

平方根式經濟復蘇將現



國際視野
Pierre Gave
Gavkal亞洲區研究部主管

在2003年時，投資者十分喜歡在經濟復蘇之前加上一個英文字母，來形容復蘇的形狀，例如V型、L型、U型、W型等等。但以我看來，形容經濟復蘇形態的不應該用字母，而是應該用平方根的數學符號√。因為在復蘇之後的頂峰，將會比衰退之前的頂峰為高。原因如下：

1. 在2002至2007年間，經濟合作及發展組織（OECD）的大多數主要成員國（如美國、日本、法國、意大利等）的經濟增長速度，都比它們的結構增長速度為低。因此，這次經濟衰退的起點其實是有點奇怪的。

經濟衰退通常是在一段時間的資本開支過度、庫存增加、人手招聘過多，以及幾季的「過度增長」之後出現的，這就好像過度興奮之後的失落一樣。但在今次金融危機之前，經濟合作及發展組織的大多數主要成員國的經濟增長速度，都已經比它們應有的增長速度為低。過度膨脹僅出現在少數行業板塊內，例如金融業、樓市等。因此，我們是否可以期望，當經濟復蘇時，增長速度將可重新達到，甚至超過以前的平均增長速度？

庫存已跌至減無可減

2. 我的客戶大多數都會爭論說，今次的經濟衰退不單是一般的衰退那麼簡單，而是「資產負債表的衰退」，有銀行倒閉，有借貸槓桿比例過高的消費者，有處於困境中的企業等等，我們的看法略有不同。我們認為，這是「所有東西的衰退」。事實上，在近幾季，我們看到了很多過往沒有先例、伴隨在一起的崩塌，包括：全球貿易、庫存、消費、信貸、信託等等。現時，這些問題正在改善中。

全球貿易出現一些暫時復蘇的跡象，例如「波羅的海乾散貨指數」反彈（圖1）；庫存可能已跌至減無可減的水平；消費者看來亦想找些駐足點（例如新屋動工數字改善等）（圖2）。隨着被政府接管的憂慮掃除，銀行亦重新能夠吸引到私人資金，假以時日有望改善到它們的資產負債表。

3. 關於庫存方面，去年全球都在清減庫存（Inventory Liquidation），相當於接近全球GDP的1%。這在過往是甚少發生的，若發生的話，隨後一年增加的庫存，亦會相當於全球GDP的1%，除了2002年例外。

事實上，在上一經濟循環中，庫存並非減少了，可能只是由經濟合作及發展組織成員國的貨倉，轉移至中國、韓國和墨西哥等國家的貨倉。

因此，今次經濟復蘇之後，在西方國家的資產負債表上，庫存將不會大幅增加，可能主要只會在亞洲國家的資產負債表上增加。而現時，新興市場的企業亦可能會覺得，它們為庫存進行融資時，比經濟合作及發展組織的同行容易得多。（例如，可以比較一下中國的新增資



美國的新屋動工量回升，或是當地經濟見底的一個信號。（資料圖片）

款數字，以及美國的信貸增長數字。）

海嘯令倖存企業更強大

4. 最重要的是，經濟衰退是資本主義制度的一部分。而且，經濟衰退期間可以是極具創造力的時間，迫使企業想辦法節省成本、改善流程，尋找新的市場，以及變得比以往更具生產力。同時，因為經濟衰退會迫使一些企業關門離場，這令到倖存的企业有機會增加市場佔有率，以及進一步改善盈利能力（一旦整個「餅」重新增大時）。

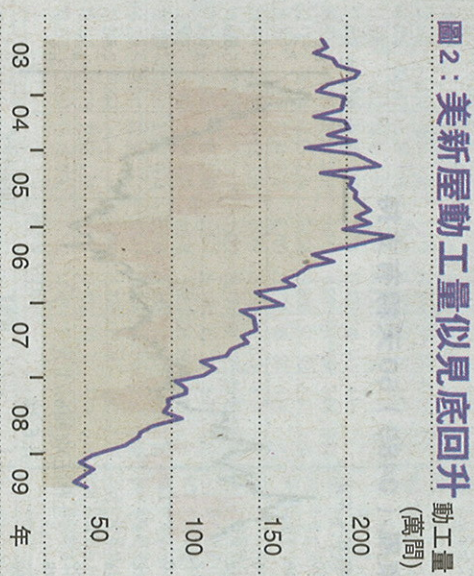
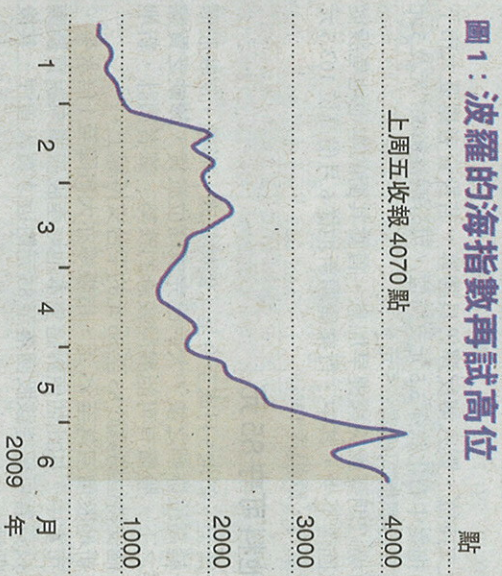
雖然美國的經濟在去年底開始出現負增長，但幅度還不像像跌落懸崖那樣。同時，下一季的按年升跌幅，相信亦會好看得多。

當然，總不能全部唱好，關於整體經濟增長方面，的確是有些東西值得憂慮，例如利率和油價都在上升中。事實上，近來股市的反彈，以及令人重新修訂全球經濟增長預測的經濟幼苗，都需要兩個因素支持：一個是低利率，另一個是則是低油價。但這兩大支柱最近都有點被侵蝕。

油價利率反彈 礙經濟復蘇

美國的按揭利率已經由低位回升了接近150點子（100點子等於1厘）。因此，已經影響到樓宇轉按數字。同時，油價則由每桶40美元以下，大幅回升至70美元以上。換句話說，過去幾個月促成股市反彈的兩股順風，現在已經變成了逆風。

當然，現時的情況仍然比早幾個月好得多。例如，信



貨市場正在正常化，「金融世界末日」看來總算可以避免了。但想像一下，一間運輸公司的生意雖然有所好轉，卻並非差天共地。然而，現在卻要應付油價急升的問題。又或者，想像一下，一間連鎖百貨公司因為近期消費者信心指數反彈，而預期夏季的生意將會有所增長。然而，消費者眼見他們的可支配收入遭上升的油價和利率蠶食掉——一個並非適合增加消費開支的環境……。

而且，當商品價格上升，製成品的價格亦會上升，進一步打擊消費意欲。換言之，若照這情況發展下去，商品將會成為自己的最大敵人。因為，若商品價格再由現時的水平上升，將會扼殺經濟復蘇，當然繼而亦會影響到商品市場本身。

美股早超買 調整不意外

由於石油、消耗品以及其他商品價格上升，加上美國消費者的資金成本上升，近期股市的反彈可能需要稍為「歇一歇」。但從我看來，這未必是壞事。一來，股市已經超買，升勢稍停一下，可以令相關股票有時間整固一下。整體來說，我在中期仍然看好股市，但若近期出現一些回軟，我不會覺得意外。

但假設現時在G20峰會之前的「刺美元眼眉行動」有些成績，應該可以令商品價格和債券等息率在未來幾個月暫停升勢。而這段時間，或許可以讓美國、日本以及經濟合作及發展組織其他成員國的經濟基調改善，得以爬出谷底。屆時，復蘇將不是呈V型、W型或L型，而是像平方根的數學符號√般！