

《經濟日報》全版專欄〈一名經人〉

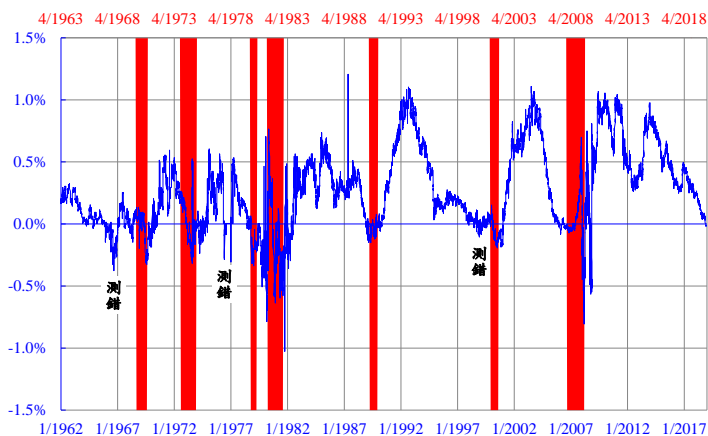
孳息曲線測衰退 局部假穿不足懼

早輪美國國債孳息曲線局部逆向，坊間隨即大鬧衰退疑雲。傳統曲線逆向測衰退，據早在1991年頂級期刊的文獻做法，是用整條曲線的幾乎兩端盡頭即十年減三個月期（卅年期流通量低）；用五年減兩年甚或減三年期的則聞所未聞，亦未知何所據而云。

須知測衰退的是曲線斜率，若當中僅小段逆向而整條斜上，那斜率是正還是負呢？這根本毋庸爭拗。今次看看以不同檔期部分息差所測經濟的效果。相關系數計算顯示，息差領先實質經濟增長平均五季。以下將不同長短檔期的息差與滯後五季的衰退比較，分別以藍、紅二色顯示，而衰退日子以NBER的作準。兩年期息1976年中才有紀錄。

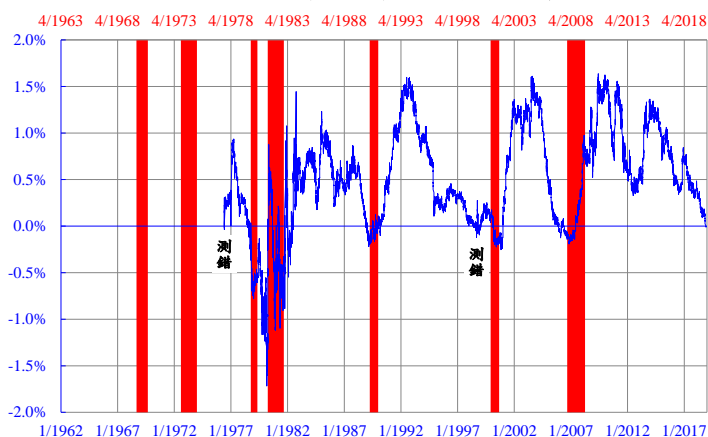
首先圖一為近期熱議的五年、三年期息差，與滯後五季的衰退日子比較測錯三次，分別為1966、1976和1998年；其餘的測對。反之，所有衰退前都有曲線逆向訊號。

圖一：美國五年、三年期國債息差與衰退



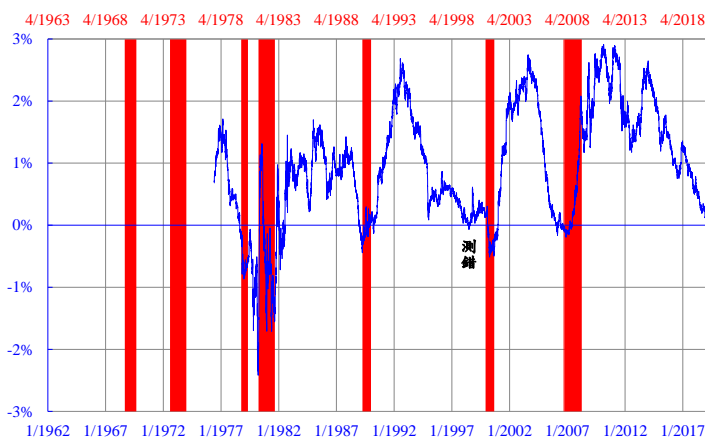
圖二為五年、兩年期息差，可見測錯兩次，但只是1976年中前無數據之故。假使有，或會如五年、三年期般錯多兩次也說不定。畢竟兩年和三年期的債息水平相去不遠。

圖二：美國五年、兩年期國債息差與衰退



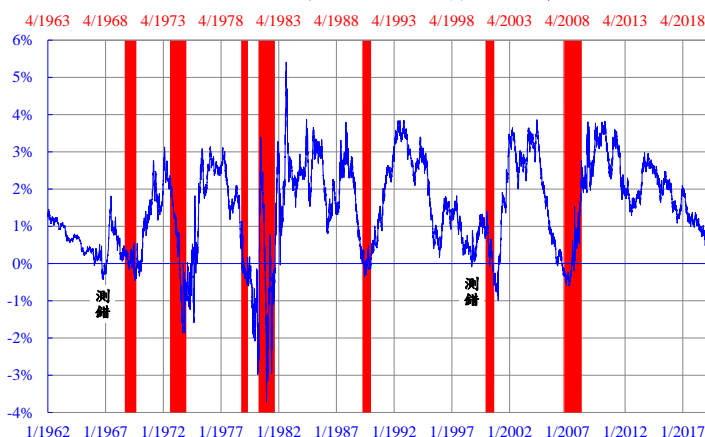
圖三換上十年、兩年息差，同因無數據關係而只錯一次，然而錯的一次僅微穿。

圖三：美國十年、兩年期國債息差與衰退



圖四再換上十年、三月息差，可見已錯少一次了，而2003年那次亦僅微穿。

圖四：美國十年、三月期國債息差與衰退



由此可見，只有長息夠長、短息夠短，預測才準。若只短暫微穿，衰退未必出現。

羅家聰
環球金融市場部