



(法新社圖片)

■五一勞動節上，市民扮成奧巴馬模樣表達訴求，希望該名黑人總統改善就業情況。

衰退當頭 未雨綢繆



> 跳出思維定式 > John Mauldin

投資顧問公司 A Gary Shilling & Co. 總裁希林 (Gary Shilling) 的經濟分析向來精細入微，最令筆者讚賞；今期推介的文章也不例外，其中剖析跨度之大，由美國消費開支、失業率、聯儲局對策、企業削減成本與生產力、房產危機與家庭債務、州政府及地方政府財政，以至美國出口亦有觸及，對所有相關議題的探索可說無孔不入；有關今年經濟展望所下結論不但理據充分，更令人耳目一新。

以下文章摘自希林主編的通訊《洞察力》(INSIGHT) 2012年4月號。

聯儲局主席貝南奇在今年3月26日向企業經濟師演講，其中內容圍繞當前表現疲弱的美國就業市場；他表示假若失業率進一步下降，就有必要「借助寬鬆貨幣政策的持續推行，藉以迅速擴大企業生產和消費需求」。貝南奇的發言實無異於暗示美國經濟也許會在隨後數季陷入極度疲弱狀態，以致聯儲局必須以大手購入國庫券和按揭抵押證券方式，實行新一輪量寬。

貝南奇此言一出，股市隨即應聲上揚，直如狗急跳牆。聯儲局介入令銀行業儲備額進一步攀升，但投資者自不能指望這會產生任何乘數效應。【圖1】顯示首二輪量化寬鬆導致成員銀行儲備一再累積，以致現時已超過規定儲備水平約1.5萬億美元之多。

為求印證早前指美國經濟將於今年表現疲弱甚至出現輕微衰退的預測，不妨參照實質數據加以仔細分析。

首次中領失業救濟人數下跌，不過反映裁員潮有所減退；實際上增聘人數的上升步伐仍遠遠落後於職位空缺數字。至於約佔新增職位半數的小型企業，在整體就業市場所面對的上述趨勢下，自然亦難幸免。今年2月，雖然新增職位較去年增加17%，但有意在三個月內增聘人手的小型企業數目只較去年微升4%。

貝南奇以為失業高企純屬周期性問題，自能以經濟增長化解；我們對此卻不敢苟同，更認為其中以結構性成分居多。經濟復蘇至今，大學畢業生就業率已上升5.8%。不過，連中學也未畢業而多無一技之長的就業人數卻於同期下跌3.9%。

反常現象成謎

雖然美國失業率仍然偏高，但自從去年8月一度高見9.1%以來，已在今年1月及2月大幅降至8.3%，再於今年3月降至8.2%。失業率顯著回落與經濟增長步伐持續呆滯並不一致，貝南奇把這個反常現象稱之為「不易猜透之謎」。我們估計美國失業率將從2012年2月的8.3%，進一步在2013年2月升至9.3%，並在2014年2月高見10.4%。任何美國政府，不論政治立場屬左、中或右，都不能長期對失業率高企坐視不理。因此，美國政府必將為勢所逼，設法創造就業，影響所

及，總值高達1萬億美元以上的聯邦赤字將持續不減。

美國企業在2009年中開始復蘇，進展一直緩慢。勞工成本是大部分企業的最大筆開支，而且也是企業最有把握控制的一類開支。企業於是在2009年至2011年間大規模裁員，以致生產力在2009年至2010年間高速增長【圖2】。由於僱傭成本按年增幅持續偏低，一直維持在2%左右，生產力增長令單位勞工成本逐漸下降。企業削支行動收效顯著，加上期間金融業盈利恢復增長，企業利潤佔全國入息比例更於2011年末季臻於歷史新高水平【圖3】。圖中所見，企業利潤與勞工薪酬佔全國入息比例彼此成反比，尤其值得注意。

上述趨勢無疑將持續下去，美國製造業不斷增長，但勞工市場卻無法從中受惠。財經研究中心GaveKal友好指出，環球製造業經營條件差距正逐漸收窄。在中國及其他新興市場勞工成本日增的同時，美國生產自動化則減少對增聘人手的需求。

僱員人均工資升勢只屬寸進，實質上更有所下跌。因此，新增職位仍是家庭實質稅後入息有望增長的關鍵因素。今年2月，美國家庭實質稅後入息較去年同期僅微升0.3%。歸根到底，美國打工一族將如何支配入息？是增加開支以刺激消費需求，助企業增進盈利並創造就業，從而產生良性互動？還是增加儲蓄以重建資產，減低債務，並量入為出【圖4】？

消費模式有變

另一方面，美國近期出現的一種現象雖無補於美國家庭的申報入息，卻有助於提高按揭拖欠或斷供（但依然可以免租方式居於有關物業）業主的購買力。不少這類「技術性」業主其實已變為租客，更可在物業升值時套現；實際上在所持物業上所費無幾，甚至將裝修貸款併入首次按揭貸款中，以致貸款總額超過物業價值。

若將油價趨升、業主得以免租方式居於所持物業，以及其他相關因素計算在內，美國消費開支在儲蓄率下降的同時卻持續上升【圖5】。家庭債務（包括按揭、學生貸款、汽車供款、信用卡貸款）佔可支配個人入息比例則已見下跌【圖6】，但根據我們對不完整數據的

分析，其中主要由按揭呆壞賬撇銷所致。

出乎我意料之外，美國消費者近期並未有被迫以增加儲蓄、減低債務方式重建財富，反而更反其道而行。我所以認為美國勢將形成一股儲蓄潮流，所持理據在於股票投資態度上的改變。上世紀80及90年代曾有不少散戶投資者迷信股票只升不跌的神話，以為毋須將部分收入撥作儲蓄，單憑投資股市就可以支付子女上大學的費用、提早退休，甚至有餘錢搭乘豪華郵輪環遊世界。但股市2000年至今一直大起大跌，令這種想法幻滅。

二戰後新生代一向不擅理財，亦往往未能為退休生活作好準備，其中不少事業如日中天，亦已毋須支付子女教育費，自然有足夠條件增加儲蓄。在就業市道不景壓力下，仍有就業者為防失業，只得積穀防飢。我們認為美國家庭儲蓄率自上世紀80年代以來歷經25年跌勢之後，將至少回復至當年的12%水平。至於債務佔可支配個人入息比例，則會重返65%的常規水平。

宏觀指標看淡

州政府及地方政府開支以往是美國GDP的穩定成分，一直以大約12%的比率緊隨消費開支之後，在美國GDP成分中穩佔第二位，不過一向並未受人注視。但自從「大衰退」引致州政府收入及銷售稅收銳減、而房地產估值大跌之後，地方政府收益至今依然受壓。資本開支對美國經濟作用仍然有限。非住宅建築及其他房地產項目均飽受「大衰退」打擊，供應量充足之餘，一般商用房地產售價仍遠低於2007年的高峰期，整體表現依然疲弱，其中只有出租住宅單位與醫療辦公大樓兩類屬於例外。

美國消費者在2008年下半年開始削減支出，減少購物，其中包括各類進口商品及服務，以致美國進口跌幅較出口為大【圖7】。但及後由於出口增幅追不上進口，兩者間差距愈加拉闊。美國消費者恢復削減開支的趨勢將導致進口表現偏軟，但歐洲嚴重衰退與中國經濟硬著陸在即，將使美國出口增長受壓。

雖然直至不久之前，投資者對美國股市的亢奮程度一直不減，但我認為在美國消費者削減開支影響下，美

國經濟將於今年稍後呈現疲態，箇中經濟指標包括以下幾方面。

美國GDP雖在近幾季持續增長，但將最終銷售數字扣除存貨投資後，結果卻不一樣。以去年第四季為例，存貨增長佔GDP升幅六成，但最終卻可能無人問津，可見未來難免會出現產量下調的情況。

實際上，美國經濟早應步入衰退。我們認為美國經濟在2000年進入長周期內的跌勢階段，至於尚餘五至七年的去槓桿化年代則是跌勢階段的一部分，特點是經濟增長疲弱及衰退頻仍期。按照歷史規律，商業周期內的跌勢階段平均為期3.7年。美國經濟在2007年第四季臻於頂峰已是4.25年以前的事，所以現周期可說歷時特長。

如非我們估計失誤，就是投資者罔顧現實，現時高風險交易正備受投資者追捧。股票一直大行其道，公用股之類防守性兼高息產品反而飽受冷落。國庫券孳息近期更大幅飆升，隨着投資者對高風險證券趨之若鶩，國庫債券價格已顯著滑落。

今時今日，我們當然深明iPhone在文明時代，地位無可替代的道理。但當單一隻股票的市值已足與零售業整體等量齊觀之際【圖8】，一股投機風氣是否已經隱然成形？

作者為著名投資分析專家，其前沿思考（Thoughts from the Frontline）是目前全球發布範圍最廣的投資通訊，擁有過百萬讀者。

John Mauldin擁有極強洞察能力、擅長解構複雜的金融現象，每周對華爾街、全球金融市場和經濟歷史提出精闢見解，極具參考價值。

《信報》為大中華區唯一刊載John Mauldin投資通訊的中文媒體，內容由《信報》翻譯，「前沿思考」及「跳出思維定式」分別於每周、周四在《信報》（精華版）及信報網站www.hkej.com（全文）刊出。

圖1 美國存管機構規定儲備及總儲備額



圖2 美國非農業生產力每小時產值變化



圖3 企業盈利及僱員薪酬佔全國入息百分比

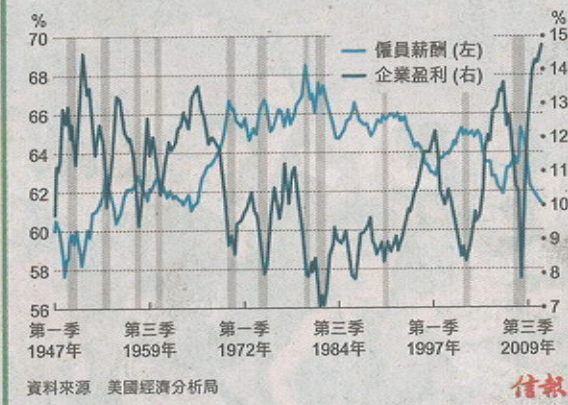


圖4 美國個人消費及可支配個人入息對比

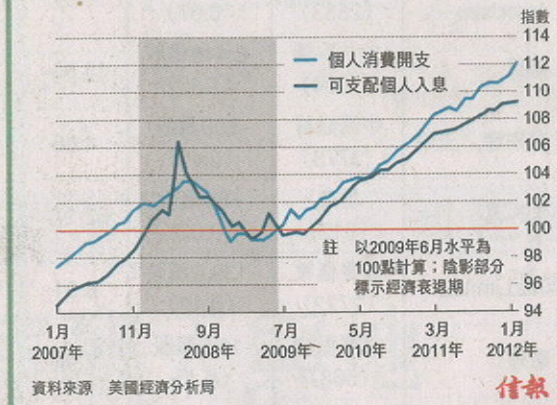


圖5 美國個人消費及儲蓄率對比

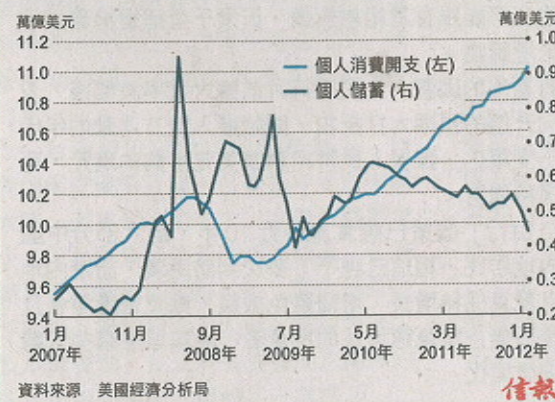


圖6 家庭債務佔可支配個人入息比例

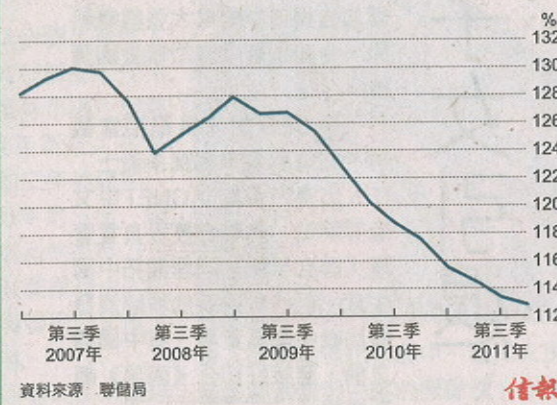


圖7 美國進出口走勢



圖8 蘋果及美國零售業市值對比

