

《信報》專欄〈一名經人〉

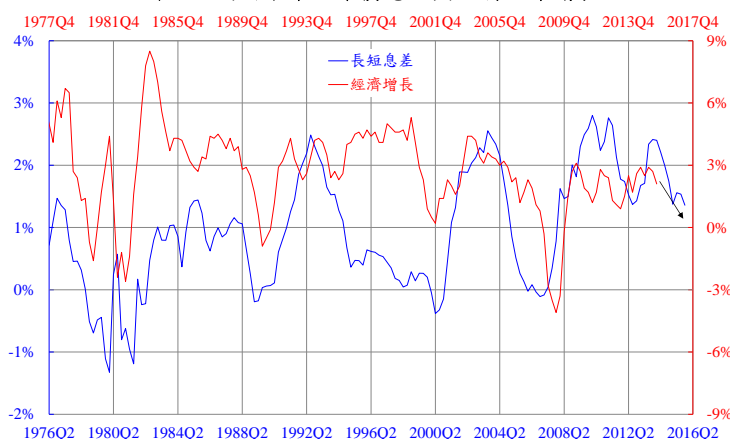
全球一半四大體 兩個尚可兩個弊

跌市數週以來，連歐美等先進市場也無倖免，齊齊插水。坊間開始討論全球衰退。然則，今趟跌市一如過住任何一次跌市般見恐慌，但卻未見背後有具說服力的主題——1997年有亞洲股、匯、樓皆過貴，2000年有科網倒閉潮，2007年有美國銀行倒閉潮，2011年有歐元瓦解危機，但今次呢？說油價、新興市場嗎？也非近幾週才開始下跌。說因油價、新興幣價跌而「拖累」全球股跌，只不過是將一價跌之解釋溯諸另一價跌，跟過去幾次有「價外(exogenous)」原因不同。今浪主題未明，會有幾「襟跌」呢？

新興與商品市場跌勢已明，大市有幾「襟跌」，便要看餘下的先進體系情況如何。目前全球經濟仍以先進佔多，單是美、歐、英、日加起來，已佔全球GDP剛好一半。另一細半跌勢既明，那麼這一半的前景便很關鍵，關鍵到這次是全球還是局部的衰退。思路既已清晰，餘下部分便是實證，鳥瞰美、歐、英、日四地前景是衰退還是放緩。

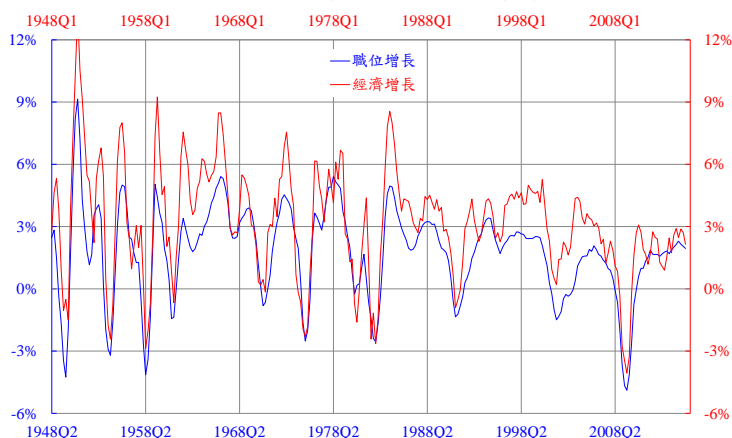
先看美國。時至今日，眾所周知預測衰退最準的是孳息曲線斜率，即長短債息差，一般逆向的話預示四至六季後見衰退。以美國過去一、兩年長短息差所預示，未來一、兩年的經濟增長將跌，但因息差未見逆向(負數)，故美國經濟不虞衰退，頂多放緩；即使在2000年一役息差逆向而NBER定義美國衰退，但GDP也沒按年收縮【圖一】。

圖一：美國十年兩年債息差與經濟按年增長



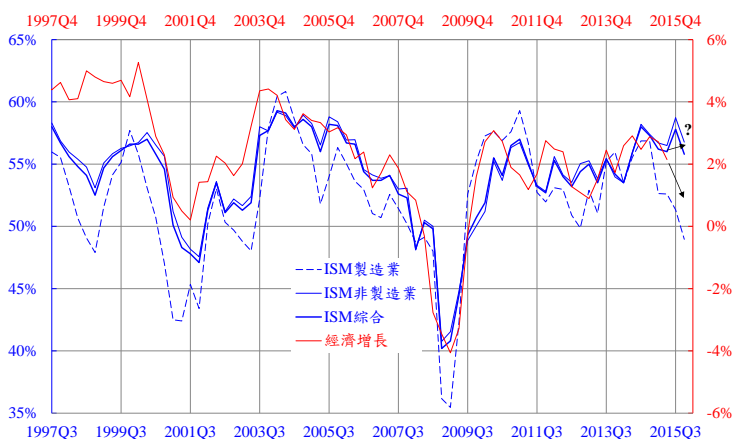
繼GDP後，另一判斷美國經濟的最重要環節是就業，當中以非農職位增長尤重。坊間慣看職位按月變動，但其實最與GDP按年增長相關的，是對應的職位按年增幅：是按年而非按月，且是變幅而非變動。觀圖所見，歷次衰退職位都收縮的，反之亦然；但衰退下GDP卻不一定收縮，可見NBER定義的衰退是頗參照勞工市場的【圖二】。不過，職位增長並非領先指標，反而滯後GDP增長一季。然而職位增長可確認復蘇，前者目前逾2%，按過往幾次衰退經驗，由2%職位增長跌至零，需時尚要一至兩年。

圖二：美國非農職位與經濟按年增長

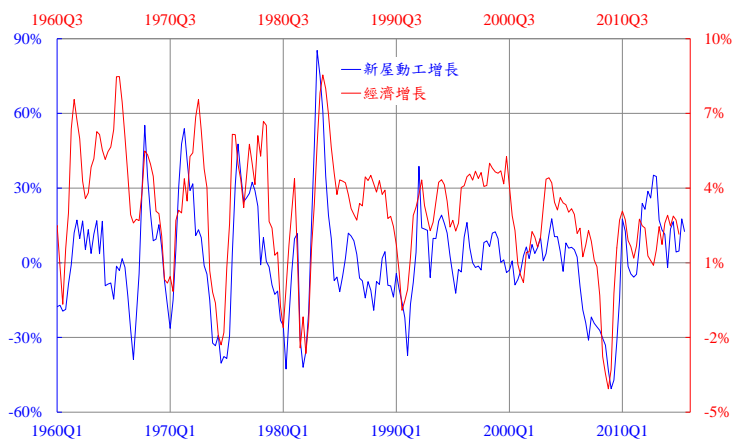


繼職位後，另一個較及時反映經濟的指標，是每月公佈的採購經理指數（PMI）；昔日多看芝加哥大學那個，但近年則多參考覆蓋面較闊的供應管理協會（ISM）一套。ISM有兩個PMI，一是製造業，另一是非製造業即服務業，應參考哪個呢？近年所見，製造業的急插水，但服務業的仍靠穩，預示的經濟方向截然不同【圖三】。觀察所見，其實經濟增長還較貼近服務業的指數，這與美國以服務業為主的結構吻合。而事實上，綜合指數也是較貼近服務業的，故經濟實況概應沒有只基於製造業指數所預示般壞。

圖三：美國採購經理指數與經濟按年增長

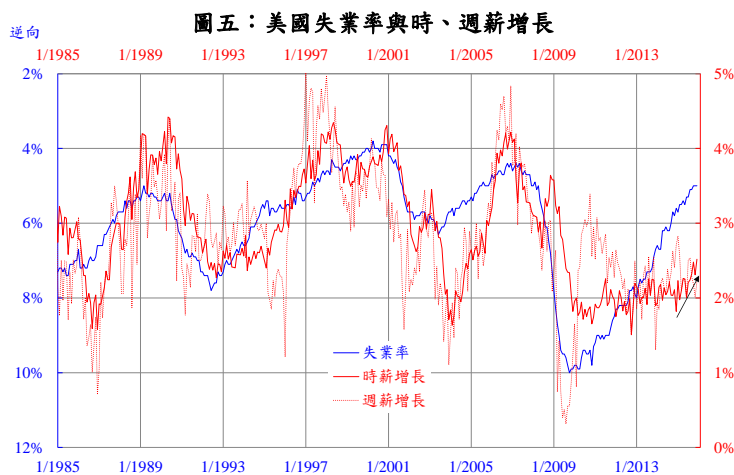


圖四：美國新屋動工與經濟按年增長

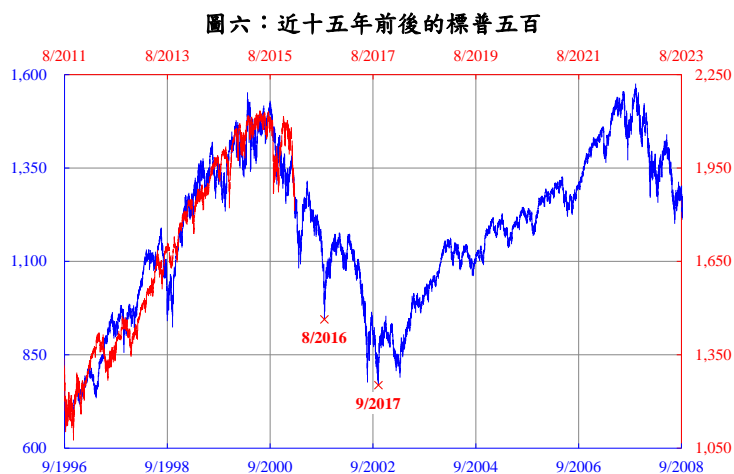


另一早被學界證實為美國經濟領先指標的是新屋動工，計算顯示其領先程度約兩季

【圖四】。細觀更見，其實在近幾次衰退前的好一段日子，新屋動工早已呈按年收縮，行先的程度往往以年計。不過，近年新屋動工仍見增長勢頭，這指標暫未預示有衰退；或許反過來說，待數字不時出現（按年）收縮了一段日子後，才擔心衰退也未算遲。



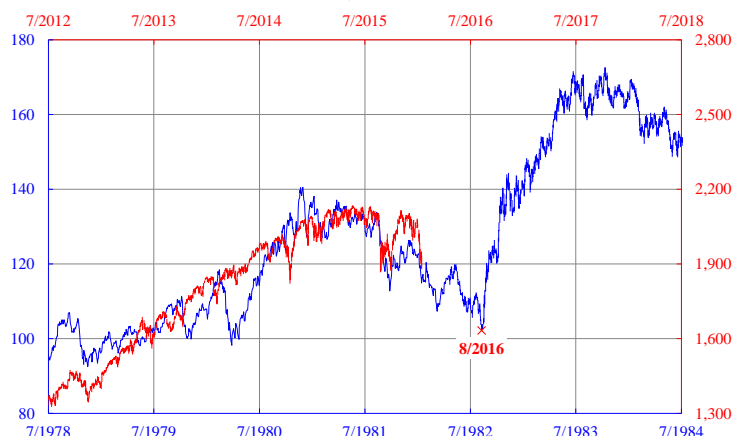
美國復蘇有多確認呢？從滯後的失業率所見，近期跌勢有點「後勁不繼」【圖五】。當失業率跌至這個近全民就業的水平，工資必有壓力；事實上，近年時薪增長已加快，偏離 2% 水平。這個較週薪增長更圓滑、更滯後的數據顯示，聯儲局的加息行動無錯，甚至已經遲了。經驗所見，失業率縱見底亦鮮有即時回升，何況已否見底也待確認。



至於餘下最準確但視野有限（一、兩季內）的領先指標——美股，前景又如何呢？以近月營造的圓頂形態所見，歷史上可參照的年份有兩個：一是近十五年前【圖六】，另一是卅四年兩個月前【圖七】，而兩者重疊的日子皆四年許。有趣的是，兩段日子即 2001 及 1982 年初皆是美元單邊強的日子，亦是商品市場不景、本港樓價大跌之時。

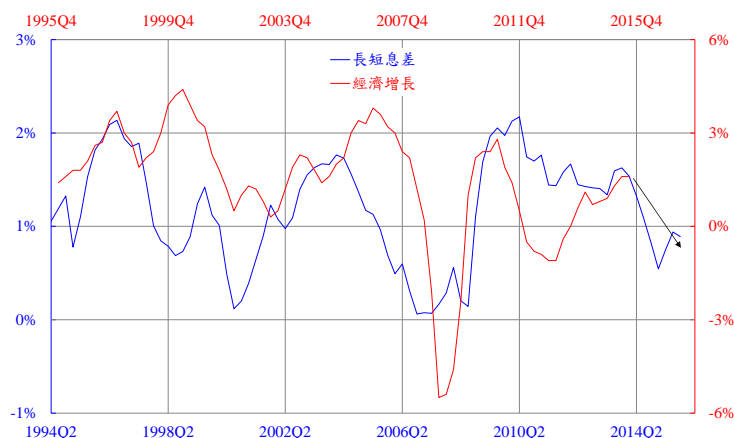
更有趣的，是兩圖同皆預示美股今年 8 月有隻熊腳；至於是如 2001 年般（即 911）彈完再散還是如 1982 年般兩季後便跌完見底，單從走勢看不出來。雖然兩次都屬餘波——即 1982 年（第二次石油危機）是 1973 年（第一次石油危機）的餘波，2001 年是 1997 年的餘波，而今次是 2007 年金融海嘯後的餘波，但 1982 年那次是連環式的衰退，兩次共 22 個月，而 2001 年的卻是輕度衰退，歷時僅 8 個月。你道今次接近哪情況？

圖七：卅四年前後的標普五百



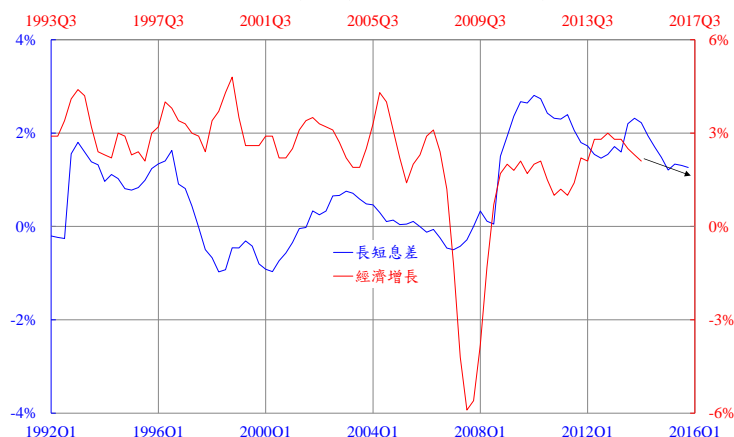
美國以外，且也看看其餘三地情況。同樣計十年、兩年息差，歐元區的大幅收窄，預示經濟增長也將重拾跌軌向下【圖八】。不過，歐元區歷次衰退除上次有歐債危機外（帶點技術性），之前兩次即 2008 和 2002 年衰退前，息差均收窄至非常近零的水平。目前息差雖收窄但未至於很近零，故中肯之說是歐元區料大放緩至很接近衰退邊緣。

圖八：歐洲十年兩年債息差與經濟按年增長



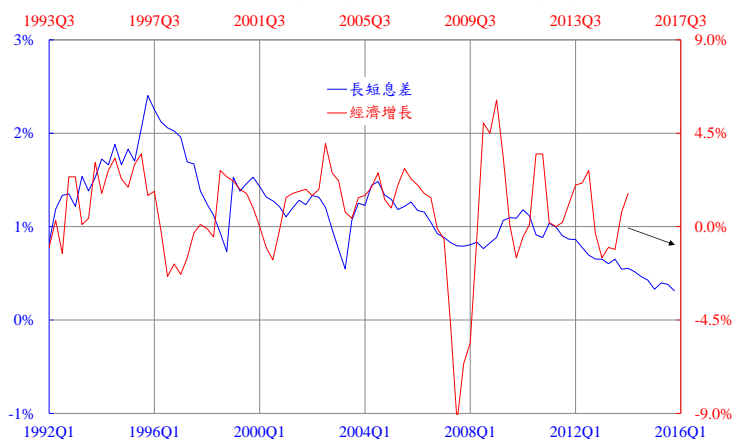
英國方面，長短息差同樣預示經濟增長向下【圖九】。不過，首先息差跌速不快，且目前尚有 1 厘闊度，情況應較歐元區佳。其次，英國息差從來跟經濟增長關係偏低，正如 1997 至 2001 年間息差雖跟大隊逆向，但卻 GDP 未見收縮，故不宜作太遠推論。

圖九：英國十年兩年債息差與經濟按年增長



最後輪到日本。近年日本的息差也在收窄，雖未至零但亦窄至歷史低位【圖十】。息差走勢與滯後的經濟增長多少吻合，但固之然，在預示衰退（尤大衰退）作用有限。無論如何，創新低的息差預示日本經濟增長將趨跌，不時出現收縮情況將愈趨頻密。

圖十：日本十年兩年債息差與經濟按年增長



今文概覽所見，佔全球一半的四大體指標顯示前景皆弱，只是弱到什麼程度而已。四地中以美、英較佳，歐、日則較差。看來，前兩者或未必陷入衰退，起碼今年應未；但歐、日則有機會收縮，儘管幅度應不會大。如是者，市看跌，以圖論圖（圖六、七），8月造腳後反彈能否延續至明年是關鍵。若美國僅放緩而非衰退，情況應偏向樂觀的。

羅家聰
環球金融市場部