

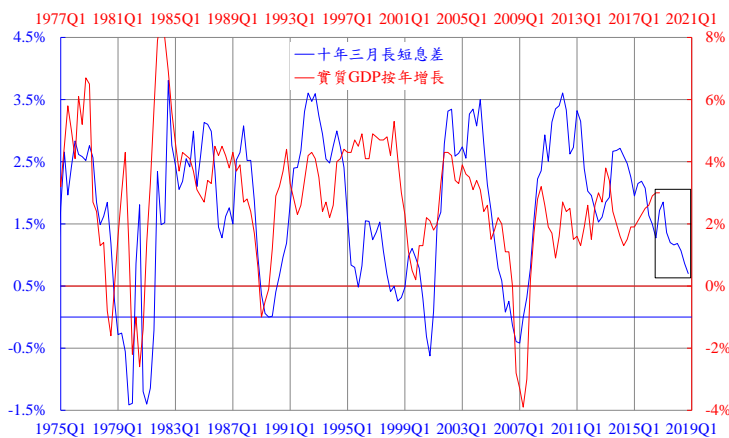
《信報》專欄〈一名經人〉

領先指標看花旗 衰退機會仍很微

美股上季大瀉，聯儲局最近亦疑似在總統或市場壓力下就範，先將加息次數下調，再以鴿嘴搭夠。連串現象令人懷疑美國要否步入衰退，有講今年，說明年的甚囂塵上。的確，孳息曲線測經濟現已人所共曉，以目前長短息差線性外射（linear extrapolate），不難得到今春見負的結果，這變相意味一年至年半後衰退，其時剛好是明年。只不過，上週公佈吃重的職位數字亮麗，按年增長在過去五季持續加快，一點也不似將陷衰退。今文綜覽幾個重要領先指標，我們將見今輪衰退機會確實很低，儘管稍為放緩不奇。

以長短息差測經濟，經反覆測試過後，最佳還是十年減三月期；早年文獻也這樣做【圖一】。目前息差尚有 $\frac{1}{4}$ 厘，雖然上季跌速加快，線性外射計今個月已可穿零見負，但首先不是技術稍穿就衰，不然有心人趁市靜將債息舞高弄低豈非就可控制經濟盛衰？以過往經驗，通常穿零也要多半厘（至 $\frac{1}{2}$ 厘）且維持好幾個月才算數。曾有兩次失準，一次在1998年9月，斷斷續續稍穿兩週，結果翌年無事；1966/67年更曾穿四個幾月，但亦不過半厘，結果都是無事。其實十年三月是較強條件，換着十年兩年早就穿了。

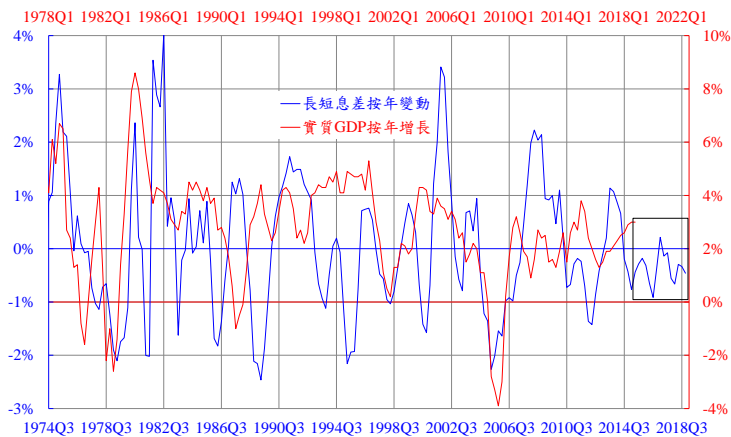
圖一：美國長短息差與經濟增長



首先按圖所料，即使經濟增長果如息差所料般跌，但亦未至於縮（見框）。另外，若聯儲局在加息上縮手，反應最大的不是長息，而是孳息曲線較近政策利率的短債息，所以短息升壓減少甚或呈現跌壓。反而當局未有聲氣放慢量縮（QT，出售量寬國債），加上美國四處樹敵更或會被人減持長債，政府停運亦有機會影響評級，全皆不利長債。短息有跌壓力之際長息看上，息差其實有望回升，別只懂盲目外射。拼圖也如是看。

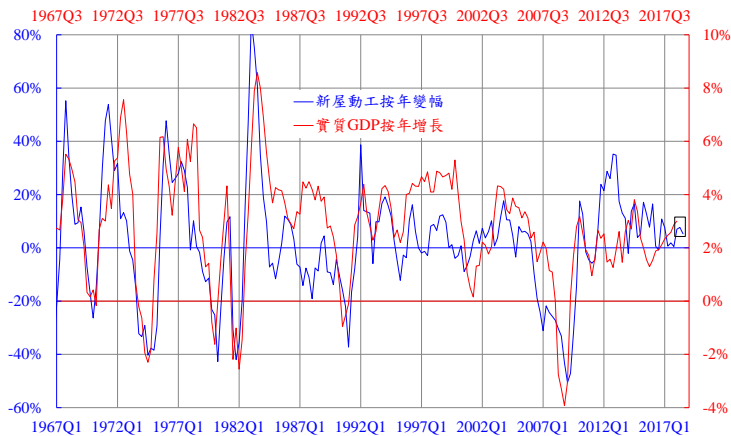
另一測法是新嘗試，乃將長短息差取其變動來測經濟。較諸上述，兩者效果相若，即息差或息差變動與經濟相關度皆差不多，但預測視程由平均五季大幅提升至三年半；以之作為佐證亦無不可。觀圖所見，以截至目前的息差變動來看，未來三年半仍無事，未虞衰退【圖二】。詳論過息差後，現再看看另些經典領先指標的看法來作互相參照。

圖二：美國長短息差按年變動與經濟增長



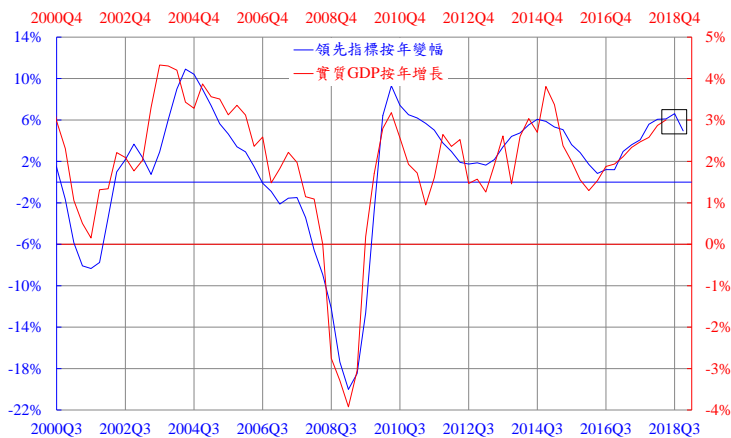
新屋動工是上佳領先指標之一，且有多份學術文獻記載，但視程不太遠，僅兩季。如圖所見，經濟或稍放緩但很輕微【圖三】。誠然，樓市未太過熱，這結果十分正路。

圖三：美國新屋動工按年變幅與經濟增長



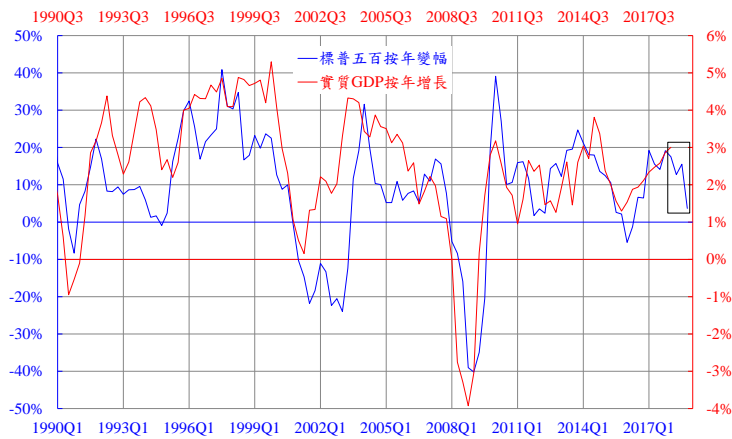
另一是會議局編制的官方領先指標，與經濟增長相關度高，但僅測一季。事實上，針無兩頭利，測得愈遠或愈領先的指標，準繩度亦愈低；滯後的更準到可作確認指標。按圖所料，經濟放緩也將輕微，可謂少到不多覺【圖四】。最後是羣眾智慧——股市。

圖四：美國領先指標按年變幅與經濟增長



近年而言，美股有兩季預測能力，然而按圖索驥，經濟增長怎差也有1%【圖五】。當然，有看美股繼續大跌；但若一路公佈的數據如近期般好，市場還會盲目沽貨嗎？

圖五：美股按年變幅與美國經濟增長



若無衰退，美股不應是跌去逾三分一的格局；反而由去年升市轉橫行機會較大。

羅家聰
環球金融市場部