

《信報》專欄〈一名經人〉

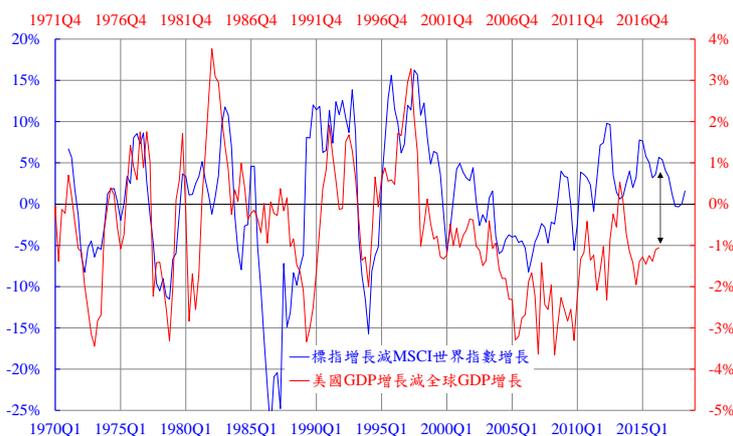
各路基本比美歐 美股獨秀有因由

上週寫道，美股通常為時近廿年的長期牛市（secular bull）仍未結束，縱從經濟、市場等資料判斷，週期牛市（cyclical bull）亦未知會否轉熊——即未知調整有否兩成。然而，美股更出眾的不只在其自身升市，而是相對於其他市場的表現，迄今鶴立雞群、一枝獨秀。判斷股市會否由升轉跌，方法不外參照「合理值」來審視現狀有幾不合理，而「合理值」可以基於歷史（縱面），亦可以基於全球（橫面），今文輪到看後者了。

所謂美國相對於外圍，單是相對股市亦無甚標準，何謂貴何謂平？只看自身歷史，便會墮入類似市盈率分析的陷阱——隨便的可說10倍低、20倍高，但這真的很隨便；而事實上10倍未必見底、20倍未必見頂。若要取個標準，宏觀上最好乃GDP增長，因為早已證實絕大多數股市增長跟實質GDP增長直接掛鈎。有此標準就簡單得多了：判斷美股相對外圍股市是否貴得合理，便應先看美國相對外圍的GDP增長是否合理。

將標指按年變幅減去MSCI世界指數按年變幅，再與美國實質GDP增長減去全球GDP增長比較，可見2004年前兩者較貼，但打後則相對股市較相對增長高【圖一】。計算顯示，相對股市領先相對增長達七季，比一地股市領先經濟僅一季之時差長得多。美國的相對股市較相對經濟增長為高，不代表要熊市在即，畢竟現象已維持了十多年，反而或有其他因素，想到的亦起碼有二。第一，如果近十多年的新增資金多來自美國，鑒於全球皆有本土偏好（home bias），故即使美國相對經濟表現未及，錢亦傾向留美。第二，近十幾年新興國崛起，其經濟權重增加，又因其增長較高，故壓低相對增長。

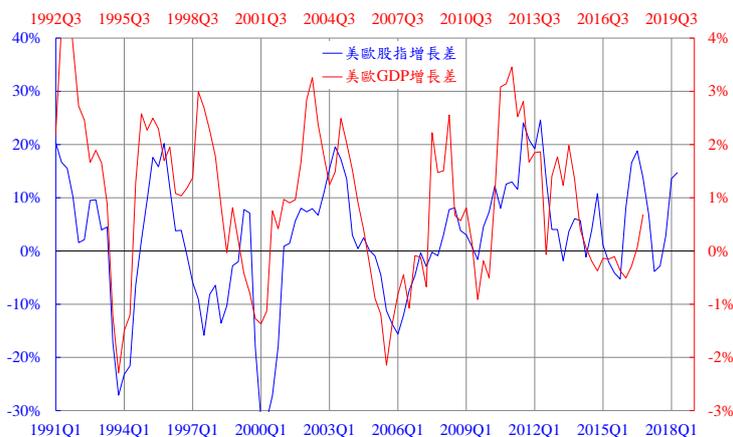
圖一：美股、GDP相對外圍的增長差



要修正第二種現象，可將美國所相對的範圍收窄，起碼剔除新興體而只計先進體。這也一定程度上修正到第一種現象，因先進與先進間的本土偏好應較先進、新興間小。如果只計美國相對於先進體，那麼以包含了幾大工業國的歐洲代表後者亦不太離譜了。從美歐股指的增長差及兩地的實質GDP增長差所見，時差六季，但之前所見的不一致

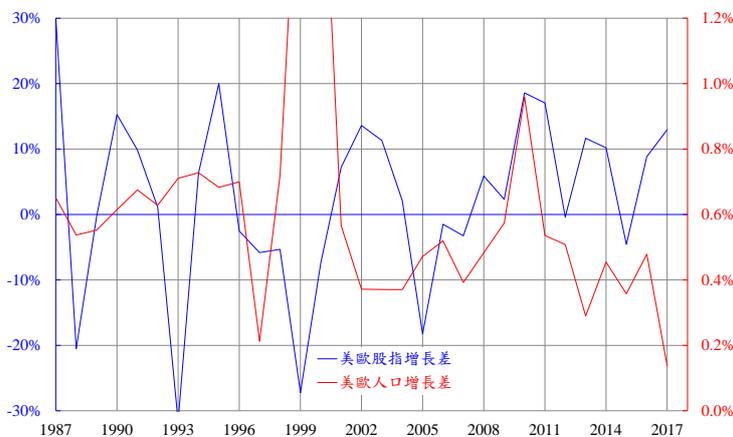
(兩線高低差距) 卻大致消失了【圖二】。換言之，美股相對歐股之貴，可以合理化。

圖二：美歐股指、GDP增長差

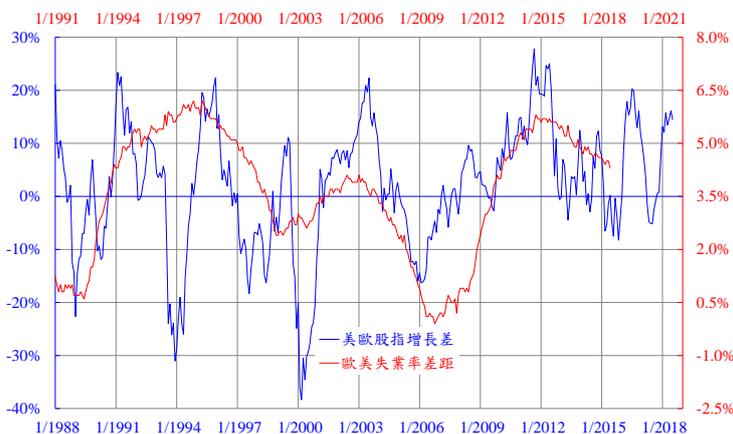


若 GDP 增長換上盈利增長分別應該不大，因兩者所反映的概念相若，僅一宏觀、一微觀之差別而已。換上另些理論上會影響股市的因素又如何呢？這裏揀兩個來測試，其一是人口。人口是經濟原動力之一；之前已看過日本案例，即使科技先進產業升級，但人口萎縮卻將利好因素抵消有餘。不過單靠人口亦不夠：美國強勁但人口增長一般；非洲人口增長夠高了吧？但股市、經濟如何卻有目共睹。將美歐股指與人口增長差比，即見兩者關係不高【圖三】。人口因素或主導較長線的盛衰，但週期上的相對則無關。

圖三：美歐股指、人口增長差



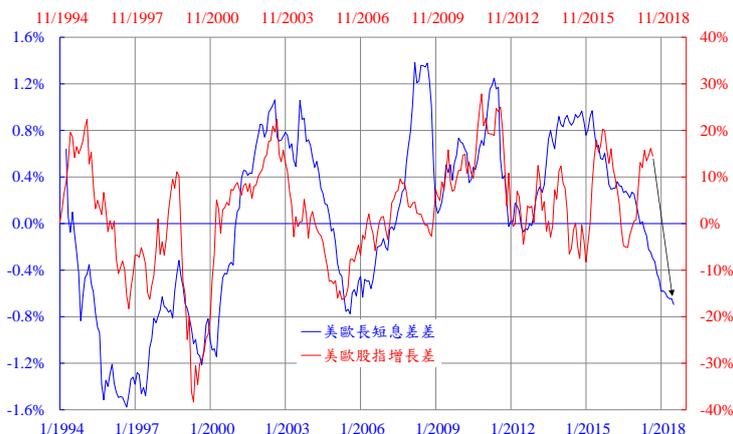
圖四：美歐股指增長與失業率差



另一個要試的是失業率。失業率是公認大滯後的數據，但卻能準確反映週期盛衰。從美歐股指增長與歐美失業率差（留意是歐減美）比較可見，關係亦非很強【圖四】。然而從近年兩者走勢吻合所見，美股相對歐股強有就業因素支持（繼上述GDP後）。

要預示美股相對走勢，便難免要用上更領先的孳息曲線。將美歐長短債息差相減得「息差差」，計算顯示這領先兩國股指增長差達十個月，兩線走勢時貼時不貼【圖五】。最終若息差差對，美股增長便要相對歐股的弱，而且出現按年跌（箭咀）的機會頗高。這符合近代觀察：歐洲經濟週期通常稍為滯後於美國，縱美先弱，歐亦不即時轉弱。

圖五：美歐長短息差與股指增長差



從相對歐股所見，美股有週期跌市壓力，但長線而言又怎樣呢？歐洲以德國為首，然而德股的長週期顯示歐洲股市可能仍處長期熊市（secular bear），只呈上落【圖六】。上週提到的美股長牛照拼圖料尚有十多年，但歐洲股市即使兩、三年後開始長期牛市，但尚餘卻不足十年（至2027年）。歐洲尚且如是，另一非美先進大國日本更不用說。

圖六：廿八年前後的DAX



今輪科技股帶領下的牛市雖已累升不少，但回想人工智能等新科技又有幾普及呢？在機械人一日未大規模取代大量工種前，這科技普及仍未行完。真正改變世界的企業，可能尚未上市；FAANG只是打頭陣的一批，是次股市回調後，急升好戲才始上演。

羅家聰

環球金融市場部