



二零一零年六月

雙底衰退即將來臨？

最近幾個星期，市場對雙底衰退的憂慮大幅增加，疲弱的就業報告反映美國經濟增長再度放慢。根據勞工部上周五公佈的就業報告，美國 5 月份非農業新增職位增加 431,000 份。雖然職位增長步伐處於 2000 年 3 月以來最快水平，不過，數據上升主要受政府為進行 2010 年人口普查而聘請多達 411,000 個臨時工所影響。

同時，勞工部指出 5 月份私營部門職位只輕微上升 41,000 份，遠低於 4 月份時所增加的 218,000 份，私營部門職位亦錄得自 1 月份以來最低增長。

聯儲局主席貝南奇於 6 月 7 日接受 ABC 新聞記者訪問時表示，美國經濟陷入二次衰退的機會不大，消費者開支及商業投資似乎足以推動經濟持續溫和增長。另一方面，部份經濟學家指出雙底衰退的機會較早前為低，標準普爾首席經濟師 David Wyss 表示，經濟出現雙底衰退的機會由年初的 25% 下跌至 20%。

雙底衰退或稱 W 型衰退，是指經濟衰退之後出現反彈，但其後再度步入衰退，美國曾於 80 年代經歷這種情況。我們是否即將面臨衰退？根據國庫債券孳息率利差以及美國經濟咨商局公佈的領先指數，答案是否定的。

國庫債券息差模型反映衰退機會近乎零

自 80 年代起，廣泛文獻均支持有關孳息曲線能準確預測未來實質經濟活動的說法，研究發現孳息曲線斜率與國內生產總值、消費、工業生產以及投資的變動均有關連^a。孳息曲線斜率可參考 10 年期美國國庫債券孳息減 3 個月票據孳息所得出的息差，而實質經濟活動可參考國外或國內生產總值、消費者開支、投資與工業生產的增長。衰退定義則以美國經濟研究所(NBER)定出的日期為準。

國債息差預期效果理想，自 1950 年開始每一次美國出現衰退之出，息差收窄以及孳息曲線趨於平坦甚至逆轉，只有 1967 年一次預測發生錯誤^b。

紐約聯邦儲備銀行所採用的國庫債券息差模型可計算未來 12 個月經濟出現衰退的機會。於 07 年 10 月至 08 年 4 月期間，模型預測衰退機率为 35% 至 40%，之後的數字差不多每個月下跌。另外，模型指出美國衰退已於 09 年中結束。10 年期國債孳息於 5 月份平均數字為 3.42%，3 個月票據孳率為 0.16%，模型結果顯示未來 12 個月衰退機會只有 0.17%，因此排除了經濟即將出現二次探底的可能。

有評論指聯儲局買入國庫券及擴充資產負債表已令國債市場受到干擾，國債孳息將不能一如以往成功地預測衰退，就讓我們看看另一個指標 - 領先經濟指數的預測。

領先指數尚未發出警號

由美國經濟咨商局編纂的領先經濟指數可用作預測經濟拐點的出現(衰退與復甦)。數據每月公佈一次，由 10 個經濟指標組成，包括：

- 1) 製造業每周平均工時、2) 平均每周首次申領失業救濟金人數、3) 製造商新增訂單(消費品及原料)、4) 製造商新增訂單(非國防用途的資本性商品)、5) 供應商產品付運時間、6) 建築許可證、7) 標準普爾 500 指數、8) 廣義貨幣供應(M2)、9) 10 年期國庫債券與聯邦基金目標利率息差，以及 10) 消費者預期指數。以上每項指標佔整體領先指數的比重並不相同。

根據過往分析，每當領先指數當月數字與半年前比較出現負增長，以及相應的擴散指數 (diffusion index) 低於 50，可視作衰退出現的警號，最新數據反映這個情況尚未出現。

總括來說，我們暫時看不到經濟於短期內出現雙底衰退的風險。

a. The Yield Curve as a leading Indicator: Some Practical Issues – *Arturo Estrella and Mary R. Trubin*

b. Federal Reserve Bank of New York

重要聲明:

本文件所提供的資料僅供安達理財(亞洲)有限公司和安達資產管理(亞洲)有限公司之客戶或準客戶享用。文件所載的資料及任何意見，並不代表本公司以主理人或代理人身分邀請或提請任何人士購買或沽售任何證券或理財產品，或提供任何投資意見或服務。本文件內對各理財產品及證券之描述並不適用於所有國籍、區域之人仕。任何人士如欲購買本文件描述之產品及證券或作出任何投資，需自行負責查證其所在地域的法律是否容許其瀏覽此文件及/或使用有關服務。

證券投資涉及風險。證券過往之表現，並不能等同或顯示其將來之表現。若有疑問，應在作出任何投資決定前向閣下之理財顧問尋求專業意見。

雖然本文件提供予閣下的資料，均來自本公司認為可靠的來源資料，或以此等來源為根據，但本公司不能亦不會就任何資料或數據的準確性、有效性、及時性或完整性作出任何保證。對於本文件之內容，或因本文件的資料不全、錯誤及遺漏而對瀏覽者造成之影響或任何因瀏覽本文件所產生之後果，本公司概不負責。

如對我們的服務有興趣或有任何意見，請電郵至 servicing@arcadia-asia.com。一切資料絕對保密。

安達理財(亞洲)有限公司
安達資產管理(亞洲)有限公司

地址: 香港銅鑼灣禮頓道 77 號禮頓中心 14 樓 1404 及 06 室
電話: (852) 2114 8488 傳真: (852) 2114 0777