

《信報》專欄〈一名經人〉

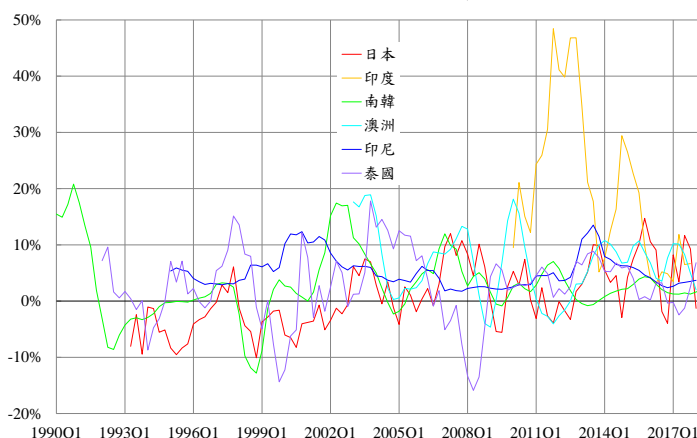
亞洲前景怎麼樣 大路價格找真相

素來預測衰退幾乎百發百中的美國孳息曲線近期收窄至頗近零，市場慣看的十年、兩年期息差不足¼厘，與經濟增長關係較高的十年、一年亦不足半厘。近期的觀察是，美國經濟未衰退前外圍已先放緩，新興市場尤其明顯。三大時區中亞洲有最多新興國，雖然多年來出口主導模式令多國普遍在經常帳和財政收支有盈餘，但健康得來卻過胖，尤其在債市、樓市上泡沫化。所以經濟向下對亞洲的風險其實不小，今文綜覽一下。

現由大至小國逐個方面看看。如上所述，亞洲普遍國家財政盈餘，多無發債需要，故難搞起本幣債市，亦無對應的孳息曲線可作參考。是故展望經濟前景不是參考外圍，便是要找其他領先指標，樓價可能是其一。說成「可能」是因領先的本應是建樓數據，不過這類數據波幅特大，未必呈現清晰方向。至於樓價，從本港上兩次樓價跌的經驗，可見樓價跟經濟增長大致同步。然而，看看有否同步飆升、轉弱等亦得些蛛絲馬跡。

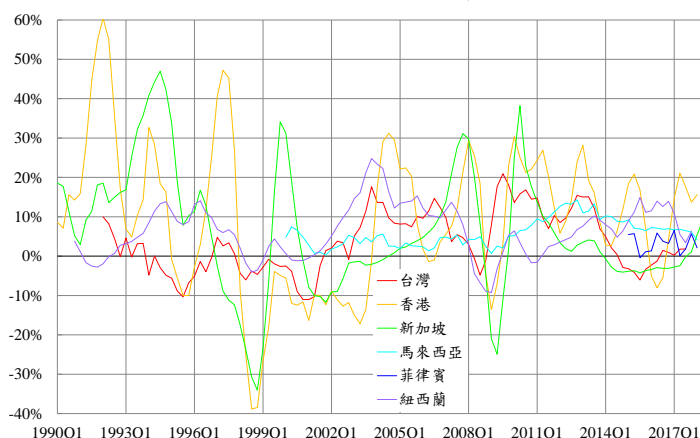
先看大的【圖一】。除印度外，其餘幾國自海嘯後的樓價升幅主要都在0至10%，明顯比海嘯前的十多年高。別小覷這年均半成的升幅，小數怕長計，累計十年便逾六成（ 1.05^{10} ）。最新數據所見，升幅回落的有日本、印度，而南韓亦偏弱。在1997年時，有紀錄的地方不多，但數據一同升過然後齊齊下跌。近幾年的走勢雖然未至於很一致，但卻幾乎全線皆升，連日本呈按年跌幅的日子也相對少（無怪乎港人也到日本買樓）。當各地樓價長時間累升過後，經濟逆轉便會觸發回落。須知海嘯前並無各地長升之象，而1997年前的樓價升幅亦不特別大的，故風險或已被近年持續但溫和的升幅所矇蔽。

圖一：亞洲各地樓價按年變幅



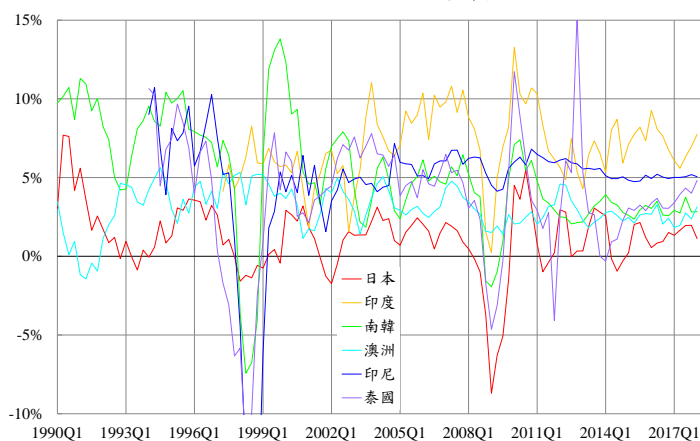
其餘較小的亞洲經濟體又如何？觀圖所見，近十年各地樓價升幅其實比大的更高，介乎0至20%，即年均有近10%【圖二】。比起1997年前這似乎小巫見大巫，不過，早年樓價的負擔能力也低得多，以今天的負擔能力而論，近一成的年均升幅說不上低。何況隨着經濟成熟，各環節包括樓價的升幅亦因基數效應而跌，但不代表週期消失。

圖二：亞洲各地樓價按年變幅



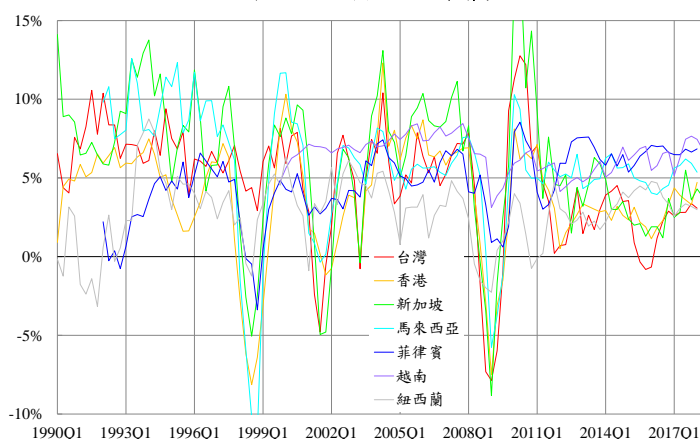
實際經濟狀況如何？這要看 GDP 增長了，也是先看大的幾國【圖三】。如圖所見，新興的印度、印尼增長偏高，走勢未見異樣；老化的日本則增長偏低，同樣未見異樣；而夾在中間的南韓、澳洲亦增長平穩，只有泰國加快。然而，目前平穩推論不到將來；正如 2005 至 2007 年的狀況也很平穩，且跟目前十分相似，結果下跌亦是突如其來。

圖三：亞洲各地經濟增長



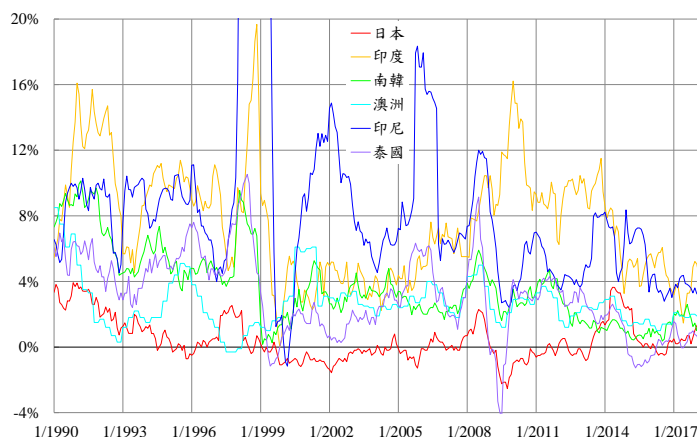
另外幾個較小的亞洲經濟體亦大致穩定，但三小龍台、港、星近年曾放緩，多少有 1995 年「衰前演習」的影子【圖四】。另一觀察，是雖然較南的新興國增長持續高企，但較北的三小龍近年增長水平顯然較海嘯前低了一截，後者一旦向下衰退機會不低。

圖四：亞洲各地經濟增長



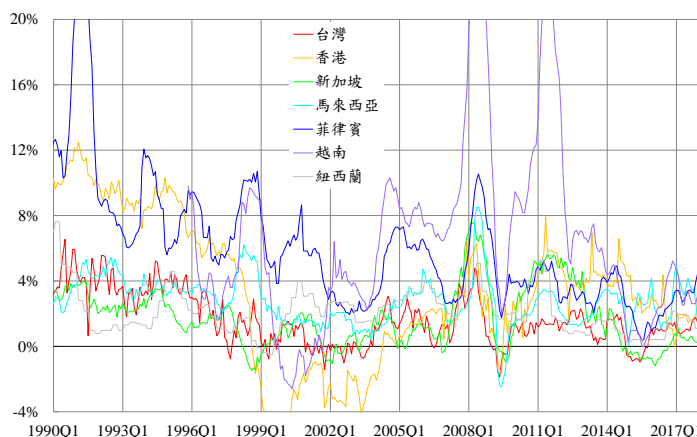
今文最後要看一套數據是通脹。緣何選滯後的通脹呢？其實，在不少危機的前夕，投資乃至信貸增長都會先縮。所以在看似「無緣無故」下通脹跌多非好事。如俄羅斯，2015年衰退前幾年通脹便大跌了10%。今天亞洲部分國家其實已呈類似現象【圖五】。驟眼所見，除日本外其餘大國在海嘯後至近年皆通脹回落，當中雙印更是大幅回落。

圖五：亞洲各地通脹



至於較小的經濟體亦有部分近年見通脹回落，包括越南、新加坡和香港【圖六】。再看看1997年前的情況，那時樓價急升，但奇怪的是通脹不升反跌，香港尤其明顯，之後的故事毋庸多贅。另一案例是近年耳熟能詳的希臘：當地通脹自2010年秋起跌，最終2012年春債務違約。我們的通脹趨勢亦顯然由2011年6%跌至近年的1、2%。

圖六：亞洲各地通脹



不是每個經濟體都有領先指標的，但對新興、開放型經濟體而言，外圍「大氣候」影響不小。至於各地的「小氣候」，雖無特定指標，但亦可從大路數據看出蛛絲馬跡。價格是包含了很多資訊的。在新興、開放型經濟體上，樓價、物價仍是最大路的價格，前者反映投資，後者反映消費。當投資價格持續升溫，而消費價格增長卻不升反跌時，在在說明供應不絕但需求已慢。衰退永遠在供過於求下發生，這樣觀望前景好過睇市，因市況受制於眾多市場噪音因素，反而最大路的價格變化，懂看的話便可洞悉先機。

羅家聰
環球金融市場部