

非典型衰退 非傳統復原

鄭宏泰 陸觀豪

新型冠狀病毒肺炎來勢凶猛，瘟疫肆虐半年，環球經濟陷入衰退。原以為各方反應過敏，待形勢穩定，經濟自當反彈，甚至先於疫症完結。不料曠日持久，實出乎經濟學家意料之外。香港是外向型經濟，外圍不景氣，實難獨善其身。而且陷於中美交惡夾縫中，雪上加霜，復原之路更彎曲。

近來疫情反覆不定，印度次大陸及中南美洲等地持續蔓延，而中國、美國、伊朗、日本及南韓等地捲土重來，打亂原來部署，被迫暫緩放寬管制，甚至重施管制，阻截再擴散。國際貨幣基金組織再三調低今年全球經濟產出預測至負4.9%，是歷年僅見。顯然作息生產回復正常，經濟貿易恢復元氣，仍未見曙光。

五部曲服務業先萎縮

念經濟學入門者，對衰退應耳熟能詳。簡言之，經濟環節活力明顯下滑，通常見諸生產、就業等指標。盛衰有循環，衰退始於經濟攀上峰頂，止於陷入谷底。美國全國經濟研究所(NBER)指出：「瘟疫肆虐，公眾衛生為先，應對措施嚴峻；是次經濟盛轉衰，與過往大不同。」

美國智庫「策略經濟決策所」(SED)總裁蒲祿克(Woody Brock)，畫龍點睛分析，典型衰退有四部曲：震盪→工商百業萎縮→失業→消費萎縮。新疫症引發非典型衰退，共有五部曲：震盪→服務業萎縮→其他百業萎縮→失業急升→消費嚴重萎縮。

觸發典型衰退的震盪，大多是利率飆升信貸收縮，經濟活力轉弱。工商百業入不敷支，大中小企周轉不靈，不免裁員減薪，甚至倒閉。失業升，收入跌，消費少，通脹高，惡性循環，層層滲透，釀成衰退，是老生常談。

是回新型冠狀病毒震盪，觸發非典型衰退，瘟疫抗疫互動。以美國為例，統計顯示地方政府頒令限制聚集，以至百業停業之前數星期，市面消費早已疲態畢現。零售業及服務業，人物流轉驟減，商戶寧可停業，持盈保泰，等待市情好轉，影響員工生計，也構成客戶不便，形成惡性循環。宏觀經濟效應浮現，波及百業，觸發衰退。

所謂成也蕭何，敗也蕭何。上世紀產業及社會結

構轉變，減輕傳統震盪衝擊經濟。以美國為例，減幅達90%，箇中原因有二。其一：失業保障擴大，而且雙薪家庭普遍，減薪裁員對消費衝擊大減。其二：就業結構改變，非周期性的服務行業取代周期性的農業及工業，成為產業主流。統計美國農業及工業勞工合共下跌70%之多，此消彼長，服務行業現佔勞工總數86%。分析比較美國上世紀每10年的產出總值波幅，累積縮小85%之多，而且戰後波幅遠較戰前細小。

是回瘟疫肆虐，服務行業首當其衝。防疫從嚴，人人足不出戶，社交公務驟然停頓，服務行業無用武之地。又以美國為例，申領失業保障者驟升，突破4800萬人，顯示停薪留職以至裁員者眾。即使5月份失業率回落至13.3%，不敢斷然已見頂。經濟產業環扣環，服務行業「淪陷」，波及其餘百業。政府接二連三推出財政及金融措施，也難挽狂瀾，典型傳統衰退相繼浮現，企業殘存，裁員減薪持續。換言之，衝擊突如其來，消費信心以至投資信心下挫，影響深遠，後果難以估計。

供應與需求雙軌衰退

毋怪「莫登經濟研究所」(Mauldin Economics)總裁莊莫登(John Mauldin)稱是回合為「供應與需求雙軌衰退」。全球抗疫，服務供應鏈突然叫停；行業裁員減薪，消費需求鏈也淪陷，行業也裁員減薪。人心忐忑，儲蓄飆升，需求更萎縮。再深層次問題，是環球金融海嘯以來，量化寬鬆當道，資金泛濫，融資成本低企業借貸大，信貸危機風險實不可忽視。

以旅遊業為例。封關閉城，國際以至國內乘客裹足，航空公司削減班次，酒店賓館十室九空，入不敷支。關連行業客源不繼，如會議展覽、觀光遊覽、購物禮品等，影響比比皆是。若客觀形勢未變，經營難以恢復舊觀，也足以令衰退揮之不去。

中小型企業，影響更大更深。美國人口統計學權威侯爾(Neil Howe)指出，瘟疫肆虐，富裕家庭消費縮減最多，服務行業生意淡薄，尤其以貼身服務招徠的獨資及合夥商號。首當其衝，是高檔住宅區外圍商號的低薪僱員。統計分析，消費減縮約半數來自收入最高的20%組別，而最低20%組別，消費只減少5%左右。

美國經濟骨幹，是千百萬家中小商號(餐館佔

15%之多)及中低層家庭，同舟共濟乃走出衰退谷底的原動力。是回合隱憂是前路未卜，心理因素大於一切。審慎理財，儲蓄驟增，而消費不前。民眾忐忑不安，一動不如一靜，期待歷史重演，「V」形反彈，是一廂情願。

綜合權威分析，是回環球衰退是層疊式，瘟疫衝擊消費萎縮是上層；牽連工商百業萎縮是下層。換言之，瘟疫消退是復原起點，有待服務行業恢復常態，其餘產業始有轉機，擺脫衰退。屋漏兼逢連夜雨，香港更是三層式衰退，還有中美交惡夾在中間，形勢更複雜，復原之路更崎嶇。

香港開埠是自由港，向來是華洋商貿平台，買賣各取所需。百多年以來，客觀環境及地緣政治變遷，因時制宜，角色功能多番調整；萬變不離其宗，依然以服務各方為己任。三大優勢是離岸買賣，按共識的規矩交易，用共識的貨幣結算。三大支柱是法制完備，貨幣自由兌換，接軌環球商貿主流制度。左右逢源賺取外匯，正是典型外向經濟生財之道。「一國兩制」之精粹，乃保障其不受政治影響，支柱及優勢不變質。

依據最新統計(2017)，以當年物價計算，服務產業佔香港總產出達90%之多。瘟疫肆虐，境內外抗疫從嚴，進出口貿易、批發零售、住宿膳食、運輸倉庫、資訊通訊、金融保險、地產租售等個人及企業服務，首當其衝，需求驟降。遊客絕跡，酒店入住率不足10%，員工停薪留職；貨運縮減，起卸碼頭同舟共濟，提高成本效益。然而家居避疫，社交管制，零售業及飲食業門可羅雀。即使各行各業變通求存，也難阻擋首季經濟再下滑8.9%。

政府借鑑發達經濟，實行赤字預算，「濟民補企」，共渡時艱，乃傳統凱恩斯學派之王道正途。不過客觀條件有別，有待觀察後效。發達經濟是貨幣及財政措施雙管齊下，對症下藥救亡，從服務產業入手，帶動其他產業復原。歐美諸國，經濟骨幹是中小企業及中低層家庭；財政措施是左手援助失業生計，右手補貼企業經營，需求及供應互動，產生乘數效應。貨幣措施是「創建寬鬆」(Creative Easing)，重啟「量化寬鬆」主動回購國庫及商業債券，又放脹給政府「派錢」。換言之，借用未來稅收，投入今日市場救濟，刺激經濟反彈，復原後從稅收歸還；即是俗稱「印鈔票」，不過有節制而具透

明度。

反觀香港不設中央銀行，貨幣掛鈎美元，沒有獨立貨幣政策，欠缺條件推行貨幣措施，雙管缺一。外匯基金不是中央銀行，不能效法歐美「量化寬鬆」，遑論「創建寬鬆」。況且貨幣局聯繫匯率制度嚴謹，外匯基金不能無中生有，放脹給政府派錢。濟民補企資源來自財政儲備(盈餘滾存)，庫房財力有限制，再而衰、三而歇，提防師老無功。

全民派萬元藥石亂投

此外，歐美濟民補企，是雙軌並行，需求與供應互動。香港推出「保就業」計劃，是補貼僱主發薪，等於先補企後濟民，效應有天淵之別，而且大中小企業不分，實際未對症下藥。至於全民派一萬元，對基層是杯水車薪，對中上層是錦上添花。而且長居海外者也無端受惠，實在敗筆。

是場大瘟疫對開放外向型經濟衝擊最廣最深，香港及新加坡同病相憐。工商百業，直接間接依賴外商買賣交易，訪客觀光消費，各地封關閉城，客源不繼，牽一髮而動全身。國際勞工組織最新估算，環球已削減4億個職位(以全職計)及14%工時，乃前所未見。是次非典型衰退，消費及服務行業自身難保，如何拉動其餘產業復原？況且中美交惡，香港身處夾縫中，平添變數，尤其美元外匯收入大減，影響生計，也不利聯繫匯率穩定。

數十年來，歐美視香港為自由經濟體，給予外匯基金中央銀行待遇，互惠互利。中美近來交惡，香港不幸成為磨心，客觀環境突變，三大支柱及三大優勢變數驟添。不妨想像，倘若買賣雙方爭持不下，不再按香港規矩交易，不再以香港貨幣結算，三大支柱兩受威脅。倘若歐美對香港法律制度又提質疑，難免影響金融市場信心，動搖貨幣獨立性，削弱環球財經商貿主流交接，香港國際金融商貿航運中心地位，自會受到前所未見的挑戰。

非典型瘟疫，非典型衰退、非傳統復原，非傳統挑戰；面對內外多重困擾與挑戰，香港如何走出谷底，正好考驗特區班子的政治、經濟及金融智慧。

鄭宏泰是香港中文大學香港亞太研究所副所長(執行)、社會與政治發展研究中心聯席主任；陸觀豪是退休銀行家，香港亞太研究所名譽研究員、工商管理學院客座教授