

踏入8月下旬，雖然歐洲大部分地區仍正處於度假狀態，但經濟活動卻須如常運作，未可稍有停頓。待悠長暑假結束，歐洲國民收拾心情，重返工作崗位之後，當會發



以下文章作者為總部設於香港的財經研究中心 GaveKal 創辦人加夫。

歷經2007年經濟恐慌洗禮之後，西方世界現時又已陷入「經濟大衰退」的地步。事實上，自雷曼兄弟公司破產開始，隨後五年以來，西方經濟潮起潮落，期間已進出多番界線清晰的周期。

隨後，歐洲經濟再遭遇到連串「第二波」衰退打擊，經濟收縮現象由希臘、愛爾蘭、葡萄牙等周邊國逐步擴散，延至意大利、西班牙，法國亦受到牽連；強如德國這一歐洲工業重鎮，其經濟在收縮波及下同樣受到衝擊。如此情勢繼續下去的話，以為有歐洲第一經濟大國作為後盾，區內經濟將可履險如夷的願望就會落空。因此，一心以歐洲市場為目標的投資者，最關心的問題自然是：德國經濟是否亦難免捲進衰退漩渦？假使答案是無可避免，對早已脆弱不堪的歐洲經濟，整體上又將有何影響？

資本開支放緩

要解答上述關鍵問題，不妨先對何謂經濟衰退作出扼要的定義。簡而言之，所謂經濟衰退，可理解為工業產值（經順滑化）與GDP同時錄得按年跌幅。按此定義，自1993年起，德國曾先後經歷四次經濟衰退，而

現一切仍將照舊，整體經濟非但未見起色，甚至更有惡化之虞。德國經濟是否已由盛轉衰，更不免啟人疑竇。據GaveKal財經研究中心加夫（Charles Gave）的分析，假若衰退輕微，德國或將能安然度過。不過，區內其他仰賴德國消費需求的國家，卻勢將面臨日形嚴峻的財經困境。

每次在陷入衰退前12個月內，IFO商業景氣指數都曾下跌6點或以上；每次進入經濟衰退前的過渡期約為六個月。由此可得出以下兩個結論：

一、德國或已開始步入經濟衰退，因為德國工業產值已錄得按年跌幅，而該國最近錄得的GDP年率化增幅，則在1%水平左右徘徊【圖1】。

二、由於IFO商業景氣指數看來日趨下降，現時跌幅已超過5點水平，德國衰退程度或已相當嚴重。總而言之，鑑於德國經濟在今年春季的復蘇之勢至今已消失殆盡，德國經濟活動大概將於今後六個月內出現萎縮，以致該國GDP或將於今年末季出現負增長。因此，預期德國經濟將陷於衰退。

此外，本中心所選用的三大指標（德國IFO商業景氣指數、經濟合作與發展組織〔OECD〕德國領先指標、GaveKal經濟敏感物價指標）均同告下調。雖然GaveKal經濟敏感物價的指標作用領先其他兩項指標約兩個月，但發出「誤鳴」的次數也較多，因此還需其他數據加以佐證。

因此，本文仍將沿用較為普遍而可靠的IFO商業景氣指數為參考指標【圖2】。

既已確定德國經濟漸趨疲弱，下一步就可對德國各經濟環節所受影響加以逐一分析。

在競爭異常激烈的機床與資本設



■種種迹象顯示，德國經濟有衰退之虞，無論是出口抑或進口數據都勢將下跌；圖為該國巴士廠員工不滿資方拒絕加薪6.5%而發動示威。（路透圖片）

備市場，德國一向佔有舉足輕重的地位。雖然在市場競爭形勢下，業內備受不斷推陳出新和現代化的壓力，但除於1999年一反常態以外，根據IFO指數中有關數據，行業發展周期仍大致可算有迹可尋。因此，總資本形成預料即將會把GDP增幅拖低【圖3】。

出口淨值趨跌

在整體經濟已陷入衰退的歐羅區，德國出口可謂獨領風騷。據以往同類情況，一旦衰退之勢在歐洲蔓延，德國出口（以固定價格計算）將會出現年率化跌幅（1993年與2003年屬顯著例外）。據當前數據顯示，德國出口與IFO指數關係尤其密切，可見該國出口應即將錄得年率化跌幅【圖4】。

為求一窺全豹，外貿表現分析還須顧及進口表現。眾所周知，德國一向享有巨額外貿盈餘，而該國進出口增長率一直大致相若【圖5】。由此

可以推斷經濟萎縮應會導致德國進口相應下跌，而該國出口淨值則維持不變。不過，問題是由於進口參照基線較低，進口減少亦難以完全抵銷出口跌幅。因此亦可以斷言，德國外貿在GDP中所佔比例定將在今年餘下季度呈現負數。

消費難望增長

鑑於德國政府開支充其量也只能勉強維持不變，德國經濟增長惟有寄望於本土消費。可惜在工業界大吹淡風的環境中，實難望精打細算的德國消費者會大破慳囊。

事實上，德國人的消費模式向來與經濟周期同步，總會在逆境中節衣縮食，直至經濟顯著復蘇，才會恢復正常消費模式【圖6】。

綜觀各方情況，德國在資本開支及出口淨值方面均有可能呈現跌勢，而在政府開支及私人消費方面則有望維持平穩。因此，據以上分析結果顯示，德國經濟最有可能出

現輕微衰退。

雖然歐洲第一經濟大國對輕微衰退應能應付裕如，但歐洲整體經濟卻勢將深受影響。貨幣匯率得以維持穩定，是意大利和法國等歐洲國家能在近15年來免受經濟蕭條威脅的主要原因；否則在自身經濟根基薄弱的形勢下，區內各國早已面臨經濟蕭條的困境。

不過，德國進口放緩，亦定將引致法國及意大利出口下跌；這將令寄望借助強勢德國扶助南歐經濟恢復增長之輩大失所望。毋庸諱言，德國經濟衰退將於短期內拖慢歐洲整體經濟增長。

由於法國及意大利經濟競爭力遠不及德國【圖7】，德國消費意欲減弱對兩國出口打擊將尤為嚴重。面對衰退席捲歐洲的形勢，低效而弱勢的生產國自然首當其衝，先受其害。

一、假使奇跡出現，歐羅區對當前經濟困境應對有方；法國、西

班牙、意大利從供應方面入手落實對策；而德國經濟所面臨的衰退程度尚算輕微。鑑於歐羅區資產估值普遍偏低，實不失為值得投資的選擇。

二、奇跡最終無法落實，在西班牙與意大利已無所遁形的債務陷阱更在法國出現。不久將來，歐洲南部各國經濟勢將紛紛落入「次級蕭條」（secondary depression）境地。職是之故，德國經濟嚴重下滑之勢難免大為加劇【圖8】，而由此衍生的連串後果，則或將引致歐羅區終告解體。

在前景不明的形勢下，目前大舉買入歐羅區資產未免造次。但話說回來，一旦泛歐經濟基本因素漸見改善，鑑於泛歐產品估值吸引，到時將是入市良機。因此，IFO指數應可用作衡量重返德國股市時機的可靠指標。至於應何時投入法國或德國股市，則應以IFO指數較三個月前上揚為準，如【圖9】中非陰影部分所示。

目前，德國IFO指數每三個月變化比率以及GaveKal增長指標均呈負數。因此，為免操之過急而後悔莫及，除非物色到出口表現跑贏大市的公司作為投資目標，否則投資者應暫時避免沾手歐羅區股市。

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擁有一極強洞察能力，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」分別於每周一、周四在《信報》（精華版）及信報網站www.hkej.com（全文）刊出。

圖1 IFO商業景氣指數反映德國經濟

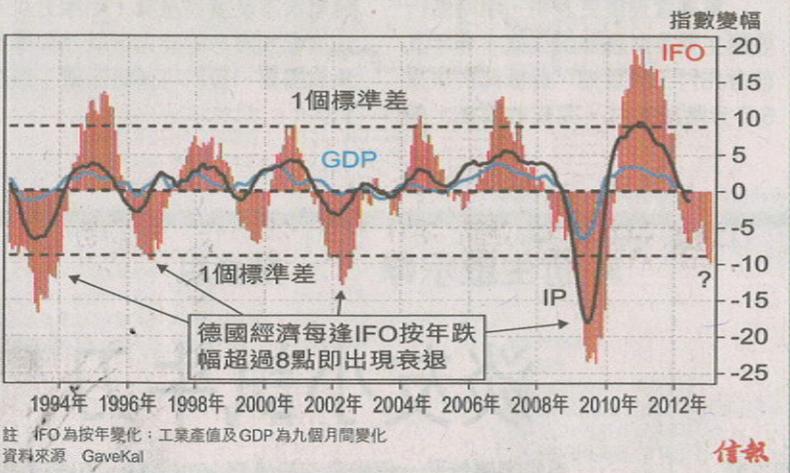


圖2 德國三大增長指數



圖3 IFO指數與總資本形成對照



圖4 IFO指數與德國出口對照

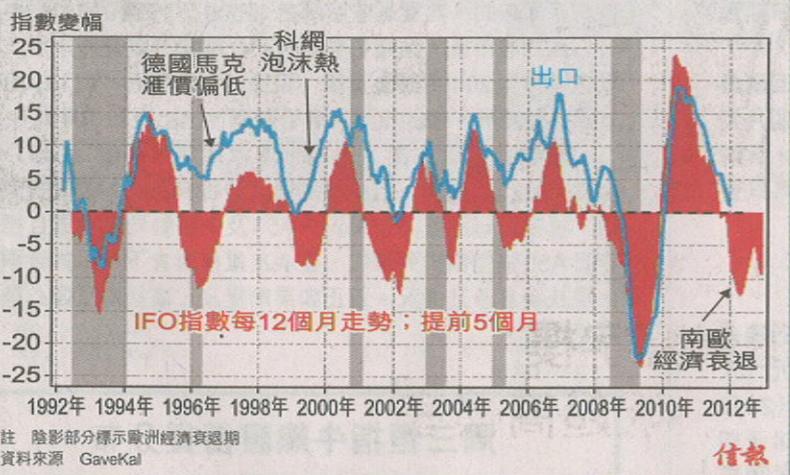


圖5 德國外貿變化



圖6 德國消費指數與歷年經濟衰退



圖7 德國進口與法國出口對照



圖8 法國經常帳及相對勞工成本

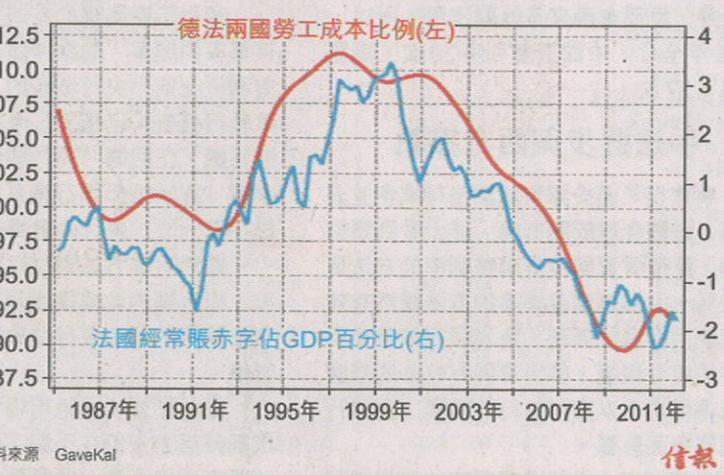


圖9 德國IFO與法德兩國股本對比

