

《信報》專欄〈一名經人〉

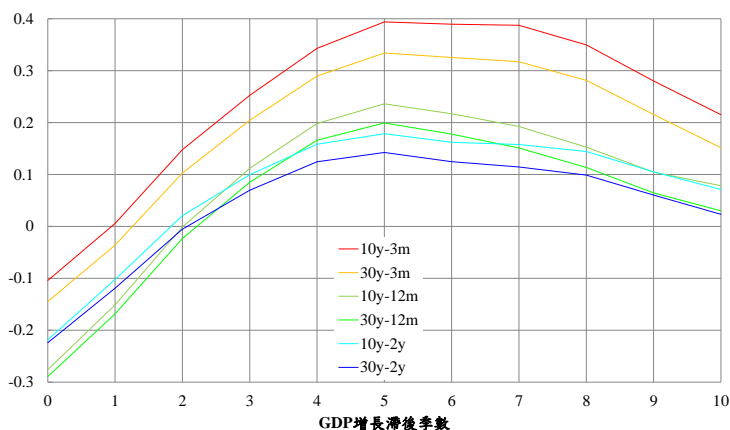
孳息曲線測經濟 花旗還好憂外圍

隨着全球經濟已整齊地復蘇後，各國陸續收水，下一個問題是收水可到什麼程度，或變相問，全球復蘇還可持續多久。眾所周知，測經濟最好問孳息曲線（長短息差），但測好幾季後的時間誤差可以很大。為了準確一些，今文決定分析各年期息差的效果，其所預示時距，並在應用於三大歐美體系上有何異同。這對收水前景應有一定啓示。

先看美國。在1991年首先發表息差能預示經濟的文獻中（見2006年1月敝欄），是用上了十年期減三個月期的美國國債息差，經濟則以GNP計，並套上probit模型。Probit模型易做，一般放進軟件運行即可，但非人人擁有；而今天世人已多參考GDP而非GNP。當時研究指息差預示五至七季後最理想，而五至七季後GNP收縮的條件，分別為短息低於長息2.6、4.0和5.9厘。研究發表後已四分之一世紀，今天還適用嗎？

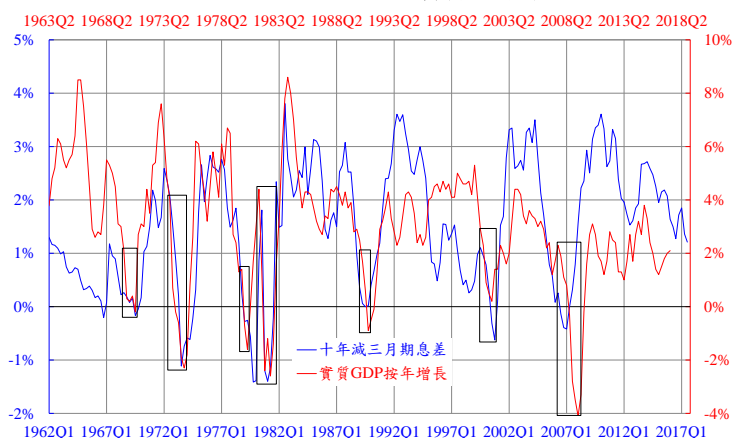
現以十年、卅年兩期為長息，三個月、十二個月和兩年為短息測試，組合共六個。為作比較，數據期遷就最短歷史、但交投甚為活躍的兩年期債息。觀圖所見，論與滯後GDP增長（按年計）的相關度，確是原文的十年減三個月期最高，時差亦為五至七季【圖一】。不過配合各年期的測試結果，看來測五季後的結果較測六或七季後的穩陣。

圖一：美國長短息差與滯後GDP增長關係，1977-2017



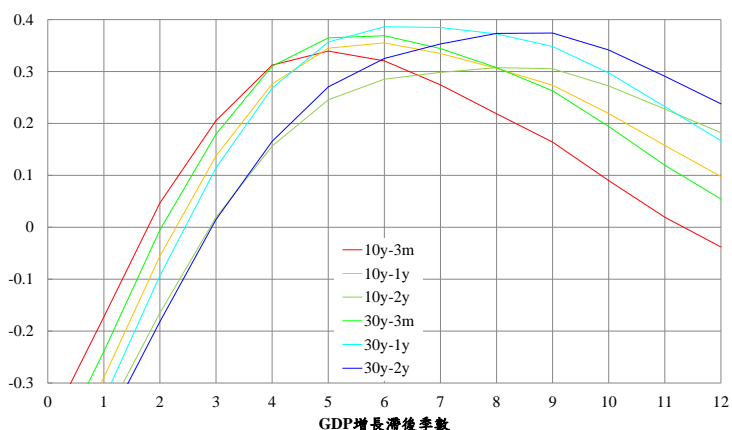
將長短息差與滯後五季的GDP增長同示一圖，再框住NBER定義為衰退的日子，可見NBER定義的衰退不是每次都有GDP收縮，不過息差所測的卻是GDP收縮而非NBER的決定【圖二】。以息差與GDP收縮的關係看，息差轉負後都有衰退，即使在1966年底轉負那次，亦在1969年底即三年後便見衰退。至於1990年中起的短暫衰退，則息差亦曾在1989年5至8月間即四季前輕微轉負，只是圖中的季度平均看不出來。由此看來，儘管近十幾年來與經濟增長的關係似乎較之前疏離，但息差仍是基準指標。目前息差仍有一厘以上，未來五季衰退的機會當然很低，但過去七年半息差明顯趨跌，所預示的經濟增長放緩則應會相當顯著。當前增長僅2%，放緩的話，將會很接近零。

圖二：美國長短息差與實質經濟增長

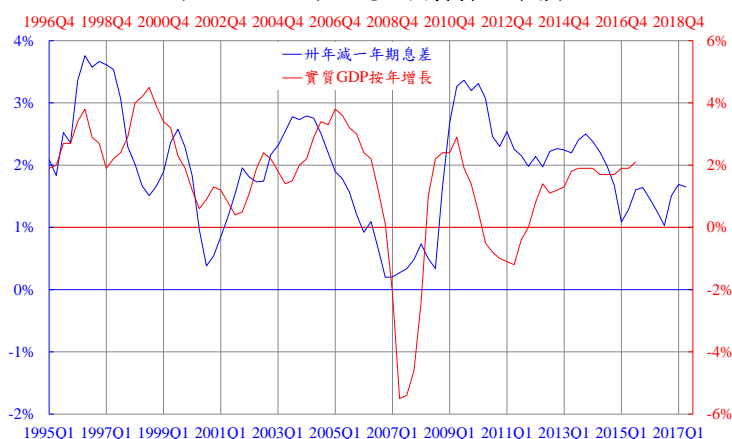


看過美國後，自然會問：歐元區也可如斯測衰退嗎？測試各歐元區長、短債息差，可見息差與滯後的 GDP 增長相關係數最高也達近 0.4，跟美國的相若；不過時差頗闊，五至九季都有【圖三】。於是，以下取最佳的卅年減一年期，而時差則取中值之七季。

圖三：歐元區息差與滯後GDP增長關係，1999-2017



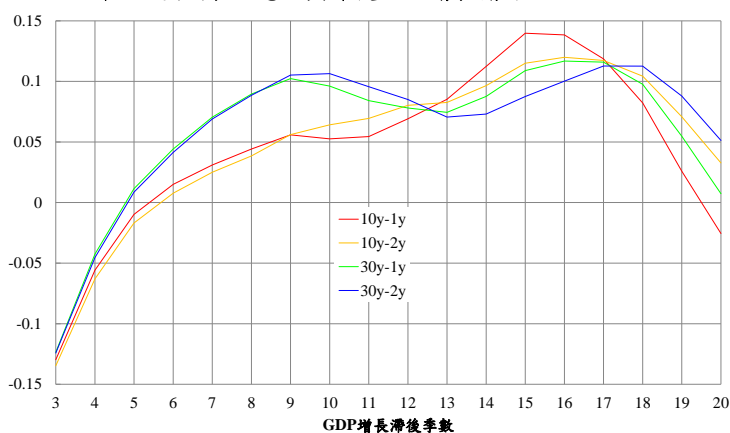
圖四：歐元區長短息差與實質經濟增長



隔七季看，歐元區的息差與 GDP 增長關係驟看還可，但息差的盛衰分界要調高至 1 厘而非零【圖四】。另外，1999 年息差跌穿 1 厘預示的 2001 年 GDP 按年收縮沒見，儘管 2003 年初曾現不算衰退的僅一季按季收縮。近三年來息差在 1、2 厘間低位上落，彷彿預示經濟放緩在前。留意息差在 2010 年僅急回而沒穿 1 厘，但衰退亦終發生了。

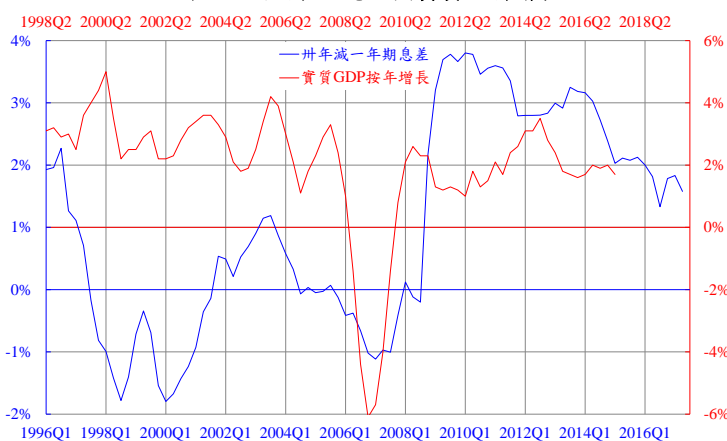
由此可見，長短息差雖與 GDP 增長關係高，但跌穿 1 厘跟衰退與否卻無必然關係。

圖五：英國長短息差與滯後 GDP 增長關係，1996-2017



最後看看英國的情況。英國沒有很長的三個月期債息歷史，故可測試的組合僅四。如圖所見，息差與滯後 GDP 增長的關係很低，系數僅 0.1，可測性甚成疑問【圖五】。即管也取關係較高但歷史較長的卅年減一年期息差，和滯後七季的 GDP 增長來分析。如圖所見，效果認真欠佳【圖六】。儘管英國債市歷史悠久，但息差卻難以預測經濟。

圖六：英國長短息差與實質經濟增長



看來，息差預測衰退只在美國較為可靠，在其他地方即使鄰近如歐、英亦未必準，當中歐元區較英國好。然而，歐美在近幾十年來的衰退日子卻頗一致；其實不只衰退，整體經濟週期也頗一致。那麼測到美國又是否等於測到歐洲呢？卻不一定。如 2012 至 2013 年間，歐元區在歐債危機下連續六季經濟收縮，但英美的卻依然擴張不受影響。

固然，話不可反過來說，即若美國出事，歐洲甚至世界其他地方倖免的機會不大。目前美國的前景將是放緩，會否因而掀動其他地方陷入收縮呢，就很難說了。如是者，如 2001 或 2008 年般的全球衰退應該可免，但如 1997 年般的局部地區性衰退則難料。

羅家聰
環球金融市場部