

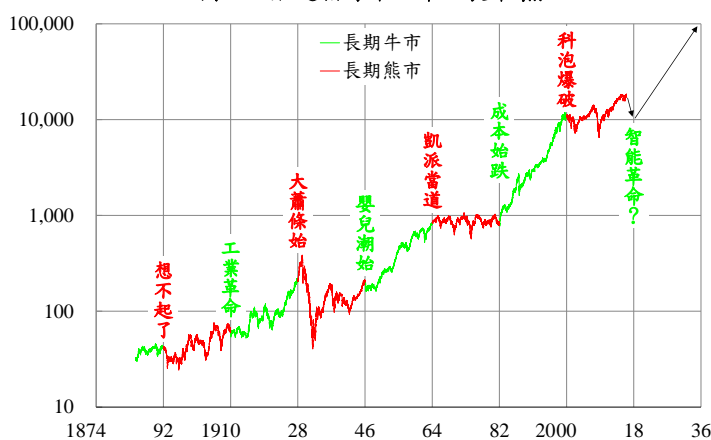
## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 量度美股長週期 長些短些皆有理

美國公佈理想的職位增長數據以後，美股繼續破頂，彷彿大牛市早已開始。不過，上次以週期「計時」，照數最快要 2018 甚至 2020 年才結束是次廿年橫行的長期熊市。然而，由 2000 年科網泡沫爆破一刻計起，長週期可能是二十年，但亦可能是十八年。哪個較準？要試過方知道。只要股價歷史夠長，再配合其他數據，應會得點頭緒的。

假使美股每十八年一長期牛/熊市，其實我們也可找到充分理由去合理化這劃分。這些理由固然不是上次已幾乎否定的週期宏觀經濟因素，反而是結構性因素【圖一】。觀圖所見，每次長牛開始時都有突破事件發生：20 世紀第一次時有第二次工業革命，多指至 1914 年一戰開始時止；第二次為二戰結束後的嬰兒潮開始時；第三次為 1982 年全球通脹以及生產成本受控。三次所見，皆屬生產力之突破性提升。至於長熊之始，對應的三次則有大蕭條、大干預介入和科網泡沫爆破，三者皆是結構性不利生產的。

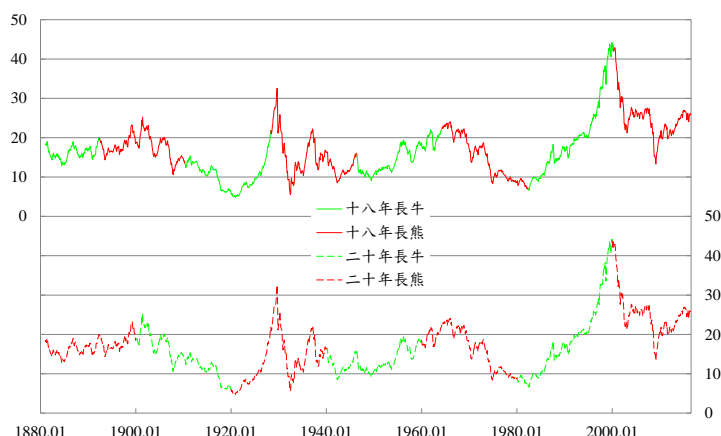
圖一：若道指每十八年一長牛/熊



留意十八與二十年之別在遠古年代會較明顯，以廿年計，1880 至 1900 年為長牛，但以十八年計則延至 1892 至 1910 年。雖然圖一可見，十八年週期確有相對應的解釋，但 1892 至 1910 年理應為長熊日子，卻見一段類似長牛的升市。那到底十八定二十年？看來只數股市週期長度還未足夠，以下另從額外幾個歷史悠久的基本因素看看端倪。

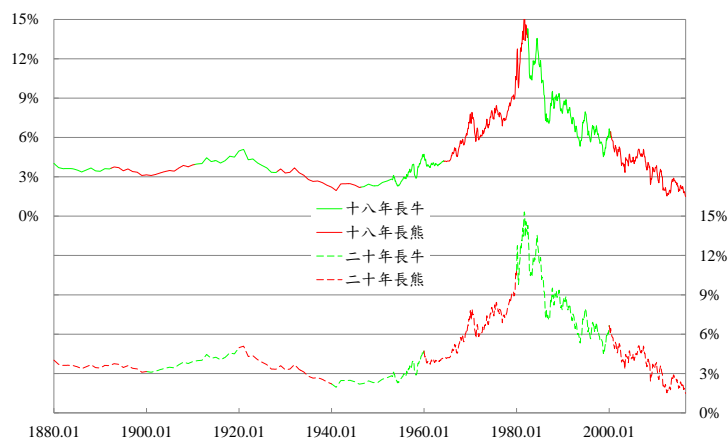
股市最大路的基本因素為市盈率。諾獎得主 Robert Shiller 編制了一著名紀錄——經週期調整的市盈率 (CAPE)，紀錄可追溯至 1880 年。於此，十八年還是二十年好？不妨將兩者同示一圖，概念上講，長牛下 CAPE 應趨升，但觀圖所見，二十年週期的 1900 至 20 年一段 CAPE 趨跌【圖二】。由此看來，似乎十八年週期亦有其合理性的。

圖二：美股CAPE



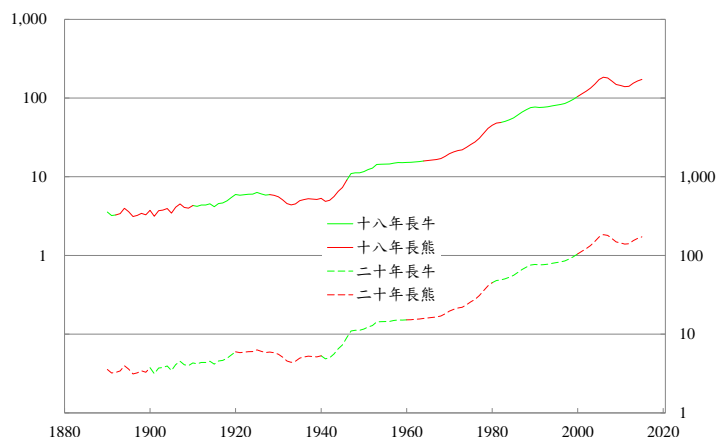
另一被視為影響長期牛/熊的因素為利率。換上同由 Shiller 編制的長期利率數據，可見不是利率長跌才釀長牛，以前的長牛週期下，長期利率亦有升有跌【圖三】。固然，昔日利率週期沒 1980 年那麼高，或許當利率上落幅度不大時，對長牛/熊的影響亦小。總而言之，純粹從長期利率的長期趨勢，判斷不到股市長週期是十八還是二十年的。

圖三：美國長期利率



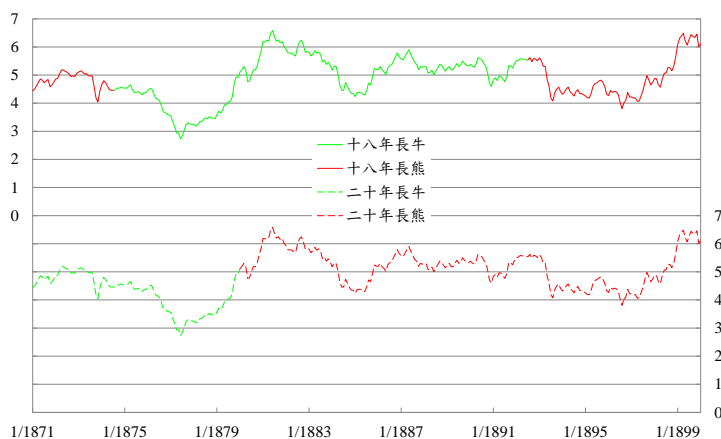
最後一個可以一試的因素是樓價。常理推斷，如果樓價熊市，股價亦牛不到哪裏。加之早年曾鋪陳大量證據指美國樓價有十八年一上落之週期，看來股、樓週期或有關。如圖所見，十八年週期似較二十年的更讓樓價升跌吻合股市，尤 1900 年前後【圖四】。

圖四：美國樓價指數



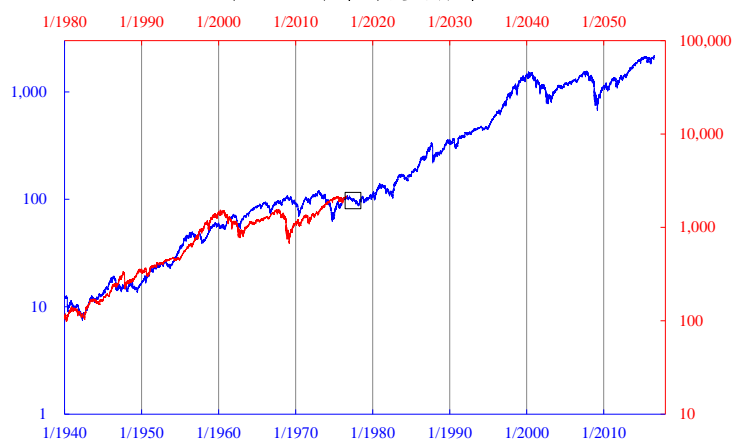
是否十八年較二十年更符美股長週期呢？如上所述，兩者在遠古的差距會較明顯，從 Robert Shiller 編制遠至 1870 年的美股指數（當時美股水平只得幾點）所見，十八、二十年週期皆不太符合長期牛市，兩者皆無明顯長升【圖五，綠線】。但論長熊部分，則二十年週期的部分較似長期上落，反觀圖一的十八年週期，長熊呈升勢更難解話。

圖五：美股指數



至於拼圖，亦顯示四十年前後的美股走勢較卅六年前後的吻合【圖六】。換言之，一個長牛/熊的年期以二十年較十八年準。果如是者，美股便尚需有一、兩年溫和調整（見框），後才發力開展長達二十年的長期牛市——這即是回到上次結論，返回原點。

圖六：四十年前後的標普五百



到底十八還是二十年呢？今文看多幾個佐證，但亦未得什麼結論。就當是較早的 2018 年吧，現還尚有好些日子。重溫以前長牛出現的 1940、1980 年等，是全球熊去，一致見底回升，此乃重要特徵。今天的升市，顯然不是全球皆已清理過剩而低無可低。這意味美股或先進股市仍要「等埋新興」，齊齊走出谷底一刻才算是真正的長牛來臨。

羅家聰  
環球金融市場部