

「七成GDP來自消費」說法不正確

美國經濟復蘇可超預期



國際視野

Pierre Gave
GaveKal亞洲區研究部主管

新年伊始，如往年的習慣一樣，全球的經濟學家都在忙碌地發表他們對未來12個月的預測。除了少數經濟學家之外，大部分經濟學家的共識都是：

- 一、環球經濟增長將會比大多數市場參與者的預期為低；
- 二、股市已走得「超前」，調整將是無可避免。

典型的理據如下：美國GDP約為全球GDP的35%，美國的GDP約有70%來自內部消費。但由於美國的家庭也需要減債和「去槓桿化」，他們的消費將會有限，因此全球經濟增長亦將有限。

但我卻對這種論據有點異議。首先，儘管很多人相信，但美國的GDP來自內部消費的比例並沒有70%那麼多！

美國GDP中的所謂「內部消費」的含義比大多數國家都要廣泛。例如，教育、保健，甚至所謂「估算租金」（即假設業主需要付給自己的租金），全都計算成「內部消費」。事實上，若只計算真正的內部消費，它佔美國GDP的百分比只是接近58%，與經濟合作及發展組織（OECD）的其他成員國相若。

除此之外，美國的消費疲弱將會令全球經濟增長疲弱，亦是另一個錯誤的論據，因為這次的經濟反彈與以往的很不相同。不錯，在過去30年，每一次全球經濟衰退，都是靠美國擴大經常帳赤字來增加消費來解決。換言之，這些經濟復蘇都是靠消費首先帶動。

企業取代消費 帶領今次復蘇

但是，這一次卻很不同，我們不能預期由消費來擔當火車頭。反而，是反璞歸真的回到供應那一端。這一次，會由企業盈利來首先帶動，而非消費。事實上，這是現代史上第一次，在經濟衰退期間，美國的生產力卻上升了。這突顯了美國的企業是如何迅速和冷酷地削減成本和人手。這即是說，美國企

業走出這次衰退，是靠企業較以往更加吝嗇成本和變得更少「贅肉」所致。

這就是為何我們的研究經常指出，在未來幾季，經濟合作及發展組織（OECD）成員國的經濟增長主要會由以下兩者帶動：

- 一、資本開支：因為現金充裕的公司會尋求進一步提升生產力和市場佔有率；
- 二、重新補充存貨：因為零售商和批發商愈來愈覺得，消費不會完全消失。

那麼，我們應該如何面對這兩個驅動因素？

企業增開支 科技股跑贏大市

一、資本開支：我們曾經說過，在未來幾季，有關科技的資本開支將極有可能令人意外地上升。儘管這還要等待美國的宏觀經濟數據或者大多數的企業盈利來顯示，市場已經在發出一些十分清晰的信號——科技行業全年都跑贏大市，而且這差別是愈來愈明顯。

例如，標準普爾的科技股分類指數近期就上升了6.4%（相對來說，標準普爾500指數就只上升了2.9%）。DRAM更是炙手可熱，其價格在過去6個月已大升了69%（單是過去3周，升幅已達10%）——對於一種典型的通縮商品來說，這是相當不尋常的。



美國本土市場對高檔消費性電子產品的需求強勁，造就了在聖誕節期間的零售額估計按年增長3.6%，而這現象並非單靠減價造成。

（彭博）

再者，我們亦留意到，韓國去年11月的經常帳盈餘超出預期的高達43億美元，這主要是因為其強勁的半導體產品出口。整體來說，我們有信心，有關科技的資本開支將會繼續增長，這可能會在未來幾個月的數據中顯示出來。

二、重新補充存貨：至今，官方的數據只顯示到企業層面最低程度的補充存貨。

根據彭博資訊最近的一篇報道，美國在聖誕節期間的零售額估計按年增長達3.6%。這並不是單靠減價造成——因為蘋果電腦亦同樣表示，其聖誕節期間的銷售額相當強勁（其股價更因此而創新高），突顯了市場對高檔消費性電子產品的強勁需求。

此外，占士金馬倫的3D立體動畫科幻電影《阿凡達》（Avatar），在12月25日至27日周末3天的破紀錄美國電影總票房（2.78億美元）中獨佔鰲頭，顯示出「悠閒消費」亦正

在復蘇。（《阿凡達》在北美上映10天，累積票房已超過2.12億美元；國外票房更超過4億美元，全球總票房超過6.2億美元！）

在現時的低庫存水平之下，這很快就會出現問題。例如，我的表兄弟最近從加拿大惠斯勒（Whistler，一個適合全家度假的地方，離溫哥華115公里）度假回來後，便有些失望和失落。

這是因為：第一，他找不到一間店舖可為他的小兒子購買一對滑雪靴；第二，只是為了給他的子女購買手套，他便行了三間店舖；第三，為了給他的子女找雪橇，他更要行了五間店舖！第四，他行了三間商店，才找到適合他尺碼的滑雪靴（他的腳板的尺碼並不罕有，只是常見的10號）。

事實上，每間店舖都告訴他，他們不敢入貨，因為擔心需求會很疲弱。但同時，上星期五，惠斯勒卻熱鬧得很，共有超過2萬人在

山上！這便可能會出現問題。畢竟，冬季奧運會距今只是5個星期，但入貨卻要兩至三個月。

庫存量低 將引發補貨潮

我認為，現時的低庫存水平並不反映通縮論者的看法。事實上，我的表兄弟失望地逛了一整天商店之後，不論那些兒童滑雪靴、雪橇和手套賣什麼價錢，他都很樂意地付錢。

這又回到我們的研究中嘗試強調的主題——現時的風險不是美國的經濟復蘇缺乏動力，而是人們誤以為美國的經濟復蘇缺乏動力。畢竟，一個比預期強勁的反彈，將會引發政府匆忙地改變政策，以免落後於經濟形勢；企業爭相補充存貨，形成價格壓力……。因此，近期美元反彈本身是絕對有意義的，正如美國國庫券轉弱一樣。