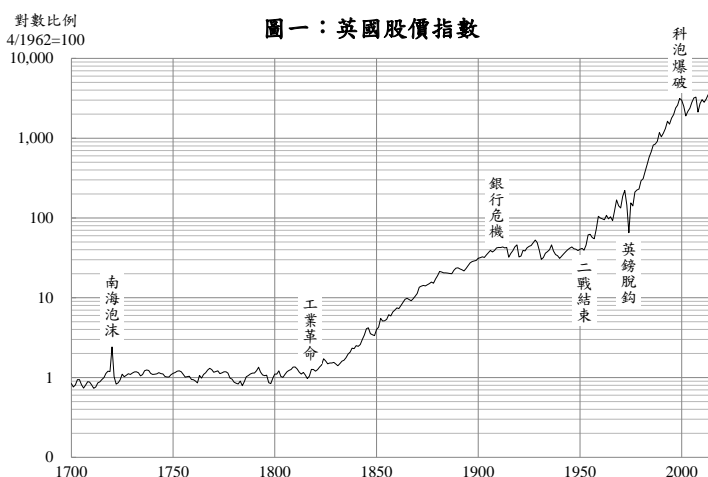


《信報》專欄〈一名經人〉

三個世紀看英國 脫歐仍可日不落

英國即將啓動脫歐，從歷史角度看是劃時代性的——自二戰後歐洲煤鋼共同體起，歐盟一路都在擴張版圖，到現在英國這名要員要脫，才是盛極而衰的開始。敝欄曾指，脫歐對歐洲的影響絕對大於英國，不過坊間多持相反看法。今以英倫銀行三世紀數據，真正從歷史角度推測一下英國憑什麼來崛起，這或有助判斷脫歐後的英國長遠前景。



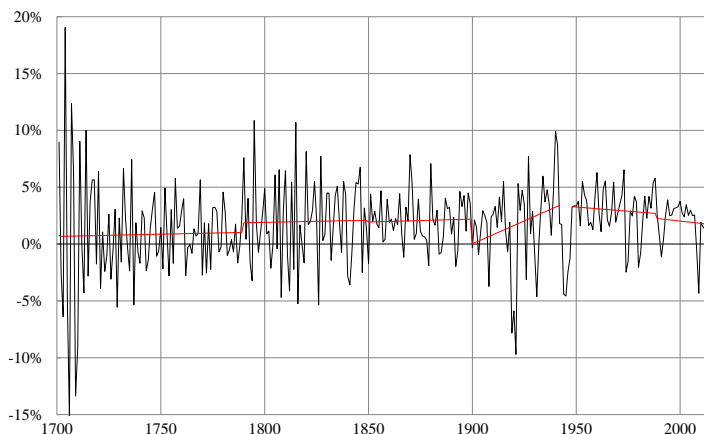
故事可由坊間最感興趣的股市開始，畢竟這是經濟縮影。即使在美國，股市也遲至1870年才有紀錄，英國卻早自1700年起已有【圖一】。直至第一次工業革命末期或即1820年以前，英國股市除在1720年的南海泡沫中急升暴跌外，其餘百多年都很平穩。由第一次橫行轉長升的轉捩點，顯然是第一次工業革命。及至第二次工業革命結束或即1910年上下，1907年銀行危機連同一戰在1914年爆發，股市升轉橫行直至二戰結束。之後開始第二輪長升，期間英鎊在脫鈎黃金時曾短暫插水，但升市至科泡爆破才完。



直觀而言，股市長升須有工業革命這類結構變化，或戰後般百廢待舉劃時代因素。那麼在經濟上能否看到這些「轉角因素」呢？從同期的三世紀多實質GDP走勢所見，在第一次工業革命開始即約1760時，增速似現轉角加快之象【圖二】。反而到了一戰、

二戰前後，GDP 增速卻驟看未見分別；及至近年金融海嘯後，增速卻顯然慢了下來。看來 GDP 水平解釋到第一次股市長升但解不到第二次，甚至解不到今年的疑似破位。

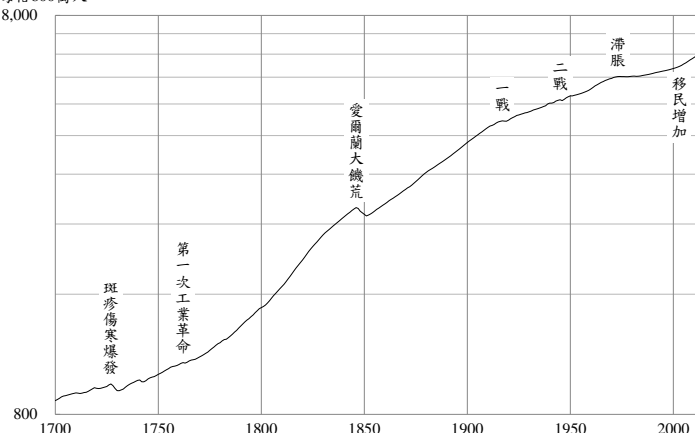
圖三：英國實質經濟增長



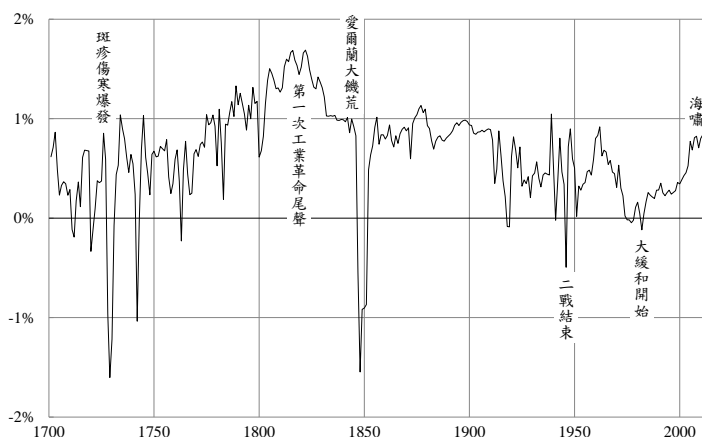
如果換上 GDP 增速又會否見到端倪？觀圖所見，1760 年起的增長趨勢較前為高，結論與圖一的 GDP 水平吻合；而 1900 至 1950 年間股市呆滯下，增長趨勢先跌至零，然後才回升至較高位【圖三】。至於 1950 年起的股市長升期下，增速反而由高位回落，但全期的增長趨勢仍高於 1800 至 1900 年對上一次股市長升期。由此可見，股市長升，關鍵不是 GDP 水平，亦非 GDP 增長趨勢加快還是減慢，而是增長趨勢水平的高低。

對數比例
每格800萬人
8,000

圖四：英國人口

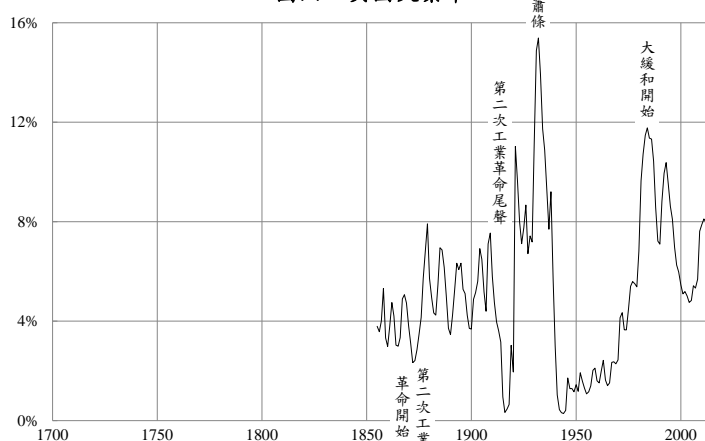


圖五：英國人口增長



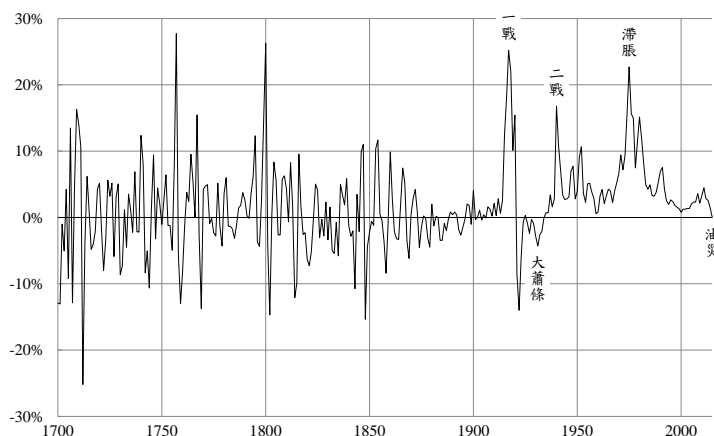
除 GDP 外，人口是另一解釋長期盛衰的主要因素。從對數水平所見，雖然 1760 年第一次工業革命後人口增速加快了而與長期升市吻合，但人口因大饑荒在 1850 至 1900 年減速下，卻未見升市（對數計）因而減慢【圖四】。同樣在 1950 至 2000 年間，人口增速進一步減慢，但升市卻是重新撻着，看來人口水平不是股市長勢的關鍵因素。至於人口增長又是否與經濟增長相關？比較圖三、圖五，可見三次的人口增長轉角位，皆在 18、19 和 20 世紀上半葉，與經濟增長趨勢的不一致【圖五】。還有否其他因素？

圖六：英國失業率



如論失業和通脹率這兩貨幣政策常用的參考，則屬較短的週期因素多於長期因素。英國的失業率較美國遠，但亦 1855 年起才有紀錄。工業革命雖大規模以機械代替人手，但沒大幅推升失業率；反而大蕭條才是禍首，另一是貨幣政策失控的滯脹潮【圖六】。至於通脹，則見一戰前兩世紀的趨勢皆穩（但波幅偏高），戰時和滯脹期才高【圖七】。這些上落轉角位，看來同樣跟股市長勢（圖一）或經濟增長趨勢（圖三）關係不大。

圖七：英國通脹



今文所見，英國的兩次繁榮期，無論繫於股市長升或經濟增長趨勢偏高哪個都好，一次由影響深遠的工業革命帶出，另一次則在大破壞後加上嬰兒潮推動，其共通點是，兩者皆屬一次性。區域離合如歐盟形成的 1960 年代，在經金上未足以成為轉角因素。英國脫歐在政治上有重要涵義，但英國的長線經金前景，還看有否第三次工業革命！

羅家聰 環球金融市場部

有意加入敝隊伍從事研究者，請函 recruit_4@bankcomm.com.hk