

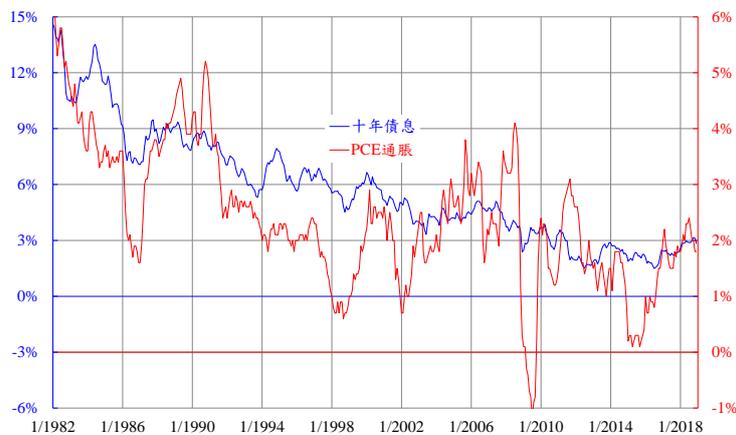
《信報》專欄〈一名經人〉

滯後指標測通脹 中線壓力仍向上

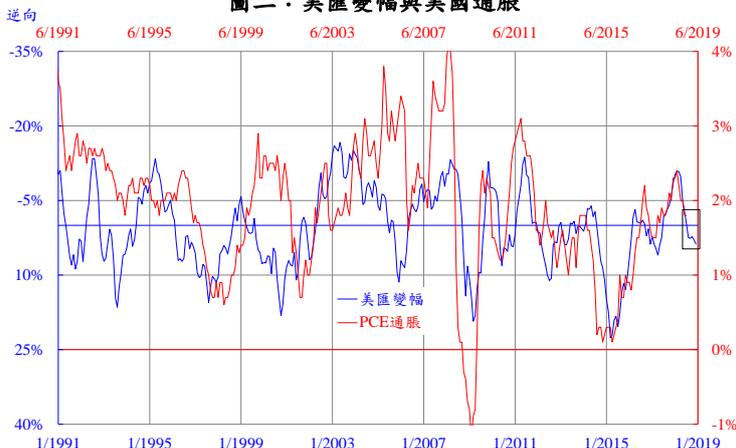
聯儲局被總統或市場一嚇旋即就範，去年講好了的今年加三次先改兩次再吹不加；最突兀的是上次議息會後聲明連記者會的加息說法，跟其三週後發佈的紀要出入甚大。其實聲明、紀要等皆溝通工具，最終目的均在影響市場預期，意味事後篡改甚或強加，一點也不出奇。話雖如此，三週裏經濟難有大變，變的只有股市上落和所承受的壓力，不過（市場）情緒或壓力跟客觀宏觀變化（尤其通脹）未必掛鈎。今天可以受壓轉鴿，難保幾星期或幾個月後股市大翻身、油價回穩通脹回升，屆時又有180度相反的說法。此等市場情緒式的鐘擺現象一定會有，且在資金仍多的目下尤其明顯。然而要看長遠，則必先要將這些情緒去掉；而要去掉數據噪音，最好還是回到基本，多看經濟數據。

不信？先試市場數據。長債孳息是公認反映通脹的市場指標，參與者眾，可信性高。然而，可信一回事，有無用卻另回事。觀圖所見，長息通脹一齊行，幾乎沒先後之分，結論頂多是目前長息是否合理地反映通脹，但僅此而已，而長息對通脹卻沒有預測能力【圖一】。長息雖能測一、兩季短息（政策利率），但這只反映政策利率落後於通脹。

圖一：美國十年期國債息與通脹



圖二：美匯變幅與美國通脹



利率平價 (interest rate parity) 下，息之外還有匯這數據。在測通脹上匯好些少：畢竟息測通脹要經債市；但匯是幣價，直接反映貨幣購買力，貶值引發通脹是直接的，是故美匯應與美國通脹反向。測試發現，美匯的按年變幅比美匯指數本身與通脹更相關【圖二】。按圖所料，通脹仍會稍回至約 1.5%，但匯僅領先通脹五個月，測不得遠。

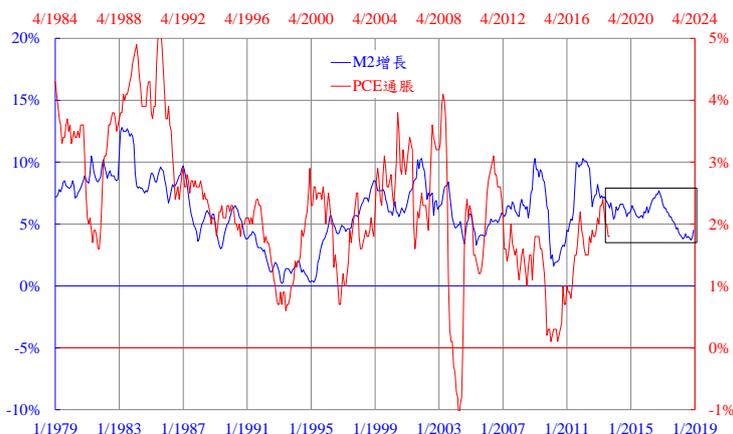
要測得遠，不能單靠市場的羣眾智慧，而是要些真實的統計。上週提到，在美國，樓是領先環節。既然新屋動工可測 GDP，樓價可測物價亦不奇怪。相關系數計算所見，美國樓價變幅領先通脹約三年又三季，依圖推算，通脹短線確會回落，但中線仍將升，儘管不會偏離 2% 太多，概為 $\pm 0.5\%$ ，又儘管樓價與通脹的相關度不算十分高【圖三】。

圖三：美國樓價變幅與通脹



既然測得遠但不可靠，以樓價這類指標來測通脹，便要用多幾個才較穩陣。於此，這裏多談其中兩個，都大路的，不難想到，更不難解話，其一是貨幣供應之通脹根源。這較匯價更為直接，但當然所用的應是廣義貨幣；美國目前最廣的是 M2。依圖所見，M2 增長領先通脹五年又一季，推算通脹也是先跌後升至約 2022 年（符合圖三結論），但再之後則回落【圖四】。然而升升跌跌也好，未來幾年的通脹仍大致符合 2% 目標。

圖四：美國 M2 增長與通脹



另一個可測通脹的，也如 M2 般同屬滯後指標，是失業率，同樣領先通脹五年一季【圖五】。不過按這預測，通脹的「趨勢壓力」更大，三、五年後直指 3%。但這預測，邏輯是失業率跌推升工資增長再而帶動通脹，而這是未計及貨幣緊縮的相消效應的。



滯後指標之所以變成為領先，原因是各經濟環節是互為影響的。滯後指標的變動，會影響下一輪或是好幾年後的經濟上落。這樣，便「好神奇地」測到幾年後的前景。

羅家聰
環球金融市場部