

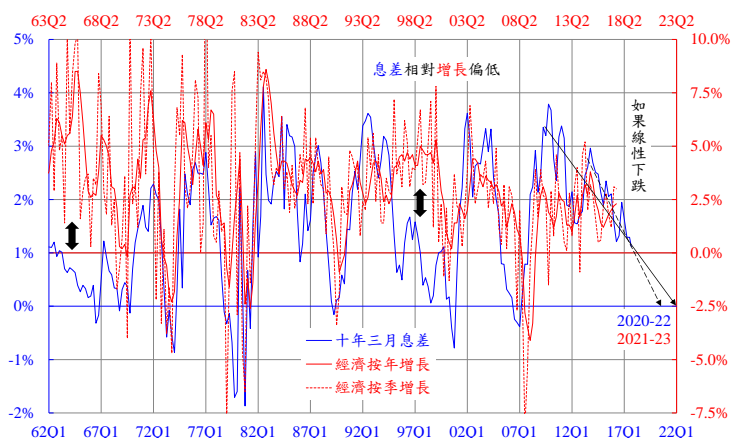
## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 息差仍是好指標 擔心衰退乃自擾

素來能有效預測美國衰退的孳息曲線上週中平坦得很，十年、兩年息差跌穿 $\frac{3}{4}$ 厘，低過去年夏的低位；而與經濟盛衰關係更高的十年、三月息差同樣也見低位，儘管高於9月時的1厘。自從上次息差轉負而伯南克搬出百般藉口指經濟無事但最終仍衰退後，今趟市場不敢再不信邪了，息差邁向零線前已有不少人高唱美國衰退在即。怎分析？

敝欄多年前已指出由息差轉負到衰退發生，中間滯後五季（四至六季皆可接受）。從與經濟增長關係較高的十年、三月息差與滯後五季的增長所見，1970年代起見關係，迄今仍然不錯【圖一】。查NBER自1963年起（圖一上方橫軸起始時點）的衰退日子，分別為1969、1973、1980、1981、1990、2001和2007年，將1980、1981年合併計，則共六次，而這六次息差皆有轉負。只有1969年息差輕微轉負下（最差時-0.44厘），衰退沒在隨後五季發生。或曰，負息差僅衰退的必要而非充分條件，轉負才驚未遲。

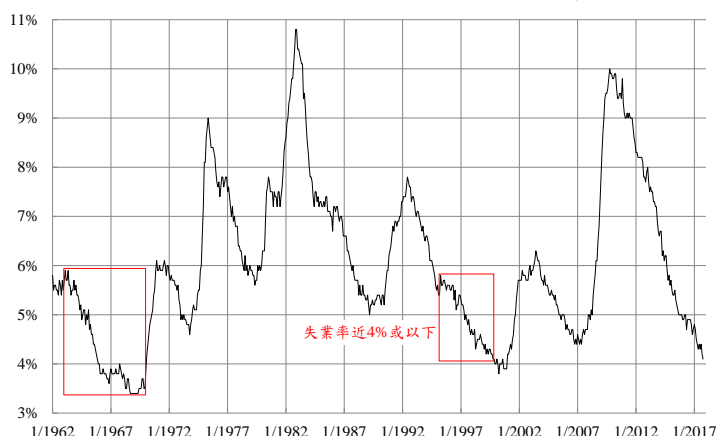
圖一：美國十年三月息差與經濟增長



息差如斯跌法，幾時才會轉負？將自海嘯後至今的跌速線性外射，最快2022甚或2024年才轉負（實線箭咀），且再五季後才衰，有排未到。即使以2013年起的跌勢計，亦要2020年才轉負（虛線箭咀），而對應的衰退再遲五季。最快四年後才發生的衰退，現在擔心會否早得離譜？反而值得注意的是，有兩段日子息差比五季後增長不尋常低（粗黑箭咀），當中第一次致訊號出錯。今次會否又重演這息差過低於五季後的增長？

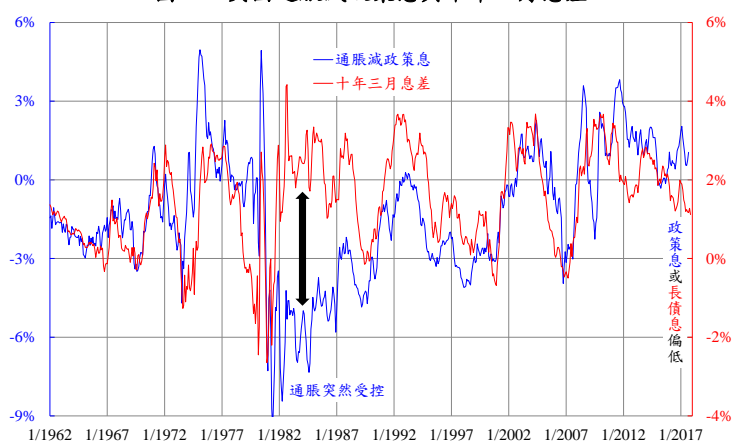
查這兩段時期的若干經濟面表現，很多方面都無異樣，但唯獨失業率有【圖二】。觀圖所見，這兩段時期的失業率皆持續下跌，且最終跌穿4%。查自有息差紀錄至今，失業率「見三」僅此兩次。有理由推斷，這是經濟大好甚至過熱，熱到息差都跟不足。按過往經驗，當非農職位按年增長（不是頭條的按月）跌至1.5%以下，失業率便見底；再跌的話失業率便倒升。近月職位按年增長跌至1.3%膠著，之後會否續跌仍未可知。因此目前仍難論定會否第三次再現「息差低過五季後的增長」。數月後或才有分曉。

圖二：美國息差相對增長偏低下的失業率

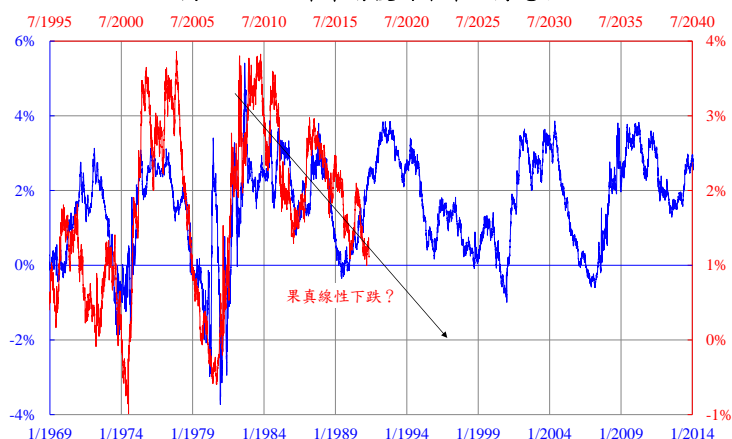


息差已領先經濟逾一年；一般領先性的數據或資產價格均無法預示一年後的經濟，可見息差超凡的預示能力。要解構息差還得追本溯源，問問分別影響長、短息的因素。「長息看通脹，短息視政策」乃傳統想法，將通脹減政策利率與息差比較亦見不錯關係【圖三】。不過有兩段時期關係欠佳，一是1980年代初，隱約延至1990年代。然而，這易解釋，因失控的通脹在1980年代突然受控，伏爾克的瘋狂加息降服了通脹預期。另一是近幾年，但較難解釋了。藍線高於紅，反映一是政策息過低，不然則長息過低。或許聯儲局調控預期太成功了：過低的政策息也壓低了長息。然而通脹卻不表認同。

圖三：美國通脹減政策息與十年三月息差

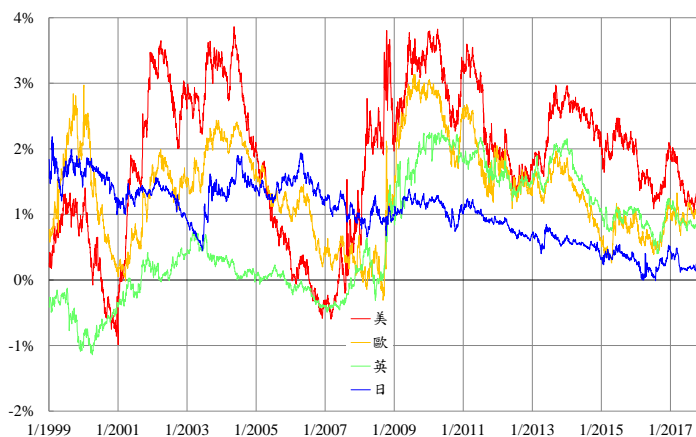


圖四：廿六年半前後的十年三月息差



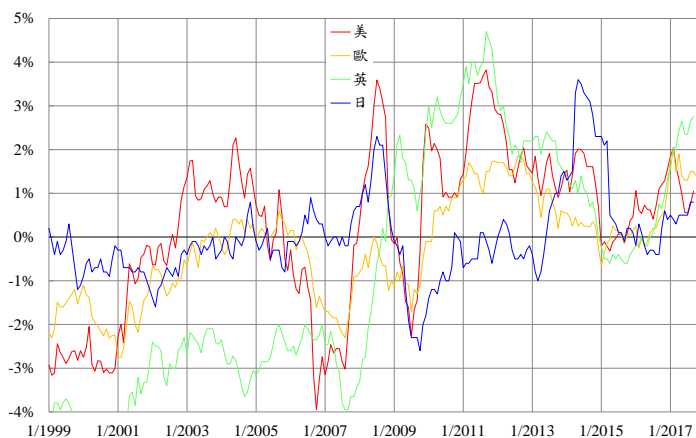
如果最終要回頭的是政策利率和反映政策預期的長息而非通脹，那升的便是息差；廿六年半前後的息差拼圖有類似預示【圖四】。圖料息差夠鐘掉頭，實際掉不掉不知，但此圖啓示是息差長線呈區間上落，線性外射要作大膽的破位假設，實況未必如是。

圖五：美歐英日十年三月息差



另一值得提的現象，是息差收窄其實不限美國，幾大先進幣體的息差走勢其實相若【圖五】。換言之，如有息差轉負接着衰退，或許如 2000 或 2007 年般多數國家有份，而非只限美國。今天仍有分析員看淡美國但看好其他，顯然低估了全球一體化之程度。不難發現，海嘯後四大幣體息差走勢相似程度顯然較海嘯前高，即近年更為一體化。

圖六：美歐英日通脹減政策息



查四大的息差源頭——通脹減政策息，可見近兩年來四地普遍反覆向上【圖六】。看來以這「反向實質利率」指標預示，息差前景不淡，起碼好過無負息差的兩年前。

固然，政策息跑輸通脹，在在顯示近年的息口政策或過分寬鬆。但由過鬆到過熱，再到泡沫到爆破，也要一定時日。四大幣體的樓市早年剛跌不久，目前顯然未算過熱；股市市盈率普遍近 20 倍，但美股的卻 25 倍以上才算危。至於債市泡沫這議題更有趣，長講長有，鑒於長息週期超長，要爆亦可拖一段相當長時日如歐債危機般。四大而言，要找個泡沫化到即將爆煲的市場不易，故別如伯南克上次般，隨便說息差今次出錯。

羅家聰

環球金融市場部