

美國經濟處十字路口

國際
視野



Pierre Gave
GaveKal 亞洲區
研究部主管

除了歐洲的持續萎靡不振之外，投資者亦要準備應付美國經濟前景的不確定性正在上升。在未來幾個星期，這種不確定性尤為顯著。因為由8月至10月是金融業的「暴風季節」，大多數金融事件都在這個時段爆發。

在未來幾個星期，美國經濟不是重新加速增長和創造就業，就是重新陷入衰退。根據歷史經驗，市場上那種中間落墨的共識預測——美國好像日本那樣經濟長期停滯不前，每年的GDP增長只有1%至2%，失業率則在9%上下，出現的機會比較低。較大可能的，是正面得多或者負面得多的結果。

自從1947年以來，美國的GDP增長持續維持在1%至2%之間的時間，從來沒有超過兩季。美國的GDP增長一旦跌至2%以下，往往就會陷入經濟衰退。

過往GDP增長每跌至2%下 必陷衰退

因此，若按照這經驗來看，美國必將陷入經濟衰退。因為今年第1季和第2季美國的GDP增長分別只有0.4%和1.3%；而以已經公布的數據來估計，美國第3季的GDP增長亦會明顯低於2%。

當然，歷史不一定會重複，美國有可能開始像日本或歐洲般，經濟增長連年維持1%至2%之間。畢竟，美國的建築業已倒退了許多，不致於再大幅下跌。企業的資產負債表更趨為強勁，沒有盈利倒退的跡象（企業盈利倒退通常會在經濟衰退之前出現）。在低利率之下，消費者也很少有無法償還利息的問題。

但是，卻有其他有說服力的原因，令人相信這一次也不會例外——在未來幾個月內，美國經濟不是加速增長，就是重新陷入嚴重衰退。

美國和歐洲、日本的一個關鍵分別是，其社會安全網沒有歐、日那麼強大，當經濟停止增長時，就不足以維持國民的收入和消費力。

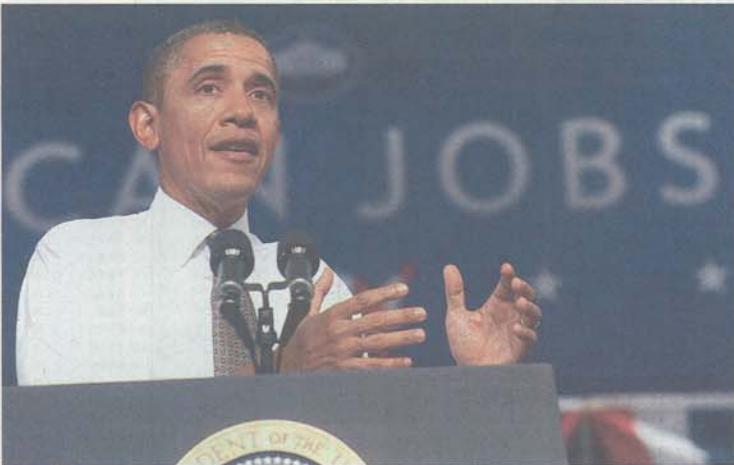
在法國和西班牙等國家，國民可以長期忍受9%或10%的失業率，是因為失業的工人可以維持大部分的收入（透過社會保障制度），很少會因此而造成家庭問題。

在日本，經濟近乎零增長亦沒有引致失業率大幅上升，因為僱主接受盈利和生產力下跌，也不隨便裁員。

失業率高企 美承受巨大壓力

但對美國來說，現時的9.1%失業率造成的社會和經濟壓力可要大得多。美國看來甚至不能忍受失業率再小幅度上升，例如上升至9.3%，而不陷入經濟衰退。事實上，每當美國出現失業率按月上升超過0.5個百分點，隨後就會出現經濟衰退。

若經濟衰退在未來1年內出現，很難想像它會是



美國上周五公布的職位增長數據強勁得令人意外，但市場維持偏淡的經濟預測。圖為美國總統奧巴馬。
(資料圖片)

沒有痛苦的。儘管美國的GDP這次不會像2008年至2009年間那樣下跌5%那麼多，明年的經濟衰退卻會更加痛苦。

美國失業率現時已經在9%左右，屆時將會上升至前所未有的11%。（在美國歷次經濟衰退中，失業率至少都會上升2個百分點。在二次大戰之後，美國的最高失業率是10.8%。）在選舉年，保護主義差不多將是無可避免的。

現時美國的失業率還只是9.1%，共和黨總統候選人中最溫和的羅姆尼（Mitt Romney）（前馬薩諸塞州州長），亦正在主張對中國入口貨品額外徵收20%的關稅。

油價回落 職位增長或有驚喜

美國聯邦政府的財政赤字已連續3年超過1萬億美元，2009財政年度的赤字高達1.41萬億美元，2010財政年度的赤字亦達到1.29萬億美元，2011財政年度的赤字亦達到1.3萬億美元。美國若重新陷入經濟衰退，在可預見的將來，財政赤字可能會上升至2萬億美元。

抑鬱、沮喪的情緒甚至會快速蔓延至美國以外。因此，即使美國明年只是出現輕微的經濟衰退，在財政上和政治上，都可以引致災難性的後果。

這樣的災難是否真會發生？美國到底會重新陷入經濟衰退，還是會回到像樣的職位增長？幸運地，在未來幾個星期，有可能出現上升的驚喜。畢竟，自去年以來，私營企業的非農業職位都穩定增長。在今年的2月至4月，每個月都增加超過20萬個。

只是在5月間，職位增長才突然大幅減少。其原因很簡單，當時開始爆發稱為「阿拉伯之春」（Arab Spring）的民主運動，由突尼斯開始，席捲多個中東國家，因而令油價上升。幸好，油價現時已轉頭回落。加上美國在上周五公布，9月份的非農業新增職位達10.3萬個，也有助維持審慎樂觀的情緒。

另一個支持樂觀的理由，是每月新增職位數目很難準確統計。以統計學的觀點來說，8月份嚇怕市場的零增長（現已修訂為增長5.7萬個），實際卻可能反映非農業職位最多增加7.5萬個，或者最多

減少7.5萬個。

當然，這種難以準確統計和推測的特性，亦意味着上周五公布的非農業職位在9月份增長10.3萬個，亦不宜盡信。

若要令市場對美國經濟反彈充滿信心，就需要連續兩個月，甚至三個月，每個月的非農業職位都增長15萬個至20萬個。

市場偏淡 入市要小心

因此，即使美國上周五公布的職位增長數據強勁得令人意外，市場卻仍然維持看淡經濟，也是可以理解的。要將現時這種視為看淡經濟的看法扭轉過來，一就是由現在至11月份的數據都出現顯著的改善，不然就是風險資產出現進一步拋售（那就變成極度看淡）。

直至目前為止，我還未看到股票投資者或商品投資者出現要錢不要貨，儘管第3季的回報欠佳，以及市場共識都是對經濟前景看得偏淡。就美國和環球經濟面對的風險而言，有人可能會認為，風險資產應該要比現在便宜得多。

我則會敦促大家入市要小心，直至看到美國至少連續兩個月出現像樣的職位增長，又或者市場已經出現了拋售潮。