

《東方日報》專欄〈名家筆陣〉

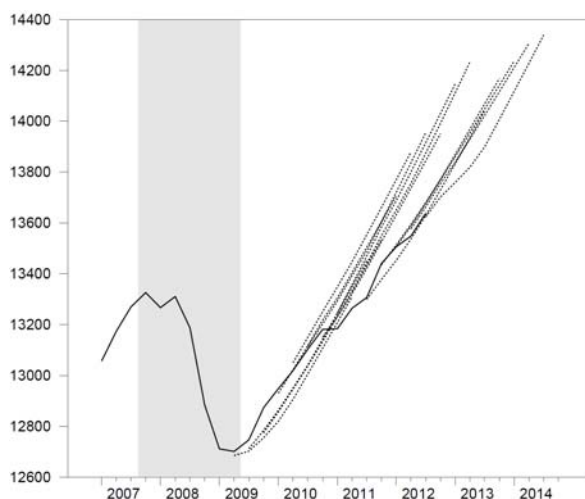
龜速難托大 復蘇新常態

美國商務部公布經修訂的經濟增長數據，2012年至2014年的美國經濟增長複合年率只有2%，而不是原先公布的2.3%。復蘇動力差於預期的罪魁禍首是2013年，當年的經濟增幅由原先的2.2%大幅向下修訂至僅1.5%，主要原因是消費開支疲弱（增幅由2.4%下調至1.7%）及政府開支大跌（跌幅由2%擴大至2.9%）。經修訂數據顯示，美國經濟雖然自2011年開始已經處於溫和增長階段，但2009年金融海嘯後的復蘇力度卻是二戰以來最慢的衰退後反彈。

其實，毋須「等埋修訂」，市場上一早已有人洞燭機先，斷言美國今次的經濟復蘇慢；說的是剛獲奧巴馬提名為聯儲局理事的Kathryn Dominguez。此妹在耶魯畢業，先後任教哈佛和密歇根，曾供職BIS、IMF、聯儲局和NBER，是公認的匯市和國際金融專家。早於2013年初，即美國失業率跌勢轉急和樓價開始急升，觸發聯儲局發出收水訊號的時候，她已在NBER發表研究（註），警告美國今趟始自2009年的經濟復蘇速度其實超慢，衰退後的增長步伐遠低於歷史平均增長水平，與上世紀50年代至80年代的快速復蘇截然不同，反而堪與上世紀30年代的大蕭條比擬。當時，經濟復蘇的速度一直未能回到1929年前的平均趨勢水平，直至40年代初二戰正式爆發，情況才開始改觀。

附圖所見，自2010年下半年起，美國實質GDP增長（圖中實線）突然跌至預測（圖中虛線）下限，其後大致沿下限運行，與美國商務部公布的經修訂數據匹配。如此經濟走勢，反映聯儲局於當時推出第二輪量化寬鬆，實在有的放矢。

圖一：美國實質GDP的實際表現與預測



Kathryn Dominguez 認為，今輪復蘇慢於平均水平，主要原因有二：一為歐洲財金形勢不穩，二為美國民主共和兩黨就債務上限及財政懸崖議題所發動的政治鬥爭。研究顯示，美國經濟增長在 2010 年、2011 年及 2012 年連續三年的下半年突然轉弱，時間上均與歐元區傳出壞消息吻合，包括 2010 年上半年希臘首次需要拯救、2011 年中歐債危機高峰期，以及 2012 年上半年的希臘政治危機及西班牙金融不穩等，加上 2011 年中的美國債務上限爭議導致美國被降低評級，終導致美國經濟復蘇出現重大轉折，由快轉慢。

由此可知，金融海嘯後美國經濟愈來愈受外圍及政治問題影響，聯儲局現時制訂政策需兼顧「international developments」，不過順應新常態。既然經濟龜速復蘇，未來加息步伐，可想而知。

註：Kathryn M. E. Dominguez & Matthew D. Shapiro, “Forecasting the Recovery from the Great Recession: Is This Time Different?,” American Economic Review, American Economic Association, vol. 103(3), pages 147-52, May 2013.

何文俊
環球金融市場部