

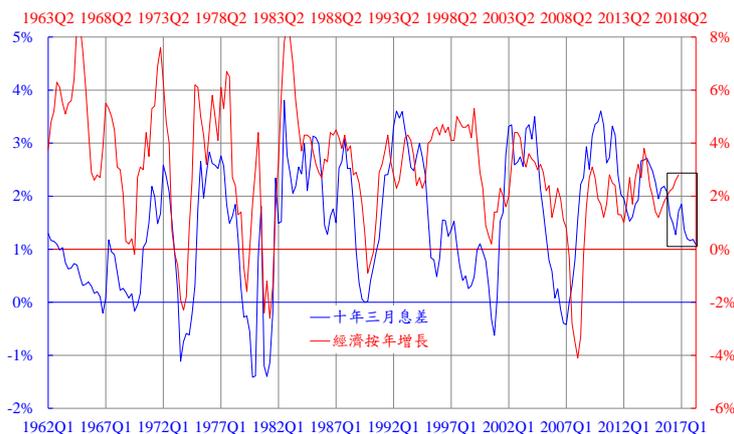
《信報》專欄〈一名經人〉

孳息曲線無逆向 息差跌別太緊張

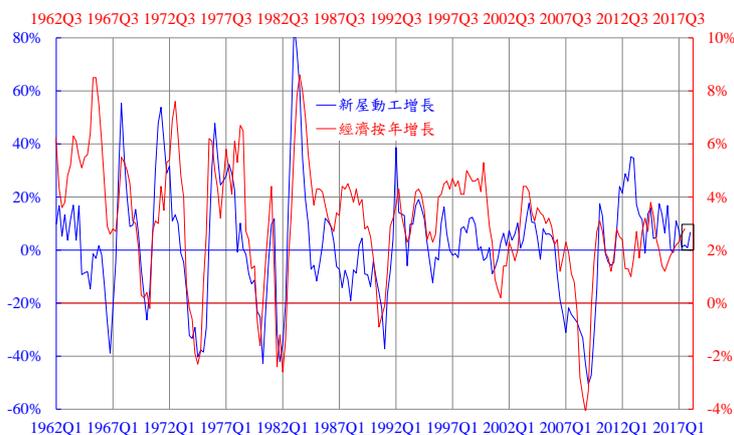
今輪復蘇最遲起步的歐洲也將退市，美國更提速收水，反映全球經濟真的很好了。不過，此時美國孳息曲線平坦得很，甚至有逆向危機，昔日市場不多理會的曲線預測，今天世人都關注了，連格林斯潘亦指美國經濟已在放緩。不過，整體數據又不這樣說：以最受關注的非農職位為例，按年增長確曾由2015年初高位2.2%跌至去年底1.4%，但近幾個月又再重拾升勢；以過往衰退經驗看，職位增長皆會一躍跌穿1.4%至收縮，故暫看可算有驚無險，衰不出來。此際要判斷前景，唯有多看其他數據、其他地方。

首先，長短息差雖能預測衰退，但其水晶球功能主要在盛衰分界之上，論相關度，縱由1970年起長短息差與（滯後五季）經濟增長較相關的日子計亦不足0.5【圖一】。曲線若無逆向，其對經濟的預測未必如拼圖般準：上次案例在1995年，息差低過今次（留意是十年期減三月期），但經濟增長並無在翌年即1996年放緩，其時也科技熱。

圖一：美國長短息差與經濟增長



圖二：美國新屋動工與經濟增長

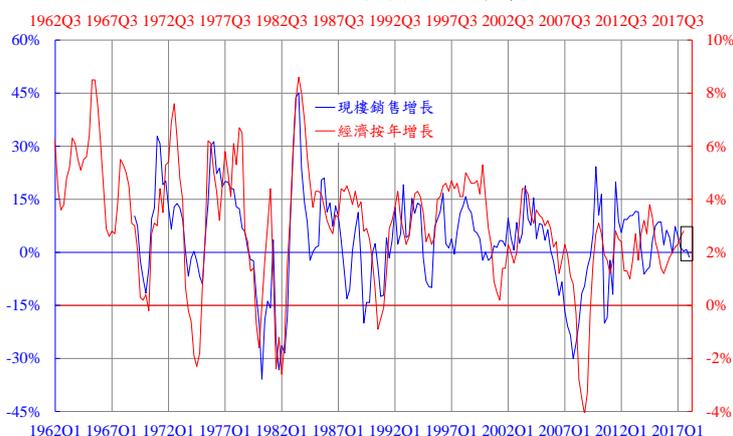


這正常的。愈領先的指標通常雜音愈多，準確度亦愈低；這是買時間的必然代價。要提高準繩度自要降低領先程度。另一被公認/證實為具領先性的是新屋動工【圖二】。

新屋動工按年增長其實亦類似職位增長般近年出現放緩，從這角度看格老顯然是對的，只不過動工增長未見按年收縮；而即使收縮亦不意味衰退，因為歷史經驗是動工縮一、兩成以上後才出現衰退。計算顯示，新屋動工與滯後兩季經濟之增長相關係數達0.6。

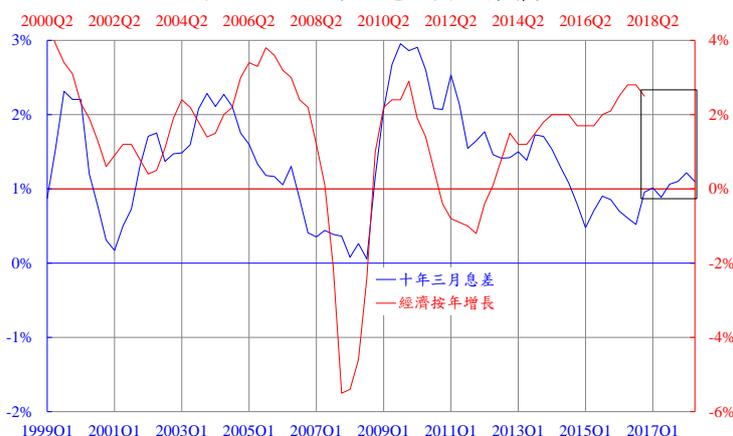
現（二手）樓銷也是美國不錯的領先指標，但與新屋動工類似的是，領先僅兩季，收縮幅度要一、兩成以上才預示衰退，而近期未有衰退訊號【圖三】。相關係數方面，隔兩季的數字達0.63，較新屋動工稍高。其實上述指標皆見轉弱，只是沒有預示衰退。沒有就是沒有，我們亦不能見指標在跌便見淡唱淡，畢竟預測不易，測領先指標更難。目前唯一可做的是密切監察指標發展，一日無衰退訊號就當無事論，不必杞人憂天。

圖三：美國現樓銷售與經濟增長



美國暫時無恙，反觀美國以外卻明顯轉弱。歐洲雖較遲復蘇，但近期卻率先放緩，即使龍頭德國近月的 IFO 和 ZEW 等領先指標均顯著回落，同步指標 PMI 更不在話下。若據歐元區的長短國債息差之預測，該區經濟其實早應放緩；但跟美國一樣息差無負，而歐元區實際上的經濟增長近幾年不跌反升【圖四】。即使從最近幾季的長短息差看，更是稍為回升的，故未來一、兩年的經濟前景照理應不會太差，起碼未虞出現衰退。

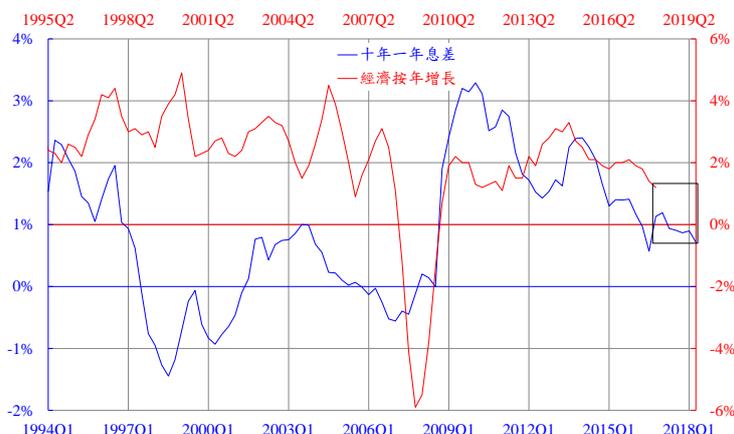
圖四：歐元區長短息差與經濟增長



隔鄰受脫歐困擾的英國又怎樣呢？英國近期的經濟數據確弱，彷彿脫歐影響浮現。然而，歐、英兩地近期幾乎同步轉弱，卻很難說脫歐影響誰較多。至於長短息差走勢，其實早自海嘯後不久已由高位持續回落，但過去兩年跌至1厘後已穩定下來沒進一步跌

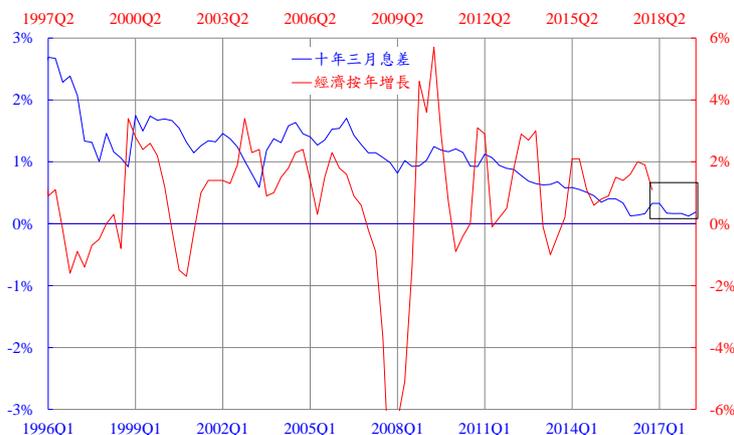
【圖五】。觀察所見，對應的經濟增長大致上橫行上落而沒明顯方向。何況鑒諸歷史，昔日長短息差與經濟增長關係不太強，1998年孳息曲線逆向後一、兩年亦沒現衰退。

圖五：英國長短息差與經濟增長



最後看看另一大貨幣國——日本。日本的孳息曲線跟英國一樣曾出錯，且更頻密。論連續兩季或以上收縮的衰退，日本在過去廿餘年見過五次，但息差未曾出過任何訊號【圖六】。或因日本經濟增長趨勢水平本已偏低關係，數字稍有上落便容易跌入負區，出現衰退。不過這些衰退感覺未必強烈。很簡單，日本失業率曾在2003至07年大跌，又在2009年至今再持續跌，現僅2.5%；至於日股，2003至07年累升倍四，2012至18年更累升倍八。雖然這些期間曾嘗「衰退」，但無論當地人或外地人均「不多覺」的。

圖六：日本長短息差與經濟增長



今文想帶出的信息是，息差負、衰退現這說法，在美國仍很有效的；但美國以外，卻未必成立。還有，當息差只是收窄而非負數時，則即使在美國亦難有什麼經濟啓示。經濟增長放緩跟衰退的感覺相差很遠。如果放緩下股市仍升、失業率仍跌，如現狀般，大家（包括市場）在行動上不會有何實質變化。歷史經驗顯示，這些日子下央行亦然，正在收水的會繼續收水，就如2004至06年間美國經濟增長由4.4%放緩一半至2.2%，聯儲局亦加了十七次、共逾4厘息，當時操刀的正是文初提到的格老和大鴿友伯南克。今天操刀是擺明鷹派的鮑威爾，加上美國核心通脹已爆升，是次加息或會overdone。

羅家聰

環球金融市場部