

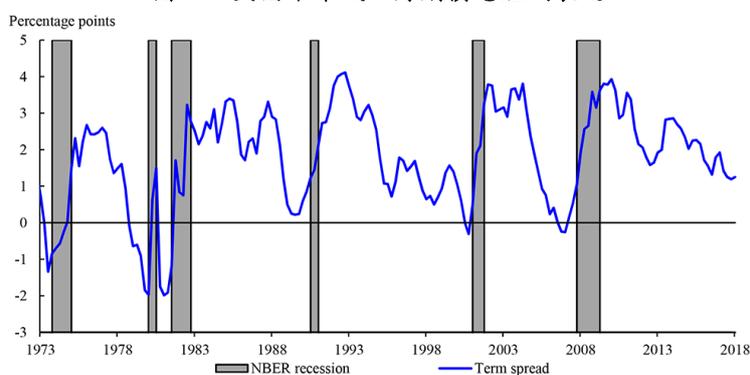
《經濟日報》全版專欄〈一名經人〉

息差模型怎樣計 衰退風險仍很低

隨着美國十年期債息於3厘遇阻力，加上股市調整而回，而鮑威爾言論令短息升，長短息差近月再度收窄。到底長短息差測衰退的具體操作如何？今文講講（見參考）。

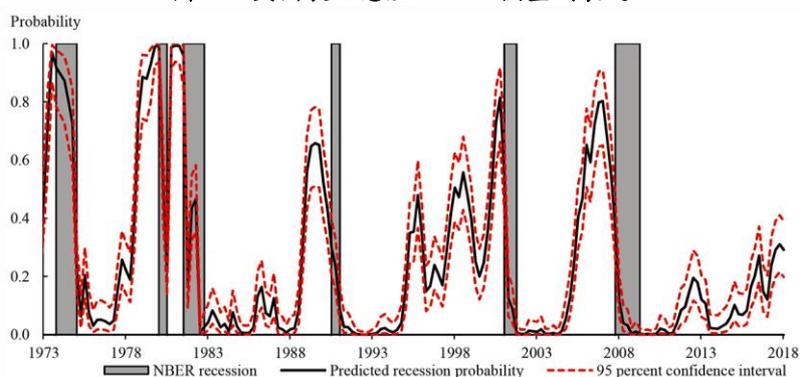
圖一為最簡單的十年減三個月期債息差與衰退關係。經數據測試過後發現，十年、三月這幾乎最長減最短年期（棄用卅年期因已久沒增發）是與GDP增長關係最高的。每次衰退前息差均曾穿零（日度數據顯示1989年也穿過，圖中無穿因取低頻平均）。

圖一：美國十年減三個月期債息差測衰退



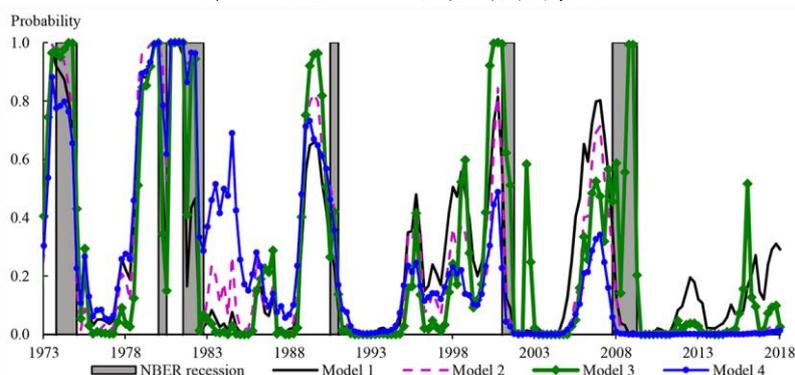
然而，這套預測的原始版本是 Probit 模型，即回歸左方以累積常態分佈由0到1，反映衰退機率（也是只能由0到1）作最大似然估計（maximum likelihood estimation）。圖二為簡單的 Probit 模型預測，可見歷次衰退前，以息差預測的衰退機率最少也六成。目前算出的機率雖升但僅在三成上下，情況如1995年時，息差雖同樣低但毋須擔心。

圖二：美國長短息差 Probit 模型測衰退



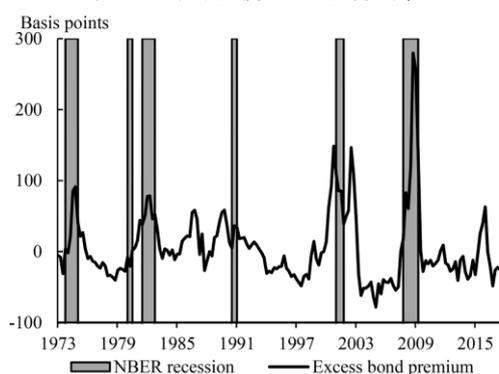
圖三加上三個 Probit 模型作比較：第二個用債息的主成分（principal component），第三個在息差上加上企債風險溢價，第四個將長短息差扣除十年期長期溢價（term premium）。觀圖所見，其實另三個模型算出的衰退機率比傳統模型的結果還低得多。

圖三：另些 Probit 模型測美國衰退



圖四單以企債風險測衰退，效果不及上述模型，且最新計算亦未呈現衰退訊號。

圖四：美國企債風險溢價測衰退



無論怎計，美國在未來一、兩年內均不似會衰退。觀乎歷史經驗，通常息會照加，縱有熊市亦兩成上下而不驚人。

參考：Peter Johansson and Andrew Meldrum (2018), “Predicting Recession Probabilities Using the Slope of the Yield Curve,” FEDS Notes, 1st March.

羅家聰
環球金融市場部