

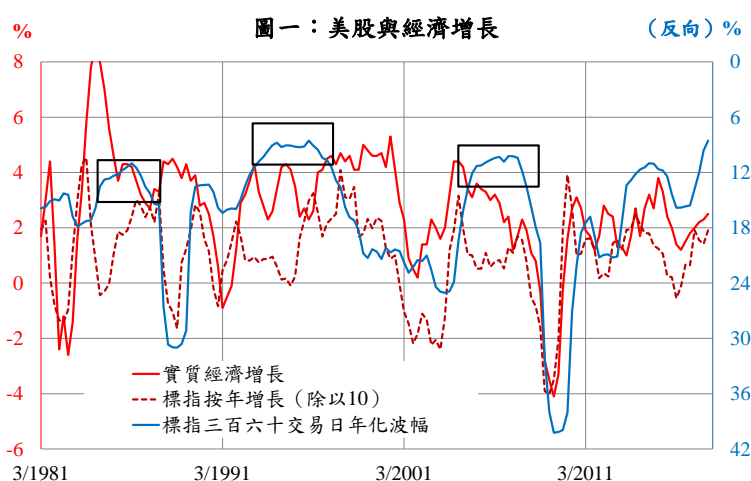
《商報》專欄

美國經濟仍處擴張階段

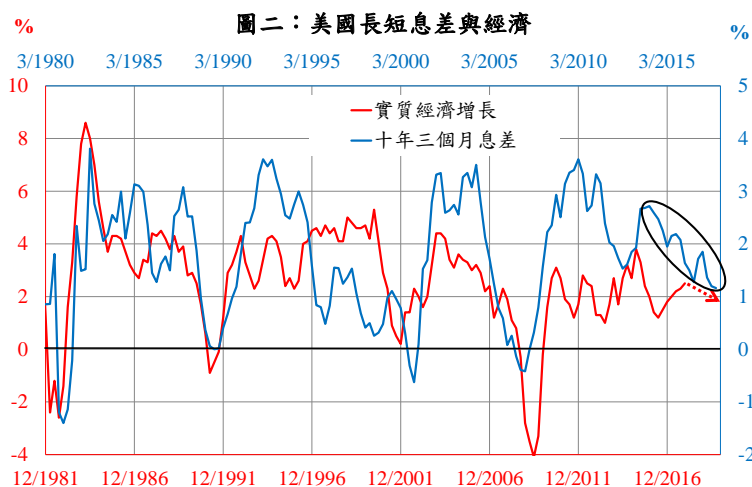
美國經濟基本面向好，尤其是失業率再創新低，特朗普便急不及待領功；股市表現繼續造好，有指歸功稅改成效；但不要忘记失業率是滯後指標，而稅改剛在月中才通過，但目前業績卻反映去年第四季的表現，可見不合邏輯。與其亂找原因，不如從三個金融市場指標來判斷美國經濟目前處於哪個階段及還能走多遠。

首先當然離不開股市。美股屢創新高已經不是什麼新鮮事，反而近期異常低的年化波幅卻引起筆者注意。由於波幅上落較頻密，若要看長線整體，只看 VIX 日上日落的走勢僅反映短暫市場反應，沒什麼啟示性，因此採用標指三百六十交易日的年化波幅為長線參考指標。圖一顯示該波幅已低於金融海嘯前的水平，從過往三十八年所見，當該波幅出現飆升前，均先在低位橫行一段時間，如圖中黑框顯示，而平均約十一季，即兩年多。

標指波幅目前處於低位近一個季度而已，加上其走勢與股市升幅呈反比關係，由此推算美股升幅目前遠未見頂。美股是經濟前瞻指標，因此圖一可見美股年化波動與經濟增長呈反比關係。因此，估計美國經濟仍處於擴張週期，增長還應該能走兩年多，隨後才見逆轉。

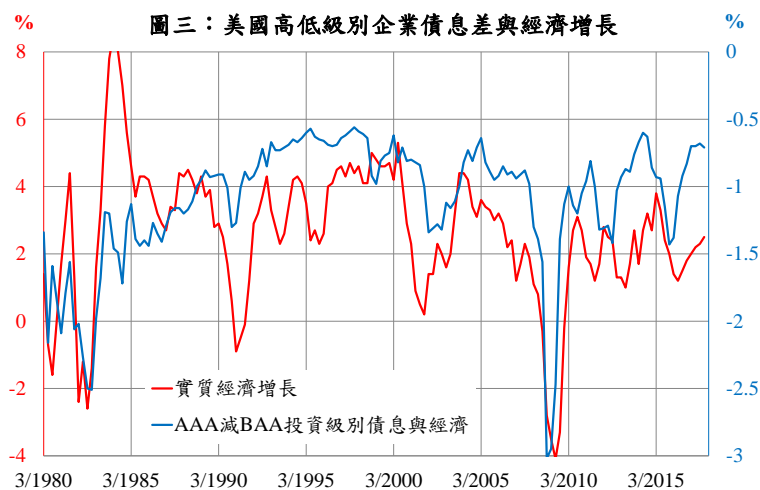


再看債市。先參考較市場普遍應用的長短息差；長息方面，在美國通脹走勢溫和下其升勢也較為緩慢，而短息主要受貨幣政策影響。圖二可見美國十年減三個月國債孳息領先實質經濟增長約七季；然而長短息差在近季呈下行走勢，孳息曲線趨平，因此推測美國實質經濟增長在未來一年半將見放緩，但仍處於增長。由此可見，美國經濟增長仍處擴張階段，與圖一得出的結論吻合。



再看息率略高於國債的投資級別企業債。參考穆迪評級，這類別中最高債息為BAA而最低債息為AAA。當經濟處於較差的狀況時，信貸評級較低的企業面臨較高違約風險，市場要求更高風險溢價，故信貸息差進一步拉闊。

因此圖三可見，上述兩個級別企業債息差與實質經濟增長明顯成反比關係。然而該信貸息差目前已處於近三十八年來的低位並在近季出現反彈跡象，料後市上升機會較高，估計實質經濟增長放緩壓力較大。



參考以上三個金融市場狀況，推斷實質經濟增長將見放緩；換言之，美國經濟處於繁榮階段尾聲，此階段自然繼續可見投資及消費需求擴張，間接刺激產品價格上漲，同時勞工市場狀況良好，更接近全民就業。因此筆者相信，美國基本面在未來兩年仍能處於穩健狀態，但是否真的能歸功於新政仍有所保留，畢竟新政需時反映在實體經濟上。

袁沛儀
環球金融市場部