

《信報》專欄〈一名經人〉

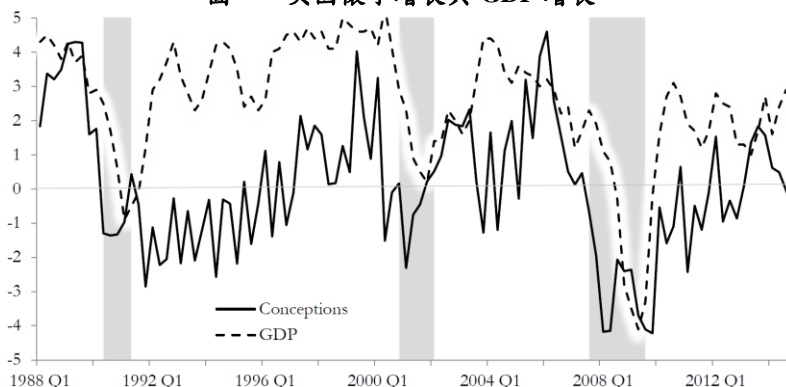
股市息差大肚婆 同測經濟比效果

早輪美股由高位回落一成以上，反彈後似有再插跡象，下次低位分分鐘低過上次；同時間，長短債息差兩個月前見過低位後，目前亦有再回跡象。眾所周知，股市表現、長短息差均為經濟的領先指標，兩者雖未直指衰退，但走勢不多對路，有點山雨欲來。從來領先指標不多，先於股、債市場則更罕，最近卻有學者指發現新指標（見參考）。

在學界裏眾所周知的是，出得 NBER 的，日後有不小機會刊於頂級期刊。這篇文，較諸一般遍佈數式的易讀得多，由頭到尾只有一條回歸方程，可謂懂英文都應看得明。其賣點看來有二。第一是諛頭，一般人不會聯想到懷孕與經濟的關係，就算有想過的，也會懷疑是經濟好了才決定生育，懷孕很難是個領先指標。第二，賣點其實是其數據。其懷孕指標之所以領先，原來是用了美國國家衛生統計中心詳細檔案的「高頻數據」，即大肚婆照超聲波時已被紀錄，數據樣本上億，無怪乎可嘗試預測季度的經濟變化。

效果好不好呢？以下輯了其懷孕與各經濟環節的按年變幅比較，當中灰底部分為 NBER 定義的衰退日子。先看最大路的 GDP【圖一】。驟看而言這確是個不錯的指標，因過去三次衰退前都是懷孕數字先見按年收縮。不過再細觀圖（真的要認真「觀」之）卻見兩處不妥。第一，兩者（變幅）急跌的時間相若，論見頂回落更往往是 GDP 先。第二，雖然三次衰退都測到了，但懷孕數字常見收縮而 GDP 卻無縮。統計學上而言，這就是 II 類型誤差太小，但 I 類型誤差太大，警報經常誤鳴，或曰指標「看得太淡」。若將懷孕變幅的警報線由 0% 調低至 -1.5% 甚或 -2.0%，則雖然誤鳴少了，但「不識響」的誤差卻又大了，因為 1990 年那次衰退便測不到了，且仍錯誤預測了 1992 年衰退。

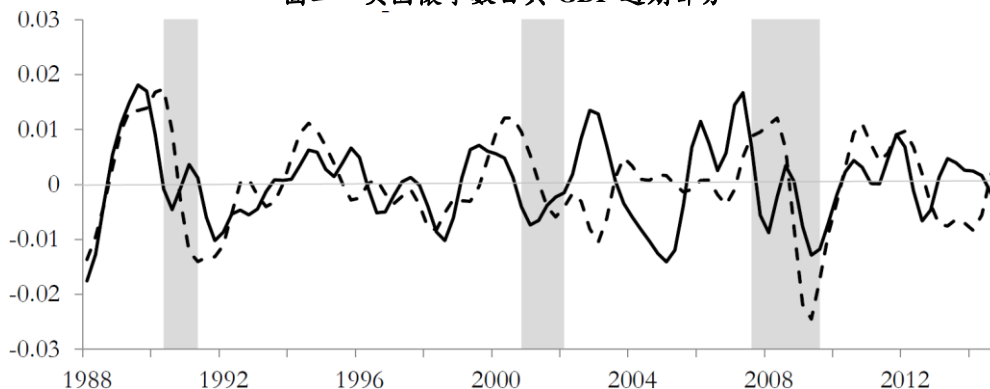
圖一：美國懷孕增長與 GDP 增長



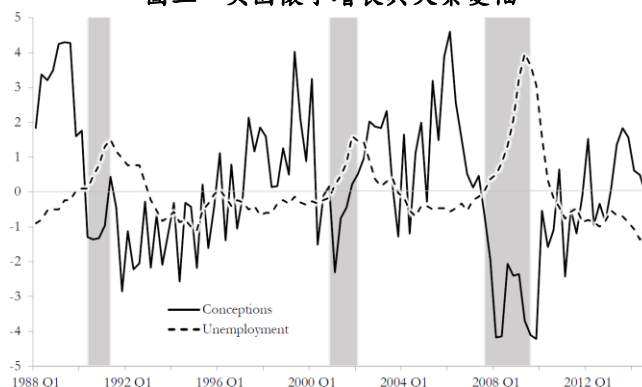
除與 NBER 定義的衰退比較外，另一與經濟週期較全面的比較，是先將所有數字「去勢 (detrending)」，通常包括先取對數，再去季節性因素，最後去趨勢這三個部分。去後如何？觀圖所見，懷孕數字經處理後的「學術表現」似乎好得多，大多日子能領先

GDP【圖二】。但這已是數字的上落預測而非衰退預測了。目前懷孕數字週期部分跌，預測 GDP 也「週期向下」，但這符合股市或息差預示 GDP 增長放緩，兩者並無矛盾。

圖二：美國懷孕數目與 GDP 週期部分

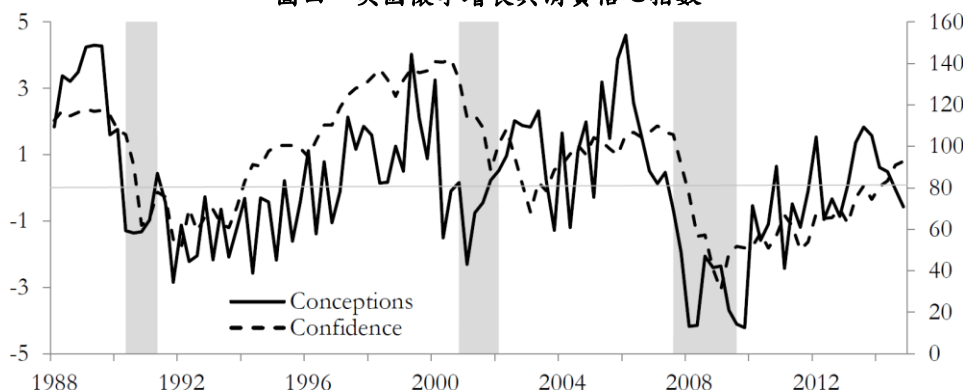


圖三：美國懷孕增長與失業變幅



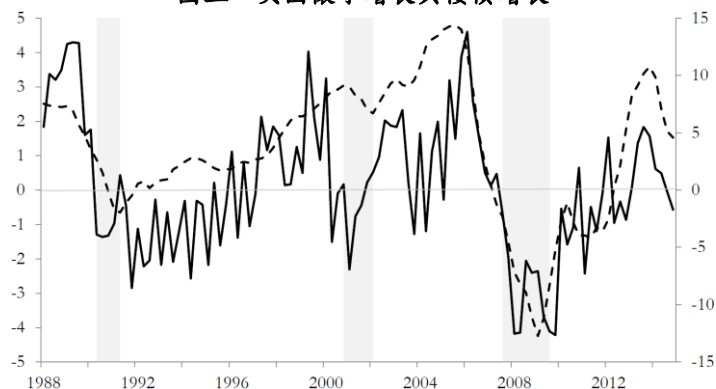
與失業的比較如何？當失業增幅（不是失業率）高於零時，懷孕變幅幾乎同時收縮【圖三】。眾所周知，失業率是滯後數字，如指標只是跟失業同步，照理未必會很領先。跟信心指數比較呢？一般而言，消費信心受大市影響，而信心指數跟股指亦走勢相若。實證上，懷孕變幅領先信心變幅的情況較明顯，而兩者的相關度亦看來較高【圖四】。

圖四：美國懷孕增長與消費信心指數



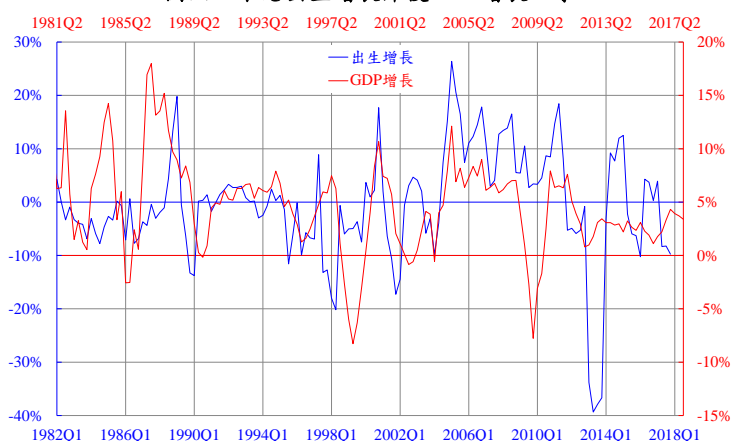
最後，懷孕變幅有否領先樓價變幅呢？樓市也是眾所周知的領先環節，觀圖所見，懷孕數字似乎跟樓價同步【圖五】。另外，由於不是每個衰退週期樓價變幅都會大跌，故如2000年時懷孕數字收縮預示GDP收縮，但樓價卻沒對应收縮而只是升勢放緩。

圖五：美國懷孕增長與樓價增長



看來，即使以上佳懷孕數字作指標，表現亦不十分標青。你道應用於本港又如何？我們固然不會有實時超聲波紀錄，且華人亦有不見肚不周圍唱的習慣，故即使會有的，亦是產後登記的出生紀錄。以一般出生的37至40週和最早知道懷孕的4週差距計算，出生登記便較研究員所得的數據遲七至八個月，或兩至三季。若計算本港出生增長與GDP增長關係，即見前者是滯後於後者三季的。換言之，即使本港有那套實時數據，亦頂多與本港GDP增長同步。換言之，即使有數據都好，這套研究在本港亦用不着。

圖六：本港出生增長滯後GDP增長三季



無疑，金融市場本應為經濟服務，要從市場裏找領先經濟的指標，往往不得要領。因此，從另些環節裏找頭緒也正路的。不過「造人」過程一點也不短，頭尾長達三季，要從中抽出領先成分殊不容易。懷孕看來確有點領先，但跟股債市比卻不特別標青。

參考：Kasey Buckles, Daniel Hungerman, and Steven Lugauer (2018), "Is Fertility a Leading Economic Indicator?" NBER Working Paper No. 24355, February.

羅家聰
環球金融市場部