

《信報》專欄〈一名經人〉

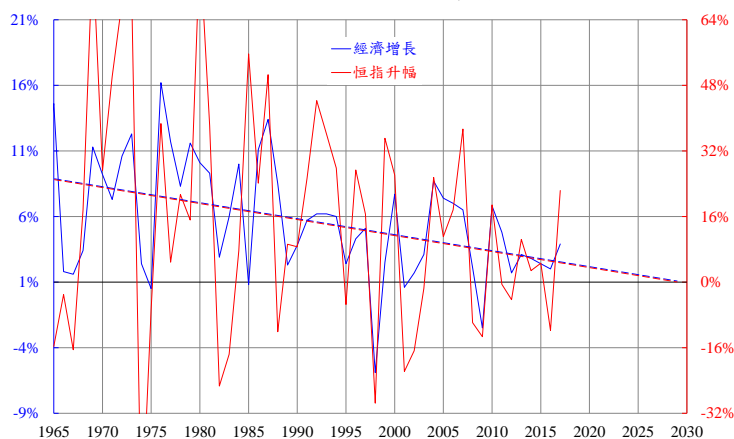
十年後將無增長 港股可以有幾強？

恒指已達上次 2007 年牛市的高位水平，當一眾坊間分析員都在看 40,000 點之際，敝欄卻唱反調指頂部已近，不少人看來確實大煞風景、不是味兒。見好唱好固然容易，獨排眾議反而困難，但難僅心理一關，若從基本因素判斷，看 30,000 點一邊反而易；大半年前曾以對數拋物通道指恒指將進長期上落（secular bear），現予背後基本因素。

有啥基本因素「咁巴閉」？其實已論及多年，微觀上看，股票的基本因素是盈利；既然股市是股票的總合，盈利的總合就是宏觀經濟。是故說 GDP（固之然是實質計）是股市的基本因素，不會錯得到哪裏去的。昔日曾多次以週期角度（以季度增長數據）論及股市升幅領先 GDP 增長一、兩季；但原來兩者關係在長線上是一樣清晰可見的。

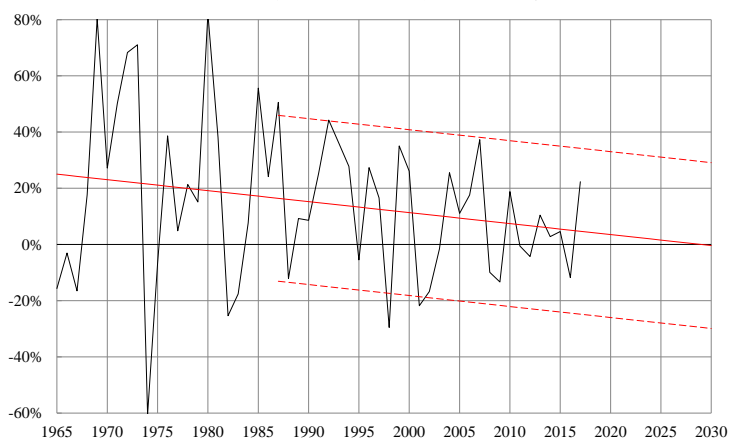
以長線（年度數據）計，恒指升幅與本港 GDP 增長長線俱跌【圖一】。長跌原因，可能是人口增長自戰後長線下跌，且產業並無不斷升級轉型以抵消此不利因素，於是，我們有理由將這線性跌勢往未來伸延，以四十多年數據測十年八載，統計上不算過分。將股市和 GDP 增長調校到趨勢線重疊，即見當 GDP 增長跌至 1% 時，恒指便無增長，即進長期上落格局，而按兩者增長的線性跌勢預測，是日將於十年後降臨。另一關係，是從兩軸比例可見：GDP 增長跌 5% 對應恒指升幅跌 16%，比例大概 1:3，誰說無關？

圖一：本港GDP與股市增長



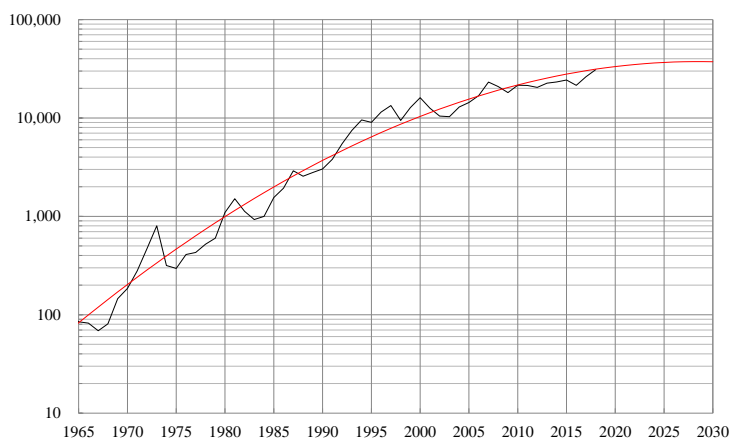
是否要等恒指長線增長趨勢跌到零，才進長期上落格局？看來這是漸進而非突變。意思是指，若考慮跌勢及其波幅，譬如取近卅年波幅較穩定的日子（Great Moderation），以正負 1.5 標準差作增長跌勢通道，我們可以這樣理解：恒指按年升與按年跌的比例，由卅年前的 3:1 減至十年前的 2:1，再至十年後的 1:1，平均每廿年「減一倍」【圖二】。故恒指最高按年升幅理應由卅年前的四成幾減至近年的三成半左右；查去年恒指升幅，剛好是三成六。即使今年按年跌去通道下限所預示的兩成半，亦仍在 23,000 點之上。

圖二：恒指按年變幅及其趨勢和±1.5標準差通道



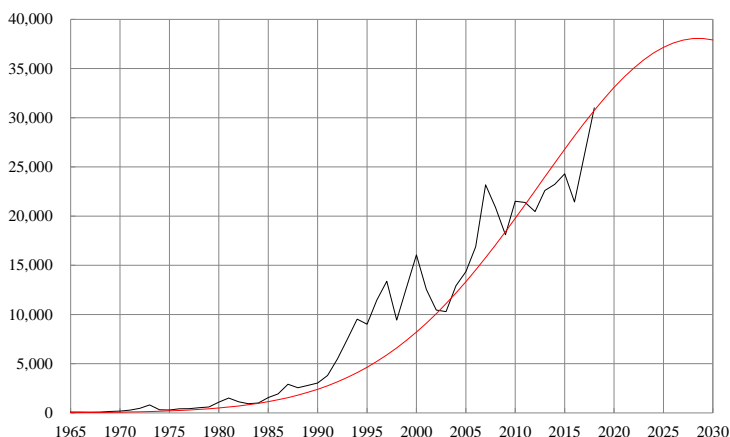
將上述恒指升幅跌勢還原——即是將恒指以趨勢升幅逐年累積下來，便得一條類似「半對數拋物曲線」【圖三】。然而這拋物線的曲率不大，不然圖二的跌勢便不是直線，而是愈跌愈急的曲線了。這條曲線不難理解：頂部就對應圖二的趨勢（紅線）穿零點，而隨着跌勢延伸至負區，即十年後恒指趨勢按年收縮，還原恒指本身便是見頂而回。

圖三：恒指及其升幅趨勢推算值（對數比例）



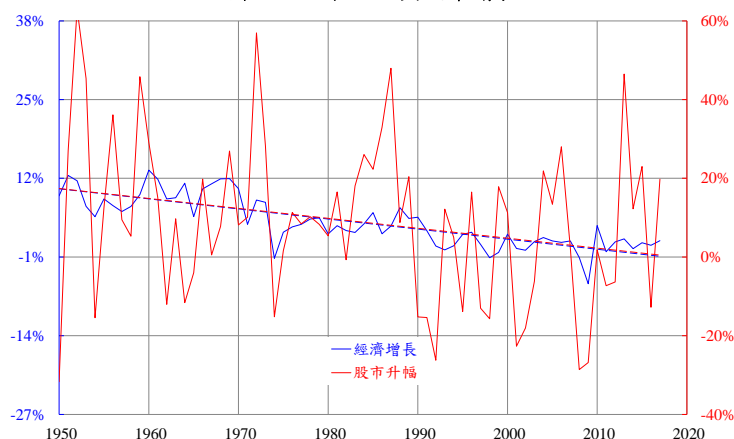
為令看不慣對數比例者有更具體掌握，現再將圖三的對數比例還原正常【圖四】。驟眼所見，40,000 點才是頂，但這是十年後的趨勢水平；今年的趨勢於 30,000 點處，即使年內確要逼近 40,000 點亦已「離譜」了。謹記，迄今的預測僅由 GDP 所推導出。

圖四：恒指及其升幅趨勢推算值（還原比例）



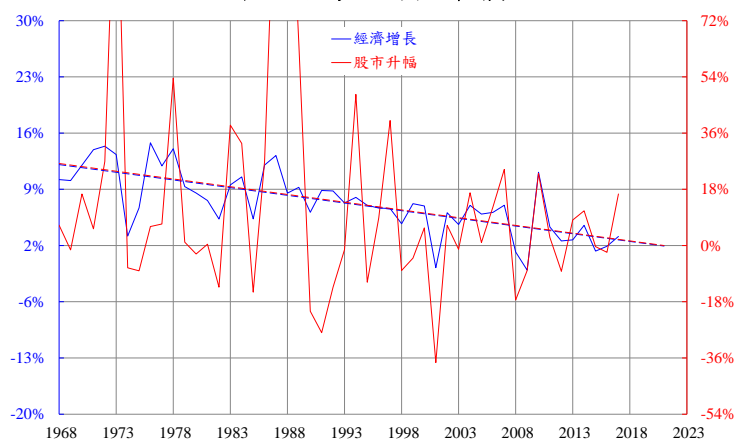
此法是否合理？不少人睇新聞見得美股多，認為只要有命，長升長有是很正常的。但以下兩個案例將告訴大家，無所謂什麼才是正常，只有跟隨基本因素才是永恆定律。日股是眾所周知已長期上落近卅年的股市。將日本 GDP 增長與東京股價指數 (Topix) 增長一比，即見同樣的共跌模式，但不同的是，GDP「增長」趨勢已下跌至-1%水平，即按年收縮，而日股按年則跌至 0%，正式陷入長期熊市【圖五】。觀其人口增長之跌，看來即使有產業升級至人工智能亦難全面抵消，可令跌勢轉橫行，但不易扭轉為升。

圖五：日本GDP與股市增長



另一類似市場是被日本統治過的台灣。台股的長期上落格局其實也維持了足卅年，雖然台股驟似突破，再升一成許便破 1990 年高位，但 GDP 增長趨勢卻不認同【圖六】。以台灣計，當 GDP 增長趨勢跌至 2% 時，台股已告長熊；目前 GDP 增長顯然已遜 2%。類似的股市其實不勝枚舉，除歐美某幾個市場外，實在大多（包括港股）還未破頂。

圖六：台灣GDP與股市增長



這裏議事論事，無意刻意唱好或唱淡。趨勢水平非頂部，高過趨勢水平無疑可以，但去得多遠亦看宏觀週期行盡未，即是除了以 GDP 量度幅度（空間）外，週期（時間）亦因素之一。要是週期行盡，即使「未到價」亦可見頂跌，正如三年前恒指跌三成六的「熊市」（形態上卻是浪高一浪），其時市盈率還未夠 12 倍！擴張至今既已十年八載，恒指來個跌三分一的「調整」不奇，以此度之，長期上落區間便是兩萬許到三萬許。

羅家聰

環球金融市場部