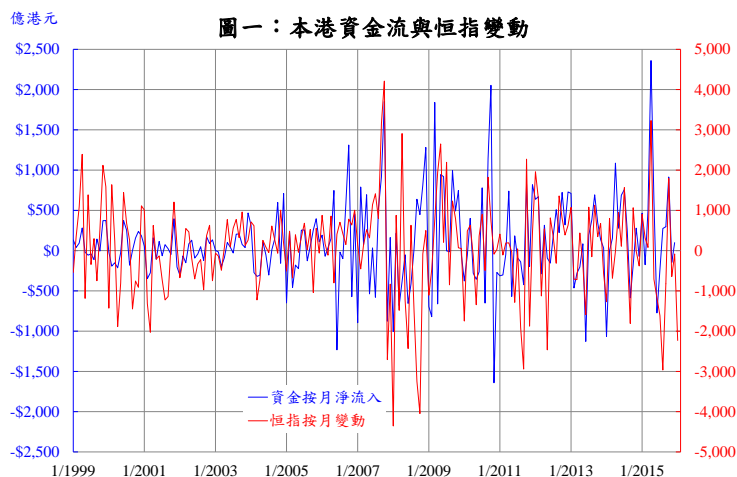


《信報》專欄〈一名經人〉

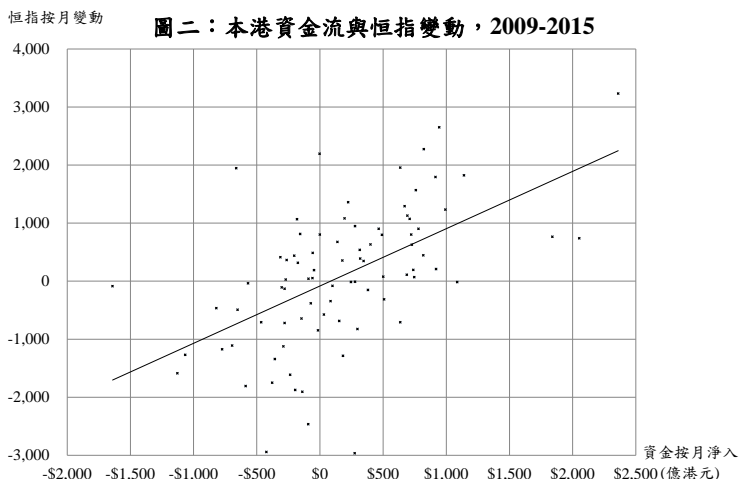
人所共知看外圍 不見資金測經濟

港股由去年4月高位至今累跌三成六，以幅度計算是熊市。然而經濟未見衰退，GDP增長仍企穩在近三年的2、3%水平，跌什麼呢？重溫2007年秋至2008年春期間32,000跌至20,000點邊的一役，當時跌幅也剛三成六，GDP增長亦企於幾年來的5、6%水平。結果2008年春港股出現近三成的反彈，但GDP則四季內插水至縮近8%。

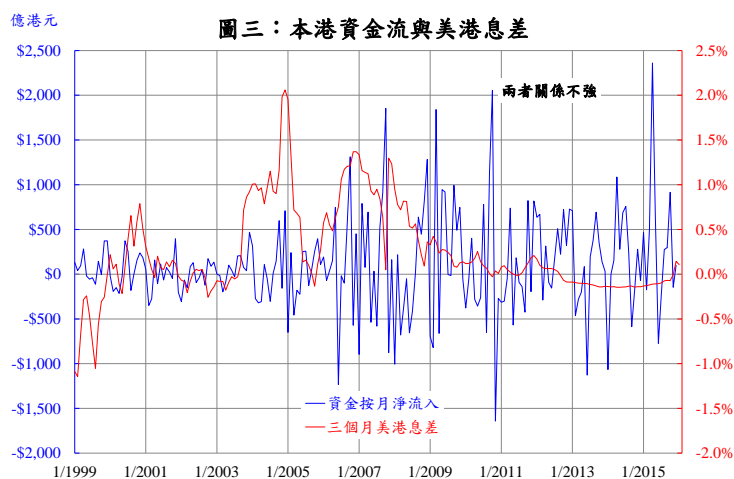
常言港股由外圍主導，但從上所見港股也反映本地經濟。無疑經濟也受外圍主導，但這「外圍」因素當中有幾多是直接反映資金進出，又有幾多是反映本土經濟的部分？按照金管局計算每月資金淨流入本港的算法，即貨幣基礎加淨外匯資產按月變動所見，走勢與恒指按月變動仍保持良好關係，意味港股至今仍頗受資金進出所主導【圖一】。



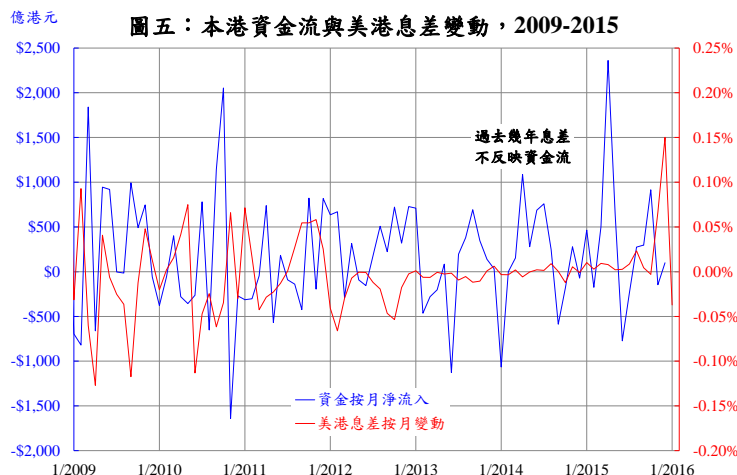
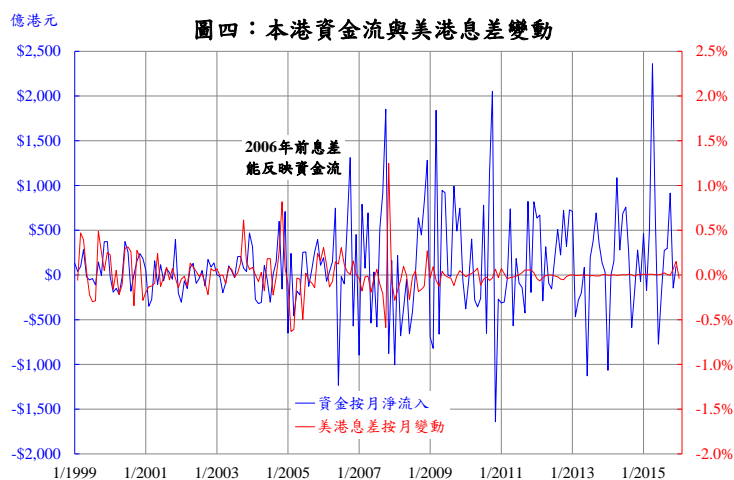
細心觀察可見，兩者關係其實自海嘯後較之前更為強化。從過去七年的計算顯示，資金與恒指關係幾乎一對一，每月計算，每億淨流入/出對應每一點恒指升/跌【圖二】。由此可見，掌握資金流等於掌握港股走勢，不過數據滯後，目前仍未公佈1月的資料，而股市則2月也接近走完，隔兩個月才知道已無意義。固然有較即時性的資金指標。



其一是美港息差。概念上講，資金流入/出，推低/高港息，遂令美港息差向上/下，故兩者應同向。不過以三個月期拆息計算，息差與資金流的關係似乎從來都不算很強，以前好些，但海嘯後尤近年美港息皆近零致使息差也近零的年代，則差很多【圖三】。

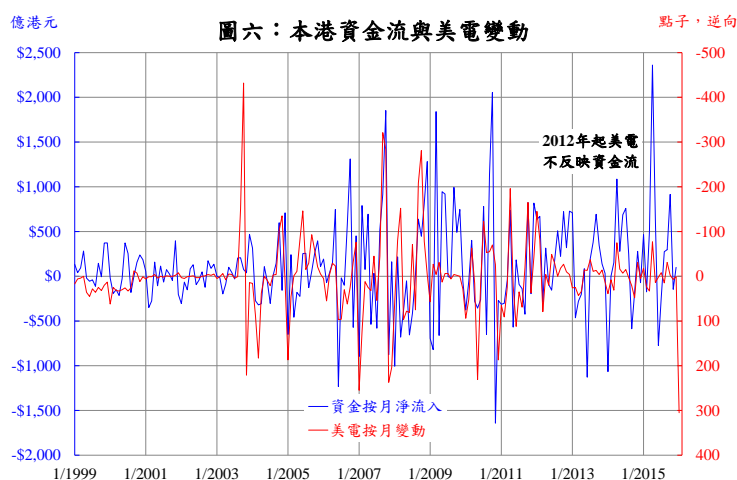


雖然息差與資金流看關係是普遍做法，但看來這是用錯數據。息本身反映資金量，息差則反映相對資金量，皆是量的水平。資金流是量的變化而非量的水平，故對應的，是息差隨時間的變動。將息差水平換上其按月變動後，可見與資金流的關係高得多了，但關係好的部分仍只限於2006年海嘯前【圖四】；之後的息差太窄，需要另行分析。

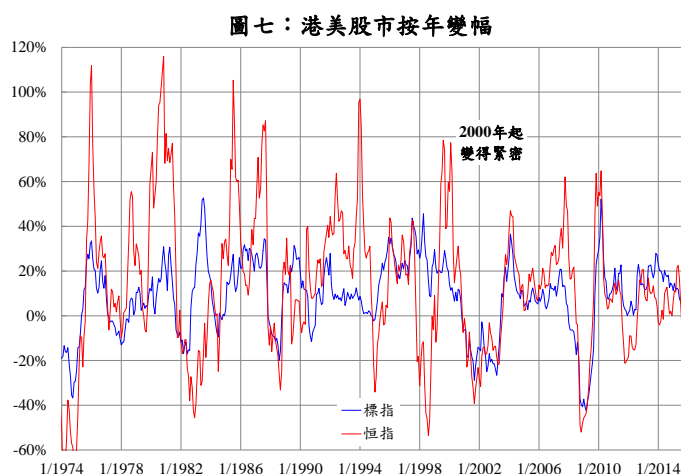


只看 2009 年至今的零息年代，可見息差變動與資金流的關係不強，尤其在 2012 年至今商品、新興市場皆跌的幾年，關係更差【圖五】。或因諸國瘋狂量寬後資金太多，多到即使股市資金淨流走至出現大跌市下，全球包括美、港銀行體系的流動性仍充裕，故息低、息差窄的程度根本反映不到股市資金流走。息差不行，匯價指標又如何呢？

同樣以按月變動計，美電每月上落的點數則應跟資金流相反——即美電強資金走。如斯計算，這個指標在好些日子裏的表現也不錯，尤其在 2004 至 08 及 2010 至 12 年間【圖六】。不過自 2012 年起兩者關係明顯弱化，似乎近幾年美電變動反映不到資金流。由此可見，無論息差還是匯價，自 2012 年起至今的四年間都未能有效反映資金進出。

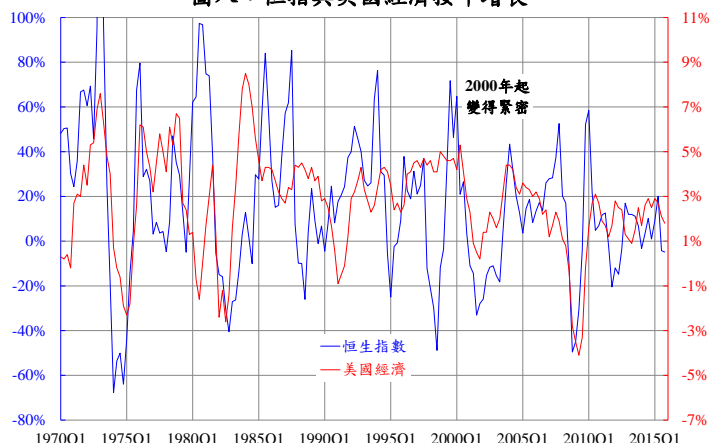


如果要解釋港股變動，一句「外圍」的確好使好用。將標普五百與恒指變幅比較，即見多年來上落一致，但千禧年起至今的關係顯然較之前為密切【圖七】。背後原因，大概是環球資金泛濫、低息年代亦始於其時：資金多了，好景時自然往四方八面入市，處處皆升，逆景時則資金八面回籠，自然處處皆跌。是故，美港股市愈趨同升共跌。



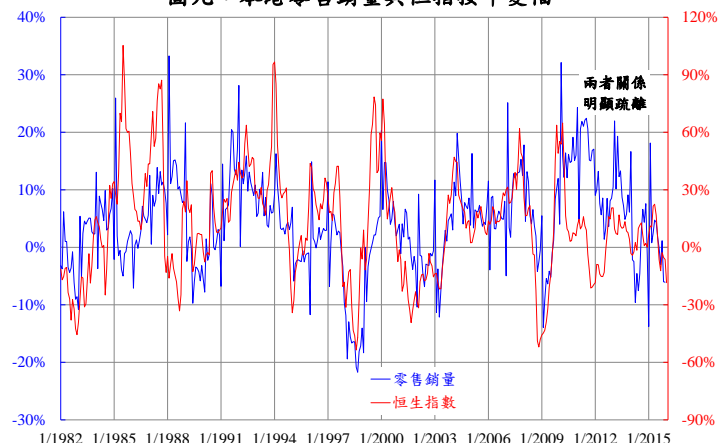
所以，如果將本港股市與美國經濟兩者的增長同示一圖，也能見到相當一致的走勢【圖八】。這不是說本港股市能有本事到預示美國經濟；港股依然是預示本港經濟的，但因本港經濟甚受外圍尤其美國經濟所影響，故兩者掛鈎起來。資金進出雖能「解釋」港股，但畢竟資金流只是現象，背後仍拜經濟趨同主導。資金因而進出，則屬結果。

圖八：恒指與美國經濟按年增長



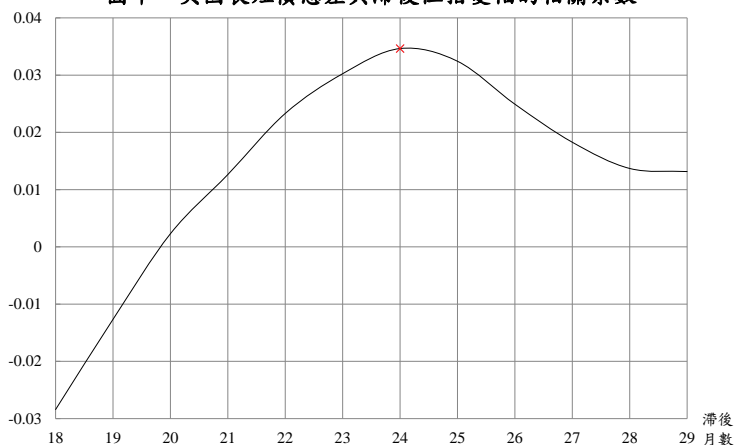
若果純看本土因素，有時也會失之交臂。譬如本港零售銷量（將貨值扣除價格），其與恒指的按年變幅理應成正比。然而近年尤2010年中至2014年間，兩者關係突轉疏離【圖九】。顯然，這段日子零售叫苦，但外圍仍在量寬下復蘇。可見單純倚賴本土因素，解釋港股的能力還低於用美國經濟（比較圖八）。這亦解釋了為何外資這麼具主導性。

圖九：本港零售銷量與恒指按年變幅



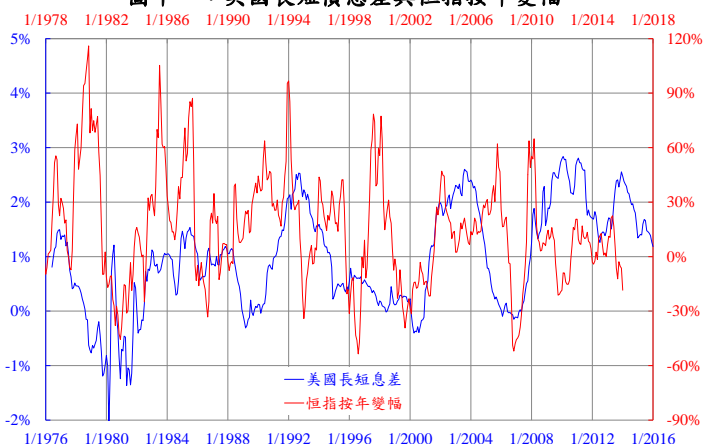
既然外圍重要，且基礎在經濟上，不妨一試以外圍（在此即美國）經濟前瞻港股。我們知道長短息差能預示經濟，儘管兩者關聯度低，但方向指標性強，且領先性甚高。將美國長短息差與恒指變幅計算移動相關係數，可見前者領先後者剛好兩年【圖十】。

圖十：美國長短債息差與滯後恒指變幅的相關係數



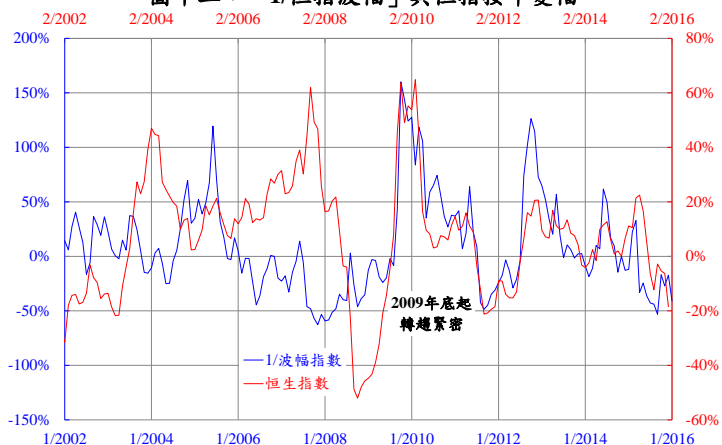
如上所述，兩者關聯度低，相關系數僅 3.5%，故兩者走勢分歧甚多，但所預示的「大方向」應還可信【圖十一】。觀圖所見，以美債測港股，未來兩年後市仍不樂觀。

圖十一：美國長短債息差與恒指按年變幅



忽發奇想：恒指波幅對指數本身有否啓示？將波幅逆向與恒指比較，兩者自 2009 年即海嘯後起轉趨緊密，但僅同步【圖十二】。看來，波幅只能印證而不能預示方向。

圖十二：「1/恒指波幅」與恒指按年變幅



上文所見，我們知道港股是資金市，但沿用的息差、匯價均愈來愈不反映資金流。縱知外圍主導，但看到美股跌時港股也已跌了，無用。此乃為何要展望外圍經濟嘛。

羅家聰
環球金融市場部