

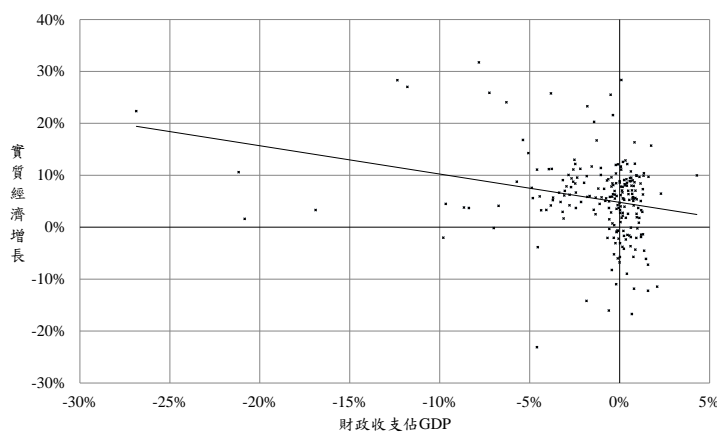
《信報》專欄〈一名經人〉

美國財赤又如何 怎看都無大不妥

法國選舉過後，市場焦點除了早已寫在牆上的美國加息之外，便是特朗普的新政。特朗普的大堆基建和減稅計劃會怎影響美國呢？對此，無論市場甚或學界均言人人殊，世人尚在推敲。財政開支與經濟其實互相干涉，在此短短篇幅不易嚴謹拆出單邊影響。今文基於多年數據作圖像化的簡單推測；搞模型倒可以，但當中的作業則黑箱難見。

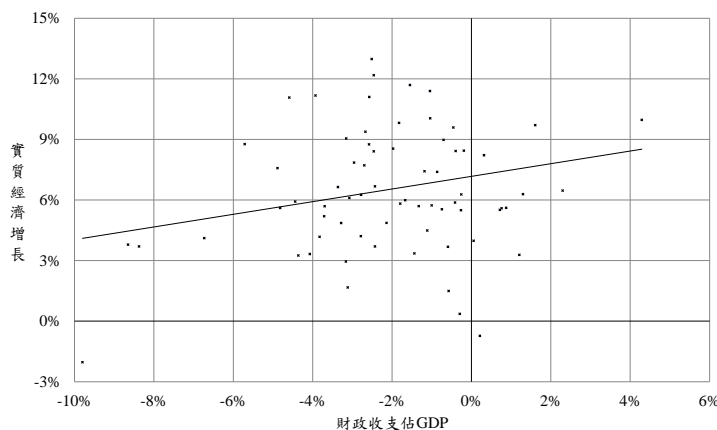
學術理論須古今四海皆準，不應有什麼今時不同往日（this time is different）之說；縱有新的因素，將之考慮（controlled for）以後，原有關係亦應依然成立，方為理論。譬如財政與經濟的關係，如果成立，二百年來的關係與近一百年的應該分別不大才對。將美國財政收支佔GDP及其GDP增長由幾乎立國至今作散點圖，可見兩者呈反比關係【圖一】。固然，這關係雖相當統計顯著（ p 值極小），但解釋力卻不強（ R^2 僅0.07），觀圖所見，數點頗散而肉眼難見反比關係，縱有亦可能是分離分子（outliers）所致。

圖一：美國財政收支佔GDP與GDP增長，1792-2016



若將上述分析換上只限於和平後至今的七十年，則顯然得出收支與經濟正比關係【圖二】。如作迴歸分析，系數也統計顯著，而解釋力亦差不多低，肉眼也難見正比。

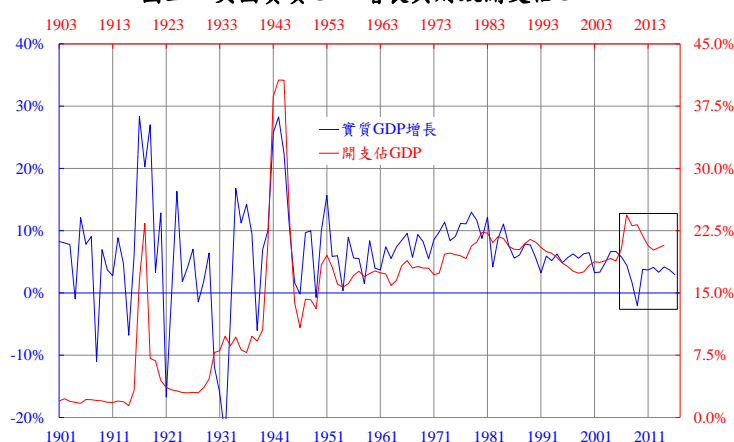
圖二：美國財政收支佔GDP與GDP增長，1947-2016



這反映什麼呢？唯一可得的結論，是無簡單結論——若強要從兩者間論簡單關係，結論是會隨着數據樣本而變的。這不是 this time is different，而是兩者根本關係不明。所以，別一口咬定美國財赤就不利經濟；政府「使凸」的中長效益可以大過成本的。

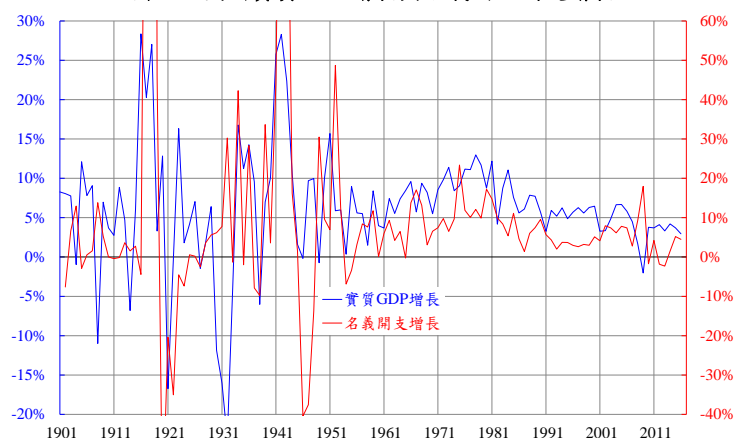
要作深究，單看開支或會好些；畢竟收支將收、支混在一起，是誰作怪不易看出，何況特朗普現着力的是支多於收。從有紀錄的財政開支佔 GDP 與實質 GDP 增長所見，兩者多年來似有一定關係，但以 1940 至 2000 年代較佳，且以 GDP 增長領先開支兩年【圖三】。看來大多日子下開支是被動的，還要端視經濟好壞。近年兩者在海嘯時背馳（見框），但最近已殊途同歸。撇除一次過因素後，開支視乎經濟之說仍有數據支持。

圖三：美國實質GDP增長與財政開支佔GDP



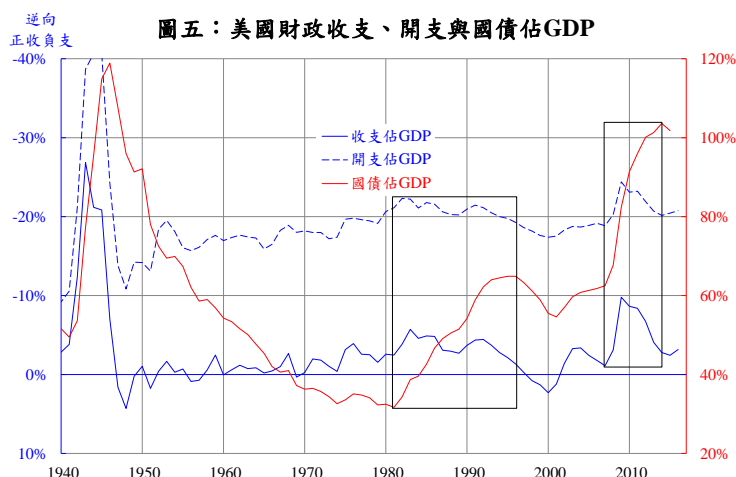
那麼戰時、戰前的日子又如何呢？其實只要將財政開支取增長而非佔 GDP 比例，則見數字大致與 GDP 增長同步【圖四；前者名義、後者實質，故前者通常高於後者】。由這兩個計法，均得到正比關係，即若經濟是因，則開支僅視乎經濟好壞而對應增減；而若開支是因，則對經濟這果的影響是正面而非負面的。暫仍不易論證開支是壞事。

圖四：美國實質GDP增長與名義財政開支增長



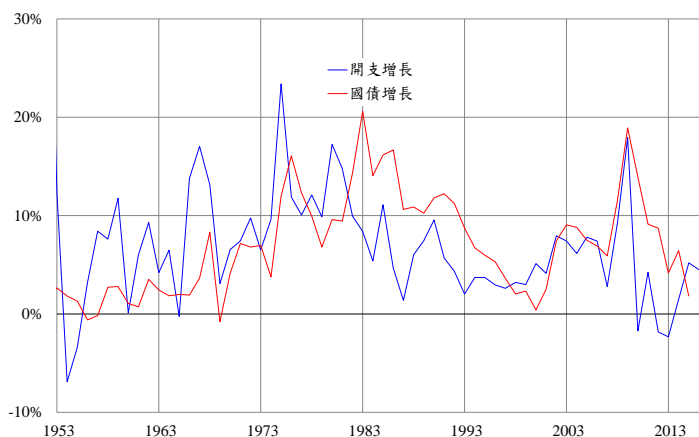
即使開支、赤字在週期上不會有致命影響，但長遠而言會否導致一些結構損害呢？如果有，直觀而言應是積赤成債的債務危機。然而，債務危機雖在新興市場司空見慣，但在先進體系則多年來仍未認真爆發過；希債危機最終得以「解決」，至於美債上限，卻是人為的政治角力多於真正危機。那麼美國多年來的財赤又有否「令」債務大升？

不妨看看收支、開支與國債的關係。同以佔 GDP 計，收支與開支走勢大致相若，可見收入佔 GDP 大概穩定，收支變動要受開支主導【圖五】。另外，收支改善一回事，但未必等於減債。在 1990 和 2010 年代前後，這兩段時期的債務比例（佔 GDP）急升，但期內的收支或開支佔比均見改善（見框）。由此可見，這兩輪債未必是由赤積出來；起碼由 1970 年代至今，開支佔 GDP 一直穩定在兩成上下，如何解釋兩輪債務大升？



要真正看到兩者關係，恐怕要如上述做法，兩者皆計增長後再作比較。觀圖所見，開支與債務增長關係顯然較佔 GDP 的計法為高【圖六】。不過較諸六十多年來的歷史，目前兩個增長均不算高，且剛從高位回落。從這角度來看，美國財政開支仍克制的。

圖六：美國名義財政開支與國債增長



今文所見，美國財政收支與經濟增長關係不明。單計開支，與經濟的關係成正比，即起碼開支不是壞事。從與債務關係看來，同樣不見得財赤、開支直接導致債務上升，債務比例升可以是因分母即 GDP 升得慢所導致。總言之，美國大使未必是大問題。

開首已指，財困、債務鮮見諸先進體系。尤其美國，既有成熟的債市可大量集資，亦有全球最大需求的貨幣——美元作後盾。開支若可刺激經濟，則應看好而非看淡。

羅家聰
環球金融市場部