

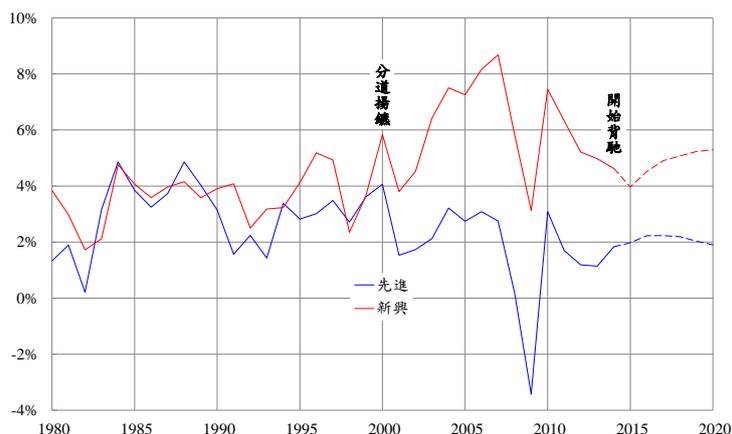
## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 新興先進互接軌 預示今年轉弱勢

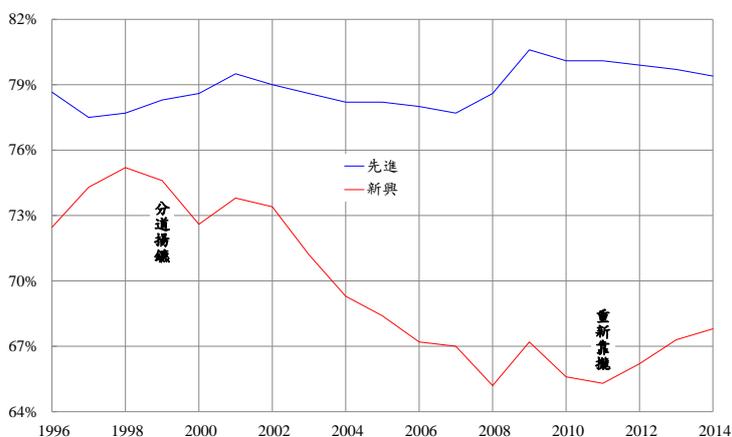
美匯指數與本港樓價皆有約 17 年的週期，顯示現狀可能類似 1999 年。代表什麼？在近幾十年來，1999 年是罕見的先進強、新興弱的一年，記得當年美股還如日中天，但亞洲卻金融風暴。另外，記憶之中，1999 年也是唯一出現港股升而樓價跌的一年。無獨有偶，十七年後的 2016 年也見先進強新興弱、股平樓貴現象。今文且聚焦前者。

在國基會的統計庫裏，大多數數據皆有分先進及新興體系兩組。兩者背馳情況如何？現從最大路的數字逐個回顧歷史；固然，新興市場紀錄在三、四十年內，故看到的多由 1980、90 年代開始。從經濟增長看，先進與新興體系在 1980 年代時的增長水平相若，1990 年代中起稍見新興的拋離先進體系，但不明顯【圖一】。較明顯的分道揚鑣實始自 2000 年代，但及至近年兩者的增長差距已大幅收窄，增長變化方向亦由背馳轉趨同。

圖一：全球先進與新興體系經濟增長



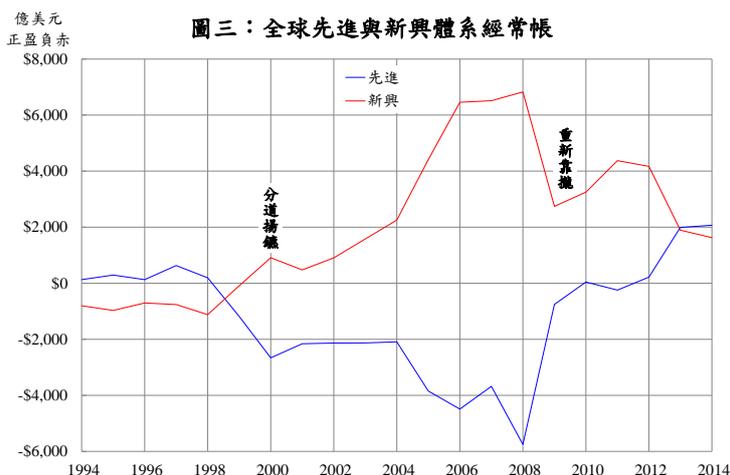
圖二：全球先進與新興體系消費佔GDP



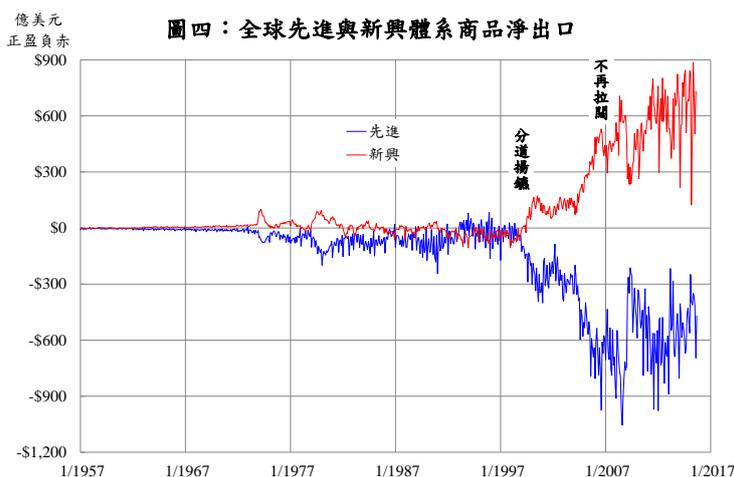
怎樣解釋新興市場在 2000 年代的光輝歲月？增長忽變高速，背後必有槓桿作祟。單靠逐元逐角消費是不可能持續造出每年近雙位的實質增長，要快則須槓桿，即 GDP 的投資是也。果然，新興體系消費佔比在 2000 年代急跌，多了的自然是投資【圖二】。

近幾年來，新興的消費佔比回升，管他是主動的結構調整（增加消費）還是被動的調整（投資縮減）也好，槓桿少了，整體 GDP 增長自然如圖一所示般回落了，正常不過。

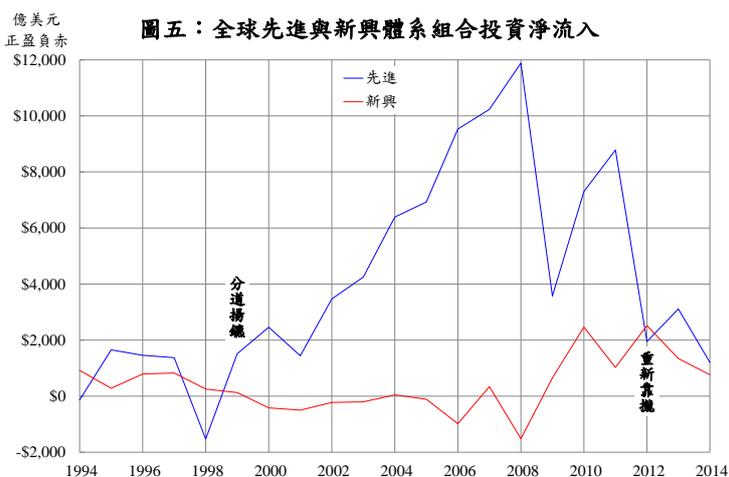
新興市場那些年的投資增長加快，一部分固然是基建，但作為先進體系的生產地，另外好些部分應是出口而回籠到先進體系的。經常帳是零和遊戲，新興體系的見盈餘，先進的自然赤字。這個此消彼長現象在 2000 年代起拉闊，但海嘯後已大為縮窄，及至 2013 年更開始逆轉，在在顯示「新興生產出口至先進體系」的模式正式告終【圖三】。



經常帳包括商品及服務進、出口，從只計商品進、出口的貿易數據可見更長歷史。事實上，這種分道揚鑣現象過往曾見過三次：分別在 1973、1979 及 1999 年【圖四】。不過，在頭兩次的背馳後回歸趨同即 1974 及 1980 年，皆見全球性的股災或大型衰退。今回兩者分開了後未見收窄，時間之久雖然前所未見，但卻不代表這差距會持續下去。畢竟經常帳已從多年的失衡回復平衡，商品貿易還不過是經常帳的其中一部分而已。

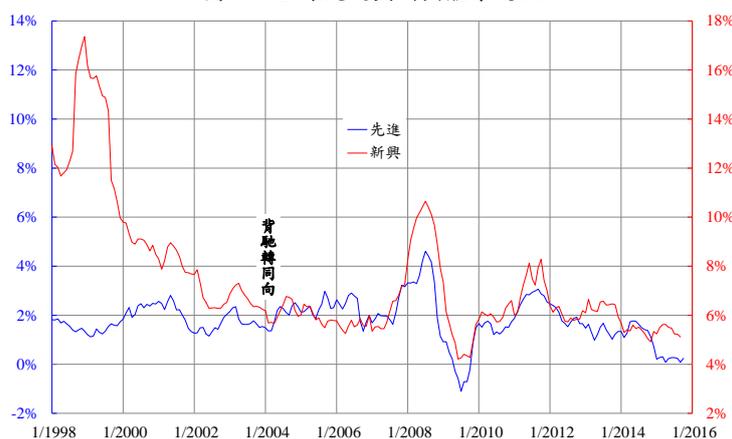


經濟在過去十幾年來有此分久復合現象，很自然資金流也有對應走勢。觀圖所見，在新興輝煌的 2000 至 2008 年間，經常帳裏頭的組合投資淨流入（portfolio investment）主要不是流到新興而是到先進體系，直至海嘯後歐美重挫，資金才轉投至新興市場懷抱【圖五】！不過，這情況僅維持短短三、四年便逆轉：自 2013 年起兩者皆趨同而跌。留意資金可經金融工具而槓桿化或去槓桿，故先進、新興資金並非零和而可齊脹齊縮。



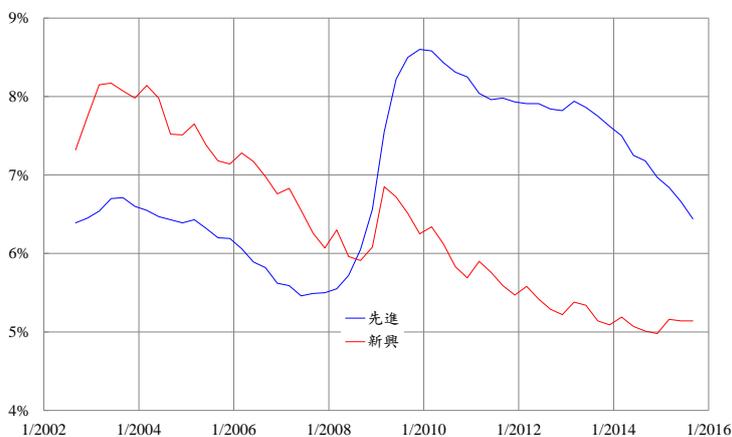
儘管 GDP、貿易及資金流見同一分合現象，但央行關注的兩個主要變數卻不如此。通脹乃環球現象早是學界共識，誠然，自 2000 年代即新興出口至先進的模式起至今，兩者的通脹有趨同跡象【圖六】，之前分歧頗大。固然，論通脹水平，新興高一截的。

圖六：全球先進與新興體系通脹



失業率方面，即使先進體系失業率在海嘯一擊後大幅飆升，由低於新興一躍超前，但先進與新興體系走勢整體來看也算相似，轉角位出現的時間也不差太遠的【圖七】。由此可見，通脹、失業率走勢與 GDP、貿易不同，前者沒如後者般見先進新興背馳。

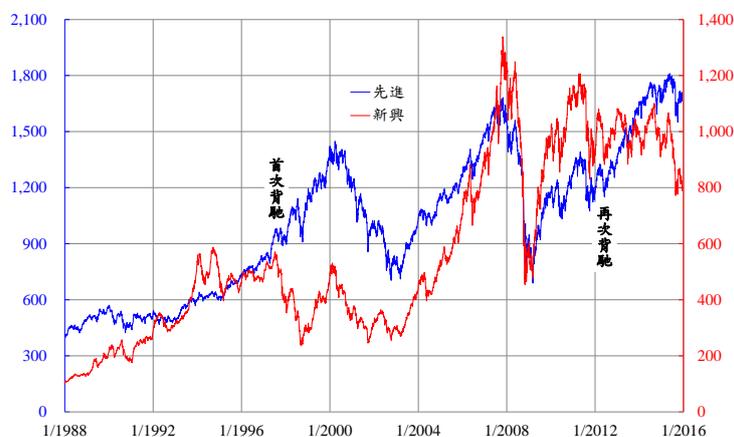
圖七：全球先進與新興體系失業率



經濟看過，金融市場的情況如何？先看股市。從比較 MSCI 世界與新興指數所見，

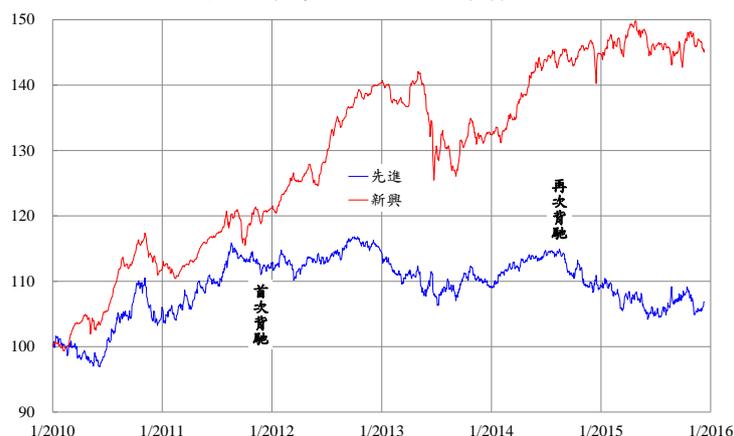
1997至1998年曾背馳，另一則自2012年起的「先進升、新興停」；其餘日子大致一致【圖八】。論時間性，這些背馳日子與GDP增長、貿易出現分歧的日子吻合，而通脹、失業率則難以解釋。故關注股市相對表現者，還宜留意前一類數據分歧而非後一類。

圖八：MSCI世界與新興指數



債市方面，比較彭博的先進與新興主權債指數所見，雖然指數自2010年才面世，但見背馳也在2012年，即新興市場經濟、貿易開始轉與先進體系接軌之時【圖九】。

圖九：彭博先進與新興主權債指數



最後在貨幣市場方面，主流非美與新興貨幣的走勢在方向上卻沒大分歧【圖十】。在水平上，新興幣在1990年代後期及2010年代初的兩潮弱勢，則與經濟弱勢吻合。

圖十：世界與新興貨幣指數



---

看過了經、金多方面後，可得以下結論。先進與新興體系的背馳主要見諸貿易、GDP 增長兩環節，固然，金融市場也因而有別。不過這背馳卻很大程度由新興生產、出口先進之模式帶動。隨着新興體系漸趨成熟，其生產成本優勢必漸失去。換句話說，在下一批新興市場成形之前，當下新興趨成熟的過程會將 2000 年代的先進新興大背馳「還原」，而這過程料會如 1974、1980 或 1999 年時般，引發一場維時兩三年的衰退。

羅家聰  
環球金融市場部