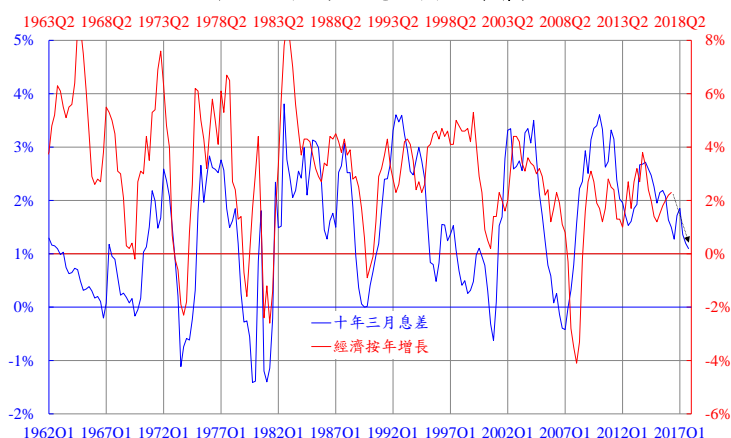


《信報》專欄〈一名經人〉

先測美國再外圍 明年轉弱全方位

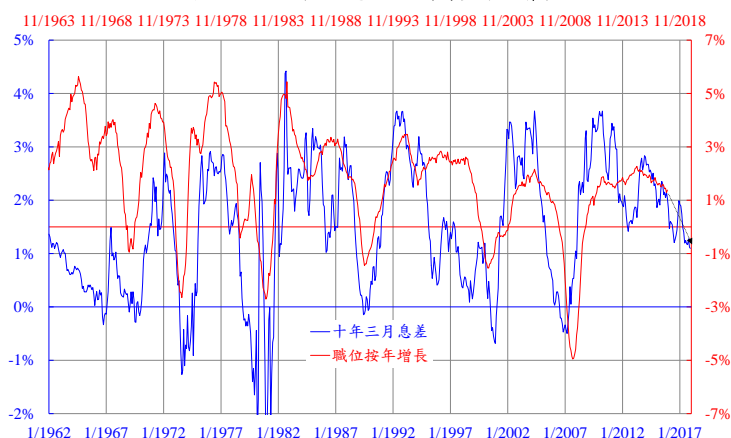
上週談過本港來年展望，今次輪到外圍。「外圍」雖有很多國家，但就大勢而言，都是美國先行，其他大致跟隨。所以展望外圍跟展望美國分別縱有亦不會很大。其實，展望美國相對容易，做了這麼多年已有「行貨」之感，但畢竟轉角或現，故仍值得做。做法以既有的「息差看世界」為主，因為既然行之有效，故亦不必無謂地另闢蹊徑。

圖一：美國長短息差與經濟增長



美國十年、三月期息差領先經濟增長約五季，這點早已多次論及。按季增長雖有3.3%之強，但按年數字僅2.3%，即使已連升五季，但亦不能純因此而推論明年如何。既然息差已收窄至僅1.1厘，較四至六季前的1.5厘縮了0.4厘，以息差比增長1:2計，按年經濟增長在未來四至六季內應有0.8%的放緩（圖料更多），但未至收縮【圖一】。

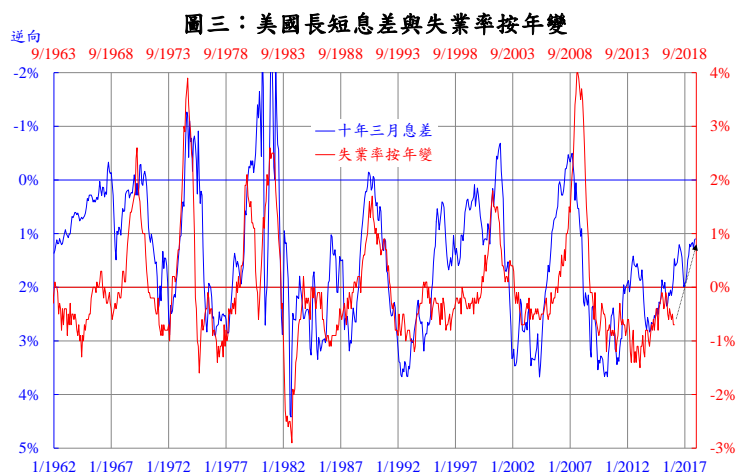
圖二：美國長短息差與非農職位增長



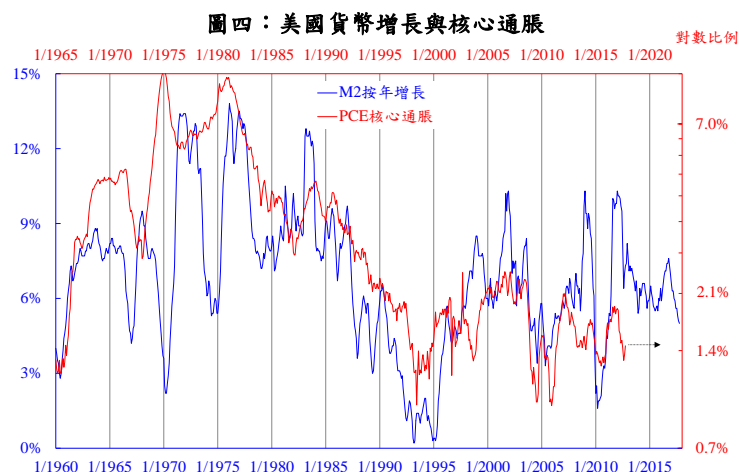
實況好壞乃至政策鬆緊很多時未必繫於GDP，一般人甚至不清楚GDP增長幾多，但就業卻是貼地的，所以世人、市場乃至聯儲局、白宮這麼重視就業，尤其非農職位。驟眼所見，非農職位按年增長跟經濟按年增長走勢幾乎一樣，若非一個月度一個季度，恐怕專家亦不易一眼分得出來。不過只要細觀，其實分別是有的：經濟增長上落不定，但職位增長卻容易看出方向性——過去三年明顯放緩，經濟增長就難看出了【圖二】。

計算顯示，息差領先職位增長約兩年，以近廿年來計更領先近三年，可見未來兩、三年的職位增長將顯著放緩，明年至最遲後年初職位會現按年收縮，徘徊零線水平。

失業率呢？計算顯示，息差領先失業率按年變動一年零三季，近廿年則兩年零三季【圖三】。依圖推算，失業率最遲明秋便按年回升；以今秋4.2%計，明秋將稍高於此。然而以息差與失業率按年變約一對一(-1:+1)關係計，息差回落1%僅推升失業率1%。即使失業率真的重上5%，相信世人不會認為這是衰退，而聯儲局亦未必會大舉寬鬆。



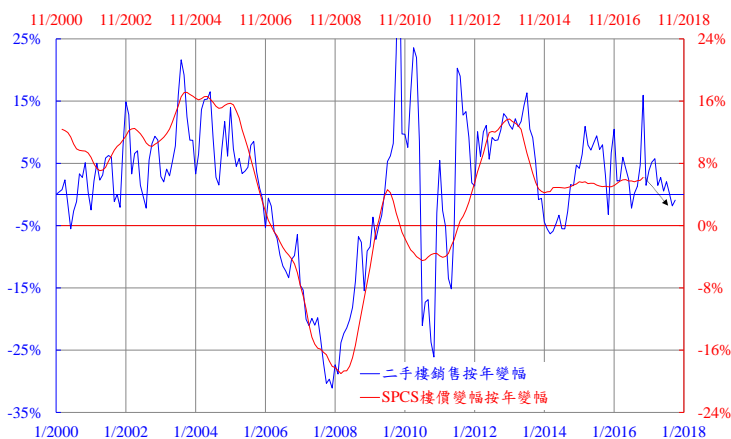
講到政策，是鬆是緊除了看就業之外，更重要是通脹。那些抱住聯儲局只顧就業、不顧通脹之說，在海嘯等非常時期的確有此偏頗，但在長期政策操作上卻絕非如此的。早年好些市場人士只站在市場利益看政策，也妄想聯儲局只會減息、量寬而不會加息，亦以為即使加息亦只會一、兩次過而不會是週期性的，但最終結果證明是大錯特錯。



既然通脹重要，怎展望呢？古語云通脹從來是貨幣現象，惜金融海嘯後好幾年間，此說彷彿突然失效，貨幣增長與通脹拉不上清晰關係。兩者果真就此無關？看來不是，關係是要花功夫找出來的，找不到不等於無。貨幣增長與通脹的關係早已有理論詳述，只差具體如何。其實 M2 增長與 PCE 核心通脹的對數相關，前者先後者五年【圖四】。以此推斷，美國未來三年的核心通脹應穩定，加之油價有些微升壓，聯儲局政策參考 PCE 整體通脹也應穩定，甚或稍微上升。通脹是出名難測的，但此法顯然遠勝斷估。

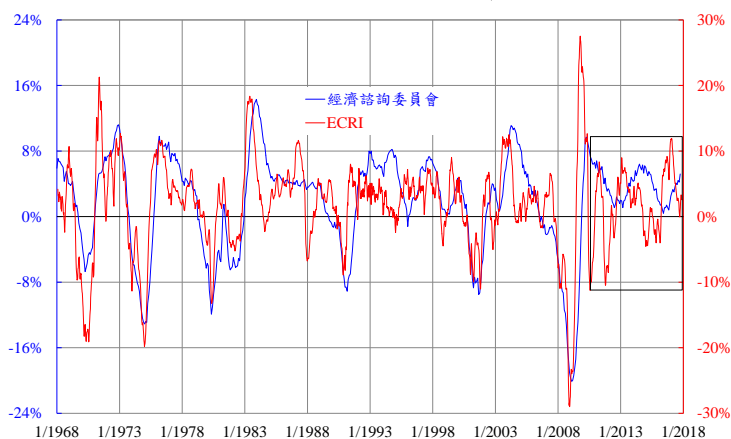
另一要展望的重中之重，是樓市。測樓價說易不易，話難亦不難，尤其測短線者，樓價其實有不少領先指標。在建樓、批則、一手銷售和二手銷售四個數據中，同樣以2000年計起（遷就所有數據），二手銷售與樓價的關係最高且穩定，前者先後者十個月【圖五】。以此推算，樓價僅升幅放慢但未至按年收縮，後年難講，但起碼明年不會。

圖五：美國二手樓銷售與樓價按年變幅



文初提到，以長短息差預測勝過其他領先指標。查美國較出名的領先指標有兩二，一是經濟諮詢委員會（Conference Board，也譯會議局）編制的，另一是ECRI編制的。觀圖所見，兩個指標歷來表現不相伯仲，但自海嘯後至今兩者分歧頗為明顯【圖六】。論上落形態，ECRI會較似經濟增長；但ECRI近幾年多次收縮，而經濟增長卻無縮，反而較似經濟諮詢委員會的。誰較可信？難有定論。這是息差較為可取的主因之一。

圖六：美國兩個領先指標按年變幅



既然美國經濟將會顯著放緩，相信在週期上滯後美國約一年的歐洲亦會緊隨其後。英國和日本的週期大致與美國同步，而加拿大更稍稍領先於美國，劇本其實都寫好了。至於較遠的亞洲，關係稍低，譬如澳洲和本港，大趨勢跟美國接近，但幅度偏離較大。由於美國以外的息差亦呈類似收窄，故此結論，起碼在這個週期上應放諸四海皆準。

經濟放緩，股市對應，今年大升的明年將小升，今年小升的明年將無升或稍跌。

羅家聰
環球金融市場部