

經濟：美國展望—2013年1月11日

# 剖析美國經濟增長潛力

Joseph G. Carson

美國經濟師兼董事—全球經濟研究

過去一年美國經濟增長仍表現平平，有分析人士認為美國經濟的長期增長潛力已有所削弱。我們從歷史經驗角度對當前復甦週期潛在趨勢進行的分析認為，美國經濟增長仍有望加速前行。

過去一年美國經濟增長仍表現平平，令市場對美國經濟潛力存疑。根據我們的估計，2012年美國實際國內生產總值(GDP)增長率預期為約2.3%。這是美國經濟增長連續第三年徘徊在2%左右，遠低於過往經濟衰退後的平均復甦速度。

部分分析人士認為，美國經濟的長期平均增長率不可能重上以往3%–3.5%的水平。他們認為，美國經濟增長率將長時間維持在2%左右，因為以往推動經濟強勁擴張的因素已不復存在，而且與製造業活動、技術發展及資本開支相關的利好人口因素及生產力激升的情況已不太可能再現。

上述爭論已超越學術範圍，再次引發我們對經濟週期的根本原因的討論，經濟週期體現在經濟擴張與經濟衰退交替更迭過程中的經濟增長率波動。每一輪經濟週期的癥狀及原因都不盡相同，因此沒有兩輪經濟週期會一模一樣。我們認為，從歷史經驗角度分析當前的經濟復甦週期，將能為美國長期經濟增長潛力的問題帶來啟發。

## 當前復甦週期與過往相比如何？

GDP週期在速度及範圍方面通常存在巨大差異。例如，在1960年代至1980年代的經濟復甦初期，GDP增長的速度及範圍相對較快較廣，而1990年代至2001年復甦週期初期的GDP增長則相對較溫和且範圍較窄。1960年代至1980年代復甦週期首13個季度的GDP平均增長率為約6.5%，是1990年代至2001年復甦週期的近兩倍。

與過往復甦週期相比，當前美國經濟復甦步伐疲弱（圖一）。本輪復甦首13個季度的GDP平均季度增長率僅為2.3%，遜於1960年以來的所有經濟復甦週期。與此同時，與1990年代至2001年經濟週期相似，

本輪復甦的GDP增長範圍較窄，回暖的行業寥寥無幾。鑑於最近一次金融危機帶來的衝擊之重，本輪經濟復甦步伐緩慢早已是預料之中。然而，其緩慢程度及持續時間之長卻出乎我們意料之外。

## 樓市拖累經濟增長

過去，房地產行業通常是美國經濟復甦初期的一個關鍵推動因素。住宅投資及住房服務消費為增長帶來直接貢獻，同時，房屋升值帶來的財富效應亦為增長帶來間接貢獻。

這意味著房地產行業在GDP增長復甦的初期發揮著重要的作用。我們的分析顯示，在美國經濟復甦週期首13個季度的平均GDP增長中，樓市回暖的多層面效應帶來的貢獻至少達到一個百分點。換言之，樓市帶來的GDP增長佔到GDP總增長的近四分之一。

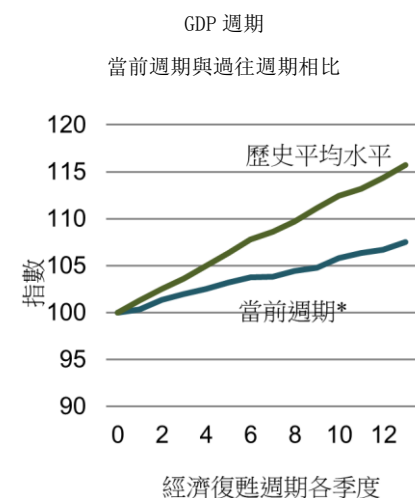
然而，此景已然不再。房地產行業對當前美國經濟復甦的貢獻幾乎為零（圖二及圖三）。房屋建造活動持續低迷，樓價低企亦已削弱房地產財富對GDP增長的間接效應。樓市下滑屬意料之中，但持續時間之久卻超出我們的預期。

## 政府削減開支拖累GDP增長

當前經濟復甦週期中，政府開支所發揮的作用亦與以往不同。現時，美國政府持續縮減開支（尤其是州及地方政府層面），與過往經濟復甦的情況大為不同。過往，各州及地方政府部門對GDP增長尚有些許幫助。

但是，經濟急劇衰退及樓價跳水造成財政收入空前下降，加上幾乎所有州每兩年就要制定一次預算計劃、為平衡預算傷透腦

圖一  
當前 GDP 週期與過往相比如何？



截至 2012 年 12 月 31 日

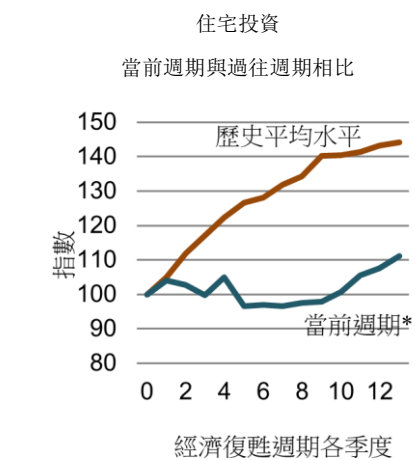
\*自 2009 年 7 月開始復甦起

資料來源：美國經濟分析局及 Haver Analytics

截至 2012 年

\*自 2009 年 7

圖二  
增長下滑主要源於樓市



截至 2012 年 12 月 31 日

\*自 2009 年 7 月開始復甦起

資料來源：美國經濟分析局及 Haver Analytics

截至 2012 年

資料來源：

筋，導致過去幾年各州立法議員不得不削減政府開支及投資。這導致各州及地方政府史無前例連續11個季度對GDP增長帶來負面貢獻。

當前復甦進入全新階段

好消息是，樓市與各州及地方政府部門的發展態勢已出現實質性的好轉。我們認為，在上述領域帶來的拖累影響減少的情況下，美國GDP增長步伐有望加速。

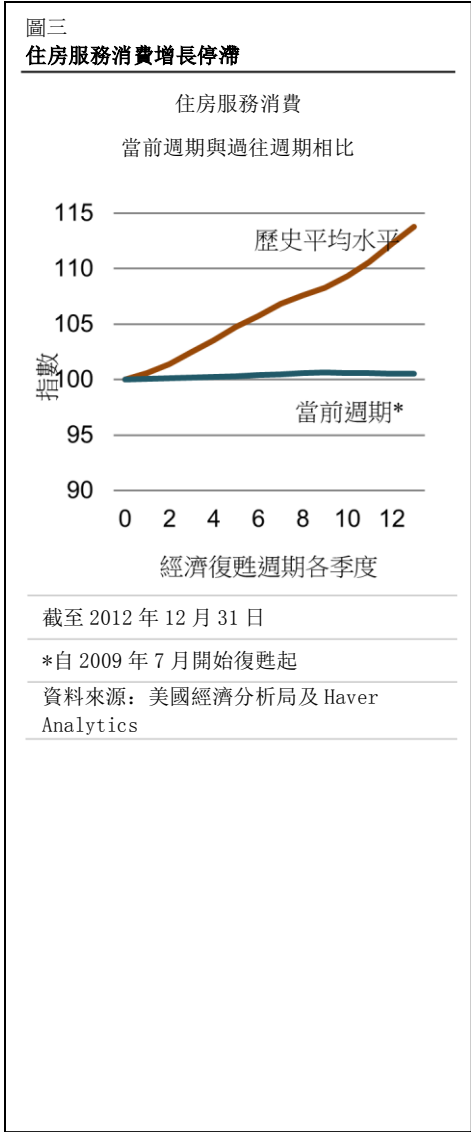
去年的新屋動工量超出預期，估計上升25%至775,000個單位。今年，新屋動工量有望再度上升25%，達到近950,000個單位。

該部門受惠於若干基本因素的改善，包括就業率溫和上升、失業率逐步下降以及勞動力流動性提升（意味著更多勞工轉移至其他城市尋求就業機會）。此外，消費信心改善、房屋庫存低企、融資環境好轉以及樓價逐步上升亦開始助力房地產行業逐步回暖。我們認為，房地產的強勁復甦將可創造更多就業崗位及財富，並會推動消費開支增長（特別是耐用用品方面），從而改變當前的經濟復甦形勢。

與此同時，財政收入好轉讓各州及地方政府又能開啟水喉。預期2013年各州及地方政府開支將出現2009年以來的首次溫和上升。

綜上原因，我們認為美國經濟增長週期發展步伐緩慢但並非停滯，預期2013年經濟增長步伐將會加速。在判斷GDP增長是否加速時，最好是比較一年四個季度的增長率（即比較2012年第四季度至2013年第四季度各個季度的增長率），而不是比較整個日曆年度的增長率。比較從基準年度年末至次年年末期間各個季度的增長率可充分反映全年12個月的情況，而單純對比整個日曆年度的增長率則只是將基準年度四個季度的平均增長率與次年四個季度的平均數作比較。

按照第四季度至第四季度的比較基準，我們估計美國2013年的實際GDP增長率將達到3.2%，處於部分分析師所認為美國不能再實現的長期增長率範圍之內。我們將在下週的評論中著重討論經濟週期的根本原因，以及我們認為美國經濟長期前景依然利好的理據。



括號內的日  
資料來源：

本文所載資料為 AllianceBernstein L.P.或其聯屬公司之觀點，截至本公佈日期，相信相關資料來源乃屬可靠。AllianceBernstein L.P.對任何數據的準確性不發表任何聲明或保證。並不保證本材料所載任何預測、預計或觀點將會實現。過往表現不保證未來的業績。本文所示觀點於本公佈日期之後可能隨時發生變化。本文件僅供參考，並不構成投資建議。AllianceBernstein L.P. 不提供稅務、法律或會計建議。其不會考慮投資者個人的投資目標或財務狀況；在作出任何決定之前，投資者應就其個別狀況諮詢適當的專業人士。本資料不得被視為銷售或推廣材料，或購買或出售AllianceBernstein L.P.或其聯屬公司所發起之任何金融工具、產品或服務的要約或招攬。

新加坡讀者謹請留意：本文件由AllianceBernstein (Singapore) Ltd 刊發(公司註冊編號199703364C)。公司持有新加坡金融管理局發出的資本市場服務牌照，以提供基金管理及證券交易等受監管活動。

香港讀者謹請留意：本文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。本文件之發行人為聯博香港有限公司。

2013年1月11日 經濟透視