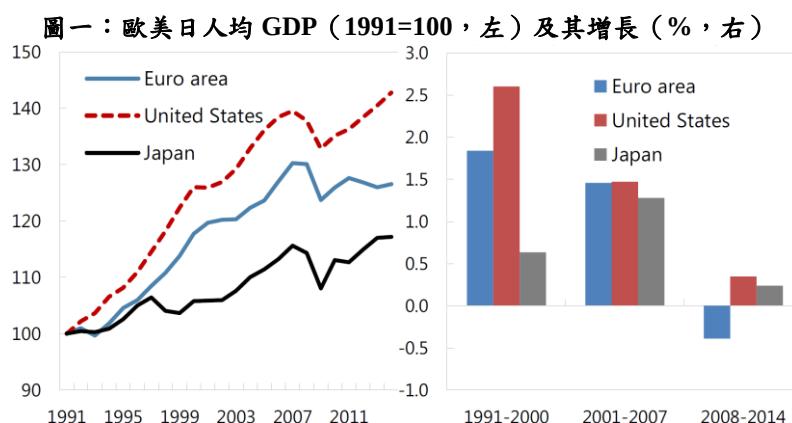


《信報》專欄〈一名經人〉

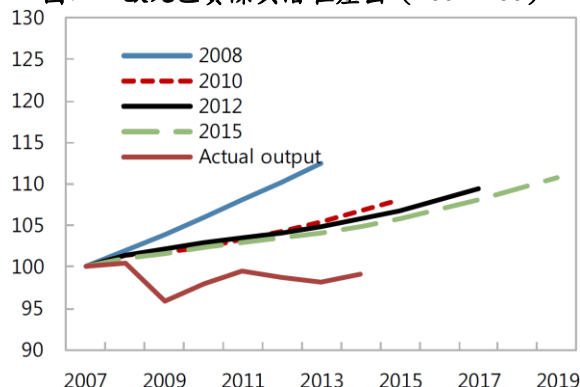
三大經濟大比拼 長遠還是美國勝

週末前後，歐元區和日本將先後公佈上季經濟增長；美國早於上月底已搶開公佈。美國的不算太弱，仍有近年平均的 2% 以上增長（實質按年計，下同）。至於其餘兩地，市場料歐元區平穩，但看淡日本。週期上講，長短息差全線看淡，明年增長俱料回落，但其長遠潛力或更值得關注。國基會最新國家報告的數據可讓我們作些分析（參考）。

發展也者，視乎從哪時說起。以 1990 年代初為起點對日本肯定不利，因當時爆煲，故計至今必輸在起跑線。如圖所見，一如所料，跑出的先後為美、歐、日【圖一左】。美國無疑拋離其餘，但墮後兩者近年以日本追近歐洲。歐洲差嗎？的確，若比較人均 GDP 增長，近年美、日仍有增長儘管在每況愈下，但歐元區的卻在收縮【圖一右】。



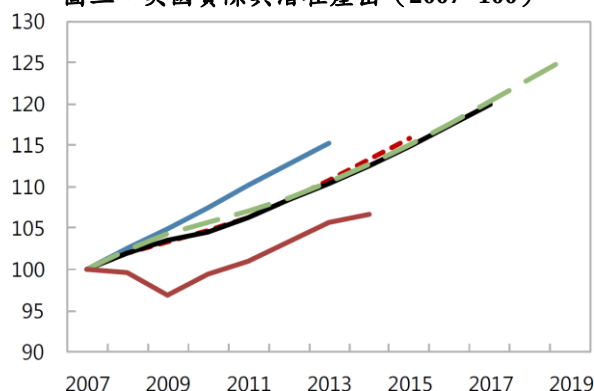
圖二：歐元區實際與潛在產出（2007=100）



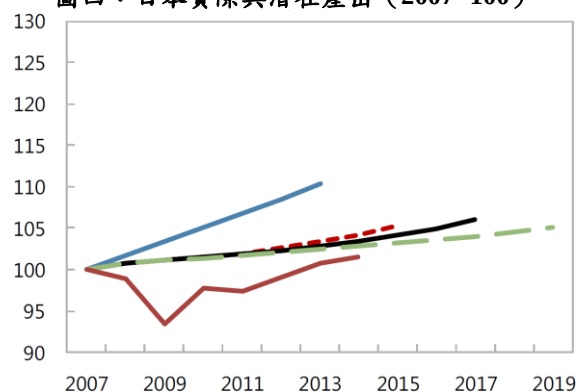
即使不以人均 GDP 比較而以 GDP 本身趨勢比，歐元區近年的勢頭也較美、日差：美國自海嘯偏離長遠趨勢後近年平行於趨勢，日本追近趨勢，但歐元區繼續遠離趨勢。類似現象其實亦見諸產出與潛在產出的比較。將實際產出與近年的潛在產出比較可見，

歐元區近年的產出一直低於潛在水平，且稍有偏離跡象【圖二】，美國則一直穩定偏離【圖三】，而日本則有追近潛在水平之勢。是故即使日本近四季持續出現經濟按年收縮（定義上屬衰退），但以勢頭來看則反而最佳，最差還是數據排面上無異樣的歐元區。

圖三：美國實際與潛在產出（2007=100）

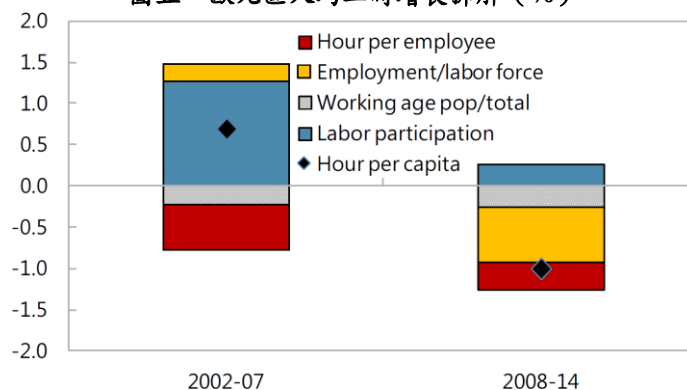


圖四：日本實際與潛在產出（2007=100）



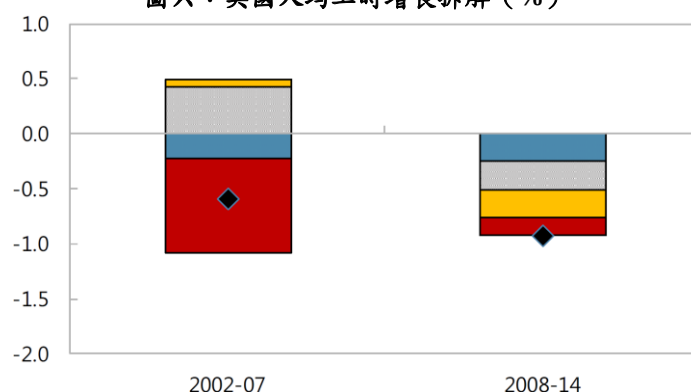
學術及經驗顯示，長遠經濟通常跟勞工、生產力有關。要解這經濟分道揚鑣之謎，宜先從勞工環節入手。那麼勞工由什麼組成？很簡單，這包括人口裏有多少適齡工作的（working age population to total）、適齡工作的有多少參與（labour participation）、參與的有多少就業（employment to labour force）、就業的做多少工時（hour per employee）。

圖五：歐元區人均工時增長拆解（%）

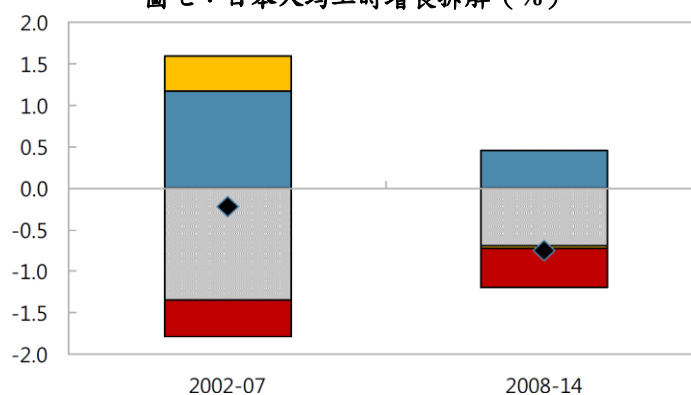


拆解之下，可見在歐元區內，海嘯前的人均工時增長主要由就業及勞動參與帶動，工時及工作人口則從來皆「負貢獻」，及至海嘯後則連就業也負，勞動參與貢獻亦大減，令整體人均工時在海嘯後大跌【圖五】。至於美國，整體人均工時在海嘯前後俱下跌，但跌幅並無顯著加劇，而勞動參與的貢獻亦無顯著惡化【圖六】。在老化的日本方面，勞動參與一直抵銷工時因素，海嘯前後主要分別在於就業率差了【圖七】。比較三地，還數歐元區在海嘯後弱化的環節較多，美國僅就業及工作人口，日本則就業及參與。

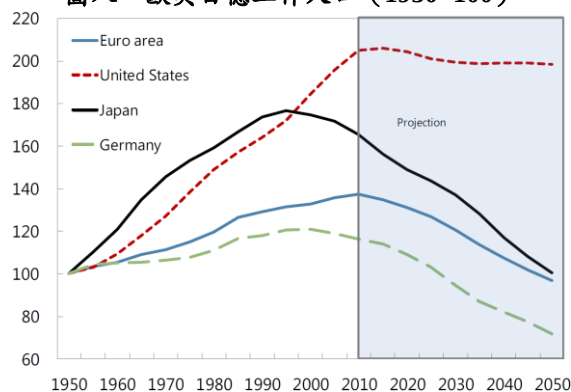
圖六：美國人均工時增長拆解（%）



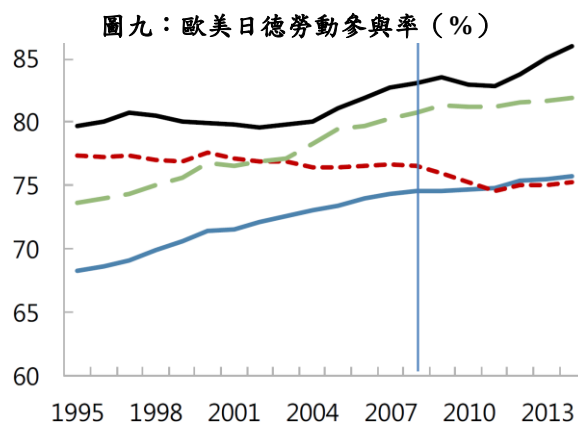
圖七：日本人均工時增長拆解（%）



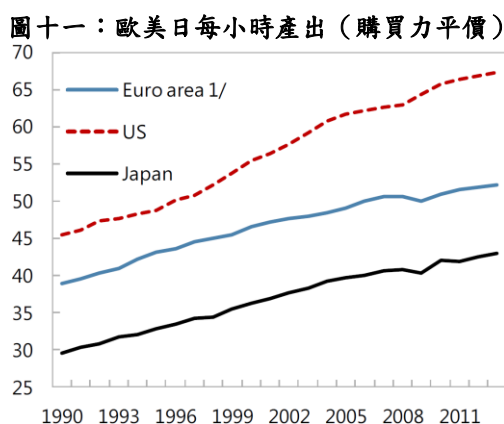
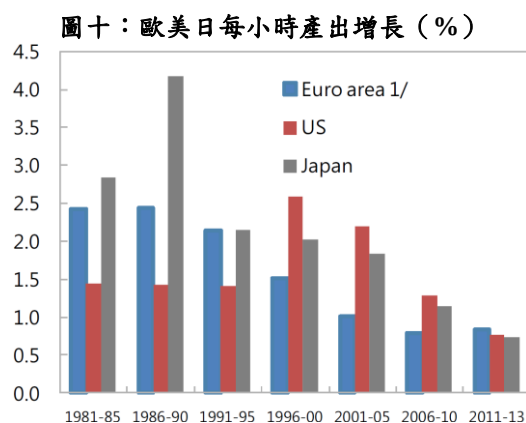
圖八：歐美日德工作人口（1950=100）



就業率（1減失業率）很大程度上是週期性的，但工作人口則結構性，影響深遠。據國基會預測，未來數十年的人口前景僅美國最佳，保持平穩，但其餘歐、日的都差：以跌速計，日本最糟，但論1950年代水平計起一百年，則歐元區尤德國最差【圖八】。即使當前德、日的勞動參與率較美國及整個歐元區高，但因前者已達超過八成之比例，未來要進一步提升殊不容易【圖九】。分母小了，分子難免向下，整個分數亦不樂觀。

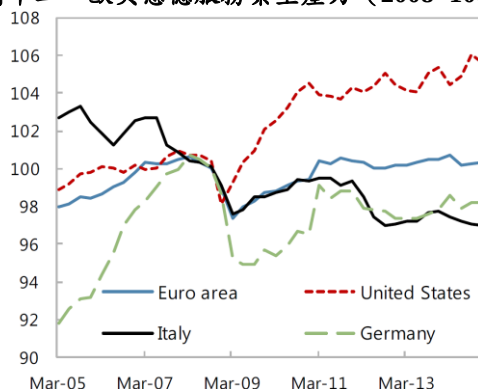


於此，人口前景似乎起着決定性的作用。從每小時產出增長所見，千禧前平穩的，但之後則每況愈下【圖十】。直觀的解釋是，近十餘年來嬰兒潮退休，工作人口不繼。



以購買力平價（PPP）比較三地的每小時產出，可見即使嬰兒潮退休乃舉世皆然，但美國的情況依然最佳，歐元區次之，日本最劣【圖十一】。若論第三產業的生產力，歐元區國家近年更可謂裹足不前【圖十二】。生產力弱，長遠經濟自然難以看好了。

圖十二：歐美意德服務業生產力（2008=100）



希債危機剛見喘定，歐元區經濟目前仍有增長，可謂未見近憂。但歐債危機未解，歐元區的人口、生產力等長遠因素均弱（起碼相較美國如是），雖無近憂亦有遠慮矣。

參考：International Monetary Fund (2015), “Euro Area Policies: Selected Issues,” Country Report No. 15/205, July.

羅家聰
環球金融市場部