

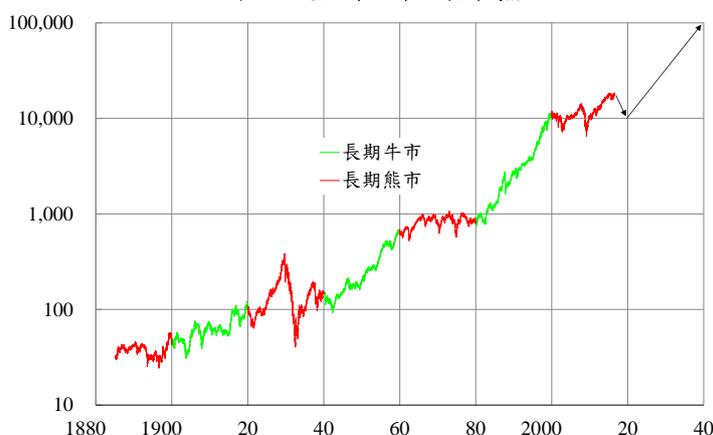
## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 廿年長期熊轉牛 概在兩至四年後

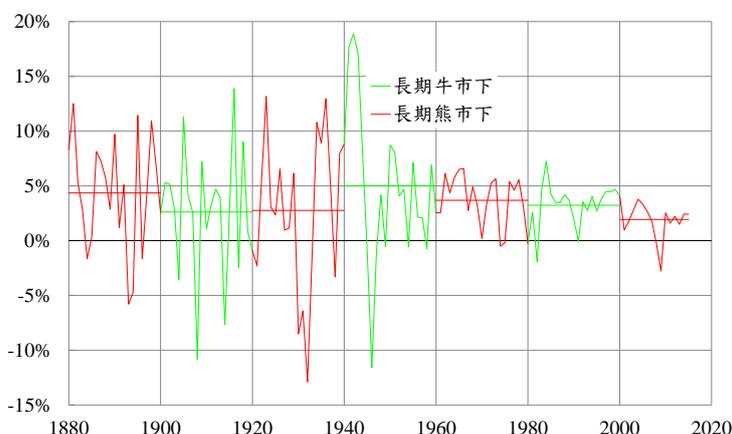
隨着近三週來美股屢屢破頂，坊間都在講牛一（牛市一期）了。屢創新高的美股，固然不可能是牛一，牛三就有可能，但會否是美股牛三港股牛一？回顧歷史不是無的，唯一一次就是1998年第三季起，港股有政府打大鱷入市掃貨而人為地轉熊三為牛一，美股則續其科網泡沫令牛市轉第三期。不過那次港股牛市僅得年半，史上短得出奇。

美股雖然怎看也不似牛一，但觀其破頂之象，會否早在2009年海嘯後已開展了如1980、90年代的長期牛市（secular bull）？觀乎歷史，長牛總會出現，但似時辰未到。由道指有紀錄起至今，均呈「廿年升市（secular bull）廿年停（secular bear）」的格局，幾年前已曾寫過了；這即是每四十年踩上一級，而近幾次計都是每級十倍的【圖一】。長牛下平均年回報率12.2%，但長熊下則零；閣下的退休顧問又有否這樣分開來計呢？無論如何，以此推算，下次長牛應始於2020年而非今年，照計未來幾年尚有一熊腳。

圖一：道指每廿年一長牛/熊



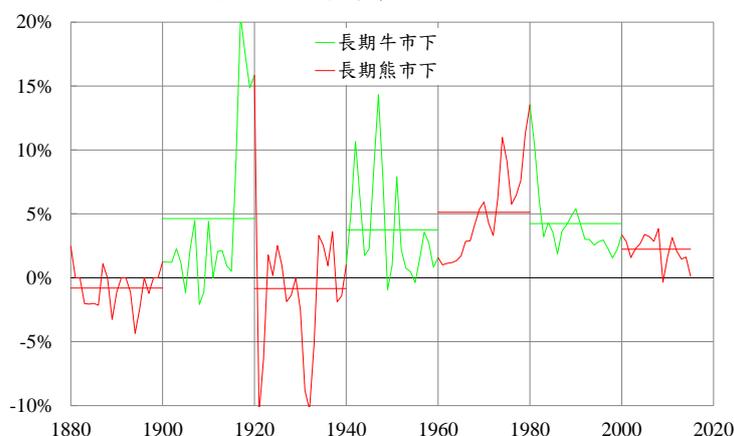
圖二：美股長牛/熊下的美國經濟增長



雖然股市反映經濟——股市與滯後一季的經濟（俱季度平均按年增長）走勢吻合，但這長牛、長熊的輪替卻難以用 GDP 增長來解釋。如果可以，理論上在長牛日子裏，GDP 增長應高於在長熊時。不過，美國 GDP 增長並無對應同期道指長牛而平均較高，而在長熊日子亦未見平均較低【圖二】。由此可見，股市升否與 GDP 高低幾無關係。

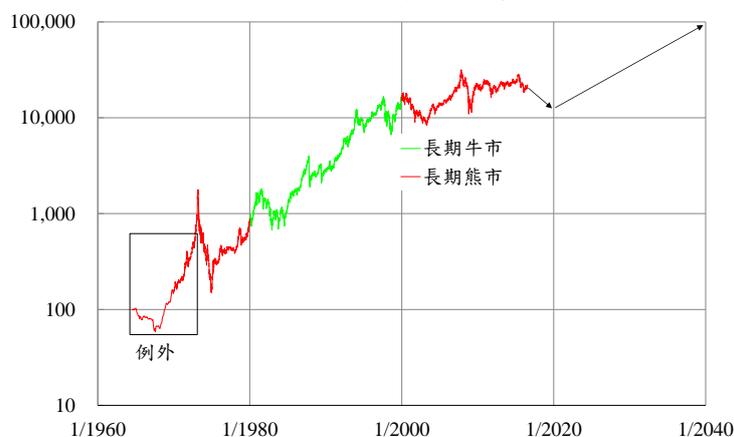
其實即使換上經濟價量框架的另一度向 CPI 增長，亦未見與股市有什麼明顯規律【圖三】。曾有分析認為低通脹能釀長牛，但數據不太支持此說，反過來說或更合理：長牛現後，在一價定律下整體通脹亦會跟隨上揚。的確，若抹去 1960 至 80 年的一段，即見綠色均線較隔鄰的紅線高；而 1960 至 80 年正是政策失誤導致通脹失控的年代。

圖三：美股長牛/熊下的美國通脹



港股又如何呢？觀圖所見，其實都有類似的梯級現象，但與美股有點不同：第一，以同樣的年份劃分牛熊，1960/70 年代的一段應屬長熊，但卻呈現一類似長牛的形態；第二，每四十年的梯級上升看來不止十倍，驟看介乎十至百倍間【圖四】。如此推算，長熊如美股般也要 2020 年才結束。即使將牛熊分界前移兩年至 1978/1998/2018 等年，使第一段長熊較為像樣（上落橫行），但今輪長期熊市也尚有起碼年多兩年才算結束。將界線改為 1974/1994/2014 年，則前兩段在形態上較符合，但去年跌市卻變得吊詭。

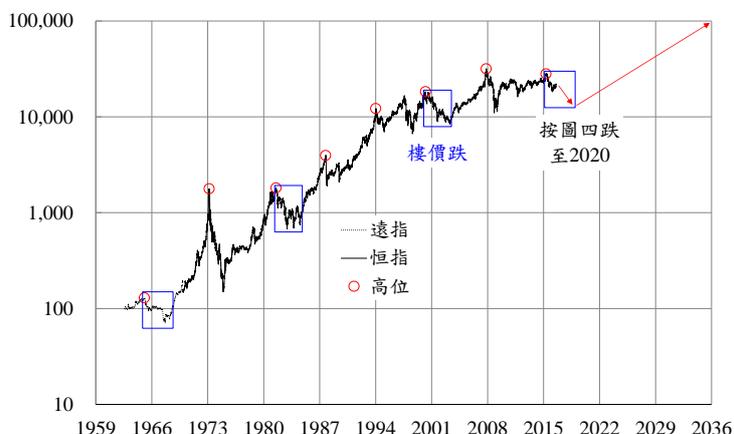
圖四：恒指每廿年一長牛/熊



固然，不同年份劃分下，長熊轉長牛變成 2014 年得，2018 年又得，2020 年都得，實在十分隨意。然而，長熊轉長牛的一刻應有轉前「最後一跌」，以此作為分野如何？

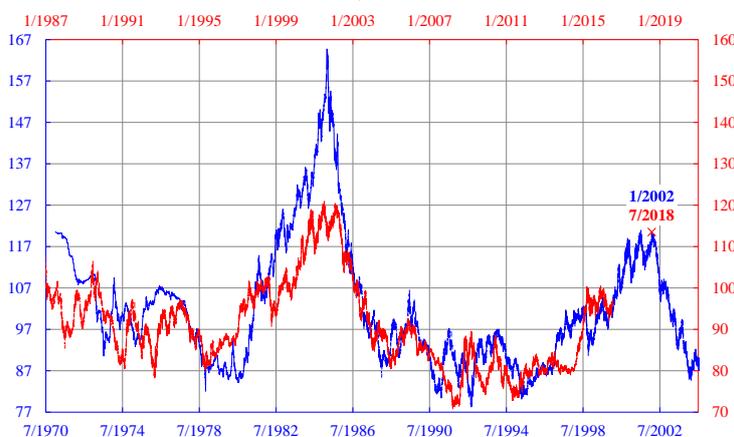
觀乎港股較短的牛熊週期，平均每六至八年見頂是1962年起至今屢試皆準的【圖五】。至於見底，則按大多熊市介乎一至三年（僅1987年例外），將頂部加一至三年即可。

圖五：恒指長、短牛/熊



如斯推算，長熊轉長牛最可能的時點，應為2015年起的熊市結束後開始。由去年4月到今年2月恒指跌逾三成，符合概念定義，但卻不足四成，未符歷來最低幅度——歷來熊市都逾四成。是故今次始於去年的熊市完未，有值得懷疑之處。另一主要理據，是今次股熊亦碰上約每十七年一遇的樓熊，而這些都是美元強的日子。有樓熊之股熊，歷來都較長，達兩年幾至三年幾；由2015年4月計起，最快2018年初才真正結束。

圖六：十六年半前後的美匯指數



既然背後外圍因素或由美元強勢、商品全線下跌所主導，美匯週期亦或有啓示了。十六年半前後的美匯拼圖所見，下次美匯見頂開始回落之時將始於2018年中【圖六】。對應上次2002年初美匯見頂後，美股當年底見底，滯後三季；而港股則翌年春見底，滯後五季。將下次美匯見頂日子再加三至五季，推算港股下次見底日子便是2020年。

以港股七年週期計，長牛將始於2018年，以美匯推則2020年，但都不是今年。

羅家聰  
環球金融市場部