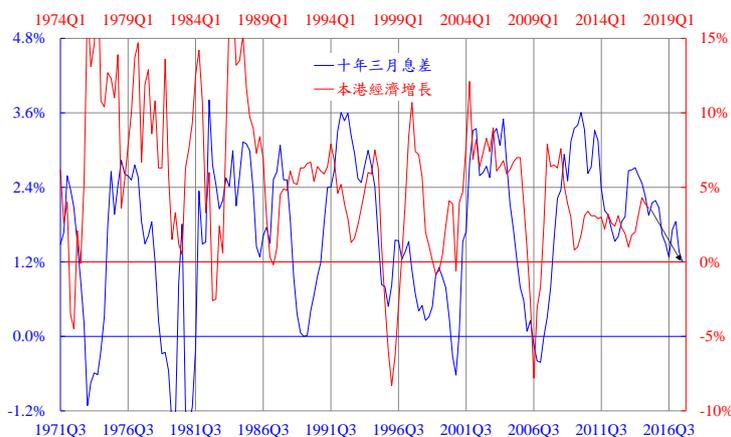


《信報》專欄〈一名經人〉

息差為港測大局 明年放緩後年縮

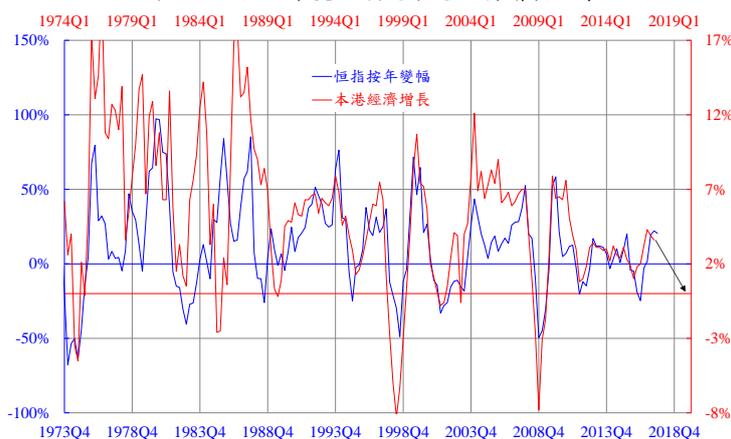
臨近年尾，一眾大行預測陸續出台，為明年把脈。近幾年來敝欄少了做此類功夫，主因是過去幾年的看法皆是平淡而沉悶，在沒有大起大落、方向大致平穩的大前提下，噪音分分鐘大過訊號，預測的意義不大。今次呢？眾所周知，息差預測可謂勝過任何人（將來會否輸給 AI 則難講），息差既然收窄到「危危負」的地步，擔心有理的。不過，僅三週前才指「息差仍是好指標 擔心衰退乃自擾」，歐美不驚，要驚反而應驚自己。

圖一：美國十年三月息差領先本港經濟增長十季



本港經濟可否用息差來預測呢？聯匯之下，本港長短息差變相就是美國長短息差，起碼 1983 年底計起如是。觀圖所見，兩者關係確在掛鈎後轉強，時差十季（或稍短），即息差可預測最遠兩年半後的本港經濟【圖一】。依圖所料，本港有衰退風險，但似在 2019 年多於明年。然而縱衰，情況看來較似 1980 年代的兩次 GDP 收縮，屬於輕度。

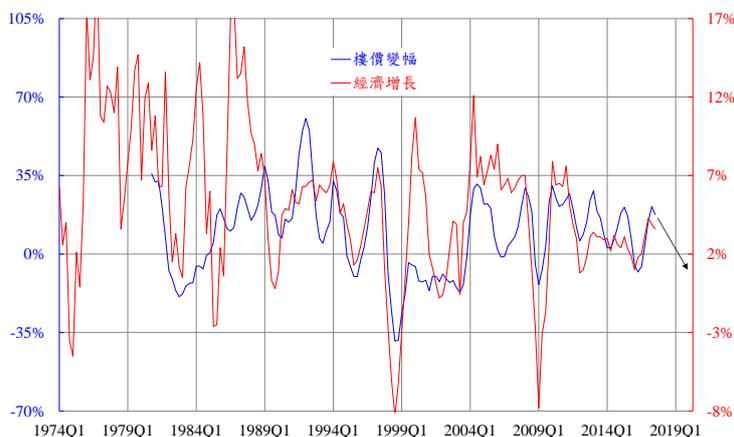
圖二：恒指按年變幅領先本港經濟增長一季



未來兩年許的經濟測了（圖一所料是增長逐步放緩至零），那股市呢？計算顯示，港股領先本港經濟僅一季，換言之，息差還應領先港股的。按上述推論經濟放緩速度，我們不難按股市與經濟間之關係推斷前者的前景。如圖所料，當經濟增長後年指向零，恒指屆時將指向按年跌兩成處，但單就明年計，很可能僅按年升幅放慢而已【圖二】。

同一道理，股市可測，樓價照理亦可測得，但前提乃是否與經濟相關。觀圖所見，樓價並無如坊間所講般與經濟脫節，起碼在增長上落的週期上看，兩者關係仍高且同步【圖三】。這意味當經濟增長在圖一預示下放緩時，樓價增長難免要同步放緩。固然，樓價由早輪按年升一成半至兩成的幅度回落，到按年收縮最快亦很可能是下半年事。

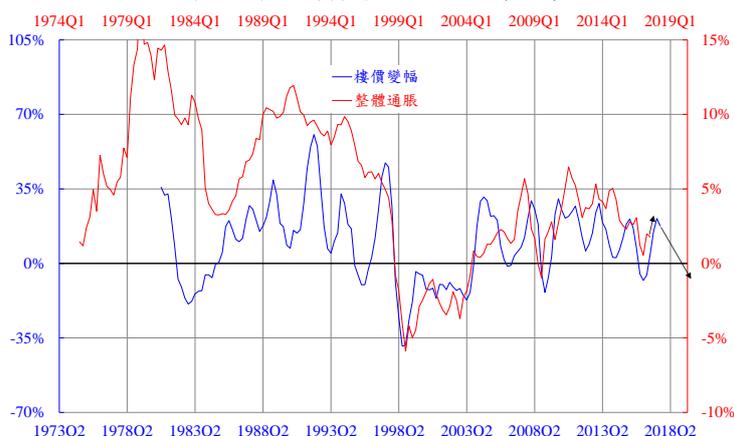
圖三：本港樓價與經濟同步按年增長



經濟有無這麼神奇的能力測到股、樓市呢？股市而言，重溫圖二可見，除極貪婪、恐慌的頂、底外，近卅年來除了海嘯前四年和海嘯後一年外，其餘日子股市很貼經濟。至於樓市，重溫圖三則海嘯前幾年樓市跑輸經濟（藍線低於紅）而早幾年則剛剛相反，關係不及股市與經濟。因此，經濟測樓在趨勢上應還可以，但升跌幅度則未必準確。

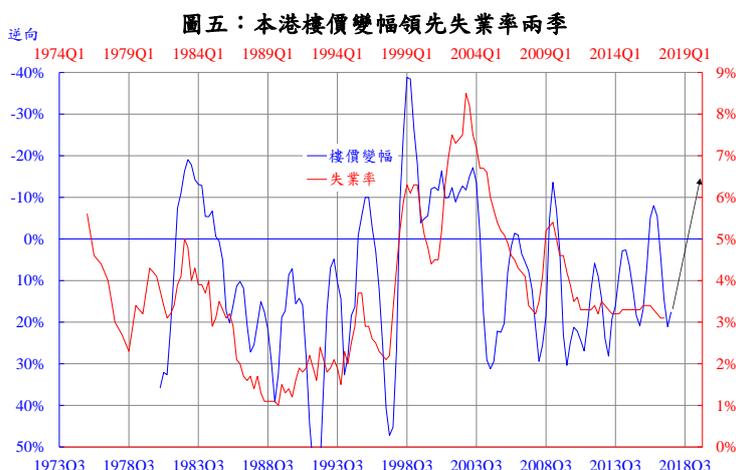
在樓價增長將回的前提下，我們可進一步預測通脹。在美國，通脹很取決於樓市，比重佔四成幾；但其實本港一樣，樓價對通脹的影響十分清晰——如圖所見，大概1997年後樓價變幅以7:1比例對通脹，且領先三季【圖四】。既然樓價變幅展望由升轉跌，在樓價、物價升跌對應（零線睇齊）下，通脹亦將在明年稍升後回落，終或見通縮。

圖四：本港樓價變幅領先通脹率三季



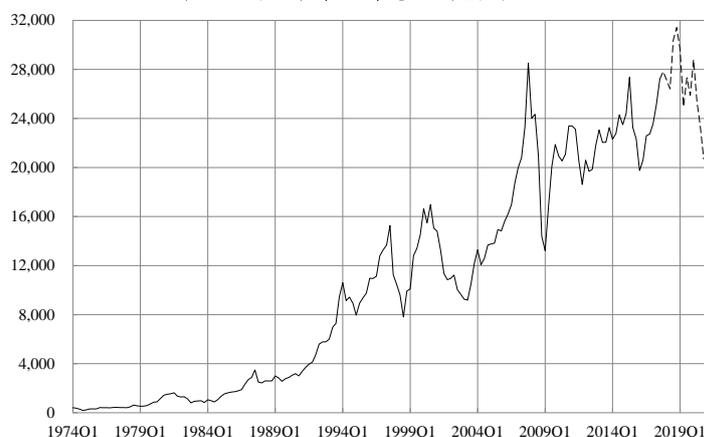
宏觀經濟最吃重的三個變數談了兩個，餘下一個當然是就業了。失業率橫行多年，前所未見，估計是「受惠於」環球寬鬆政策下，失業率在3%前橫行不升不跌逾六年，很可能是全民就業，而本港經濟亦不必要地過熱了，這從樓市表現可見一斑【圖五】。過熱的後果耳熟能詳，只要外圍衝擊逆轉便隨時發生。按照圖三經濟、樓市關係推斷，

樓價變幅由升轉跌一、兩成，所推算的失業率便有機會升至6%以上，高過海嘯高位。失業率一旦急升亦請別見怪不怪，因為失業率上落的模式從來都是直線急升但慢跌。



由息差出發，我們推測了本港的經濟增長、物價增長，股、樓價增長。剛才提過，樓價變幅不宜過份看重，但股市變幅的可測性則較高。將上述圖二的恒指按年變幅預測「還原」成指數本身，大家或會有興趣知。如圖所見，恒指很可能仍會先飆上 32,000 點之上次高位（數據取季度平均，故上次 2007 年季內平均高位連 30,000 點也未到），但之後數年卻僅在兩、三萬點的大框架內行；回落幅度雖已屬熊市，但格局仍是上落，或可說是長期熊市（secular bear）【圖六】。以圖論圖，長熊早在十餘年前已開始了。

圖六：美國十年三月息差所預測的恒指



今文所見，來年本港經濟、股樓等增長趨弱，但全年大部分時間起碼上半年而言，未虞收縮，僅增長放緩。這是息差收窄的直接預示，信不信呢，隨你；只是十餘年前，伯南克也不信，結果有目共睹。話說回頭，擴張週期至今已十年八載，莫講顯著放緩，即使衰退亦不足為奇。不是沒有歐美「陪葬」的逆轉便一定小兒科，1997 便是反例。

香港的情況不是特殊的；整個亞太、新興其實在過去幾年都「受惠」了歐美寬鬆，而不必要地過熱。過熱就有泡沫，有泡就早晚會爆，這些風浪我們都見過很多次了。

羅家聰
環球金融市場部