

美國經濟是喜是悲？

國際
視野

Pierre Gave
GaveKal 亞洲區
研究部主管

因為財政懸崖問題懸而未決，市場對美國經濟數據的預期曾一度看淡。但是，美國近兩周公布的經濟數據就像開動了火車頭那樣，不論是住房、就業、工業生產和零售銷售，數據都相當強勁；令那些預測數字特別顯得不合理地低。

像許多分析師的預測那樣，在美國大選之後，消費者和企業的信心指數有些回落。不過，全美獨立企業聯盟（NFIB）的調查卻顯示，小型企業信心指數在去年11月份的跌幅，比起雷曼兄弟公司破產那個月（2008年9月）的跌幅還要大，現在則已回升至2008年秋天的水平。

根據美國道富銀行（State Street）的投資者信心指數，投資者的情緒顯然亦遭受了巨大的打擊，美國資產管理公司的風險承受能力在去年11月下跌至有紀錄以來的最低水平，在12月亦幾乎沒有反彈，令2012年底時的數字還要遠低於2008年的低點。即使是密歇根的消費者信心指數，去年11月的跌幅，亦差不多好像2008年的那麼大。

然而，企業、投資者和消費者的實際行為，卻截然不同，更多的大選後表現出樂觀情緒，而非這些調查顯示的恐慌。那麼，究竟什麼才是真正發生的，那些因素將會決定美國未來一年的經濟復蘇力度？

樓市復蘇貸款趨增 樂觀原因

筆者認為，有3個樂觀的原因和4個悲觀的因素。好消息是美國住宅樓市復蘇、銀行貸款額逐漸上升，以及政府財政和就業數據的好轉，特別是在州政府和地方政府方面。後者是一個潛在的強大因素。

雖然自2010年以來，美國國內生產總值（GDP）的年均增長率只有令人失望的2.2%，但只要政府拖後

腿的因素沒有了，這一數字可以上升至3.1%。有迹象顯示，逆風快將消失。據穆迪估計，美國州政府和地方政府的職位今年將會增長22萬個，扭轉自2009年以來減少了50萬個職位的走勢。

當然，美國公務員數目回升，亦為我們帶來了一個壞消息。也許是長期存在的最大問題，以及深層次的結構性問題：美國的公務員數目回復增長，加上實質利率為負數，長遠來說，可能意味着，美國的生產力正平穩地下跌。

公務員回升 反映地方財政改善

即使生產力的發展趨勢需要好幾年時間才能看得清楚，市場暫時忽略這個結構性問題，在未來幾星期或幾個月，仍然有三個迫切的政治問題籠罩着：

首先，是美國兩黨在財政懸崖交易中達成協議的上調工資稅（Payroll Tax）問題。由於這項加稅措施將於3月實施，對消費意欲造成打擊，市場上很多估計認為，這將會令美國的GDP增長被拖低大約1.5%。美國國會一個主張控制聯邦預算的委員會採用的計算方法則顯示，美國的GDP增長只會被拖低1.3%。

若消費意欲沒有被打擊，純粹只計算增加工資稅的影響，美國的GDP增長則只會被拖低大約0.7%。但即使是這個最低的估計數字，仍不可小覷，因為自2010年以來，美國的GDP年均增長率只是2.2%而已。

因此，很多分析員已經下定結論，2013年的美國經濟增長，將會比2012年更低。但這樣的推斷幾乎肯定是錯誤的，因為它忽略了，過去兩年，美國的經濟增長就已經被財政問題拖累了。

共和黨最終也會同意押後數年削開支

根據國際貨幣基金組織（IMF）的計算，受美國政府的財政問題拖累，美國2011年和2012年的GDP增長每年都被拖低了1.3個百分點（以經過周期性調整的基本赤字計算）。若以相同的基礎計算，並包括上調工資稅的影響，美國今年的GDP增長將會被拖低

1.4%，與前年和去年相差無幾。由此看來，財政逆風對美國今年的經濟增長的影響，並不會顯著大於2011年和2012年。至少目前還沒有這種迹象。

第二個威脅到美國經濟復蘇的政治問題是，美國兩黨下個月就國債上限和政府預算的鬥爭，可能會導致進一步大幅削減政府開支或者加稅。畢竟，美國共和黨現正要求，每增加1美元的國債上限，就要相應的削減1美元的政府開支（以未來10年累積計算）。

如果真的進行這麼大規模的削減開支，並在2013年開始實行，這對美國經濟復蘇的確會構成重大的障礙。但是，出現這種情況的可能性，是微乎其微。

這不單是因為國債上限之爭正朝着有利於奧巴馬的方向發展。同樣重要的是，共和黨人自己亦喜歡將主要的削減開支推遲到未來10年的後5年才執行。這是為了避免年長選民的社會保障或醫療保險即時被削減，而被激怒。

最後一個威脅經濟復蘇的政治問題——若不能就國債上限達成協議，美國國會將會令美國政府暫時關閉，或者出現債務違約事件。根據以往的經驗，若真的出現這樣的危機，也不會持續超過一兩天。

兩黨財政爭拗 料鬥到最後一分鐘

不過，這亦有可能導致金融市場大亂，以及消費者信心和商業投資崩潰。但正因為這個原因，不論是美國總統奧巴馬，還是共和黨的領袖，都不會願意為美國政府關閉或債務違約事件負責。但這樣的危機仍然是有可能發生的——若他們覺得，能夠將責任推在對方身上的話。這種遊戲可以很容易的引致災難性的錯誤判斷。這樣的誤判，正是現時美國經濟復蘇的最大威脅。根據以往的經驗，美國的政客會在這種惡鬥中打退堂鼓，但卻要到最後一分鐘。

正是由於這個原因，投資者和企業可以相當有信心，國債上限的危機會在最後一刻和平解決。當然，過去的經驗並非一定會重演。但很難看出，有什麼原因令美國的政客突然願意在2月底摧殘該國的經濟，而不是在1月1日！