



美國暫停升息後經濟前瞻

綜合研究部 游志成

2006 年 8 月 10 日

結論：

✓ **美國經濟後勢**

FED 委員們已將焦點轉移至未來經濟成長減弱的考量，預估下次會議(9 月 20 日)再升息機率已低。隨著緊縮貨幣政策效應顯現，可預見未來半年內關於美國經濟成長的相關數據不會如過去一年般強勁，美國至少需經過半年的休養生息，方能重現活力，但研究員認為美國未來經濟大幅衰退機率並不高。

✓ **對其他國家影響**

美國民眾之消費造就了倚賴美國為出口之經濟體快速發展，卻也使美國貿易逆差不斷擴增，但隨著美國景氣走緩，上述倚賴美國出口之國家將遭受波及，未來這些國家之出超優勢亦將大打折扣，此時若無法以內需帶動成長時，全球經濟將隨美國經濟走緩。

✓ **美元後勢**

美元在經濟趨緩及外國投資人可能降低對美債購買情形下，確存貶值之風險，但美元走弱亦使美國經常帳出現改善契機，以中長期觀點亦可減緩美元貶勢，加上美元向為避險天堂特色，整體而言美元崩盤機率仍低。

● **美國停止升息後對全球經濟之影響**

美國聯準會於 8 月 8 日會議後，決議將 FED 利率維持在 5.25%不變，為連續 17 次之升息舉動暫時劃下了句點。從會後聲明觀察，委員們雖重申通膨壓力存在，但認為隨經濟成長減緩，未來通膨將轉為溫和；另一方面，在十位委員的投票中亦僅有一位認為應續升息一碼，此與過去 100%贊同升息的態度已有顯著轉變，委員們似已漸將焦點轉移至未來經濟成長減弱的考量，預估下次會議(9 月 20 日)再升息機率已低。但隨著升息步入尾聲，未來市場將更聚焦美國經濟之前景，軟著陸或硬著陸？研究員分析如下：

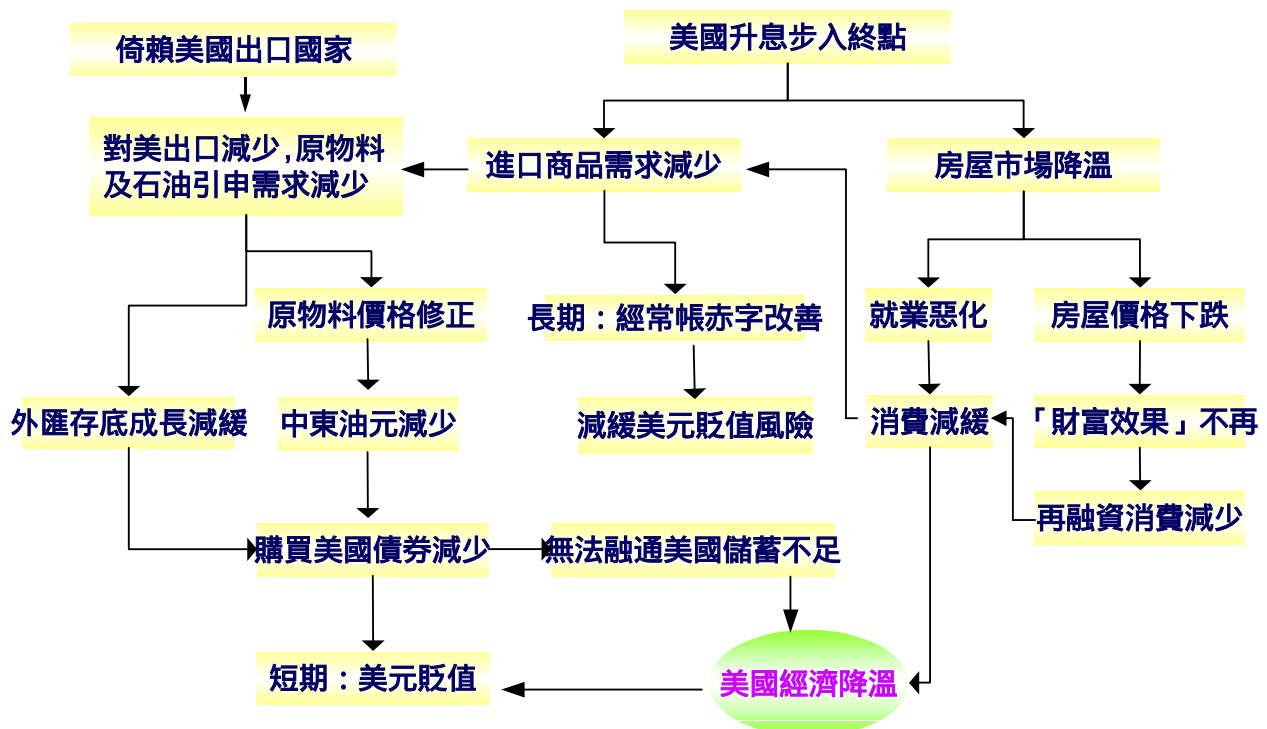
一、以近年全球經濟運行模式思考

本波美國升息第一階段係為抑制過熱之房地產景氣，第二階段可謂對抗通膨風險，如今隨著升息結束，意謂二階段已完成，然美國經濟前景是否已因『中性』的利率水準而穩定發展？答案應是否定的，因為升息是央行對於景氣復甦的贊成



票，當升息告終意謂央行對未來景氣亦存有疑慮，且貨幣政策有遞延效果，現在的緊縮政策可能在半年後方顯現其成效，故可預見的是，未來半年內關於經濟成長的相關數據不會如過去一年般強勁，美國至少需經過半年的休養生息，方能重現活力，我們不妨先以(圖一)架構思考。

(圖一)：近年全球經濟運行模式



原本美國在網路泡沫後以降息刺激景氣，房屋市場成為最大受惠者，除了造就許多工作機會，隨著房地價格揚升，喜愛融資消費的美國民眾再以增加的抵押額度借出消費，此為推升美國成長主要原因。其次，許多東亞國家(例如中國大陸與印度)出口廉價之商品至美國，在商品製造過程中則引申了對原物料之需求，使近年全球原物料價格攀升，對於享有豐富原油(例如中東地區)及礦產資源(例如智利、巴西、俄羅斯)之國家受益良多，故美國造就了這些國家近年經濟快速發展，卻也使美國貿易逆差不斷擴增。

然而，此經濟運行模式已悄悄變化：隨著利率走高，美國房屋市場已明顯降溫(圖一及圖二)，消費成長亦遭受壓抑，影響所及不但美國景氣走緩，上述倚賴美國出口之國家亦不免遭受波及，未來這些國家出超優勢亦將大打折扣，此時若無法以內需帶動成長時，全球經濟將隨之趨緩。



圖一：美國成屋銷售自 05 年第四季起下(圖二)：美國 S&P500 住宅營建類指數於 05 年 7 月見高後暴跌，空頭格局確立
滑，待售房屋數持續攀升



二、美國未來半年經濟將走緩，但大幅衰退(recession)風險機率並不高

研究員認為美國未來大幅衰退機率並不高，主要理由有二：

1、就業市場仍穩定，企業雇用員工意願仍高

理論上，若失業人口未大量增加，廠商仍願增聘員工，經濟就不會太差，(圖三)就是最好的說明。以近 18 年的趨勢觀察，美國至今年 7 月底的每月初領失業就濟金人數仍處相對低檔，在 ISM 製造業報告中亦顯示廠商雇用員工意願尚佳，配合其他總體數據研判，至少我們可推測在未來半年中，美國經濟大幅衰退機率仍低；反之，若未來每週公佈之初領失業就濟金人數持續攀升時，則需提高警覺。

(圖三)：美國製造業廠商雇用員工意願與初領失業就濟金人數(1988~2006/7)

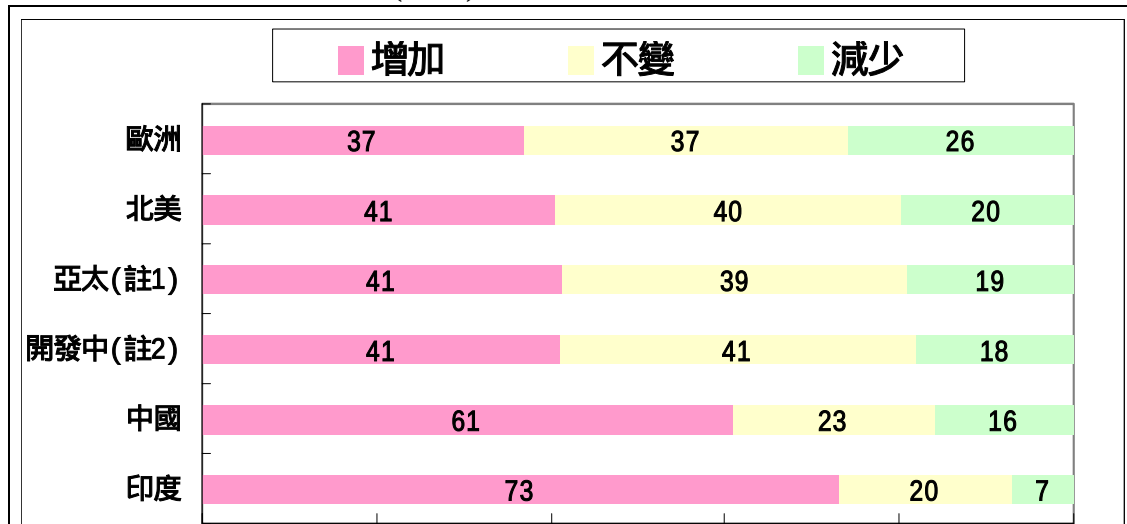




同理，我們亦可以(圖四)來推測其他國家地區未來半年的就業概況。根據麥肯錫國際顧問公司於 6 月對全球三千多名企業主管進行的調查顯示，企業主管信心指數雖由第一季之 59 下降為第二季之 54，但多數企業未來六個月仍有繼續增聘人力的計劃。整體而言，全球下半年之經濟狀況雖將走緩，但亦無需過度悲觀。

(圖四)：未來 6 個月公司僱用員工預測

單位：%



註 1：台、韓、新加坡、日本、港、澳及紐

註 2：。不含中國及印度

資料來源：2006/7/26 工商時報

2、債券天王葛洛斯(Bill Gross)不認為美債為長多格局

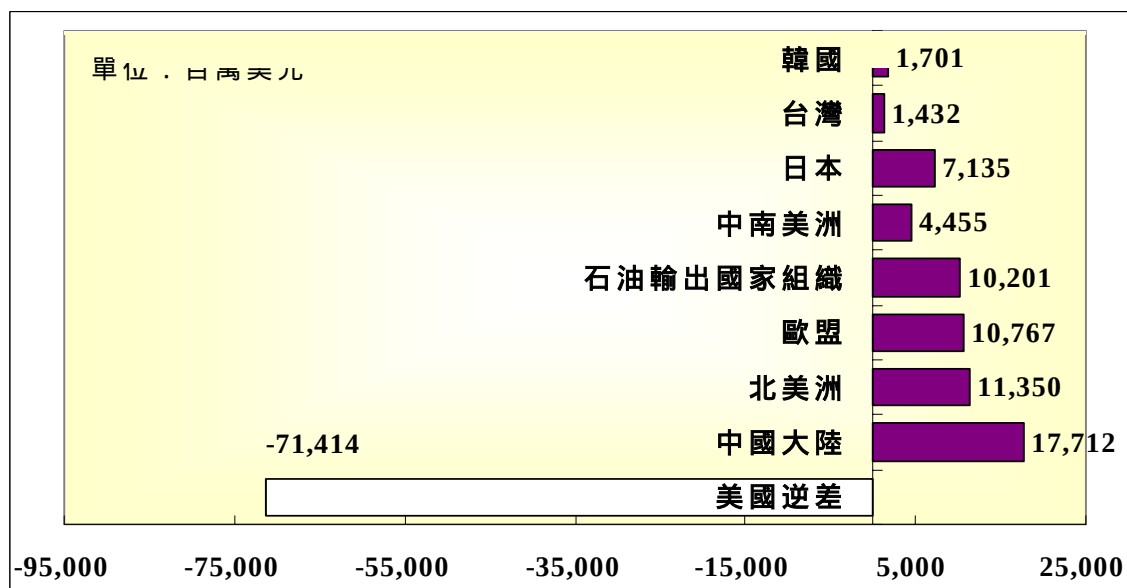
當經濟開始走緩，甚至衰退時，就是買進債券的最佳時點，因為將來可獲得利息收益並享受因殖利率下滑致債券價格上漲的資本利得，換句話說，如果你預期未來景氣大壞，FED 未來將降息，現在應馬上搶進長期債券，並至少持有至 FED 降息終點。且讓我們參考債券天王葛洛斯的看法：7 月下旬時他認為美債的多頭市場即將開始，但他表示這次債券多頭市場屬於淺薄型的多頭市場，而不會是一個強勁的多頭市場格局，所以他的投資策略是購買較短天期的 2 年及 5 年債券為主，而非以 10 年以上長債為主要部位。如果他的預測是正確的，顯然他也認同美國經濟是軟著陸而非硬著陸，隱含他並未將美國未來總體經濟景氣看得太壞！

三、美國經濟放緩將影響多數國家表現~包含台灣

或許美國經濟是否能軟著陸尚存爭議，但美國經濟成長走緩已漸形成市場共識，目前許多樂觀者認為即使美國經濟疲弱，仍可倚賴歐洲、日本及中國大陸目前成長力道尚佳之國家，其他經濟體應可免於成長趨緩的命運，然而看完(圖五)後可能要令過度樂觀者不免失望了。(圖五)顯示 06 年 5 月止，美國貿易赤字已達 714 億美元，圖中國家佔美逆差達合計達 90.7%，換句話說美國貢獻了全球大多數國家貿易順差，既然如此，美國打噴嚏，全球豈能不感冒？



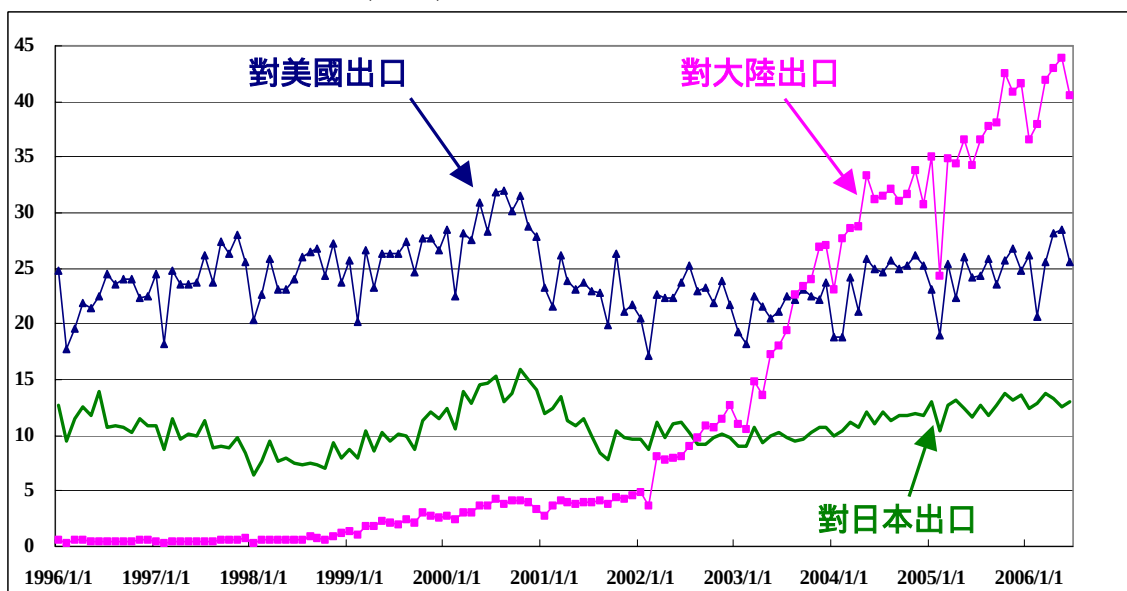
(圖五)：美國貿易逆差來源分析



從(圖五)來看，台灣對美順差僅佔美國 2%，(圖六)亦顯示近年台灣直接出口至美金額大多持穩於 20~25 億美元，是否意謂台灣可不受美國景氣走緩影響？答案仍是否定的，因為(圖六)雖顯示台灣近 3 年對大陸出口遽增，但此只是反映台灣廠商以中國大陸為生產基地的結果，台灣近年對美國順差實際只是改由對大陸順差呈現而已，換句話說，台灣之出口表現良窳，最終仍得回到美國景氣思考，若非如此，台股投資人又何必緊盯美股走勢？

(圖六)：台灣對主要國家出口

單位：億美元





● 美元存在貶值風險，但崩盤機率低

近年因美國之雙赤字居高不下而看衰美元之聲音不絕於耳，其中代表人物可說是以投資之神巴菲特為首，近來亦有許多經濟學家認為在美國停止升息後，因利差優勢不再而將有暴跌可能。從(圖一)的架構中可以發現，美元在經濟趨緩及外國投資人可能降低對美債購買情形下，確實存在貶值之風險，但別忘了，一旦美元走弱，美國經常帳亦出現改善契機，以中長期觀點也可減緩美元貶勢，故整體而言美元崩盤機率仍低。除此之外，我們不妨以下列觀點思考：

一、經常帳赤字不是判定匯率的唯一理由

美國目前經常帳赤字佔 GDP 近 7%，理應造成美元重貶，但是別忘了，經常帳雖是評估匯率的一個重要因素，但卻非唯一因素。例如 05 年經常帳赤字約 8600 億美元，但外國人對美國長期資產投資(不包括短期投資，如股票及債券投資)就超過 1 兆美元，故總資金反變成淨流入，故 05 年美元上漲並不足為奇(圖六)。

二、巴菲特雖看空美元，但其操作策略保守

投資之神巴菲特從 02 年開始看空美元長期走勢，但 05 年美元走升使其領軍的波克夏全年外匯投資大賠 9.55 億美元，其於 06 年 5 月 6 日之演講中表示，他持續看空美元後市，因為美國貿易赤字過大，不過他將操作方式調整，從直接投資外幣改為買進以外幣計價及營收以海外獲利為主的公司。由投資之神的策略轉變來看，他似乎不認為美元將大跌，因為如果預期美元大貶，應該直接放空美元，而非以“消極地”持有外幣資產方式“規避”美元走跌風險。

(圖六)：美國經常帳赤字佔 GDP 比自 1991 年起攀升，但期間美元有漲有跌

