

《信報》專欄〈一名經人〉

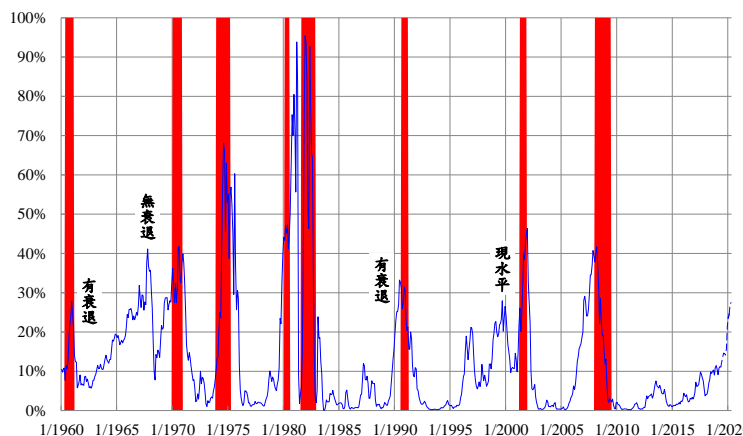
美國衰退五五波 歸因貿戰是搞錯

隨着貿易戰升溫，美股回落，好些經濟數字轉差，衰退疑慮揮之不去。擔心衰退，是因歷來衰退期下的美股（以標指計）可跌近/逾半，尤其最近兩次；沒衰退的跌市，通常兩成內便完成調整。去年末季的跌市剛好兩成，變相衰退與否對後市方向有啓示：衰退意味長熊仍在，去年上落格局今年持續；但若沒有衰退，則調整或完長牛再現。

衰不衰呢？我們還是習慣看孳息曲線。雖然總有些學者不屑一顧，說其毫無理據，但畢竟近半世紀以來命中九成以上，縱毫無理論基礎、純統計學而言，也是可過關的。至於是否真無理論基礎也可商榷，當中預示衰退的邏輯固未盡清楚，但好比萬有引力，初發現時也知其然而不知其所以然。貿然否定這類可靠現象，在學術創意上是不智的。是故連儲局學者也以之來測衰退，至少現成經濟模型無一有此佳績，連拍馬也追不上。畢竟現要的是答案，也是當務之急，市場斷無可能等若干年邏輯理論齊備才去運用。

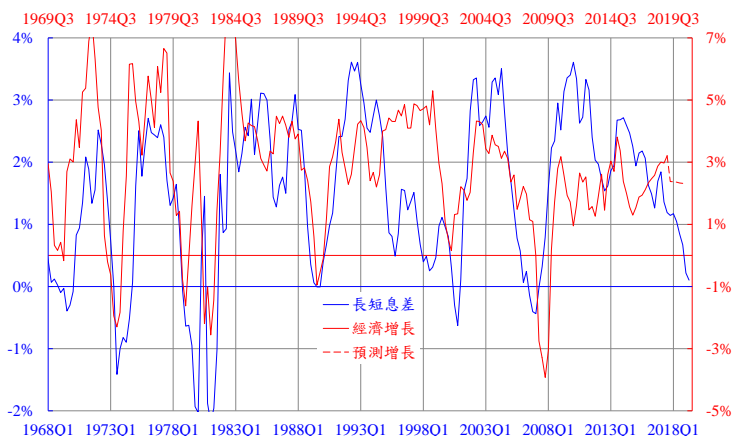
紐約聯儲銀行會定期更新十年、三月美國國債息差所引伸的衰退概率，最近所見，所引伸一年後的衰退概率已達兩成七【圖一】。君或會指，仍很低吧，到底還未過半。不過從歷來預測所見，其實當所預示的衰退概率達四成時，衰退已成定局；錯訊號的（type I error，即達四成而無衰退）只有一次。反之，未到四成而有衰退（type II error）的卻有兩次。目前的兩成七其實已達1960年那次預警水平，也近1990年的那一次。

圖一：美國十年三月國債息差引伸衰退概率與衰退期



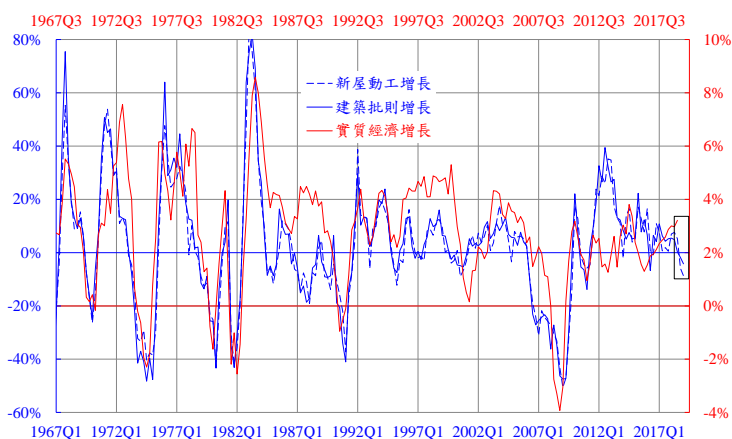
那麼衰不衰呢？克里夫蘭聯儲銀行倒也大派定心丸。其將長短息差所引伸的實質GDP按年增長（並非頭條報道的按季年率）預測繪出，即見未來數季至明年中僅跌至2.3%水平【圖二】。這比起1990和2000年那兩次不夠一年的溫和衰退都小巫見大巫。當然，美國是否衰退由國家經濟研究局參考一籃子指標來決定，而非機械地只看GDP連縮兩季便算。不過，既然孳息曲線的結論未夠清楚，那麼其他經濟指標又怎說呢？

圖二：美國長短息差與經濟增長及其預測



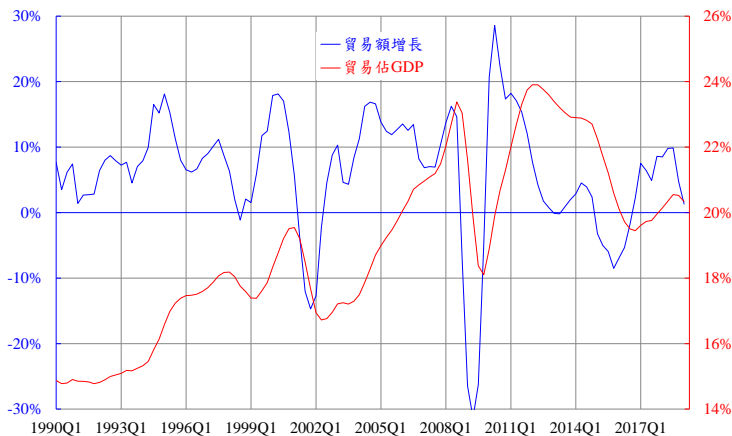
經公認的有用指標不多，建屋數據是少數一批。觀圖所見，建屋增長（包括動工、批則）可測兩季經濟，但兩季後的增長料只跌至1、2%之間，遠未至於收縮【圖三】。看來這次經濟轉差相當「擲界」，介乎衰與不衰之間。未來數月的衰退概率頗為關鍵。

圖三：美國建屋與經濟增長



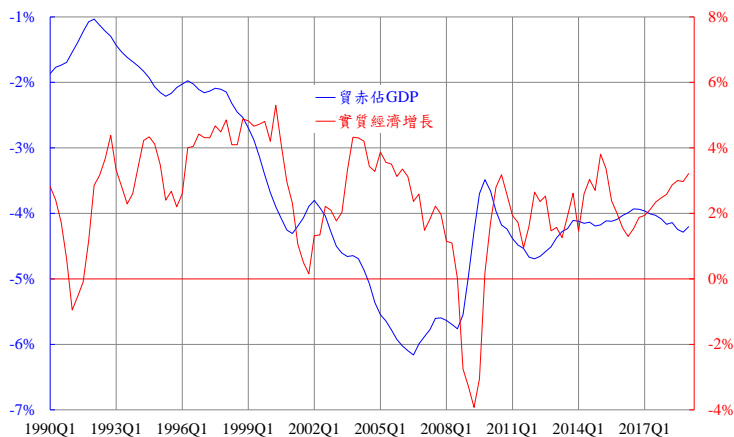
外界普遍懷疑，美國是次若陷衰退，很大程度跟其挑起貿易戰有關。想就是如此。不過且慢，數據並不如是說。首先，貿戰至今美國的貿易（進、出口總和）增長雖跌，但遠不及2009、2001甚至2015年勁。還有，貿易在GDP的重要性早已大跌【圖四】。換言之，首先貿戰本身沒令貿易增長跌很多，其次就算有，亦對GDP增長影響不大。

圖四：美國商品貿易總額增長及佔GDP比例



另外，特朗普常指貿赤不利美國經濟，數據上也無基礎。首先，貿赤近年已改善；還有多年來貿赤與經濟增長的關係不明，時而同向時而反向【圖五】。開戰理據薄弱。

圖五：美國商品貿易餘額佔GDP與實質經濟增長



既然貿易對經濟的影響不明，是否衰退還看其他尤內需環節。內需有消費和投資，目前看來，前者還可以的；但投資方面則顯然弱了不少。這是今次這麼擲界的原因。

羅家聰
環球金融市場部