



國際視野

Pierre Gave
GaveKai 亞洲區研究部主管

美通脹漸遠 經濟復增長

整整一年，市場都受到美國可能出現嚴重經濟衰退（因為銀行業尋求「減低槓桿」，以及樓價和消費下跌）及通貨膨脹加速的恐懼困擾。某程度來說，不同市場都受到這兩種恐懼打擊。例如，美國股市就首當其衝地受到經濟衰退的恐懼打擊，而亞洲市場則最受通貨膨脹加速影響。

以往，我曾在本欄指出，對通脹的恐懼是被過分誇大和渲染了，至少在經濟合作及發展組織（OECD）之內是如此。因為觀乎資產價格的嚴重貶值、貨幣供應的緩慢增長，以及貨幣的流通速度大幅下跌，是不可能產生一個不受控的通脹循環的。

當談到通脹時，基數是很重要的。在18個月前，各地的通脹都是很低的。因此，當某些產品的價格開始上升，很快就會對官方的消費物價指數（CPI）增幅產生明顯的影響。但是，我們現時已看到通脹上升了差不多一年。消費物價指數的按年增幅將會趨放緩，因為那需要通脹持續地加快，才能維持CPI的增幅在現時的水平。隨着商品價格開始轉弱，通脹加快看來是不太可能的。簡而言之，我相信在短期內，通脹預測數字就會縮小。

基數效應 通脹難呈強

當然，餘下還有經濟衰退的恐懼。近期，美國一連串經濟數據都是屬於疲弱的，包括：今年第2季的經濟增長只有1.9%（主要受華府退稅方案刺激），儘管高於第一季的0.9%，但仍低於經濟學家此前預期的2.3%，略為令人失望；去年第4季的數字則由增長0.6%修訂為負增長0.2%（這是自從2001年第4季以來，首次出現經濟收縮）；以及持續上升的失業數字等。這些數據都不會令人感到鼓舞。

企業大減存貨 反映通脹不惡

然而，由於我是無可救藥的樂觀主義者，我發覺，美國的國內生產總值（GDP）數字確實指出了一些有趣的事實：

首先，在第2季，我們可以看到，企業存貨大幅減少622億美元之多。在去年第4季和今年第1季，企業存貨已經分別減少了81億美元和102億美元之多。

若沒有其他因素影響的話，這已證實了我的看法——儘管商品價格仍然高企，通脹將不會是大問題。畢竟，在通脹時期，企業都會傾向囤積貨品，而非急於拋售存



在第2季，美國企業存貨大幅減少622億美元之多，反映美國面對的通脹壓力已大為減少，圖為正在推售的美國福特汽車。（美聯社）

貨，將之變換成現金。

其次，今年第2季的個人消費開支增長達1.5%，比第一季的1%為佳，但是，仍屬溫和的增長。我認為，美國政府今年較早時寄出的退稅支票，至少有部分被美國納稅人儲蓄起來（至少美國官方公布的儲蓄率看來亦如此）。假如真的是這樣，第3季和第4季是否還可以看到不錯的個人消費開支增長？

反對退稅的批評者認為，退稅只是將一些無可避免的東西推遲發生，但同時又令國家財政更加緊張。但是，恕我對此不能苟同。我相信，這次退稅是一個十分有效和精確的刺激經濟方法，因為那是向低收入或甚至沒有收入的人士傾斜的方案。這已經在推動個人消費開支增長，未來幾個月仍會這樣。

大部分批評退稅的人提出的 Ricardian Equivalence 理論，就和德國政府和日本政府經濟衰退時提高銷售稅的理據相差無幾。德國政府和日本政府認為，個人消費開支不會因為提高銷售稅而受影響，因為理論上，財政赤字的不會減少，將會提高納稅人未來的可支配收入。但這種預測在兩國都證實是錯誤的。

當然，最後一點（即消費的盛衰很視乎美國的汽油價格維持在每加侖4美元以下、樓價見底，以及最重要的失業不再惡化。這正是我覺得美國的就業數字持續疲弱，遠比GDP數字值得憂慮的原因（上周，美國新申領失業救濟金人數升至45.5萬，創6年來的新高；而上月失業率則上升0.2%，至5.7%，乃2004年3月以來的最高數

字）。

現在的問題是，經過連續7個月的非農業新增職位數目下跌之後，就業數字究竟會開始穩定，還是會繼續惡化？

這不是一個容易回答的問題，因為世界現時正受到兩大問題困擾（次級按揭危機和高油價）。根據大部分估計，次級按揭危機最終將造成1萬億美元的損失；而全球能源支出則由以往只相當於全球生產總值的不到3%，騰升至相當於全球生產總值的10%以上。很大程度上，我們是處於歷史上從未出現的處境。

三有利因素支撐經濟

不過，所有壞消息都不應該令我們忽略了以下幾點事實：

1. 企業存貨現時是處於十分低的水平；
2. 若按「購買力平價」（Purchasing Power Parity, PPP）計算，美元的幣值其實被過度低估（這已經對貿易平衡產生重大衝擊，因為美國的出口幾乎每個月都創新紀錄）；
3. 美國的實質利率非常低，孳息曲線又向上伸延，斜度為正數。

在這樣的背景之下，我們是否真的還要擔心經濟衰退？抑或，我們應該將注意力用於發掘投資機會（例如現時美股的價值就處於近20年的低水平）。我個人就傾向選擇後者了。