將該項沽售指示轉交聯交所執行前，必須確保本身已向賣方取得書面保證，並由交易日期起計，保存該確認書最少 12 個月。
- 此外，禁止以低於市場最佳賣盤價進行沽空，以減少過度沽壓。
- 嚴格執行 T+2 交收的規定（即強制在 T+3 買入）及對未能履行交收責任者施加 0.25% 的失責罰金，有助遏止任何人企圖進行非法無擔保沽空。

新加坡並無對沽空實施任何限制。該國近期將未能交付股票的罰款提高至交易價值的 5%，最低罰款為 1,000 新加坡元。

2008 年 10 月 5 日，中國證監會公布推出融資融券業務（即保證金交易及賣空）試行計劃，確實生效日期將於稍後公布。試行計劃初步只適用於在試點期內經挑選核准的證券公司，待試行計劃檢討完成後再逐步擴大至所有證券公司。部分市場評論員認為該計劃有正面作用，因其顯示出中國內地即使在市場動盪時仍繼續致力推行改革。多個市場近期在賣空活動方面的發展及監管機構的回應，都是值得參考的寶貴經驗。

如上文所述，俄羅斯、冰島、印尼、秘魯、羅馬尼亞、烏克蘭及奧地利都在股市大幅下跌後決定停市，以便有時間採取穩定措施，或恢復有秩序的交易。

#### *各地央行及財長的回應*

各地央行及庫務／財務部長起初採取的行動是零碎且缺乏協調性的。美國國會在 9 月 29 日否決 7,000 億美元的救市方案，為全球帶來衝擊，直至美國參議院通過，國會隨後接納改良方案，才得以衝出困局。

在歐洲，初時有單方面的行動鼓勵存戶將資金轉移至提供全面存款保證的司法管轄區，但人們不久便清楚知道要盡快恢復市場信心，讓各市場開始運作，而這個全球性問題需要全球各地共同制定解決方案。其後，各地的回應亦趨向較為協調一致。

歐洲中央銀行、英倫銀行、瑞士國家銀行聯手向銀行提供無限量的定息美元資金，貸款期限最長為 84 天。聯邦儲備銀行和日本亦表示會提供美元流動資金。另外，法國、德國、美國及英國亦採取措施為銀行同業拆借提供擔保，藉以為信貸市場解封。

在亞洲，各央行亦紛紛向市場注資，包括提供美元流動資金，同時調低儲備率和利率。澳洲、新西蘭、台灣、香港、新加坡及馬來西亞相繼推出銀行存款保障措施。





英國的救市措施被認為最全面，因其從三方面應付當前問題：為銀行存款(保證範圍增加)及銀行債務提供保證、向銀行提供流動資金及對金融機構進行資本重整。為恢復對銀行的信心，美國向九家美國銀行提供 1,250 億美元資金，稍後亦可能會進一步向數千家規模較小的銀行注資。

至於香港，金管局由 10 月 2 日起推出五項措施，向持牌銀行提供流動資金協助。這些措施旨在紓解因香港持牌銀行對彼此的信貸能力感到關注而在銀行間出現普遍資金不足的問題，以確保銀行體系繼續有效運作。這項協助計劃為期六個月。

10 月 14 日，政府再公布兩項鞏固信心的措施。有關措施即時生效，並將在 2010 年年底檢討是否需因應屆時全球的市況而延長實施。

- 第一，為存放於香港所有認可機構的客戶存款提供擔保。
- 第二，成立備用銀行資本安排，目的是在有需要時向本地註冊持牌銀行提供額外資本。

結果，隨著全球各地的救市行動變得更協調統一，所推出的措施亦愈趨一致。各地採取一致的措施，有助給予市場相同程度的保證，同時避免出現套戩和資本流向被認為可提供較高保障的司法管轄區。

不同市場對所屬司法管轄區公布的措施的反應，可作為決策者在制定及修訂措施時的有用參考。這些措施已開始在恢復市場信心方面發揮作用。

- 倫敦銀行同業拆息的上升壓力在有關措施推行後得以紓緩。
- 更重要的是，銀行可開始恢復放貸活動，並協助資金逐漸流回金融市場。
- 此舉應有助避免因信貸市場繼續冰封癱瘓而陷入更嚴重的衰退。
- 在擔憂經濟衰退及預期企業盈利將大不如前的情況下，各地股市將很可能持續波動。

## 對中國的影響

這場危機規模巨大，所有經濟體系或多或少都會受到影響。全球經濟將無可避免陷入衰退，但如能採取足夠和必要的措施，將可減弱經濟衰退的程度。

愈來愈多意見認為，中國受到的影響將遠較其他經濟體系為輕。國際貨幣基金組織在最新一期《世界經濟展望》(World Economic Outlook)中預測，中國的經濟增長會在 2008 年減慢至 9.7%，並在 2009 年減慢至 9.3%，以國際標準來說雖然尚算強勁，但卻比中國持續多年錄得的雙位數增長為低。一家研究機構預期中國經濟可望“軟著陸”，在 2009 年至 2010 年的增長將會介乎 8%至 8.5%。



## 中國的優勢

中國可借助若干有利因素抵禦全球金融危機

- 中國金融業非常偏重國內市場的業務，並且實施資金管制，因而不受全球金融市場影響。
- 次按問題的餘波對中國影響有限，原因是中國在這方面的直接投資額處於可控制水平，而更重要的是，房利美和房貸美都已獲美國政府出手拯救。
  - 中國有關當局持有的房利美及房貸美相關債券：3,000 至 4,000 億美元（約佔外匯儲備總額的 20%）
  - 商業銀行投資的房利美和房貸美債券：253 億美元
  - 商業銀行對雷曼相關債券的投資：6.7 億美元——相對較少
  - 中國投資有限責任公司（中投公司）在 2007 年 12 月以 55 億美元買入了摩根士丹利 9.9% 股權。雖然股價急跌，但美國政府保證會提供必要的流動資金和資本，對上述投資將有正面作用。
- 可動用外匯儲備 1.9 萬億美元和財政盈餘振興國內經濟
  - 撥款進行基建項目（道路、交通、橋樑、能源、四川重建）以提高效率及復元能力
- 外債總額處於可控制水平，需突然中斷國內投資以償還外債的風險極低<sup>1</sup>
  - 相當於 2007 年年底國內生產總值的 12%，其中 7% 屬短期借款。
  - 非金融企業舉借的外債已從 2002 年年底的 100 億美元減少至 46 億美元。
  - 中國金融機構的登記外債雖從 2002 年 12 月的 330 億美元上升至 2008 年 3 月的 830 億美元，但這些外債分別只佔上述兩段期間內的國內存款基礎的 1.6% 和 1.4%。
- 穩健的槓桿借貸水平<sup>2</sup>
  - 政府的內債相當於國內生產總值的 15%，較十年前的 20% 為少。
  - 住戶儲蓄相當於國內生產總值的 75%，而按揭貸款在過去七年只佔住房銷售額的 35%。
  - 企業有利可圖，即使利潤減少，經營狀況亦將較 1997 年至 1999 年經濟衰退時好。

<sup>1</sup> Arthur Kroeber, *Après Le Deluge: China in the Credit Crunch Aftermath* (《信貸危機後的中國》), GaveKal Research, 2008 年 10 月 15 日

<sup>2</sup> Arthur Kroeber, *Après Le Deluge: China in the Credit Crunch Aftermath* (《信貸危機後的中國》), GaveKal Research, 2008 年 10 月 15 日



- 擁有龐大國內市場的大陸性經濟
  - 大有潛力將國內消費化為促進經濟增長的動力
- 貿易順差持續增長，但增速將會放緩
  - 對中國為過熱的經濟所進行的降溫工作有一定幫助
  - 有助降低薪金上調壓力
  - 出口放緩將可減輕在管理急速增長的外匯儲備方面的壓力

### 中國的隱憂

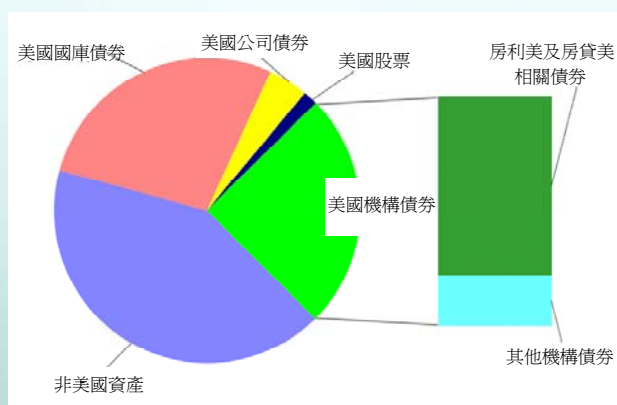
中國的出口表現強勁，促使外匯儲備急速增長，至今已達 1.9 萬億美元。正如下圖所顯示，中國的外匯儲備大部分都是美元資產，導致中國隨著美元升值或貶值而錄得估值盈利或虧損。

美元廣為世界各國的中央銀行所持有。近月美元偏軟，美元資產持有人和美國都憂慮會招致匯率損失。

- 假如美元資產持有人選擇出售有關資產，轉而投資於其他海外資產，便須立即承受匯率損失。
- 美國的憂慮是，假如各國央行將更多儲備分散投資於其他貨幣，日後將難以出售美國國庫券和債券。
- 由此可見，各國之間唇齒相依，禍福與共。

### 內地外匯儲備投資在房利美及房貸美相關債券的情況

- 截至2008年6月為止，中國的外匯儲備已達到18,090億美元



資料來源：中國國際金融有限公司的報告

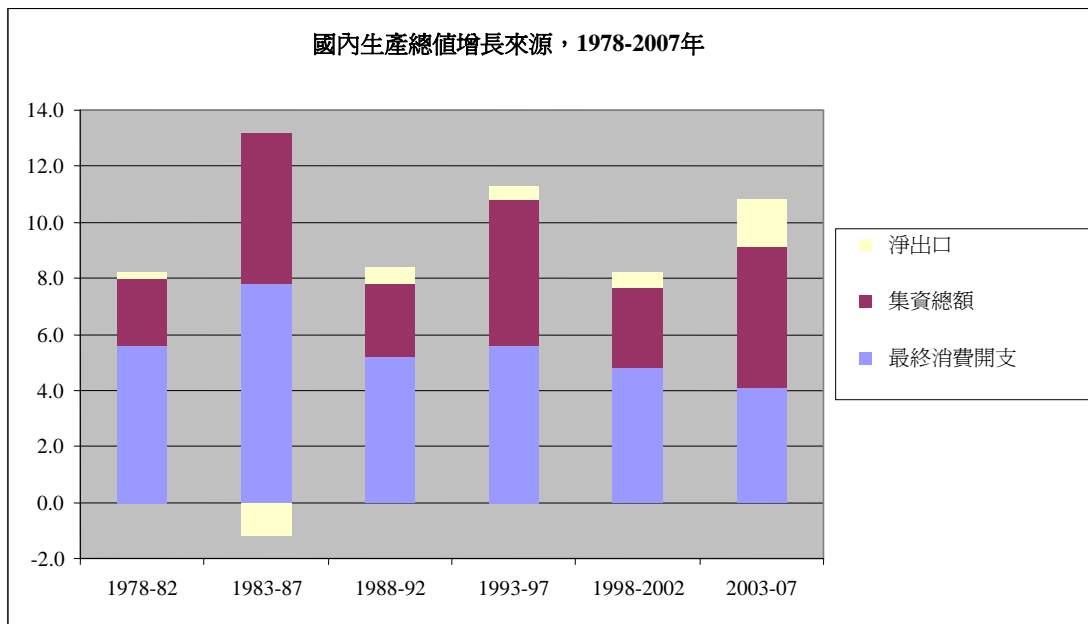




中國的其中一個憂慮是，隨著全球陷入更嚴重的衰退，其出口業將會受到沉重打擊。中國的出口值相當於國內生產總值的 37%，而經常帳則超逾國內生產總值的 10%。

一名研究員<sup>3</sup> 認為無須憂慮中國會因為倚賴“由出口帶動”的經濟增長而變得不堪一擊。Kroeber 在研究過中國三十年來的經濟改革（見下圖）後發現：

- 淨出口並非中國在 1983 年、1993 年及 2003 年開始的三個重大經濟起飛周期的主要成因。
- 然而，經濟發展由盛轉衰，主要是國內投資失利所致。
- 即使淨出口在過去三年對整體經濟增長作出了最大的持續貢獻，但所佔的比例亦只不過是 2.3%。國內需求則佔整體經濟增長的 9%，成為這段期間最主要的增長來源。



回顧過去 30 年，中國曾在 1989 年和 1998 年出現兩次經濟衰退。Kroeber（上文提及的研究員）發現，與其他國家比較，中國的經濟衰退不算嚴重。

- 一般而言，每次衰退均會有一個年度錄得低於趨勢線水平的增長：1989 年的增長率為 -2%，而 1998 年大約為 -5%。
- 但以這兩個衰退年度為中心點的五年期間仍錄得增長，1987 - 1991 年的平均增長率為 +6.2%，而 1996 - 2000 年為 +6.4%。
- 換言之，中國式的經濟硬著陸是指增長率在某一年度大幅放緩，但平均而言，在相關的五年內仍然錄得大約 +6.3% 的增長。

<sup>3</sup> Arthur Kroeber, *Après Le Deluge: China in the Credit Crunch Aftermath* (《信貸危機後的中國》), GaveKal Research, 2008 年 10 月 15 日



這兩次經濟硬著陸主要由三項因素造成：周期性放緩、外在衝擊及嚴重的結構性問題對經濟造成三重打擊。

- 1989 年的三重打擊
  - 當局因過去數年通脹率高企而收緊貨幣政策，令經濟出現周期性放緩。
  - 於 1989 年的政治事件後，經濟改革失去動力。
  - 在經濟改革初期推行“商品價格雙軌制度”，有損經濟效益。
- 1998 年的三重打擊
  - 當局收緊貨幣政策以壓抑 1990 年代的投資熱潮，令經濟出現周期性放緩。
  - 亞洲金融危機令人民幣的實際匯率上升，出口業只錄得平穩增長。
  - 半數國有企業（國企）錄得虧損。中國工業盈利僅佔國內生產總值的 1%。銀行須為此承擔大量不良貸款，其總額相當於銀行資產的 50%。

導致中國最近兩次經濟硬著陸的三大因素中，其中兩項再次浮現，對當前的經濟增長構成威脅。首先，環球經濟衰退可能會令中國經濟出現周期性放緩。第二，環球金融危機為中國帶來外在衝擊。但正如我們較早前提到，這兩項因素可能不會帶來太大的負面影響。

值得注意的是，Kroeber 認為結構性問題，即曾經導致中國經濟衰退的第三項因素，現已逐步改善。

- 中國推行國企改革，令有關機構於 1995 - 2005 年間裁減了 5,000 萬個職位。
- 中國目前擁有健全的產業組合，當中包括以國企為主的大型機構，以及以民營企業為主的小型機構。
- 工業盈利佔國內生產總值的比率上升至 11%，當中有 5% 來自國企。
- 除部分能源產品外，價格由市場決定。
- 中國的銀行在過去數年均錄得盈利。
- 有能力持續經營的企業可獲取工業貸款。
- 銀行因房地產市場過熱而承受重大風險，但預料不會損害其財政狀況。
- 雖然最近開始推行勞工保障措施，但勞動市場仍具彈性。



## 結語

國內市場方面，中國具備各項理想條件，足可抵禦金融海嘯帶來的衝擊。有利國內市場的因素包括（重要性不分先後）：

- 經濟發展以國內市場為重點，並實施資金管制，因此相對較為獨立，免受環球市場影響
- 擁有龐大的外匯儲備
- 外債維持在可控制的水平
- 整體經濟的槓桿借貸比率仍處於穩健的水平
- 雖然貿易盈餘收窄，但仍錄得貿易順差
- 可動用財政盈餘來增加開支，刺激經濟
- 銀行業重組後，銀行體系更健全
- 各項改革措施提升了國企的實力、盈利和營運效率
- 企業運作靈活，盈利高企
- 人口結構有利經濟發展
- 生產力高企
- 擁有規模龐大的大陸性經濟體系和大型國內市場，可通過刺激內部消費來維持經濟增長
- 中國政府致力以務實的態度推行改革

面對全球經濟放緩，中國可把握機會提升基礎建設、斥資引進更先進的科技以提升運作效率，並提高生產業的增值能力，務求從後趕上。

目前各界普遍認為，相對於全球其他國家，中國所受到的負面影響將較為輕微。但由於經濟前景仍然未明朗，市場信心不知何時才能恢復，金融危機會否擴大也是未知之數。不過，除非全球經濟急劇惡化，否則中國抵禦是次經濟衰退的能力應勝於上兩次衰退期。

國際方面，環球金融危機有助我們進一步了解和鑑定各種配合經濟金融發展的管理模式和方案。目前並沒有放諸四海皆準的解決方案，日後的改革和發展步伐取決於每個國家的獨特情況。

亞洲各國曾於亞洲金融風暴期間推行多項不適當的措施（例如關閉銀行、沒有為銀行存款提供全面保障以恢復存戶的信心，以及大幅加息以捍衛匯率等），但現在我們知道這些措施不足以解決問題。非常時期必須採取非常手段。



金融風暴凸顯了全球經濟一體化的威力和影響，雖然各國自有獨立的規管制度和政策，但環球金融市場出現問題，須以環球方案化解。

我們必須大肆改革和強化環球金融體系，確保這體系仍可適當地和有效地應付當前的經濟及金融市場上的問題。中國作為一個經濟強國，定可在重整經濟及金融秩序的過程中扮演重要的角色。

謝謝。