

《信報》專欄〈一名經人〉

港股對照三小龍 未來數年橫行局

港股突破 26,000 點後，市場始現牛三說，看三、四萬。敝欄早指 28,000 點可見，但再上轉字頭則難。參考 2007 模式，港股在 23,600 點要先挫至 19,400 點或即近兩成，才發力飆上近 32,000 點或逾六成完成牛市。在調整前兩年即 2005 年中至 2007 年中，港股呈浪急一浪、愈升愈快格局；十年後的 2015 年中至 2017 年中，港股既無像樣調整（遑論近兩成）亦無浪急一浪。牛三應有的氣氛在本港樓市就見，在港股則不多覺。

放長線看，其實股市不是必然不退則進，跌完幾浪便升幾浪。歐美雖然多屬此類，但在其他市場則不然；即使美股也曾在 1970 年代經歷過十多年長期上落格局。今次，我們比較本港與另外三小龍股市、經濟，並即將見到不同時段的四地其實何其相似。

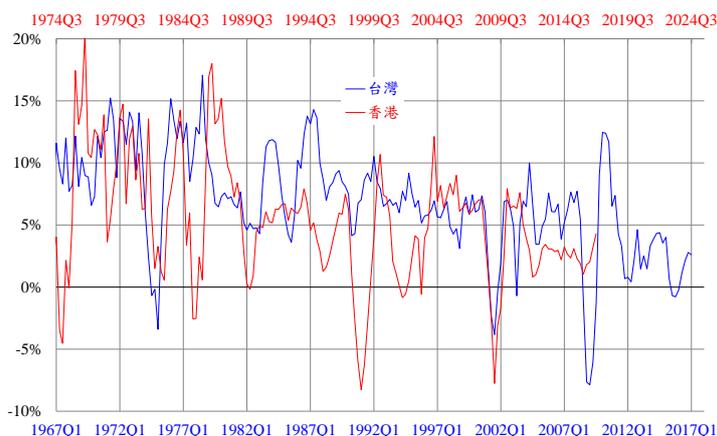
先與台灣比較。台股模式與日股頗似：在 1980 年代飆升過後，1990 年泡沫爆破，橫行至今。以為港股大不同嗎？將港股與領先七年半（一牛熊週期長度）的台股比較，即見兩者走勢相似【圖一】。如是者，港股歷來的最牛日子只是延後七年於 1990 年代，而對應台股在 1990 年泡沫爆破的，正是港股在 1997 年的熊市，始後至今呈長期上落。依圖台股所預示，港股未來七年許將在兩、三萬點之間上落，吻合二次方對數通道。

圖一：台股與港股



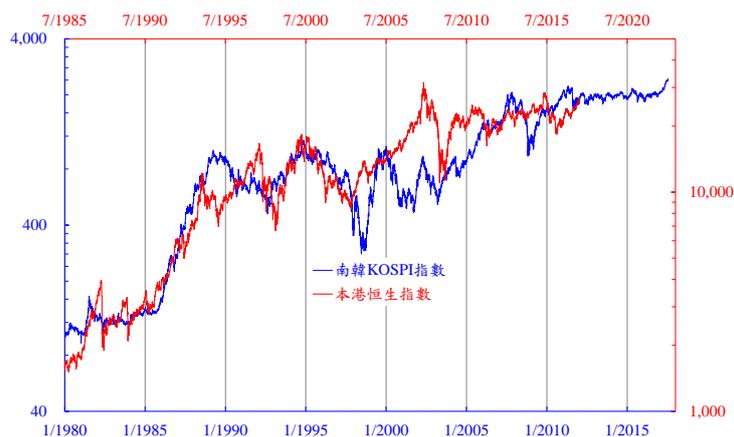
這是偶然還是有解呢？只要將同等時距的兩地實質經濟增長比較，即見是有解的：以同一把尺量度增長（只有一條縱軸），本港經濟增長趨勢確走在七年前的台灣軌跡上【圖二】。這種增長趨跌的現象其實舉世皆然，分別之一在於什麼時間跌至哪個水平，而分別之二則在於長線平均跌速。驟眼所見，兩地增長的長線平均跌速並不相差很遠，或許本港跌得稍快。由此看來，港股走勢不應該比台股所預示的長期橫行軌跡為高。

圖二：台、港實質GDP增長



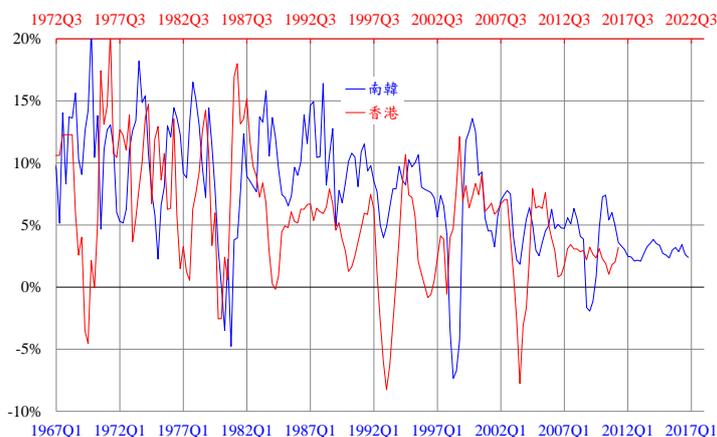
南韓與本港比較方面，時差稍為縮窄至前後五年半。兩地股市的相似度不及台股，尤短線稍遜，但長線走勢還好【圖三】。依此所料，港股未來數年的走勢其實也是橫行，只是靠近兩、三萬點間的通道上限。基於台、韓這兩市場的預示，港股皆難突破字頭。

圖三：韓股與港股



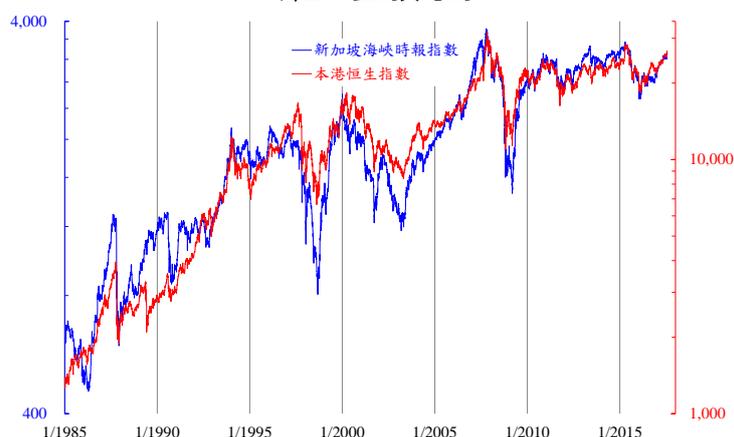
至於股市相似背後的基本因素，同樣是經濟增長的相似所致【圖四】。驟眼所見，本港也較五年半前的南韓增長稍低，儘管近年有所趨同。其實這三地的增長階段有別，可從GDP裏的投資佔比變化見蛛絲馬跡：台灣的投資佔GDP在1980年代初起回落，南韓亦差不多同時跌，而本港則遲於1980年代中起回落。這吻合整體增長跌的時間。

圖四：韓、港實質GDP增長



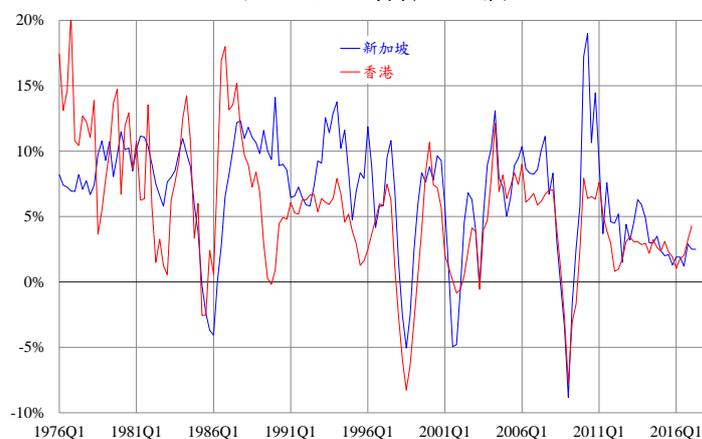
最後比較星洲與本港。兩地素來被視為直接競爭的城市，比較之下亦見股市甚似，沒有時差【圖五】。不過，論股市升速，則本港快於星洲：只要比較左右二軸比例即見，星洲股市十倍翻時，港股已是四十倍翻了。這情況與台或韓股相反，重溫圖一和圖三，可見當台或韓股十倍翻時，港股只是七、八倍翻。至於原因則或未必關宏觀因素的事，可能是股市微觀因素如股份構成有異所致。宏觀因素所控制的是不同年代的相對速度。

圖五：星股與港股



照樣比較兩地的經濟增長，同樣可見長線走勢極近，但短線也偶有出入【圖六】。譬如在 1987 至 1996 的十年間，星洲增長明顯高於本港，故 1990 年前後的星洲股市亦「對應跑贏」港股（重溫圖五）；2010 至 2013 年也見類似現象。此乃經濟解釋股市。

圖六：星、港實質GDP增長



今文比較了三小龍與本港的股市和經濟，只要找對階段，其實四地之間很相似的。固然，不排除四地股市也如 1970 年代的美股般，經歷多年橫行後再走出單邊長升市，但這並非必然。股市長升背後多有遠因，譬如工業革命、又如戰後重建、或如大緩和。如果下一個長升的遠因是人工智能，那港股有份升嗎？港股當中有幾多高智能股份？

沒有這些長線利好因素，縱谷得上三字頭亦企不得久，管他牛二、牛三定牛四。

羅家聰
環球金融市場部