

香港信報
專家之言【解牛集】

2015-10-6 刊登

全球雙底衰退風險升溫

黎麟祥

香港科技大學商學院經濟系教授

前美國達拉斯聯邦儲備銀行高級經濟師及顧問

美國聯邦公開市場委員會（FOMC）9月份議息會議沒有啟動加息周期，事後有來自聯儲局內部和市場的批評，表示對聯儲局的政策方向感到困惑。批評之聲言猶在耳，聯儲局理事會主席耶倫於9月24日發表談話（可參考聯儲局網站發布的講話全文。Inflation Dynamics and Monetary Policy）指出，她與大多數的FOMC成員一樣，認為在今年底前加息是很有可能。對此，一般相信，美國在年內加息成了大機率的事件。今年內會真的加息嗎？加息的幅度是多少呢？

去年10月底，聯儲局宣布退出貨幣量化寬鬆（QE），結束長達近6年的購債計劃。美國加息、貨幣政策回歸常態是大勢所趨，問題只在於什麼時候。是否今年內加息，筆者認為不是最重要的問題，反而目前更值得關注的是，全球經濟放緩之勢，會否出現全球性雙底衰退（Double-Dip Recession）的局面，這相關風險反而更令人憂心忡忡。

IMF 擬下調增長預測

國際貨幣基金組織（IMF）總裁拉加德上周二（9月22日），在華盛頓智庫布魯金斯研究所發表講話指出，全球經濟正面臨三大風險來源，包括期貨商品價格偏低、中國經濟下行和美國加息；IMF可能下調全球經濟增長預測，並估計今年全球經濟增長率，將不能達到原先預期的3.3%。

在此先看美國加息的問題。FOMC 9月會議未作出加息之舉，不加息的原因，據筆者估計是：第一，相信是考慮了中國經濟下行的因素，因為中國經濟放緩，對世界經濟增長的動力無可避免有所削弱。中國過去數年曾作為世界經濟增長的一個主要的火車頭，確實對拉動全球經濟增長發揮過重要作用。

第二，迄今，美國經濟復甦的基礎其實並非牢固，中國經濟放緩，對美國經濟也無可避免產生一些不利影響。考慮及此，相信也是今次 FOMC 不加息的原因。

窮人失業率仍高企

第三，耶倫本身是開明的自由派（Liberal），十分關心低下階層的福利。美國經濟目前慢慢復甦，8 月份失業率下降至 5.1% 水平，背後仍然存在一定隱憂，包括年輕人和貧窮人口的失業率仍然很高。這對耶倫來說，難免有拖遲加息的傾向，對於這一點，媒體很少注意到。與此同時，勞動力也有開工不足這些不利因素，促使耶倫有推遲加息的想法。換句話說，美國就業市場有所改善下，就業情況卻仍然不理想。

事實上，今年內是否加息，很大程度取決於聯儲局內「鴿派」與「鷹派」之間的角力。所謂「鴿派」與「鷹派」的角力，其實也可以理解為彼此對通貨膨脹預期有不同的看法。很明顯，耶倫是「鴿派」。目前，在聯儲局內，「鷹派」的力量已有所減弱，像達拉斯聯儲銀行總裁 Richard Fisher 和費城聯儲銀行總裁 Charles Plosser 相繼離開聯儲局理事會，鴿派的力量顯然佔據了上風。

因此，即使今年內不加息，筆者也不會感到驚奇。若然真的要加，其幅度會很小，不至於影響低下階層就業向好的勢頭。假使今年內加息，加息的幅度有多少？筆者認為加息幅度會很小，難影響實體經濟。目前，Federal Funds Rate（銀同業隔夜拆息）利率是 0.25 厘，筆者相信，即使今年加息，也很可能只加至 0.375 厘左右。

倘加息幅度很細

據筆者觀察，聯儲局實質上是走「通脹目標」（Inflation Targeting）的貨幣政策。雖然政府沒有公開打正此旗號，但實際上，美國央行的貨幣政策暗含以「通脹目標」掛帥。其實，當前全球的很多經濟體流行走「通脹目標」貨幣政策，歐洲如是，英國和加拿大也如是。

值得一提，美國（非官方）「通脹目標」的通脹率，是以扣除食物及能源價格的核心通脹率為圭臬，並且以核心通脹率達到 2% 為目標。可是，核心通脹率一直遠低於 2% 水平。據最新的數據，美國 8 月核心 PCE（Personal Consumption Expenditure）通脹率僅為 1.2%，經連續 40 個月低於聯儲局 2% 的目標。

另一方面，美國 8 月生產者價格指數（PPI）持平，預期下跌 0.1%，而 7 月為上升 0.2%，上升動力相當弱，意味通脹也將持續疲軟。

因此，要達到聯儲局所定下核心通脹率在正常經濟環境下，維持在不高於 2% 的目標，目前核心通脹率離此目標仍遠，聯儲局可以此作為理由，暫緩加息步伐，也有一定的依據。

耶倫上周的談話，認為明年通脹將回升至 1.5%，在接下來的幾年裏，將漸升至 2%。因而貨幣政策需要逐步收緊。但如果經濟有出乎意料的疲弱表現，那麼通脹就不會如預期般上升得那麼快，而收緊的時間表也就要推遲了。

有實無名通脹目標

正如上文指出，中國經濟放緩壓力加大，是美國聯邦公開市場委員會 9 月會議上，不加息的其中一個政策考慮因素。至於有批評指出，聯儲局遲遲不加息為市場帶來不確定性。照筆者的看法，所謂的不確定性，其實一直都存在於市場。

按形勢看，今年內，聯儲局只有兩次議息會議，分別在 10 月和 12 月。若然 10 月不啟動加息周期，我們應仍可從這次議息會議的紀錄的公布內容中，猜測到聯儲局今年內是否加息的機率。也就是說，即使 10 月不加息，我們仍可在 10 月議息會議的內容，預測美國啟動加息周期的時間表，消除對何時加息「猜迷遊戲」為市場所帶來的不確定性。

事實上，美國經濟復甦基礎迄今仍然脆弱。由於中國經濟下行有加劇之勢，不僅影響到美國經濟，也影響到歐洲經濟，以至日本和發展中國家的經濟。中國不好、歐洲不好，美國也難以獨善其身。

坦白說，對於目前全球經濟的發展前景，筆者擔心會出現一個全球性的經濟雙底衰退（Double-Dip Recession）局面。也就是說，全球經濟從 2008 年因美國金融海嘯而引發的經濟衰退低點回升，不排除有機會再從短暫復甦的高點掉頭下跌，形成兩個谷底的「W 形衰退」走勢。

筆者擔心全球性的雙底衰退並非無的放矢。對於中國經濟目前下行之勢，政府運用財政手段是否再有效，委實令人有點存疑。2008 年至 2009 年受全球經濟不景所拖累，政府投入了 4 萬億元人民幣加以刺激，如今是否能重施故伎呢？究竟中國可以採取什麼手段或方法，去有效刺激經濟，實在是一個很值得研究和討論的問題。

按上周公布的 9 月財新中國製造業採購經理人指數（PMI）初值，錄得 47 點，較 8 月終值下降 0.3 點，創 2009 年 3 月來最低；而民生新供給最新公布的製造業綜合 PMI，雖然比上月升了 1.1 點，但也只有 43 點，顯示經濟活動偏弱（PMI 50 點代表製造業規模與上期不變，低於 50 代表收縮）。

美加息反屬利好訊號

有人擔心，美國加息可能加劇新興市場經濟體資金外流的情況，但筆者認為，這並非一個影響全球經濟表現的關鍵性因素。反之，若美國開始加息，反映美國政府對經濟復甦的基礎有足夠信心，因為加息是要應對通脹，擔心通脹重來。而通脹只會在勞動市場，已達到充分就業狀態才會重來，這也就表明美國經濟復甦已告穩定。這對新興市場經濟體來說，反而是一項利好經濟發展的因素，好處多過壞處，因為起碼可以增加更多出口的機會。

然而，從全球經濟形勢看，美國經濟復甦的基礎並非固若金湯，在全球期貨商品價格偏低情況下，美國通脹向上的壓力是否到了足以令耶倫安心加息的水平，還存在可變的因素。如今中國經濟放緩壓力加大，另一方面，難民持續湧往歐洲，為歐洲經濟復甦帶來更多負面的因素，因此，從整體角度衡量，全球經濟出現雙底衰退的可能性是不可忽視的。這個問題比美國加息更值得密切關注。

作者為**香港科技大學**商學院經濟系教授、前美國達拉斯聯邦儲備銀行高級經濟師及顧問

#黎麟祥 #專家之言 #解牛集 - 全球雙底衰退風險升溫