

## 《信報》專欄〈一名經人〉

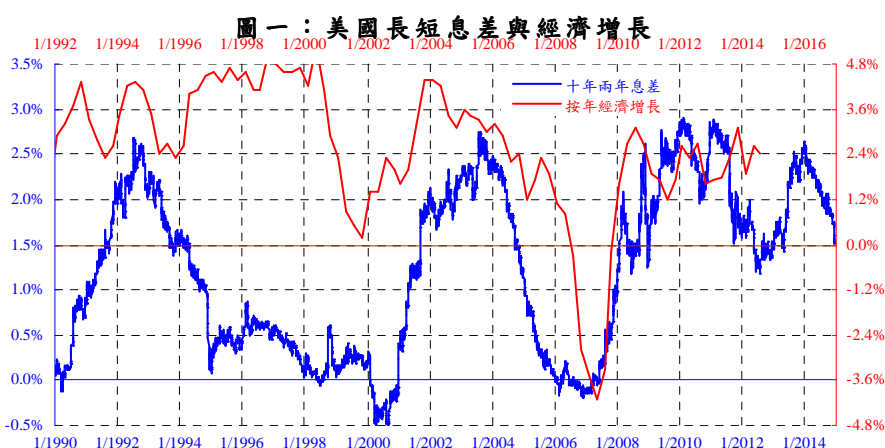
### 全球前景趨分化 今年看好澳美加

踏入 2015 年，已有不少來年預測出台。驟看而言，股、債、樓等看法均見分歧，可謂好淡皆有，直觀的經驗看來，今年整體而言經濟不會衰到哪裏，可能的情况有二：一是如早幾年般，各地經濟皆有不高且不太低增長，第二可能是有些經濟體強勁增長，而有些則稍稍收縮，拉勻計也是「整體衰不到哪」。愚見以為，第二個可能性將甚高。

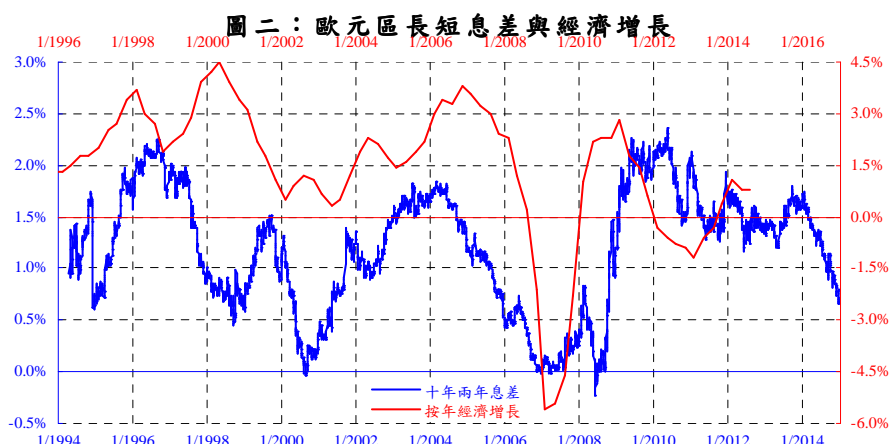
去年，美元、美股、美債之強，實為眾經濟大體中鶴立雞群；在其之上不是沒有，但都是一眾雜牌新興股市，外資一般難以涉足；而至於跑贏美元的更不知是何許貨幣。既然美國強勢如此，定必有些非美體系跌得慘烈。今文要做的，是看看一些非美體系在 2015 甚至 2016 年的經濟方向。至於資產價格，之前已曾多次分析，終會對應經濟。

做法照舊，測經濟不靠經濟師而靠孳息曲線，始終較為穩陣。然而要是真正隱陣，孳息還須反映市場智慧才行。基於這個原則，以下由經濟體積最大起順序逐國看看。

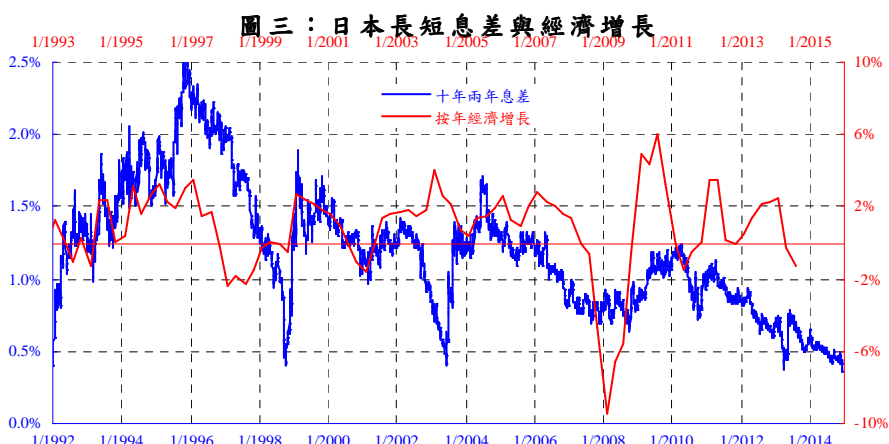
美國的長短息差（十年期減兩年期，下同）與滯後的經濟增長（實質按年，下同）未至於呈線性關係【圖一，兩線並不重疊】，但前者對後者所預示的方向則大致準確。如圖所見，今年經濟增長料會向上，儘管明年的會逆轉，但亦未達 1990、2000、2008 這三年所預示衰退的逆向水平（息差轉負）。目前長短息差仍有逾厘水平，隨着加息，整條曲線必將上移，毋須擔心息差會無限收窄：從來加息前炒 flattening 都是正常的。



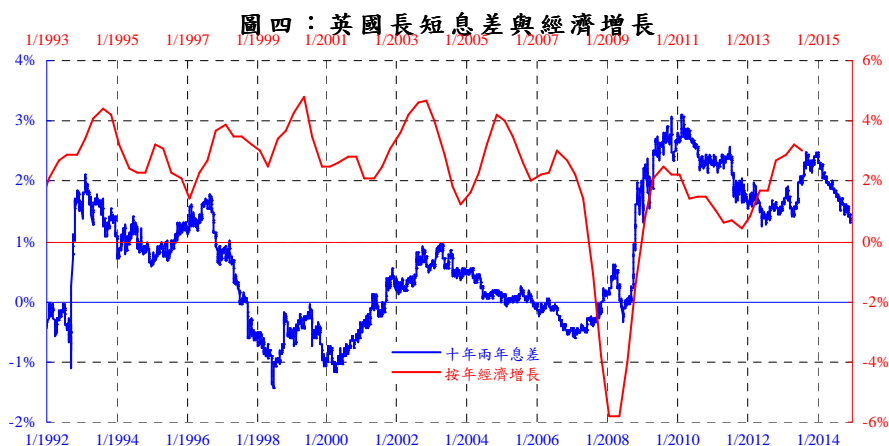
歐元區的情況相較差了。其實論息差形態，其與美國的分別不大，均料今年趨升，只是「反彈乏力」，升不上很高水平而已【圖二】。何況厘半息差大抵對應經濟零增長，故縱今年經濟增長果如息差所料般有所改善，但明年一旦再度下滑，也易重墮收縮區。目前長短息差仍有逾半厘，似乎未來一、兩年的情况亦未至於 2000 或 2008 年般壞。



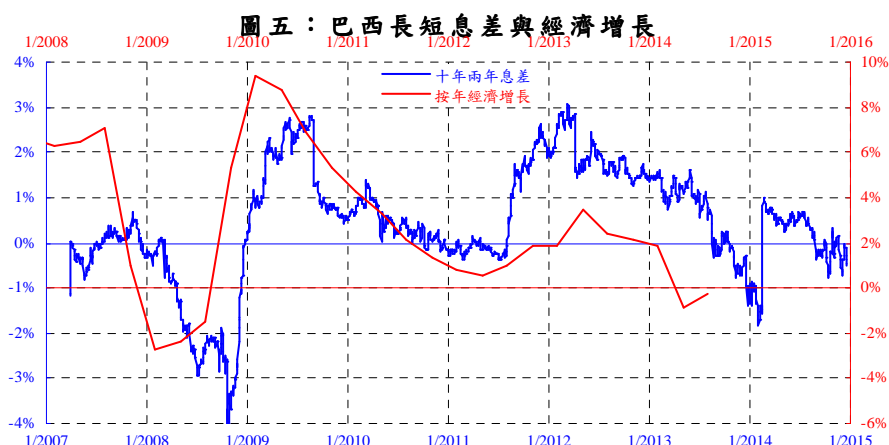
真正較差的應該是日本。儘管安倍放了好幾支箭，但預示經濟的息差仍直線下跌，最近已跌至1992、1998及2003年的最差日子水平【圖三】。雖然量寬或扭曲了債息，但觀其過去廿年與經濟增長一直保持「良好關係」，似乎量寬扭曲不了息差的大方向。或許買長債不必要地壓低了息差，但即使撇除這個因素，來年經濟亦料是載浮載沉。



至於另一大體英國，長短息差與滯後的經濟增長關係則弱得多了，僅近幾年較佳，故其息差收窄對英國經濟增長放緩的預示也要小心演繹【圖四】。那應選擇信不信呢？參照英國其他領先指標如樓價，包括RIC調查的價格平衡，看來經濟增長確會放緩。



不講可能不知，繼英國後（不計歐元區國）按經濟體積排序便到巴西。出乎意料，巴西的長短息差竟跟其滯後經濟增長有不錯關係【圖五】。如圖所見，巴西已在衰退，且會在今年初段進一步惡化，即使今年後期或有反彈，但亦難保明年不再現雙底衰退。畢竟巴西乃資源大國，在新興市場普遍不景、對資源需求大減下，衰退亦不奇怪了。

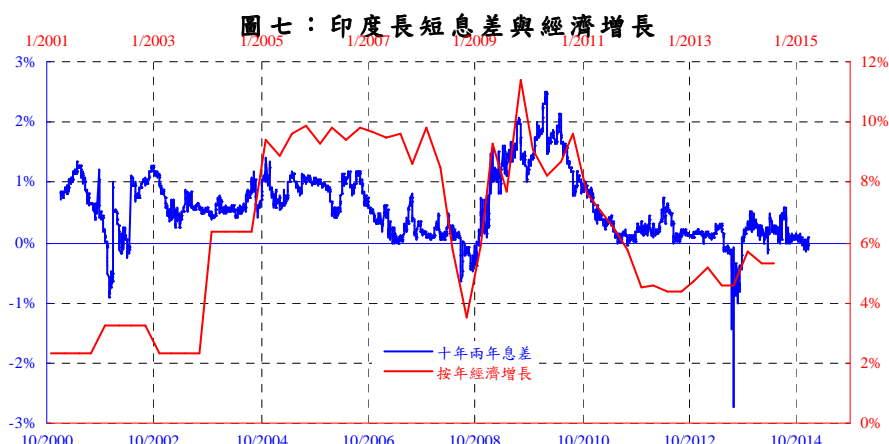


巴西之後的大體是俄羅斯。俄羅斯的長短息差歷史不長，據僅有的幾年數據所見，息差與滯後僅一季的經濟增長多少相關【圖六】。然而近月俄羅斯盧布大貶資金狂逃，引發長、短息皆抽升，且短的抽得較長急勁，故使長短息差急插至負數水平。如是者，俄羅斯短期內衰退機會極高，且或延續數季；但經驗顯示，一、兩年後會回復增長。

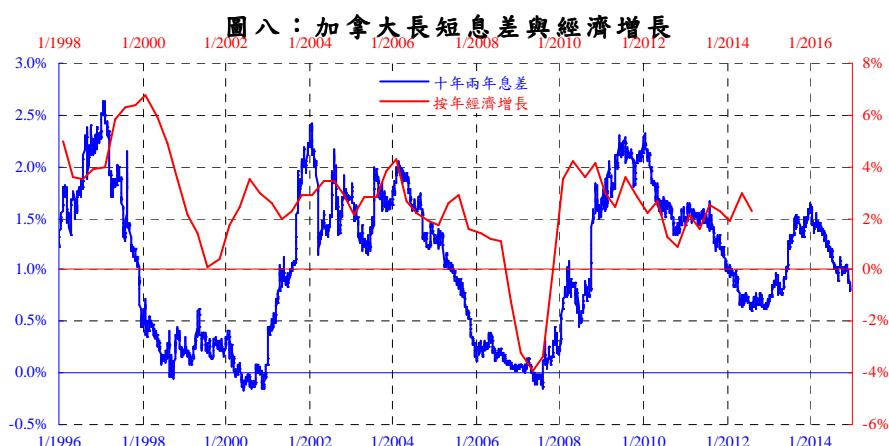


印度的經濟體積排在俄羅斯後。或許因其資本市場相對開放關係，近十多年以來，印度長短息差均頗能預示其經濟增長，儘管時差也跟俄羅斯一樣，僅一季。驟眼看，息差未見如2013年般大插水，當時炒雙印（連印尼）爆煲也未令印度經濟元氣大傷，近期息差已見靠穩，看來印度經濟起碼一季內不如巴、俄般有即時衰退壓力【圖七】。

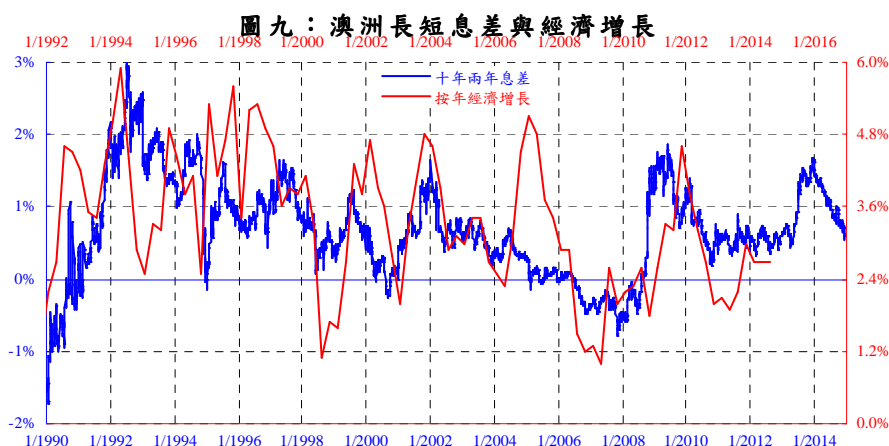
由是觀之，新興市場即使是傳統幾個金磚大國，也不是全數要即時陷入衰退邊緣，而只部分出事。今文篇幅不足以涉及其他細小新興市場，但不難預計整體前景應相若：不是全線而僅部分即將出事。固然，兩年前一個小小的希臘已足以搞亂全球金融秩序，如今若有好些、或許是近半新興體要衰退，縱不致拖累全球經濟也必震撼整個市場。



金磚國後，再數體積要到加拿大。加拿大同屬商品國，但卻沒如巴、俄般受重挫；又或鄰近美國關係，美加貿易拉動下，加拿大經濟不怎差的，這可從息差仍逾半厘可見【圖八】。觀圖所見，加國經濟增長料可如美國般在今年向上，及至明年才逆轉放緩，但亦未差至2000或2007年般息差見負。由此可見，盛衰與否並非單看是否商品國。



接着亦是本文最後看的澳洲，同也屬商品國，廿餘年來的息差也很有效預示經濟。一如美加，息差對澳洲經濟增長的啓示是今年向上，明年才轉放緩【圖九】。同樣地，目前息差水平仍遠較1990大衰退甚或2008年海嘯時高得多，儘管該國樓價已很貴。



總括上述，我們即得以下結論：美洲、澳洲今年大致向好，歐洲、印度一帶還可，但日本及一些新興市場則即將步入衰退。其他排榜首十名後的經濟體，料情況相若。

| 長短息差對大國經濟增長的啓示總結 |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|
| 情況               | 今年向好  | 靠穩/放緩 | 即將衰退  |
| 國家               | 美、加、澳 | 歐、英、印 | 日、巴、俄 |

這印證了文初的推斷：今年並不是各地皆平穩分歧小，而是有盛有衰，分道揚鑣。如是者，資金大流勢將加劇，令無論是升是跌的資產價格波幅都會擴大。如1997年，經驗告訴我們，一些已見頂的資產價格會開始急跌，而未見頂的則將發力飆升尋頂。

**羅家聰**  
環球金融市場部