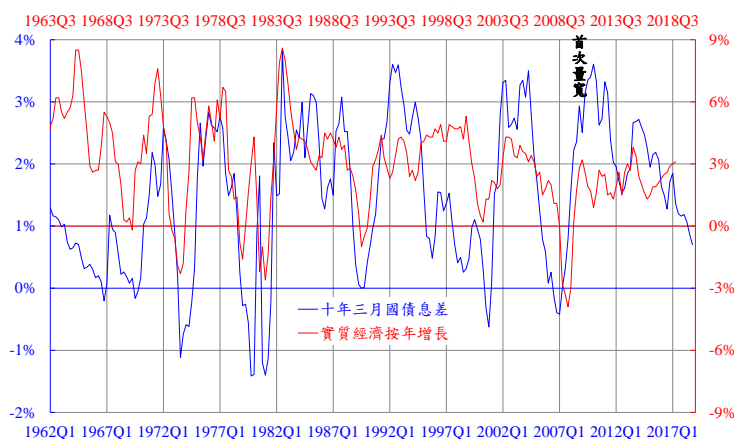


《信報》專欄〈一名經人〉

息差轉負測衰退 量寬無損此理據

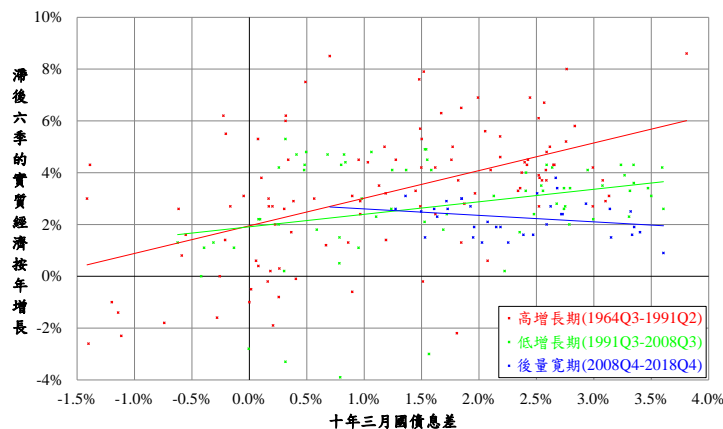
美國經典的「預測衰退指標」孛息曲線終逆向了，今次還要是最具指標性的十年、三個月期息差轉負。有人卻跑出來說今時不同往日（this time is different），主要兩路。一路是市場人士，無甚學術背景但市場經驗豐富，他們普遍相信量寬後債市已被扭曲，加上整條孛息曲線過低，息差已難如昔日般預示衰退。另一路是學者如耶倫、伯南克，他們不認為此說有經濟學理基礎（儘管金融理論倒有），加上人口老化使長債需求勁，長息低於短息亦不代表什麼。然則，此說上次衰退前也提出過，結果預測仍應驗了。

圖一：美國十年三月國債息差與實質經濟按年增長



今次我們又來分析一下。敝欄素來的做法是將長短息差（十年減三個月期，下同）與美國實質 GDP 按年增長比較，由有紀錄數據至今前者領先後者四至六季，平均五季【圖一】。這個時差在十多年前至今天的分析也很穩定，沒因歷史長了而變，應該可信（robust）。不過，細心觀察兩者關係，1970、80年代確較之後的佳；而自海嘯量寬後，兩者關係似乎更差。由此看來，市場人士的觀察與數據脗合，提出質疑亦未必無理。

圖二：美國十年三月國債息差與滯後六季的經濟增長

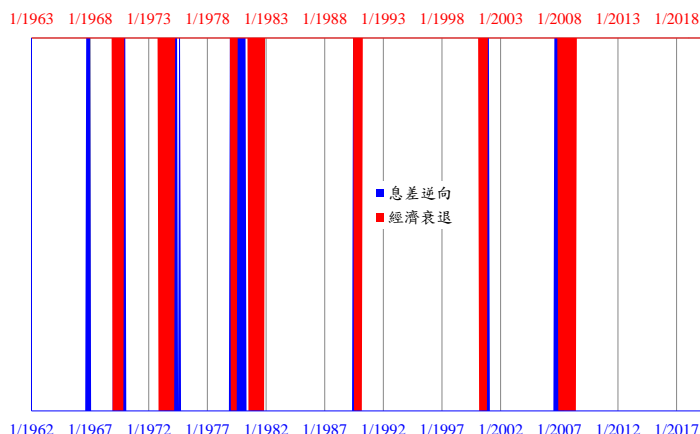


將息差與滯後六季的經濟增長按時期顯示關係的話，確見 1990 年代以前頗正比；打後至海嘯時仍正比，但關係弱了（斜率小了）；再之後至今關係竟轉為反比【圖二】。

關係轉差毋須統計測試，肉眼都見。然而，這息差測經濟傳統是「息差轉負測衰退」，而要息差與滯後的經濟增長在任何時期都相關，顯然是個較強但無必要的要求。於是，我們嘗試只從息差轉正負號與（滯後的）GDP 脹縮之間找關係，看看是否每況愈下。

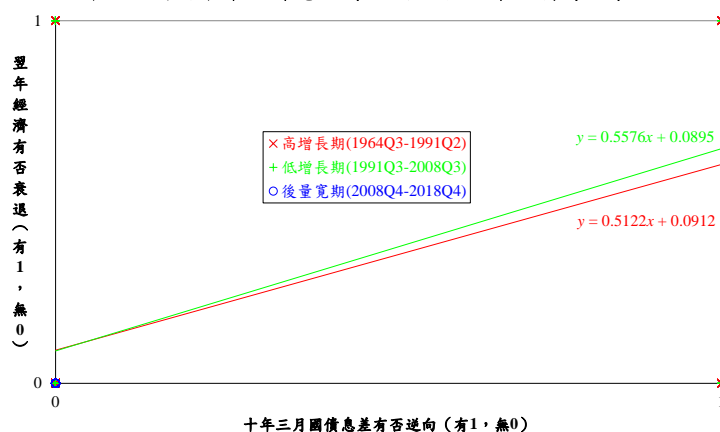
先粗略觀察。從息差轉負日子與滯後的衰退日子所見，至上次衰退為止仍見關係，只是時差稍為縮短至平均四季【圖三】。有藍棒便有紅棒，意味指標可信，只有 1967 年那次息差轉負後無衰退。為配合 NBER 定義的衰退期，數據取月度平均；換言之，要每日收市息差月度平均而言得出負值才算倒掛。接着便可分析兩者關係有否轉弱。

圖三：美國十年三月國債息差逆向期和經濟衰退期



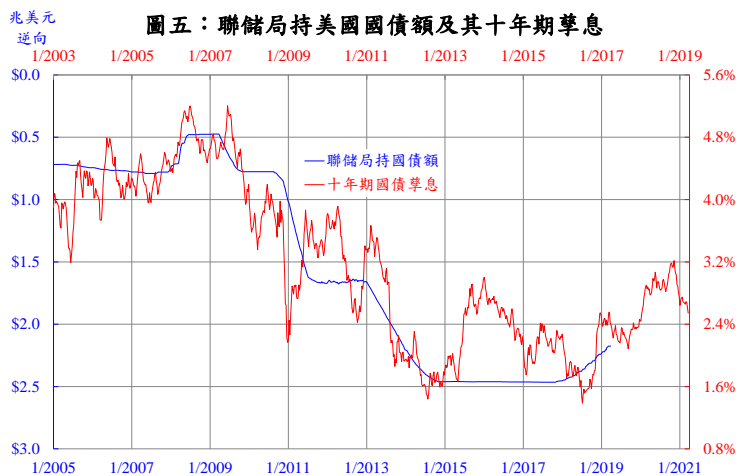
計算歷來各月平均息差，正的算 0，負的算 1；四季後即翌年無衰退的月份算 0，有衰退的算 1。於是，散點圖上的數據便只有四個可能性：(0,0)、(1,1)、(0,1)和(1,0)，前兩者屬測中（息差無負無衰退、息差有負有衰退），後兩者測錯（息差無負有衰退、息差有負無衰退）。按這「數碼版本」做迴歸分析，即見 1990 年代起的斜率較以往大，意味近卅年的息差轉負其實較卅年前更能（起碼不遜於）預示翌年的衰退【圖四】！

圖四：美國十年三月息差有否逆向和翌年經濟有否衰退



雖然海嘯後未嘗衰退，但起碼在近卅年低息期下，息差預測能力不遜於高息年代。由此引伸，海嘯後孳息曲線雖然更低，但不等於息差已無預測能力，反而是有所提升。究其息差預測失效的理據之一，是指量寬扭曲了債市，或曰債息曲線被不尋常地壓低。然而看看三輪量寬與債息關係，即見假使真有關係，也是債息早在量寬前兩年已跌下來

【圖五】。於此可有兩疑問：首先債息能否預示兩年後般長的政策，第二是即使可以，目前債息已告回升，是否意味聯儲局續縮表多兩年，而債息亦已不再尋常地低呢？



若解不了這些疑團，還不宜隨便說息差測衰退已失效，畢竟迄今證據依然確鑿。

羅家聰
環球金融市場部