

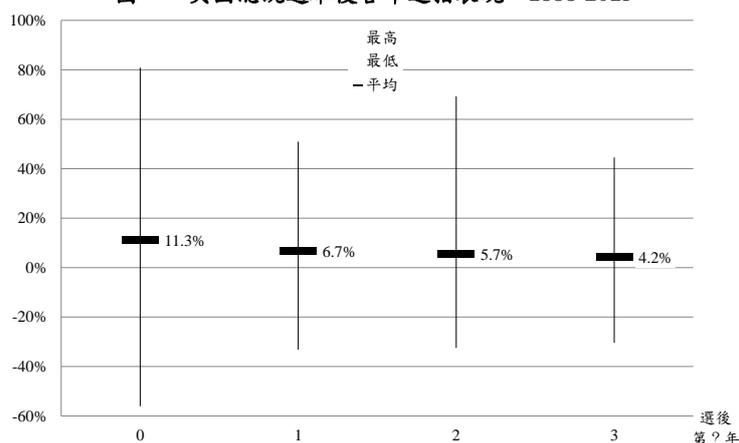
《信報》專欄〈一名經人〉

選舉週期找異同 選以經濟在作崇

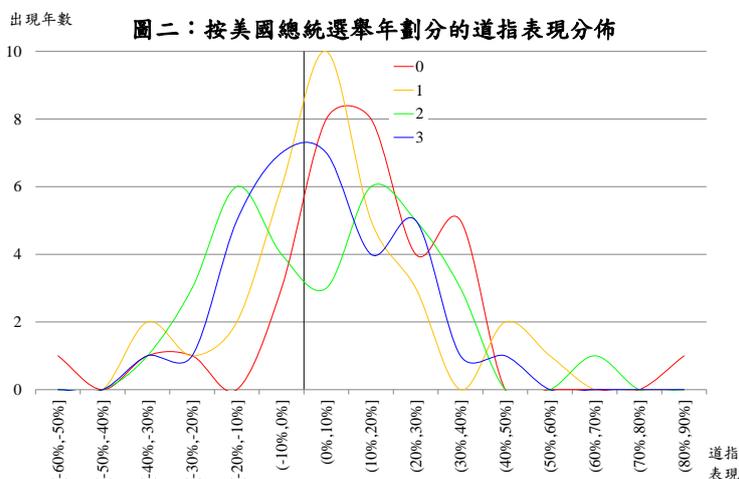
美國總統選舉接近進入直路，兩黨的代表人物亦呼之欲出。傳（統）說在選舉年，兩黨皆會做靚個場以爭取選票，故經濟、金融理應均好，政策寬鬆。是否真這樣呢？

曾有計算指出，選舉年的美股表現較非選舉年好。若按照大數定律由有紀錄計起，由1888至2015年共128年或32個選舉週期裏，美股在選舉年的表現平均升逾一成（選後第0年），較另外三個非選舉年的平均升半成上下明顯高出一截【圖一】。於是，不少分析純粹基於平均值便判斷美股在選舉年應會較好，但卻犯了統計最基本的失誤：只看集中趨勢（central tendency）而忽略了分散度（dispersion）。考慮數據分散度後，可見選舉年的最大回報和最大虧損均甚於非選舉年。那選舉年的表現是否特別分散？

圖一：美國總統選舉後各年道指表現，1888-2015

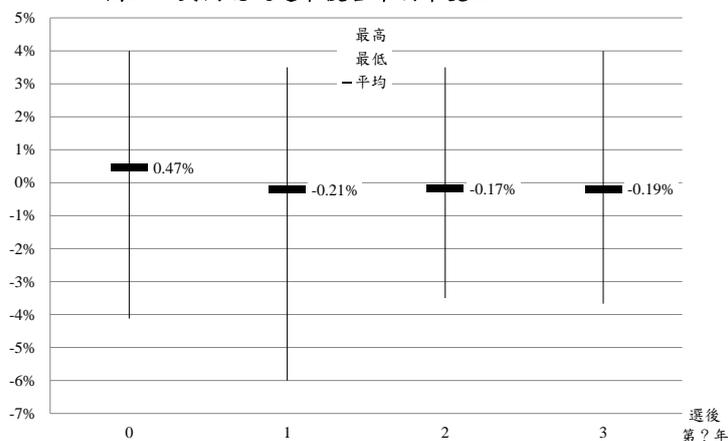


最全面的做法，是為選後第0至4年各自點算並繪出整個分佈。結果有何發現呢？選舉年的整個分佈確較其他年份的偏右，或偏向較高回報，但未必統計顯著【圖二】。雖然選舉年在兩個極端各有一次紀錄，但在較偏遠的部分如跌一成以上或升四成以上，選舉年出現這樣的情況較諸非選舉年反而是偏少的，可見其分散度看來亦不算太高。



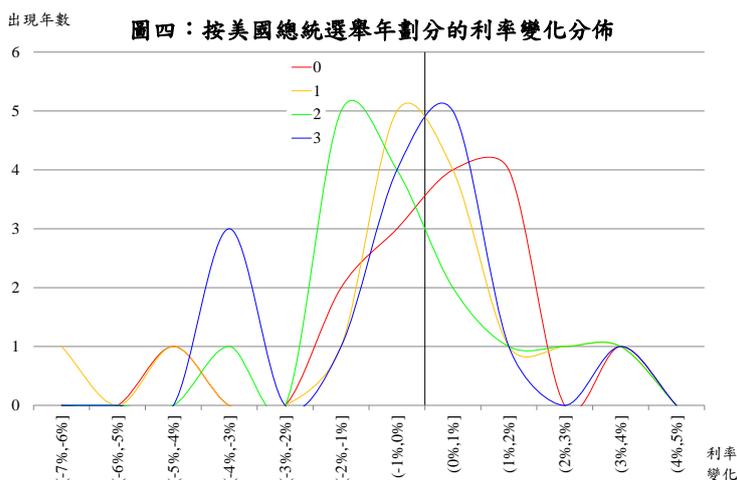
息口政策又如何呢？點算 1956 至 2015 共 60 年或 15 個週期的聯邦基金利率變化，可見選舉年的利率平均加近半厘，而非選舉年的則平均減近 0.2 厘【圖三】。這個發現，顯然跟坊間深信選舉年間不會加息的想法剛剛相反——選舉年才是傾向加息的年份。

圖三：美國總統選舉後各年利率變化，1956-2015

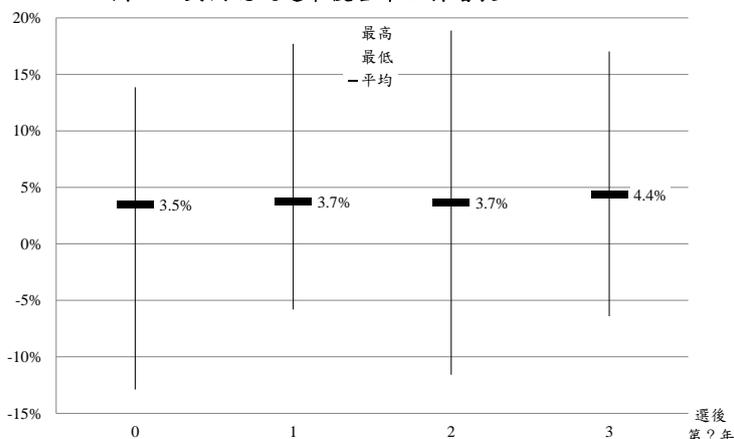


分佈所見，選舉年的利率變化分佈似覺較非選舉年的偏右【圖四】。2008 年減息、2012 年沒加，不符印象？印象可信就不用統計了。2000 和 2004 年分別加 1 和 1¼ 厘。

圖四：按美國總統選舉年劃分的利率變化分佈

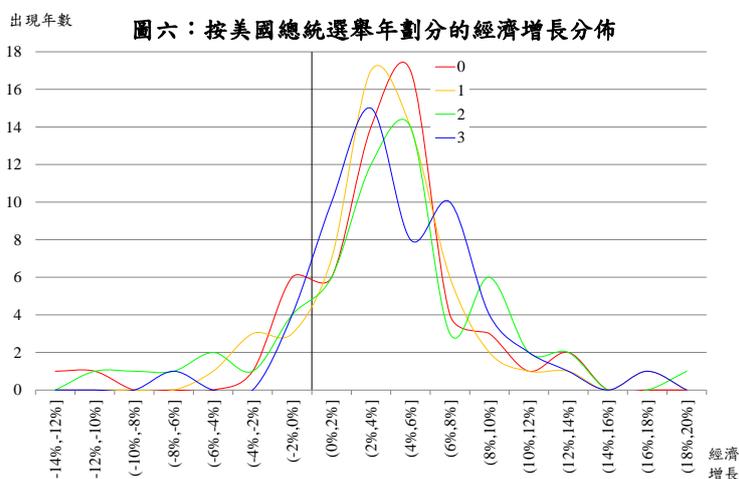


圖五：美國總統選舉後各年經濟增長，1792-2015

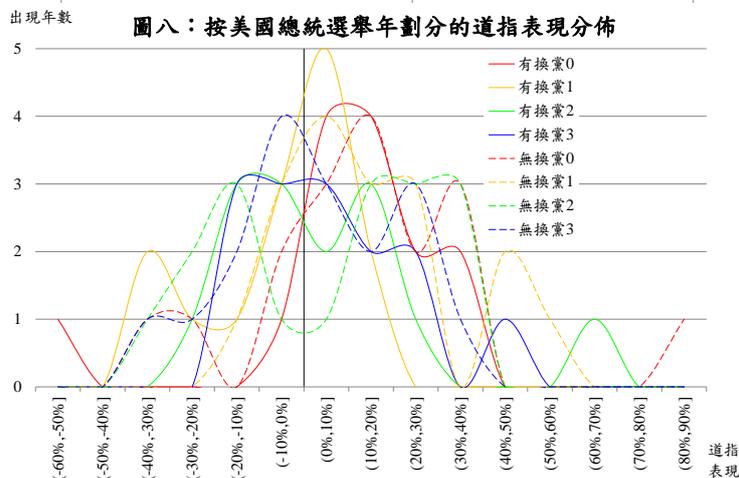
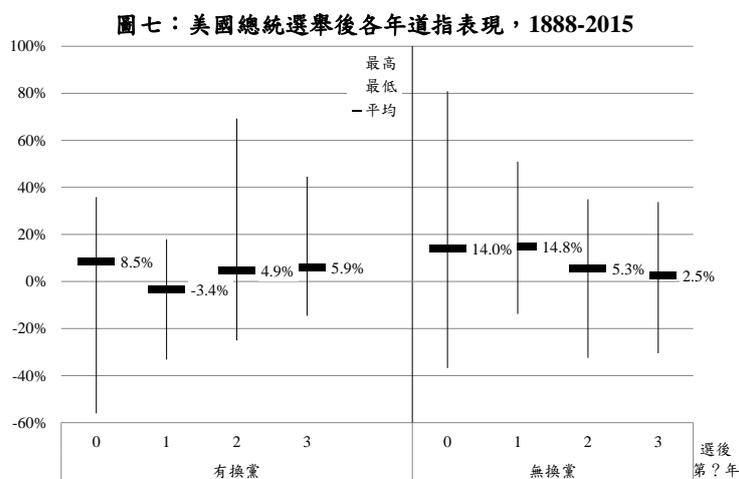


美股表現、息口變化在選舉與非選舉年有別，那經濟呢？美國由 18 世紀末開始，既有四年一度的總統選舉亦有經濟增長紀錄，點算顯示，選前一年的增長平均 4.4%，

但非選舉年的卻僅 3.5 至 3.7%【圖五】。不過，數字高低差亦一如前述情況般相當闊，要進一步看分佈才見意義。分佈所見，選舉年後第幾年與經濟增長關係不大【圖六】。這與前述的美股表現與息口變化在選舉年呈分佈右傾的情況頗為不同。從眾數角度看 (mode，即山峯)，選舉年的經濟增長較非選舉年稍高，多少解釋到上述右傾分佈。

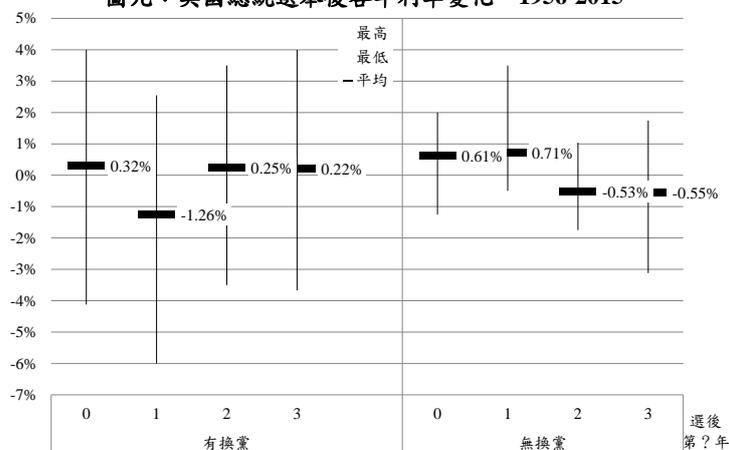


本文下半部分要問的，是在有換黨與及無換黨的情況下，上述的統計會有何分別。之前看過，選舉年的美股表現最好，但隨後三年則每況愈下。拆分有/無換黨情況下，美股在有換黨的選舉年不及無換黨，隨後兩年亦較差；或許求變皆因景況差【圖七】。



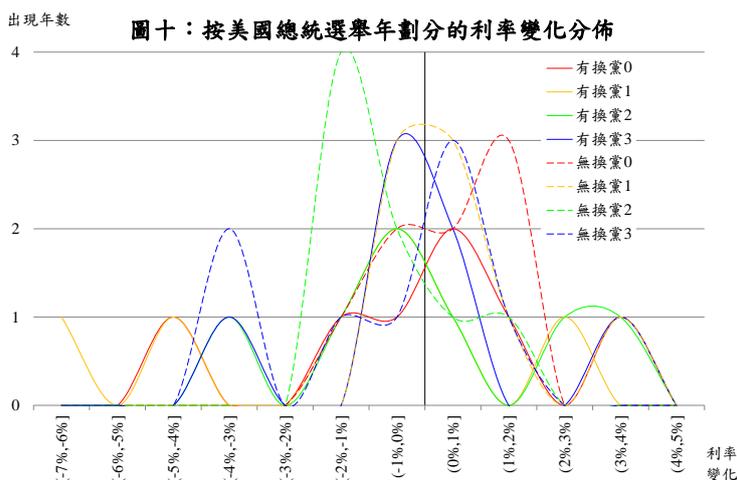
在有換黨與無換黨下，美股在選舉週期各年的平均表現如何呢？在選舉年與翌年，看來分別不大；至於再之後兩年，則似有分別但卻不容易看得出分別在哪裏【圖八】。

圖九：美國總統選舉後各年利率變化，1956-2015



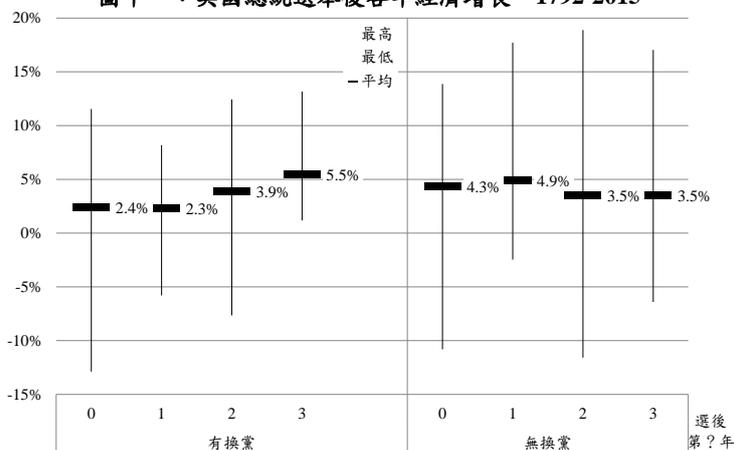
利率變化方面，無換黨下頭兩年的加息傾向較高，而有換黨的翌年平均是減息的；至於之後兩年，則無換黨的傾向減息【圖九】。由此估計，換黨、息口皆結果而非原因：經濟差才求變換黨兼減息（首兩年計），經濟好則不換黨兼加息。經濟好壞才是底因。

圖十：按美國總統選舉年劃分的利率變化分佈

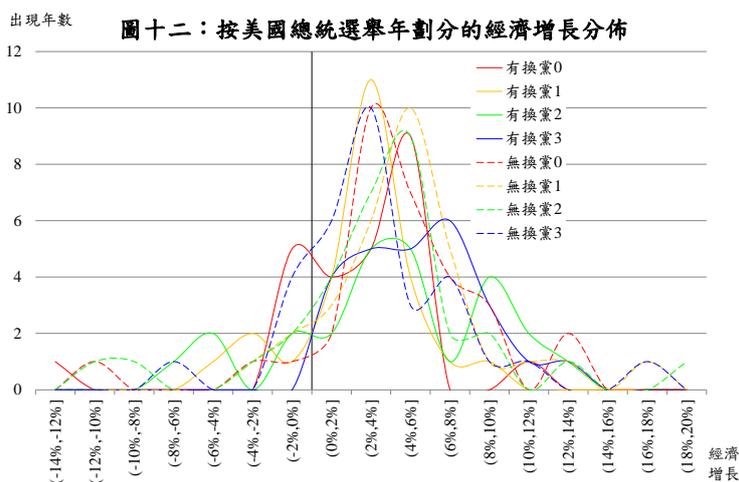


將之以分佈表示，亦不易看得出有換黨與無換黨的分別，除了無換黨的較傾向加息【圖十】；但這亦是平均值（圖九）所顯示的結果，分佈並沒有展示什麼新的發現。

圖十一：美國總統選舉後各年經濟增長，1972-2015



最後在經濟增長方面，有換黨的，或因經濟本已差才求變的背景，選舉後的幾年，經濟增長趨向改善；至於無換黨的，選舉年及翌年的增長雖然平均較高，但卻後勁不繼【圖十一】。換成分佈來看，大概亦見在選舉年及翌年，無換黨的增長較有換黨的高；而在再之後的兩年則倒轉，有換黨的較高【圖十二】。如果經濟是因、換不換黨是果，那麼倒過來說，今年經濟增長或較去年的 2.4% 進一步放緩，顯然是貼近換黨的情況。果如是者，共和國的特朗普跑出亦不奇怪。重溫圖七、九，明年美股要跌亦要減息。



從選舉週期出發，可見股市、息口之表現不同，但再作梳理後，其實選舉或是果，經濟才是因。若這假說成立，那麼觀察到的選舉與經金關係可能是假（spurious）的：經濟帶動股市、息口變化，同時致使換黨與否，令後兩者在數據上見關係。君或會指，將選舉設定為真因，同時影響經濟增長與股市息口，如何？不是不可，但選舉與經濟、股市、息口在數據上的關係顯然較弱，甚或不呈統計顯著；但起碼若以經濟設為真因，與股市、息口的關係便強得多了。政、經雖互為因果，但實證上似乎仍是後者勝出。

羅家聰
環球金融市場部