

經濟陷雙底衰退 英國再推量寬幾成定局

國際
視野



Pierre Gave
GaveKal 亞洲區
研究部主管

上個月，英國出乎市場預期地，成為「經濟合作與發展組織」（OECD）主要成員國中，首個陷入雙底衰退的國家。很多投資者和卡梅倫政府似乎不顧一切地相信，連續兩季的GDP（國內生產總值）負增長（圖1），只是偶然的統計偏差，但事實上，在倫敦的流行觀點是，這次經濟衰退將被證明是統計幻覺，我的看法卻不是這樣。

樂觀主義者指出，英國第一季GDP下跌，幾乎完全是由於建造工程輸出大跌。這並沒有反映在私營的建造業報告內。之前的商業情緒調查都指出，英國的GDP會溫和反彈，最新的失業率和零售銷售數據已顯示出改善的跡象。

連續兩季負增長 GDP響警號

因此，人們普遍預計，英國GDP下跌，很快就會被修訂過來。英國經濟將會繼續「沿着谷底顛簸橫行」，而不是陷入更深的衰退。但這些期望可能並不現實，原因有5個：

- (1) 建築活動的下降，完全是由於一個非常現實的原因——來自公營機構的投資大跌25%，這是不會那麼快就能逆轉的；
- (2) 最近的每月製造業數據也非常疲弱，證明了業界調查的情緒是過分樂觀；
- (3) 服務輸出在第一季上升0.1%的估計，也非常令人失望，因為所有的增長均來自政府，而來自私營企業的則下跌；
- (4) 上一季的GDP數字，不但會像樂觀人士想像般將會被調高，可能最終還要再下調；
- (5) 最重要的是，第二季的GDP數據，可能甚至比第一季更疲弱。因為卡梅倫政府的財政緊縮方案的核



卡梅倫（圖）政府似乎不顧一切地相信，連續兩季的GDP負增長，只是偶然的統計偏差。（資料圖片）

心——大幅度削減社會福利和公共開支，是今個月才開始生效。

雪上加霜的是，因為慶祝英女皇登基60周年而頒布的4天公眾假期，可能會令英國經濟在6月初停頓了大部分，令第二季的GDP數字進一步被拉低，比去年威廉王子結婚還要厲害。

歐債危機惡化 料英鎊跌勢持續

簡而言之，我的看法是，英國經濟是疲弱的，而且還愈來愈弱。英倫銀行很快就會推出新一輪的量化寬鬆措施（QE），在雷曼兄弟倒閉之後幾乎已收復所有跌幅的英鎊，將會再次貶值，成為世界上最弱的貨幣之一。可是，直至今日為止，市場還不認同我的恐懼。

事實上，投資者非常傾向於給予英國「疑點得益」（Benefit of Doubt）。也許這是因為，大部分人都支持2010年6月當選上台的保守黨和自由黨聯合政府的政策。

但上周，英鎊大幅下跌（圖2），樂觀的有色眼鏡都跌個遍地開花。這是因為，通貨膨脹數字比預期低得多，加上國際貨幣基金組織（IMF）對英國的年度報告，明確要求額外的量化寬鬆措施，以及進一步的削減政策利率（已經處於0.5厘的谷底，英倫銀行認

圖1：英國連續兩季GDP負增長



圖2：英鎊匯價走勢疲弱



為已經不能再低）。

隨着上周的大跌，英鎊已跌破自3月初的支持位，自從第一季的慘淡GDP數據發表之後，開始的跌勢還可能會加速。直至今日為止，在不到1個月的時間內，英鎊已由1英鎊兌1.6250美元，跌至1英鎊兌1.5750美元。

如果我們對英國的經濟和政治前景的評估是正確的，英鎊的跌幅還陸續有來。比英鎊兌美元下跌更甚的是，英鎊兌體弱多病的歐元近期也在下跌！其中一種解釋是，當歐洲的危機每況愈下，投資者可能會意識到，以英鎊作為歐元的對沖，效果是不及美元。以往的歷史表明，英鎊兌美元和歐元兌美元，是在同一個方向移動。

因此，在歐元疲弱的時期，購買英鎊其實還不及一直簡單地購買美元。這是不足為奇的。因為英國的經濟非常依賴歐元區，不論是在貿易還是金融方面。英國銀行可能很少對希臘提供貸款，但它們對法國、德國、西班牙提供貸款便多得多。

對看漲英鎊者來說，最糟糕的是，現在同時處於雙底衰退的英國和地中海南歐國家（即希臘、西班牙、葡萄牙、意大利）在貨幣政策上有關鍵的區別——英國可以自由發行貨幣和貶值；後者身為歐元區國家，卻沒有這麼自由。

換句話說，當債務陷阱或通縮威脅太嚴重時，英國可以犧牲貨幣投資者的利益來保護自己。這看來正是卡梅倫政府和英倫銀行現在心目中的解決方案。

4月CPI回落 消除啟動量寬障礙

事實上，英倫銀行行長 Mervyn King 上周就強烈暗示，準備推出更多量化寬鬆措施，以及對英鎊在歐元危機中表現的強勢感到不安。同時，在最近舉行的八國集團會議中，卡梅倫亦明確主張，財政緊縮政策對宏觀經濟的主要理據，是為央行推出更具擴張性的貨幣政策鋪平道路。

令人驚訝的是，直至上周，很多投資者仍然拒絕相信，英國可能會推出更多量化寬鬆措施以及將英鎊貶值。他們以為，英國的通貨膨脹率持續高於其2%的目標，所以英國印銀紙的可能性就可以排除。

事實上，英國政府或英倫銀行內部從來沒有很認真地看待通貨膨脹率這個障礙。而且，隨着英國公布，4月份的消費物價指數（CPI）回落到3%，這個障礙亦消失了。這是2010年2月以來，通貨膨脹率首次回到英國官方的通貨膨脹目標制度設想的1%誤差上限以內。這意味着，對於重新啟動量化寬鬆政策，英倫銀行不用再擔心——最快可能會在6月7日的下一次政策會議上，就會有所決定。