

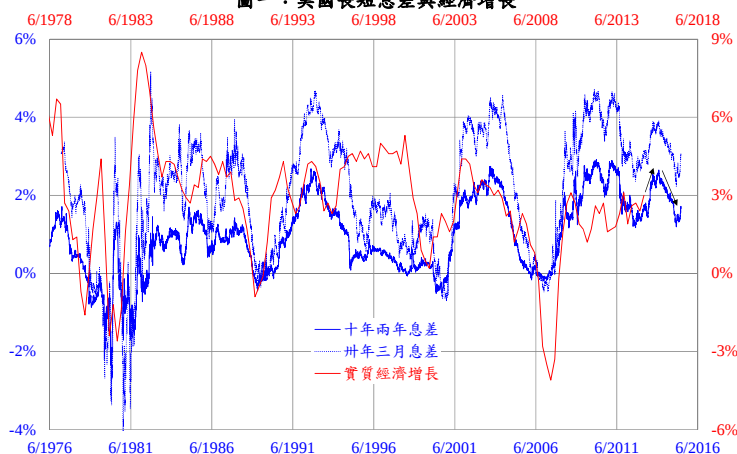
## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 美國前景看數據 短線放緩無衰退

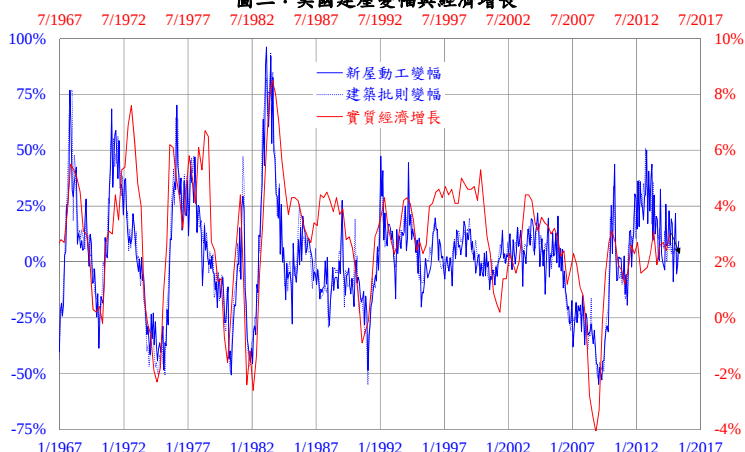
近期美國公佈的數據有轉差跡象，聯儲局最近的議息會上也明確提到這點。然而，這些所謂「轉差」，有時只是差過十幾至幾十個經濟師預期的中位數，是否真具意義？有時則僅一、兩個月轉差，或因偶發事件（如天氣）所致，最終未必成勢。有見及此，今文按過往敝欄提過的領先指標預示美國經濟，看看衰退會否即將不知不覺地出現。

首選當然是美國國債長短息差。傳統文獻取最長的卅年期及最短的三個月期之差，但愚見以為取最流通的十年、兩年期差亦可；不妨兩個都做，即見走勢一致【圖一】。1977 年前未有兩年及卅年期債息數據，故以當時為起點。儘管聯儲局近年 QE 兼 OT，但息差預示經濟的能力未見失效，前者領先後者約兩年。在息差不太闊或太窄的日子，其與（滯後的）經濟增長的關係偏低，但當大升/大跌至負時，則見對應的復蘇/衰退。當前息差仍有一（十、兩年）、兩（卅年、三月）厘，情況如 2012 年中時，滯後兩年即 2014 年的經濟亦沒衰退，故短期內衰退風險不大，儘管所預示的先上後落未必出現。

圖一：美國長短息差與經濟增長

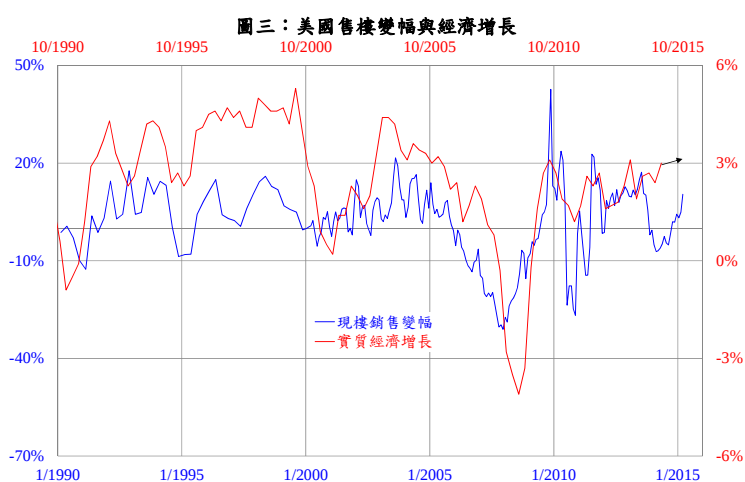


圖二：美國建屋變幅與經濟增長

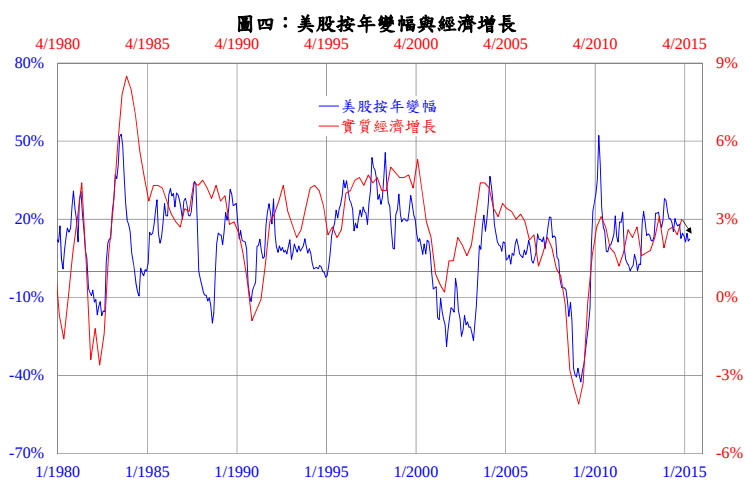


繼息差後，另一類較能作遠程經濟預測的是樓市，尤建屋及售樓數據，先看前者。新屋動工和建築批則兩個數字若取按年變幅，其實分別不大【圖二】。在大多日子下，兩者在預示兩季後經濟的能力甚高，但也有例外：一是 1990 年代後期在科網經濟下，樓市對經濟的重要性（乃至預測能力）相對減弱，二是在 2012 年時樓市受政策谷起，但卻沒對應幅度地谷起經濟，原因也許是美國還有些根本脆弱未除，又或受外圍拖累。目前建屋增長雖跌，但仍處大部分 1990 年代水平，且距預示衰退的按年跌 50% 仍遠。

另一被測定為對經濟有三季預測能力的現樓銷售（佔約八成成交）則有不同預示：未來三季經濟不似轉差【圖三】。固然，這條數據歷史不長，與經濟關係亦不算很強，不宜盡信。至於新屋銷售，由於佔比不大，且走勢跟現樓銷售相若，故不另作討論。



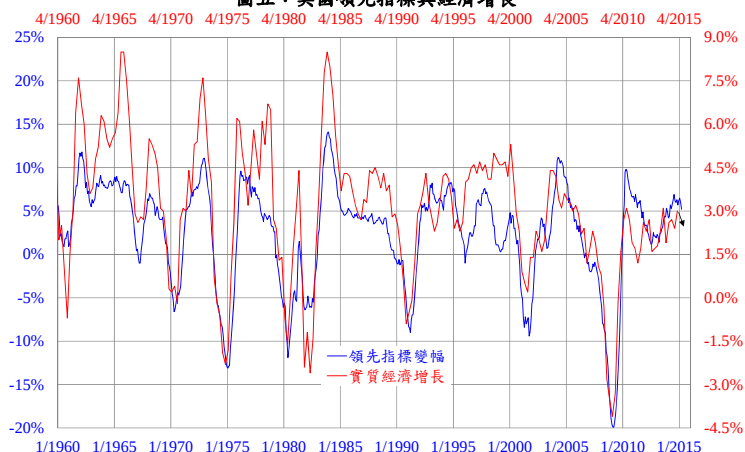
樓市以外，股市其實也是領先指標，只不過僅領先一季而已。觀乎由 1980 年至今，股市（標普五百）變幅其實相當有效預示經濟增長【圖四】，真不明白近期不少作家、甚至是殿堂級的，竟說股市與經濟無關。要是驟眼看不見兩者關係，只是無做研究矣，不等於兩者真的無關。關係是要花時間功夫鑽研出來的，聲言無關也需做點功課的。



言歸正傳，以近季美股表現所測，經濟增長還僅稍微放緩，短期內不似會出現衰退——除非美股按年跌逾兩成；但即使跌此幅度亦不一定有衰退（如 1980 年代後期）。

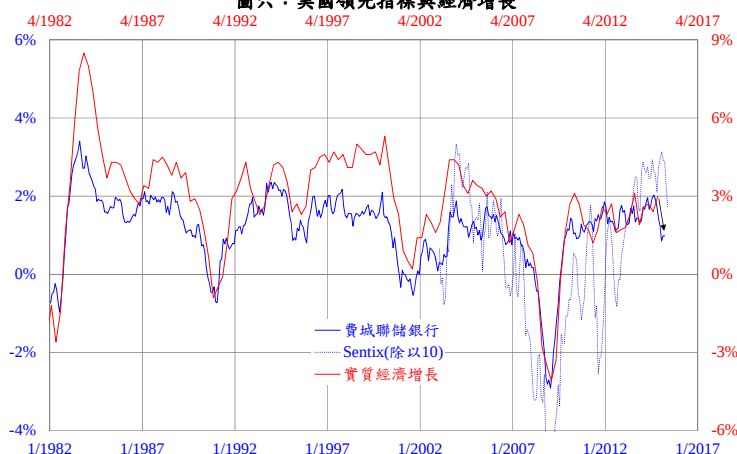
論領先指標，當然不能不提由會議局編制，名副其實、名正言順的「領先指標」。這個指標一樣領先經濟一季，但關係較美股長遠得多，可往古延至 1960 年有紀錄時。如圖所見，指標起碼要按年跌近一成才有衰退出現【圖五】。目前數字仍見按年增長，頂多預示經濟將稍微放緩，其啓示與美股的同。唯一美中不足是僅測未來一季前景。

圖五：美國領先指標與經濟增長

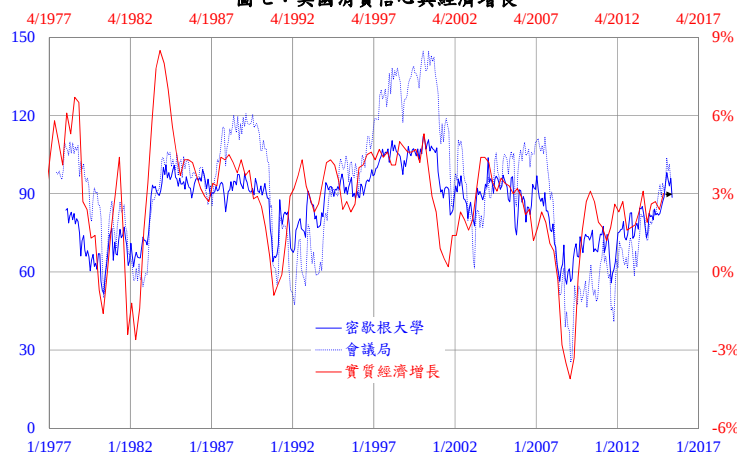


除了歷史較悠久的會議局領先指標外，也有其他機構編制但性質相近的領先指標，當中兩個由費城聯儲銀行及 Sentix 編制【圖六】。觀圖所見，論與經濟走勢的相關度，歷史稍長的費城指標較佳，但無論哪個指標，均預示經濟增長將會放緩，但無衰退。

圖六：美國領先指標與經濟增長

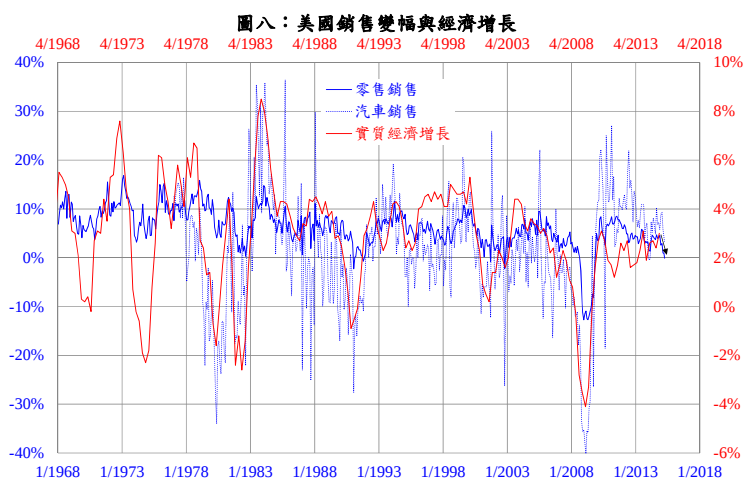


圖七：美國消費信心與經濟增長

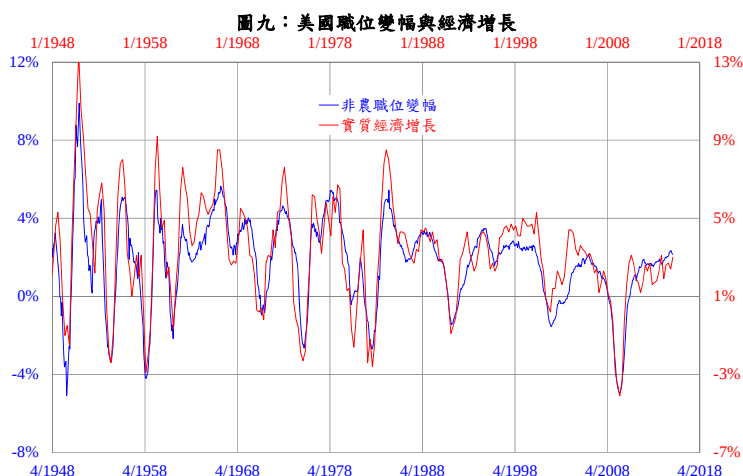


剛一週前公佈的消費信心指數大跌，這正是密歇根大學做的調查。儘管只是調查，但只要隨機抽樣做得好，亦可有效反映市場想法，故這類數字也如股市般隨情緒而變。不難預計，其領先作用應類似股市；數據所見果然如是，信心領先經濟一季【圖七】。觀圖所見，無論密歇根大學或會議局編制的均見近期信心見頂回落，看來經濟亦然。

另一較出奇的領先指標，是屬實量類的零售銷售。常理推斷，零售是消費一部分，理應屬同步指標（與 GDP 同步）。論領先性，其實較近投資類的汽車銷售理應更領先，而數據所見確實如是：汽車銷售領先經濟一季，而零售銷售則領先不足一季【圖八】。然而，這套數據亦走不出愈領先愈波動的現象。以零售作確認，短期經濟料將放緩。

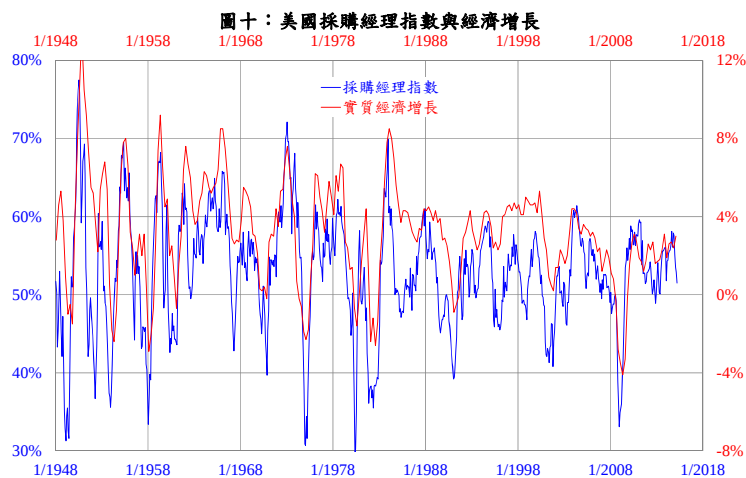


坊間常說，美國職位數字甚具參考價值。的確，貨幣政策開宗明義以就業為目標，議息時確要看重。不過論前瞻性，職位增長卻原來有點滯後，慢經濟約一季【圖九】。若只看新聞報的頭條數字，閣下不會見到圖中數據，因這兒計按年變幅而非按月變動。不難發現，迄今討論過的數據當中，職位與經濟的關係最強，驟看是 GDP 的月度版，但這是以滯後性換回來的。GDP 滯後公佈而職位則搶開發佈，故兩者同檔期的數字，有時幾乎同時發佈。故參考職位數字的意義在其月度頻率，而非領先地具預知作用。



篇幅所限，本文要探討的最後一個受關注數字，乃供應管理協會的採購經理指數（ISM PMI），這裏取歷史較長的製造業。然而計算所見，這數字未見什麼領先作用，

且波幅頗大，儘管聯儲局亦頗注視，但在預知經濟的作用上還不及職位數字【圖十】。



今文看過多個指標，類別上有債有樓有股有經濟，大概齊全。儘管結論稍有出入，但大體而言是短線將見放緩，而未見任何衰退跡象。這對持股之士，無疑是一大喜訊。至於認為衰退在即、聯儲局要擱置加息或無限延期者，怕且要全面地看清各類數據。

羅家聰  
環球金融市場部