



祈連活的見解。  
景順集團首席經濟學家

「這意味著在2012年，私營環節仍須修補資產負債表、政府將繼續推行緊縮政策及大部分先進國家的經濟成長會持續走緩，但通膨率普遍下跌…新興國家…在大部分情況下，內需成長將不足以抵銷外圍經濟的弱勢…但與歐元區不同，新興國家不會陷入衰退。」

## 概觀 — 先進經濟體系為新興國家帶來外部弱勢

即使在2011年12月初舉行布魯塞爾高峰會後，歐債危機的結果仍然非常不明朗，意味著相關危機可能揮之不去，甚至在2012年進一步惡化。美國經濟僅局部改善— 只限於若干經濟環節— 儘管部分環節將持續好轉，但在2011年影響表現的因素，可能在2012年導致整體經濟舉步維艱。此外，中國經濟仍然高度倚賴外需，因此將因歐洲經濟進一步逆轉而受到重大打擊。即使政府幾乎肯定將於2012年推行國內貨幣及財政刺激措施，但當地的整體成長率似乎甚可能低於2010年或2011年初的水準。

這意味著在2012年，私營環節仍須修補資產負債表、政府將繼續推行緊縮政策及大部分先進國家的經濟成長會持續走緩，但通膨率普遍下跌將成為一個經濟亮點。新興國家的經濟活動最初強勁回升，但現已因無法與已開發國家脫鉤而走緩。新興國家的成長繼續高度倚賴對已開發國家的出口，意味著在大部分情況下，內需成長將不足以抵銷外圍經濟的弱勢。因此，2012年的實質國內生產毛額成長率將略低於2010年或2011年，但與歐元區不同，新興國家不會陷入衰退。

## 美國 — 經濟好轉將低於標準

修補資產負債表是導致經濟在2010年及2011年舉步維艱的主要阻力之一，而且在未來數年，可能繼續成為家庭和金融業的焦點。2010年及2011年的第二項重大經濟阻力是貿易的不利變動— 出口價格對比進口價格。具體來說，主要在中國、印度及其他新興國家的強勁需求帶動下，進口能源、金屬及食品價格飆升。美國經濟在過去兩年面對的第三項阻力是房屋市場持續下滑。

一個重要的問題是為何美國的負債及赤字並未在美國引發如歐元區的危機。答案是美國享有擁有全球第一儲備貨幣的「過度特權」。只要中國、日本、東亞小國及石油輸出國組織選擇阻止本身貨幣升值，並同時產生經常帳盈餘，則難免累積必須以其他方式持有的外匯儲備，但可供選擇的貨幣有限。鑑於在上述三項阻力中，有兩項的性質根深蒂固— 修補資產負債表的整體需要，以及其對房屋等信貸敏感行業的影響— 而目前當地經濟復甦可能繼續遜於標準水準。

## 歐元區 — 預期2012年第一季將再度出現負成長

歐盟領袖無法解決歐債危機，導致歐元區的前景欠明朗。當地成長疲弱，主要受涉及歐債危機的經濟體所拖累，這些國家抵銷了德國和法國的較強勁成長。歐元區的經濟體幾乎肯定將於2011年第四季出現負成長或陷入衰退。我預期當地在2012年第一季將再度出現負成長，而於年底前的成長率將維持偏低，導致全年成長率僅為0.3%。歐元區的平均通膨率將於2012年跌破2%，這將取決於衰退的程度。

	2011年的估計		2012年的普遍預測			
	實質國內生產毛額	消費物價指數通膨	實質國內生產毛額		毛額消費物價指數通膨	
美國	1.7%	3.2%	2.1%	(2.0%)	2.1%	(1.4%)
歐盟17國	1.6%	2.7%	-0.1%	(0.3%)	1.8%	(1.8%)
英國	0.9%	4.5%	0.7%	(1.0%)	2.7%	(2.4%)
日本	-0.6%	-0.2%	2.0%	(2.4%)	-0.2%	(0.1%)
澳洲	1.9%	3.5%	3.5%	(3.6%)	2.8%	(2.3%)
加拿大	2.3%	2.9%	2.0%	(2.4%)	2.0%	(2.0%)
中國	9.2%	5.4%	8.3%	(8.7%)	3.5%	(3.5%)
印度*	7.2%	8.2%	7.5%	(7.6%)	7.1%	(7.5%)

資料來源：Consensus Economics，2011年12月12日，藍色括號代表景順的預測。

\*財政年度數據（即2011財政年度 = 2011年4月至2012年3月）

### 英國 — 通膨緩和，同時成長估計更接近現實

英國預算責任辦公室（OBR）的財政與經濟展望及財相的秋季聲明，均對2012年及2013年的前景表示非常悲觀，正好與過去英國政府部門傾向高估成長前景，並因此對政府支出作出過度承擔形成強烈的對比，這兩份文件最終展示了英國的實況。最近期的研究反映金融危機顯著削弱經濟成長，原因是危機導致各經濟環節的資產負債表嚴重受損，而家庭和金融業需要一段長時間才可修補資產負債表。因此，我認為官方的觀點最終與我的預測相符，我預期2012年的實質國內生產毛額成長1.0%，低於標準水準。

通膨方面，商品價格在2009年至2010年飆升，主要由於新興國家強勁復甦，特別是中國和印度等天然資源進口國。在2012年，歐元區經濟衰退，加上英美成長疲弱，將意味著這些一次性影響將大致消退，因此通膨升溫將轉趨緩和。

### 日本 — 復甦和通縮環境持續

日本在3月發生災情嚴重的東北大地震後，經濟活動持續復甦。實質國內生產毛額在連續三季出現負成長後，於2011年第三季的季成長率飆升為1.5%。10月份的工業生產上升2.4%，確認工業正在復甦。國會通過總值12兆日圓（相等於國內生產毛額的2.5%）的第三份補充預算案，有助提振商業信心。日本央行維持極度寬鬆的貨幣政策，並於2011年10月份大規模干預外匯市場，以遏止日圓的升勢。

我預期日本在2013年之前將重拾過去十年的趨勢模式 — 內需成長疲弱，但強勁的出口表現足以作出部分補償。對照2011年受地震影響的期間，未來的經濟表現將較佳，因此成長率將被人為地推高。我預期物價在2012年將會上升，但通縮情況仍保持不變。

### 亞洲（日本除外） — 疲弱的經濟成長成東亞陰霾，但硬著陸不威脅中國

中國經濟在2011年期間失去動力，在2012年上半年將進一步走弱。經濟走緩由兩項主要因素引致：政府在過去18個月逐步緊縮貨幣政策，導致內需轉弱。此外，歐洲和英國等主要海外市場日漸步入衰退，導致出口成長顯著減緩，但整體來說，我預期中國經濟不會出現硬著陸。

東亞國家的成長動力減緩，實質國內生產毛額的季成長率從2011年第二季的2.8%下跌至第三季的2.5%，主要由於各國的出口成長同樣減緩，但內需普遍保持強勁，特別是家庭消費。通膨壓力已開始緩和，主要由於商品價格回軟及整體需求壓力下降。區內央行普遍採取觀望態度。區內貨幣在年內大部分時間保持強勁，但在2011年11月及12月表現偏軟，因為市場憂慮2012年的出口前景轉弱。

除非另有說明，數據截至2011年12月15日。本文件內的觀點及預測將不時轉變，而不會另行通知。除非另有說明，所有數據來自景順。投資附帶風險，投資標的及投資地區可能之風險如市場（政治、經濟、社會變動、匯率、利率、股價、指數或其他標的資產之價格波動）風險、流動性風險、信用風險、產業景氣循環變動、證券相關商品交易、法令、貨幣、流動性不足等風險。且基金交易係以長期投資為目的，不宜期待於短期內獲取高收益，投資人宜明辨風險，謹慎投資。詳情請參閱基金公開說明書或投資人須知。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。