

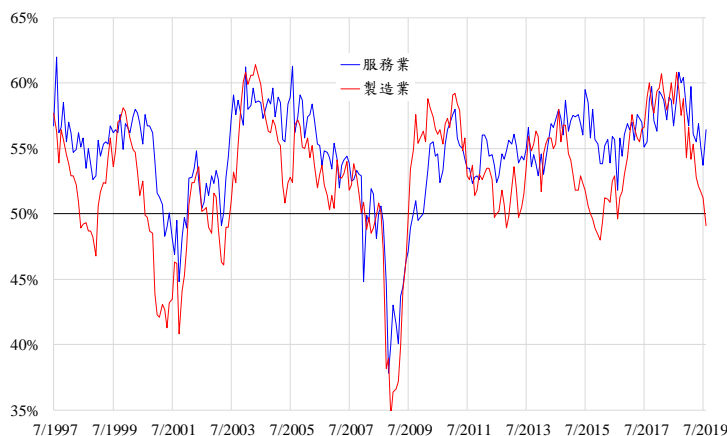
《信報》專欄〈一名經人〉

衰退指標寥寥無幾 行業差距露玄機

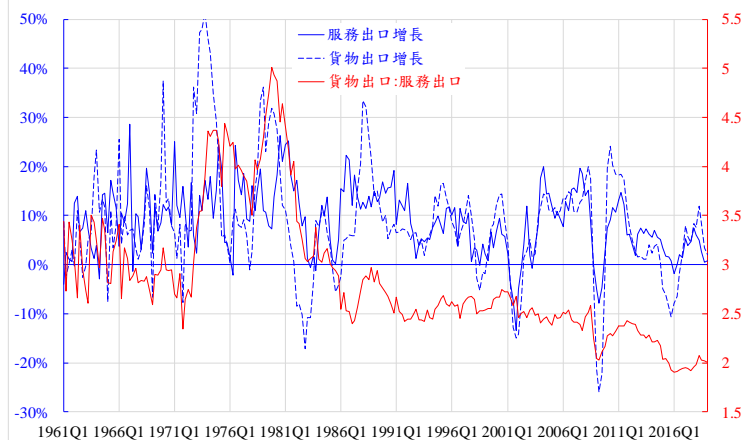
美國衰退機會愈來愈高，但迄今仍僅擲界。在預測上，長短國債息差雖不二之選，但較短期的前景又有否其他指標佐證？其實可從行業間找線索。目下所見，不只美國，全球製造業都差，但服務業則尚可。這可能跟打貿易戰有關，因為只有商品受到影響。不過在一些沒捲入貿戰的國家，製造業表現同樣遠差過服務業。故單看美國亦無壞。

先來看看採購經理指數（PMI）吧，這是頗為類近 GDP 的月度數據之一【圖一】。觀圖所見，製造業 PMI 通常都低過服務業的，歷來皆然。另一更顯眼的，是製造業 PMI 通常先於服務業的轉差，也是幾乎歷次皆準。第三個觀察，是製造業 PMI 的上落較大，不時明顯行錯——固然，這是相對服務業的而言，後者沒隨前者轉差。後兩者的啓示，是製造業的投資者較為週期敏感，大上大落是因容易反手，一不對路就縮，好就即增。敏感的數據有條件成領先指標，但首先未必領先很多（不夠息差多），其次亦易出錯。

圖一：美國服務和製造業PMI



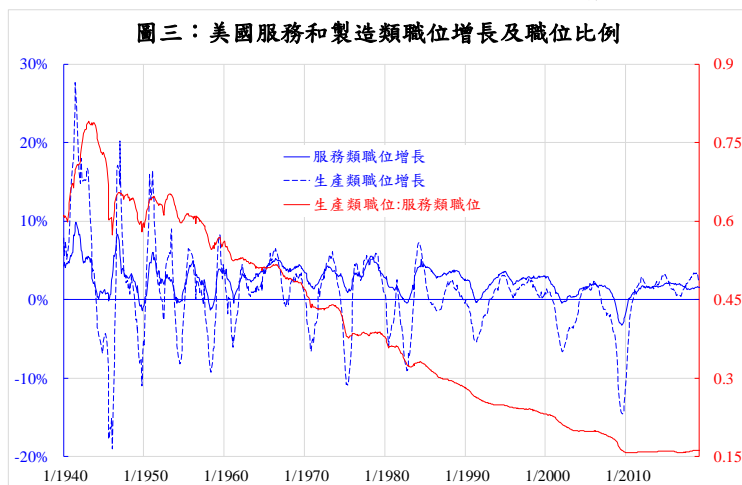
圖二：美國服務和製造業出口增長及出口比例



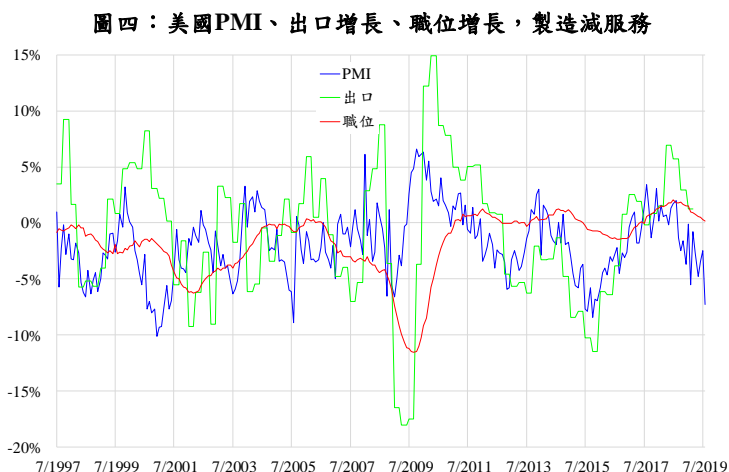
製造和服務業出口又有否分別？如圖所見，其實也有相似現象，製造業的波幅較大【圖二】。不過，跟 PMI 不同的是，製造業出口增長不覺有先於服務業的轉差，還有，

前者亦非必然差過後者。最近所見，其實兩類出口增長都已顯著回落。至於兩者比例，多年來也有明顯變化。四十年來，貨物出口對服務出口（皆金額計）的比例拾級下跌，儘管目前仍 2:1。隨着這比例跌，兩類出口增長也放慢，可見製造業是增長動力源頭。

職位方面也有類似發現。從非農職位按年變幅所見，生產類的也較服務類的上落大【圖三】。然而，兩類職位增長仍算不俗，反映衰退壓力較多在外貿，內在影響暫細。至於比例方面，則跟出口一樣是製造業（生產類）的相對服務業的式微；但不同的是，貨物出口為服務的兩倍，而生產職位卻不到服務職位的兩成。是故，即使製造業的 PMI 或出口大受打擊，只要服務業撐住，整體職位亦未必受影響——目前狀況正是如此。

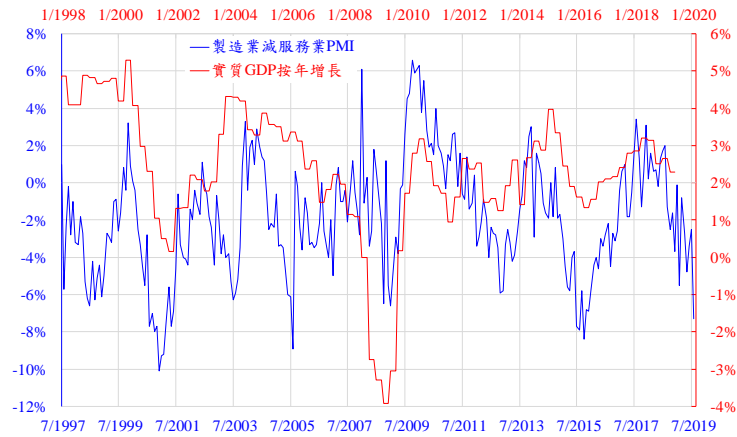


上述三者有週期先後。常理推斷，採購、訂單等的前瞻性重，故 PMI 應行先；勞動市場則通常滯後，故職位行後。將這三者的製造類減去服務類，可見週期上確見這「層次」【圖四】。另外數據亦顯示這先、後指標有其應有特性：領先的 PMI 很多噪音，而滯後的職位增長則圓滑得多，而出口增長則介乎中間。這於預測上又有無作用呢？



將剛述最領先的 PMI 以製造業減服務業計差距再與經濟增長比較，即見有所發現——前者領先後者半年【圖五】。若只單以製造業 PMI 跟經濟增長比，沒這麼明顯的。反而將稍先的製造業和稍遲的服務業一減，差距就放大了，這樣，其領先性也明顯了。如圖所見，實質經濟增長料將大幅轉差。除息差外，相信這是頗有力的另一預測指標。

圖五：美國兩PMI差與經濟增長



羅家聰
環球金融市場部