

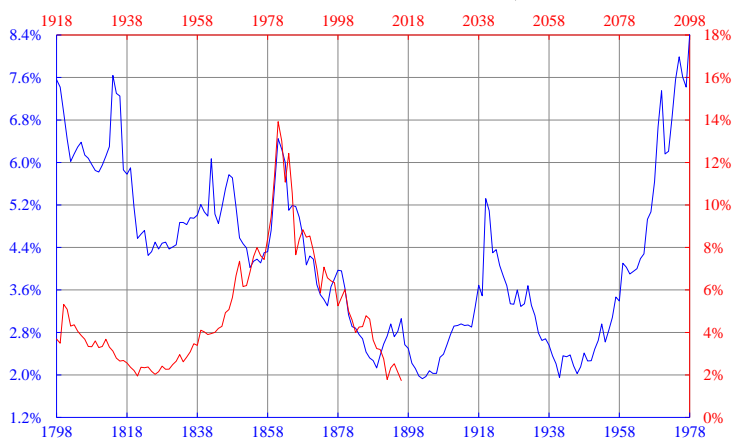
《信報》專欄〈一名經人〉

十九世紀比現時 除股市外皆相似

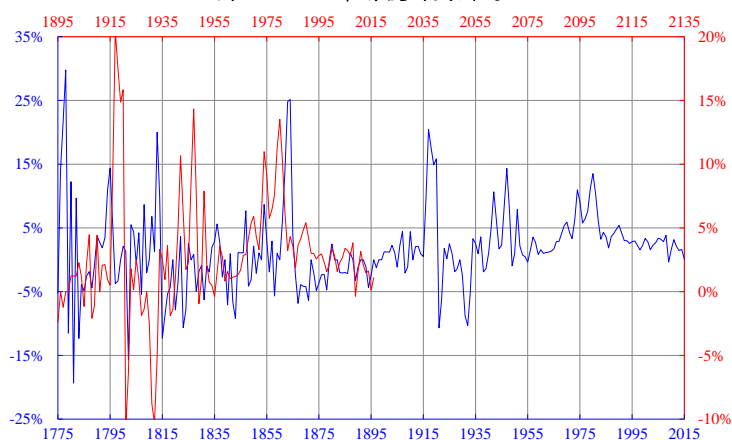
早前讀到英國《金融時報》一篇評論，將目前狀況與1890年代比較。文中提到，當前的債息向下與1895年對上廿年的情況相近：通縮、工業革命、全球化、資金過剩。這廿年間物價跌了四成，工業革命影響所有經濟環節，貿易量大增，息跌下欣欣向榮。到底這個描述在數據圖像上有多真確呢？今文找來一些百多年歷史的古舊數據看看。

據 *A History of Interest Rates* 一書記載，美國的年度國債孳息可追溯至十八世紀末。之前曾在其他場合指出，利率有每六十年一週期（頂到頂，peak to peak）之象。當然，若對比六十年整數倍數前的走勢，不難想像也理應吻合，觀圖所見果然如此【圖一】。重疊的歷史部分始自1850至1890年代，剛剛是第二次工業革命及其延伸廿年的時期。對比重疊的近代部分即1970至2010年代，則為金本位倒台全球貿易大升與大緩和期（Great Moderation）。無論起因是科技突破還是移除了供應樽頸，結果都是長期繁榮。

圖一：百二年前後的美國長債孳息



圖二：百二年前後的美國通脹

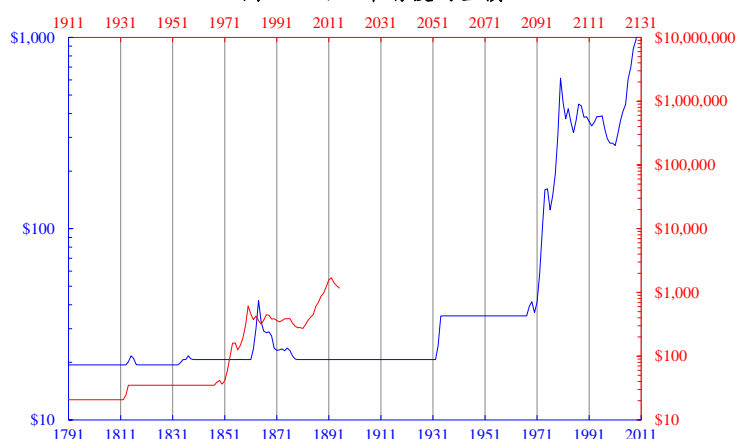


回顧歷史，不少長期繁榮的初期下皆見量先大升而價未隨，實質活動升而通脹低。對比1870至1890年代與過去廿年的通脹皆見趨跌，但看來接着的廿年是升【圖二】。

通脹雖亦如長息般有四十年相似重疊模式，不過依史所料，未來廿年通脹壓力仍不大，概在5%以內；這不算很高水平，在2007/08年間美國通脹也有一年時間在4%以上。

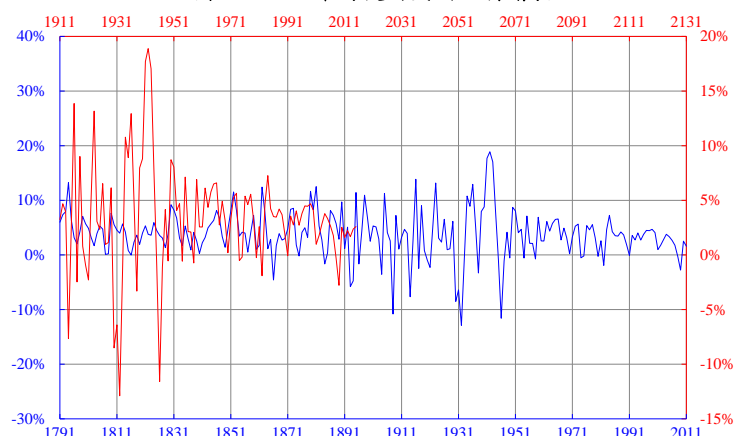
除上述客觀環境外，貨幣政策也有相似之處。眾所周知過去廿年是狂印銀紙年代，但其實百二年前貨幣供應也大增，只不過不是體現於紙幣而是黃金而已。19世紀末是「掘金年代」，南非、舊金山等金礦大量開採，是黃金產量最盛的年代；對比早年QE，不是同一回事嗎？金價近年之打回原形，某程度上跟當時的管制價也有相似【圖三】。

圖三：百二年前後的金價



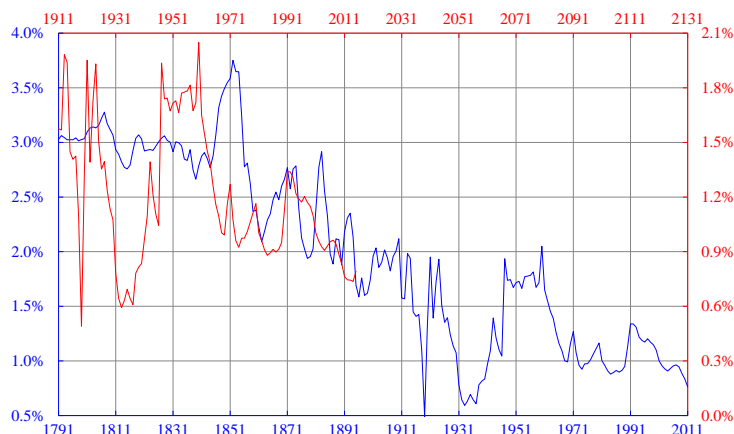
除了客觀環境、貨幣政策外，另一相似的意識形態是保護主義抬頭。今天不用說，至於在百二年前，保護主義同樣透過民粹主義（populism）體現，而背後亦有社會主義（socialism）傾向，帶點劫富濟貧色彩。這些都是不均而非多寡問題。無數研究已指，保護主義不利整體經濟，亦會逐漸抵消科技突破或移除供應樽頸所帶來的好處。是故，整體增長多少會趨跌，從2000年代中起與1880年代起的廿年，皆見此敗象【圖四】。當年經驗是趨跌雖慢，但延至1907年股災後翌年才告扭轉。難道今次要待2027年？

圖四：百二年前後的美國經濟增長



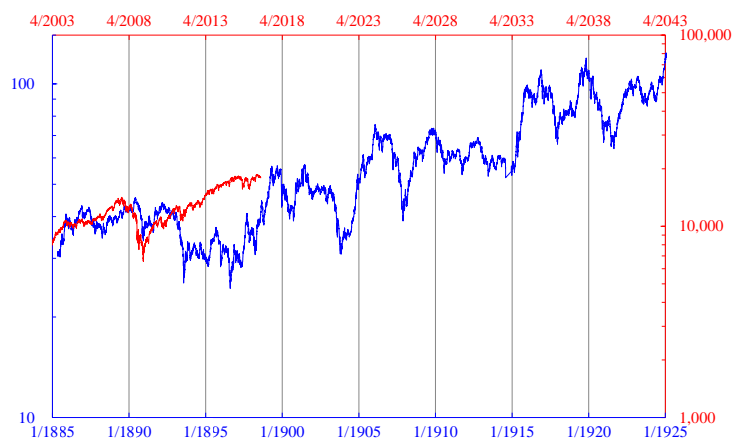
有一點該評論沒提及，但亦與百二年前甚似的因素，就是主宰着長遠增長的人口。1830年後美國有大批歐洲移民湧入，情況有點如百二年後，即二戰結束後的嬰兒潮。無論當年還是今日，又無論是移民還是出生，人口增長突然飆高過後，回落亦屬正常。然而，當年回落潮長達四十年，今之回落則僅行了二、卅年，看來路仍漫長【圖五】。

圖五：百二年前後的美國人口增長

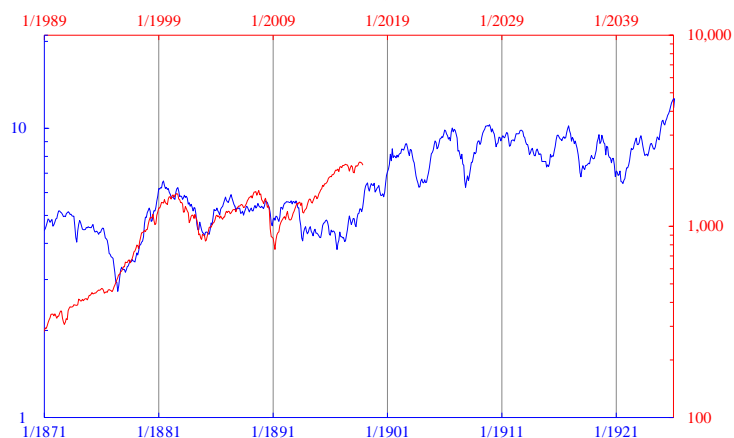


最後，大家當然會有興趣股市的百二年前後比較。這裏取 118 年前後，效果較佳，而標普綜合指數則取自 Robert Shiller 的數據庫【圖六、七】。如圖所見，近幾年的 QE 似有將升市提早兌現之效，但打後十餘廿年的市況，若按上述歷史參照則僅大型上落市 (secular bear)。固然，股市分道的另一理解是歷史重演之餘亦有某些變異。是啥呢？

圖六：近百二年前後的道指



圖七：近百二年前後的標指



羅家聰
環球金融市場部