

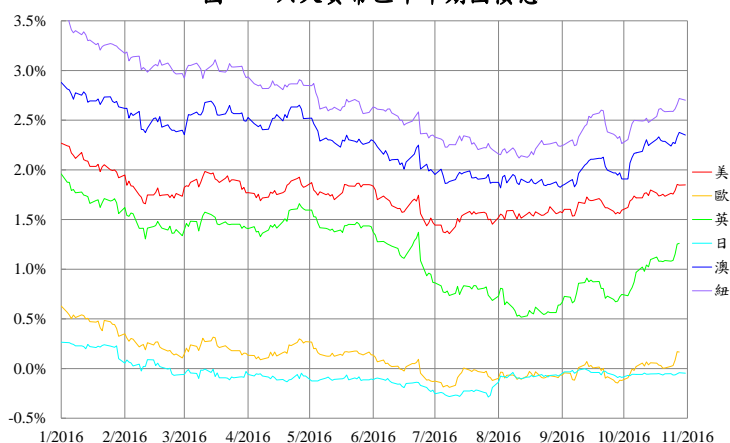
## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 長息息差皆掉頭 寬鬆還可延多久？

自從歐、英將每月議息改為一年八次以來，幾大央行議息期堆在一起的情況多了，尤其碰上月頭，連同另些每月例行議息國家，便成超級議息週。當然，美國大選在即，市場預期多數央行不會有何動作，即使如此，息匯兩市卻已悄然行了不少。回首看來，無論美匯、美息皆在今年中前後轉跌為升，而踏入第四季急了起來。都關加息的事？

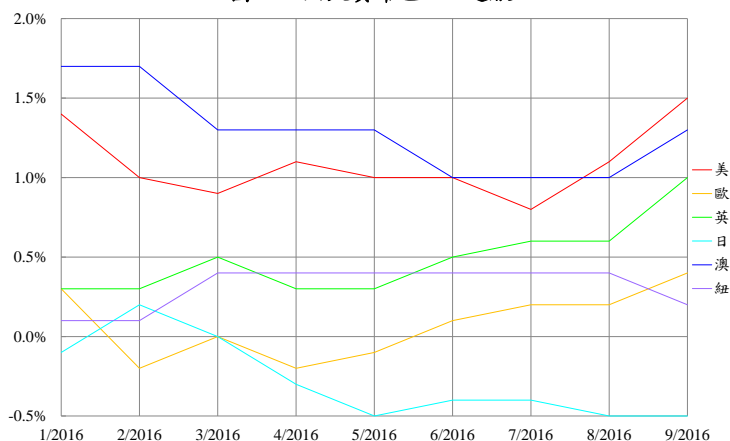
十大貨幣中，加息的只有美元，其餘央行的政策取態都寬鬆的。然而，從六大貨幣（除歐元外皆近期議息）的長息走勢所見，回升的不限於美元，而是幾乎眾幣全線皆升【圖一】。美、歐十年期國債息在7月初見底後，其餘的在8月也隨見底；踏入10月，眾息除日圓外皆見急升。驟眼所見，實在除日息外，其餘五地的長息走勢均甚相似。

圖一：六大貨幣區十年期國債息



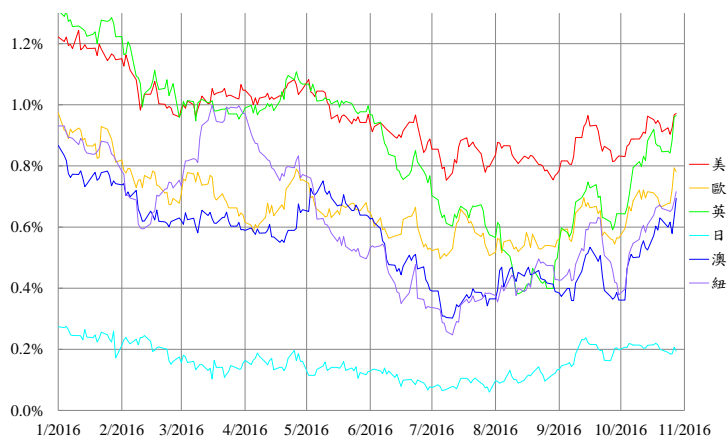
既然各地政策各有方向，但長息方向卻一致，意味背後應有更重要的大圍性因素，蓋過個別政策因素。眾所周知，長息水平的大圍因素是通脹，看看這六貨幣地的通脹，即見當中四個近期回升，仍弱的僅日、紐二國【圖二】。雖然六地通脹目前仍未達2%，但依近月升勢，顯然見2%亦毋須很長時間。長息預示遠景，故近期升勢屬合理賽果。

圖二：六大貨幣區CPI通脹



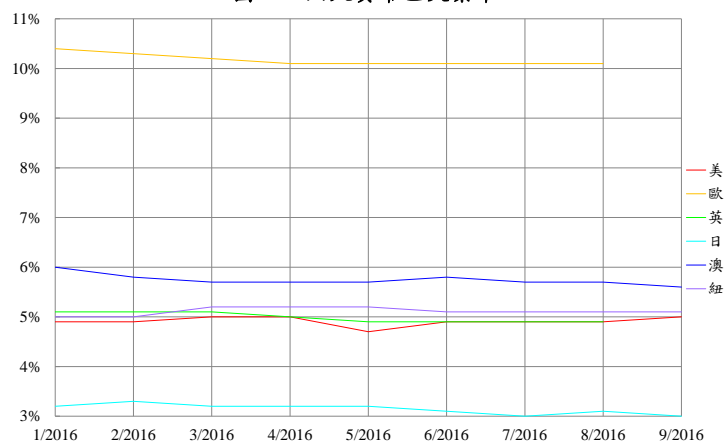
事實上不只長息，就是長短息差也見類似的回升情況，且不限於六地的其中四個，而是全線皆然【圖三】。與長息水平不同，長短息差反映的不是通脹預期而是經濟前景。是故這兩個現象合起來，所預示的是不只通脹有回升壓力，就連經濟也有改善的跡象。在息差改善上，六地當中以坊間看得最淡的英國改善得最明顯，之前顯然看得過淡。

圖三：六大貨幣區十年兩年國債息差

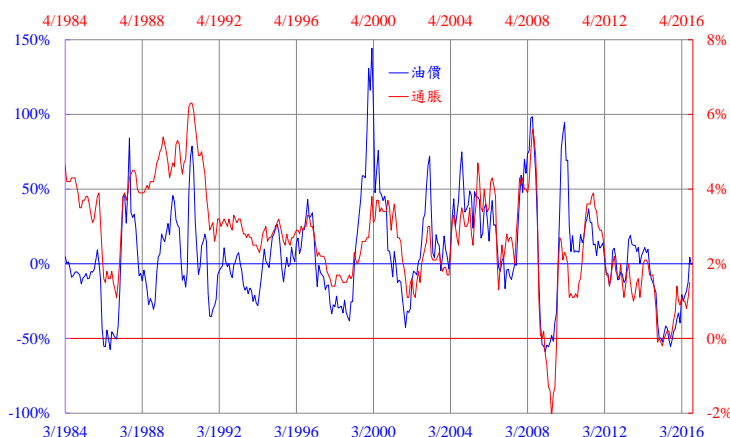


至於這良好經濟前景又是否有客觀支持？從確認復蘇的滯後數據所見，除美國外，六地失業率皆仍趨跌，而且多在6%以下【圖四】。當最領先的經濟指標——長短息差，與相當滯後的經濟指標——失業率同皆顯示經濟在轉好時，寬鬆政策亦愈見不必了。

圖四：六大貨幣區失業率



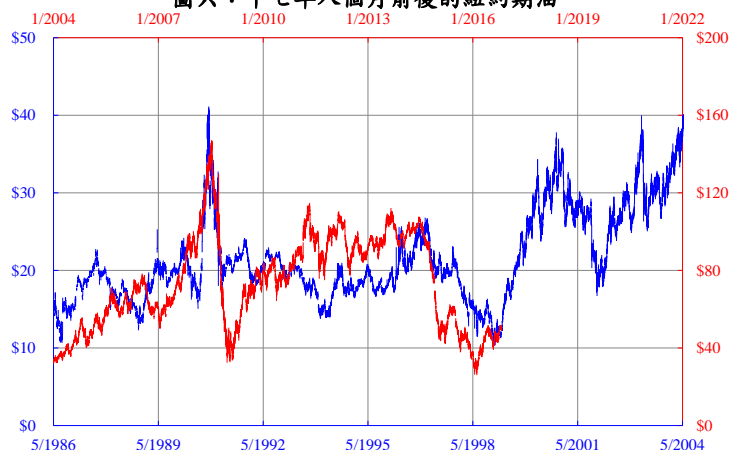
圖五：油價變幅與美國通脹



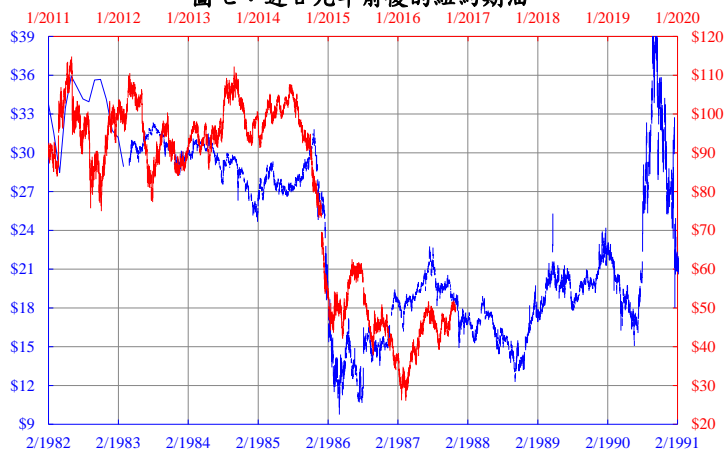
實體活動與價格變動未必有必然關係。譬如近年的通脹大跌，普遍經濟體仍增長，可見這通脹跌壓很大程度上不是由需求面導致的。科技一日千里與全球生產成本低廉，這些才是導致低通脹的真因；而油價大瀉所反映的也是供過於求，只是在油市而言矣。所以，將油價與通脹找關係的話，兩者理應相關。實證所見，油價變幅與美國通脹自1990年代起關係密切【圖五】；其餘國家亦見類似關係。隨着油價於現水平穩定下來，如圖所料，按年通脹亦應趨向2%之央行目標，而需時將不長，兩者時差只有一個月！

油價怎行素來言人人殊，好淡目標相距幾倍是閒事。若對比昔日的大瀉，無論是1985年那次還是如1998年，圖表看來都是底應已見，儘管大升未必在前【圖六、七】。畢竟大產油國已財困至水深火熱地步，繼續各自各增產只會導致能源企業出現破產潮，屆時走資、破產、甚至匯率暴瀉等將見諸所有產油國。現在似有足夠誘因團結起來。

圖六：十七年八個月前後的紐約期油



圖七：近廿九年前後的紐約期油



央行轉軌固然有油市因素，但經濟確認復蘇也是另一主因。昔日央行會輸打贏要，在通脹與實體兩邊輪流拿出寬鬆藉口，不過今時今日兩邊都無藉口了，甚至量寬也難，無債買了。息、匯等市場價格只是反映實況，告訴大家寬鬆確實已行到尾聲而已。

羅家聰  
環球金融市場部