

解决生产力 难题，有助刺激 经济增长

2017年8月



杜纳恩 (Neil Dwane)
环球投资策略师

生产力在过去数十年持续下降，预示全球增长可能出现问题。在这个探讨生产力的经济专题系列中，我们将首先分析这个看来枯燥无味的概念有何重要，以及为甚么企业、政府和投资者需要尽快设法解决生产力难题。

重点

- 生产力是主要的经济动力，但美国、欧洲和日本的生产力增长不足1%，并且趋于下跌。
- 导致生产力下降的重要供求因素：工作人口减少、缺乏投资及去全球化。
- 科技和创新有助解决生产力难题；政府应鼓励公司投资于研发项目。

为何生产力值得关注？虽然这个概念看来枯燥乏味，但它却是最主要的经济增长动力。当企业和工人提升其生产力，供应便会随之增加，为价格带来下跌压力。此外，生产力上升亦会带动工资上涨。薪酬改善和物价下降应有助促进经济活动，并提升生活水平。

随着已发展经济体的人口结构趋势转

弱—预计美国、欧洲和日本的劳动人口将在未来十年下跌，强大的生产力是西方经济体维持长期增长的关键因素。

可惜的是，生产力增长已经出现长期的结构性下跌，若情况持续，将拖累未来的经济前景，并促使央行在随后多年维持低息环境。因此，投资者或需要顾及日后可能出现的宏观经济环境。

生产力挑战的定义

然而，何谓生产力？劳动生产力是量度生产力的标准之一（不是唯一标准），即是每小时工作的产出除以每名工人的劳动投入。换言之，把所得除以投入便可得到答案。¹

附图所示的数据反映一个令人忧虑的趋势：劳动生产力增长在过去数十年趋跌。以美国为例，虽然劳动生产力在本世纪之初回升，但整体趋势仍然向下。以三年中心平均值计算，中国的生产力增长降至每年3.6%，远低于2006年的10.9%。

这有何重要？简单来说，生产力转弱将拖累国内生产总值，这是量度经济整体规模和稳健情况的关键指标。随着经济增长下降，生活水平亦可能倒退。这些数据引伸一些迫在眉睫的问题：首先，我们看来较过往更勤奋工作，为何生产力增长却在下跌？此外，科技发展不是有助提升工作效益吗？如果劳动生产力下降，我们应如何逆转跌势？

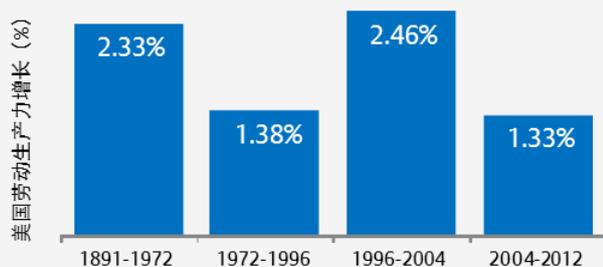
生产力增长为何下跌

在现时的全球经济下，不良的供求因素导致生产力下跌。一如既往，经济学家对于哪些因素与生产力最具密切关系仍未有共识，但最常引用的供应因素包括：

- **高科技发展的回报下降。** Robert Gordon等经济学家认为，科技创新是推动生产力的最大正面因素，例如电力、内燃机和电话，这些都是百多年前第二次工业革命时期的发明品。对比早前的突破性发展，现时的创新技术对改善生活水平的贡献较少。²
- **全球劳动力减少。** 失业率偏低、增长放缓及人口老化明显拖累生产力，特别是对西方企业而言。随着婴儿潮出生的人士脱离劳动人口行列，但总人口不变，人均工时便会下跌，人均产出亦会因而下降。

美国受生产力问题困扰

这个全球最大经济体的劳动生产力增长低于1970年代的水平，反映已发展经济体受生产力问题所困。



资料来源：“Is US Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds”，Robert J. Gordon，美国国家经济研究局，2012年8月。图表显示1891年至2012年的年度劳动生产力增长。

全球生产力在过去多年下跌

已发展市场的生产力增长在过去数十年下降；中国的生产力在过去十年跌近三分之二。



资料来源：安联投资、Conference Board，截至2016年12月31日。图表所示为三年中心平均值。

¹ 经济学家一直争论是否需要使用新的生产力量度标准，以配合逐渐由服务业主导的经济模式，我们稍后将于另文探讨这个课题。

² 请参阅“The Rise and Fall of American Growth: The US Standard of Living Since the Civil War”，Robert J Gordon。

- **劳动力老化普遍将削弱生产力。**虽然我们难以准确界定年龄和生产力之间的关系（因为当中涉及多项不同因素），但研究发现劳工最具生产力的时期大约维持至55岁。人口老化将影响整体生产力水平，亦反映社会需要为被迫延迟退休的长年劳工提供就业保障。
 - **低息环境导致企业以缺乏生产力的方式运用资本。**部份经济学家认为，利率持续低企（特别是金融危机之后及之前）导致货币价格扭曲，而造成资源错配。以僵尸企业（即是财政欠佳、不事生产的公司）为例，它们可以利用低息环境借入低成本融资和延展债务，藉此持续经营；但是在正常的利率周期下，它们可能无法生存。此外，荒谬的是低利率或会促使企业延迟投资，因为保留现金的「机会成本」甚低。
 - **初创活动在过去数十年减少。**虽然科技业近年出现一股初创热潮，但它掩盖了一个令人失望的事实：整体初创活动逐渐减少。单以美国计算，新成立公司占全部公司的比重在1978年至2012年间下跌44%。一般来说，新公司在提升创新力、生产力和创造职位方面担当非常重要的角色，但美国初创活动率其实长期下跌。³
- 除了上述与货品和服务供应有关的主要因素外，需求因素亦加剧生产力面对的挑战：
- **前景不明朗及去全球化拖累需求下跌。**政局不明朗因素升温、去全球化意识高涨及全球经济杠杆高企等因素均导致需求下降。
 - **低息环境将鼓励消费者举债购物。**需求日益由网上服务和借贷付账（央行为刺激经济而发债）的终端消费者来带动，而非由产品制造或企业需要推动。
 - **人口结构使需求不足的情况更加严重。**人口老化将拖低消费水平（健康护理服务除外），并形成只有透过增加杠杆或债务才可弥补的资本差额。

科技能否逆转趋势？

由于生产力下降明显带来不利后果，加上以举债方式刺激增长有其局限，我们似乎必须物色新方法以逆转生产力趋势。

骤眼看来，在劳动力萎缩和需求转弱之际，新科技应能协助提升生产力，但正如经济学家 Robert Gordon 指出，现时科技创新意念的转型潜力甚至低于桌面电脑。⁴另外，我们日常生活涉及的大部份科技创新都聚焦于生活方式和娱乐选择，对经济增长的贡献较少。

至于那些最能为企业带来潜在优势的科技，例如：大数据、人工智能及物联网，它们在执行和整合方面较复杂，亦需要多年时间才可展现成果。虽然我们无须感到悲观，但亦不应预期科技能自动提升生产力。另一个问题在于何时投资：既然两年后会出现成本更低和功能更强的技术，又何必现时投资于资讯科技？

³ Kauffman Foundation，引述其研究结果及参考美国普查数据。

⁴ 科技创新渐趋困难，投资回报率因此下降。科学家预测摩尔定律（Moore's Law）即将不再成立：该定律原先认为每平方吋集成电路的电晶体数量将每年增加一倍（虽然该时间已延长至18个月）。换言之，电脑功能急速递增，成本显著下降，而运算能力和能源效益亦同步提升的时期将走到尽头。展望未来，除非程式上的突破发展能够弥补放缓幅度，电脑性能提升的步伐将大幅减慢。这个定律既涉及物理学，亦是经济（和生产力）方面的观察，因为它提示我们某些努力所带来的裨益未必一定高于其成本。

鼓励研发工作

尽管如此，投资和创新是解决生产力难题的关键元素，因此企业需要获得鼓励，投资于研发工作；它们应强调长线发展。那些纯粹集中提升当前股价的公司（依赖一直以来的优势，未能自行颠覆）将来或会完全失去业务优势。另外，商界不能再依赖中国和其他新兴市场的低成本制造业来掩盖本国的生产力问题；我们将在稍后的专题文章探讨这个课题。

政府在解决这个问题方面应担当重要角色。真正的研发工作通常建基于原始科学，并获得公营机构、政府和大学的拨款支持。一般来说，创新和生产力都随着经济危机或战争之后出现，正是那种燃眉之急（需要迅速寻找解决方法）为商界、政府和投资者带来启发，促使他们迎接挑战，为我们这个时代的生产力形势作出新的定义。

投资涉及风险。投资价值及投资收益可升可跌，投资者可能无法取回全部投资本金。过往表现并非未来表现的指引。

本文件乃提供市场讯息之用，仅供参考。本文并非就任何证券提供投资意见或建议或邀请或招揽买卖该等证券。本文件所载的观点及意见，属发行人及 / 或其联营公司在刊发之时的观点及意见，可予以更改而毋须另行通知。

所载的资料于刊载时均取材自本公司相信是准确及可靠的来源，但并不保证对其准确性或完整性对其使用所产生的任何直接或间接损失，本公司不会承担任何责任。本文件的内容不可以任何方式影印、复制或再发布。

本文件并未经任何监管当局审阅。如于中国大陆使用，旨在为境内商业银行根据适用合格境内机构投资者制度的法规规则而发行的代客境外理财产品，提供辅助信息。本文件乃透过以下安联投资旗下公司分发：Allianz Global Investors U.S. LCC（在美国证券交易委员会注册的一家投资顾问公司）；Allianz Global Investors GmbH（受德国 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) 监管的一家德国金融服务 (Finanzdienstleistungsinstitut) 特许提供商以及在美国证券及交易委员会注册的一家投资顾问公司）；安联环球投资亚太有限公司（获香港证券及期货事务监察委员会许可）；Allianz Global Investors Singapore Ltd.（受新加坡金融管理局监管[公司注册编号：199907169Z]）；Allianz Global Investors Japan Co. Ltd.（日本注册为金融工具交易商）；Allianz Global Investors Korea Ltd.（获金融监督委员会（韩国）许可）；以及安联证券投资信托股份有限公司（获金融监督委员会（台湾）许可）。