

《信報》專欄〈一名經人〉

今潮科技相當堅 經金長牛勢未變

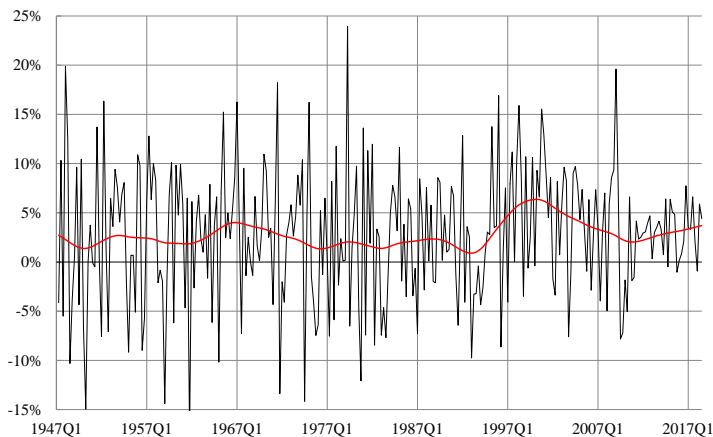
一年以來，各地不少股市反覆向下，美股仍維持上落格局——道指以 25,000 點、標指以 2,700 點為中軸上落。同時間，這些跌市地經濟轉差，但美國經濟則依然強勁。不是說美國絲毫無損，短暫升跌仍跟外圍無異，只是一輪過後便見美與非美趨勢有別。各地面對相似宏觀因素，美國偏強背後一定是有些中長性質的差別，而這應是科技。

然而，在宏觀上要量度科技不易。不是從統計局找出有幾多比例的人員從事科技、或 GDP 裏有幾大比例是科技行業，就能得出一國有幾科技化。單純量度科技這行業，不等於知道這行業對其他非科技行業的貢獻，而兩者亦未必成正比的。有些偉大科技，起家時或僅三幾青年開山寨廠，結果若干年後成為國際大企，這些例子可謂不勝枚舉。但三幾青年所佔的全國職位、山寨廠佔的全國 GDP 又豈能反映？同理，有些本已大的「科技巨企」，其科技層次未必高或只做應用，對其他行業所帶來的增值則較為有限。

既然統計不到，便唯有從已有統計中作估算。傳統的全要素生產力 (TFP) 增長，是將產出 (GDP) 增長減去「一般」的投入增長，包括人力 (勞動) 和物力 (資本)，減剩的便應是科技所帶來的倍增效應 (augmentation)。近年，有學者進一步以產能數字 (utilisation) 按行業拆開科技與非科技，再套上 TFP 便得出科技部分的 TFP。下一步，是鈎走用於消費的部分，拆剩的就是用於投資的科技 TFP；而以下討論的就是這個。

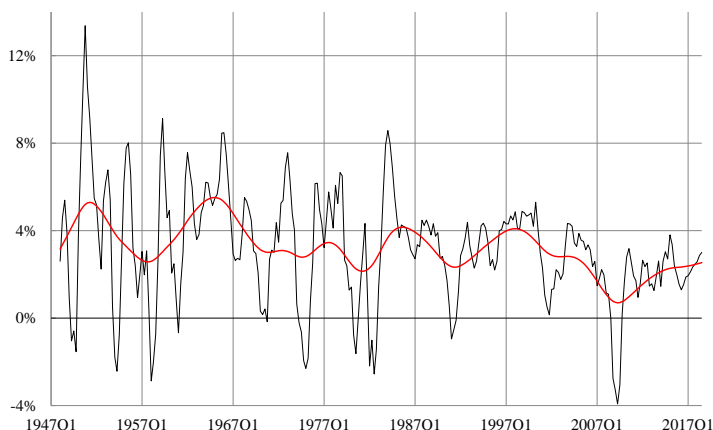
這投資、科技相關的實質 TFP 季度數字由 John G. Fernald 編制，最新至去年秋季。因數字的按年增長上落甚大，為觀趨勢我們將之以 HP filter 過濾而得出趨勢【圖一】。觀勢所見，1990 年代中前的 TFP 增長主要在 2、3% 平平無奇，千禧科熱前曾上過 6%，之後回落；近幾年再現慢升趨勢，可能是新一代智能所帶動的。目前升勢尚未見頂。

圖一：美國投資相關實質 TFP 增長及其趨勢



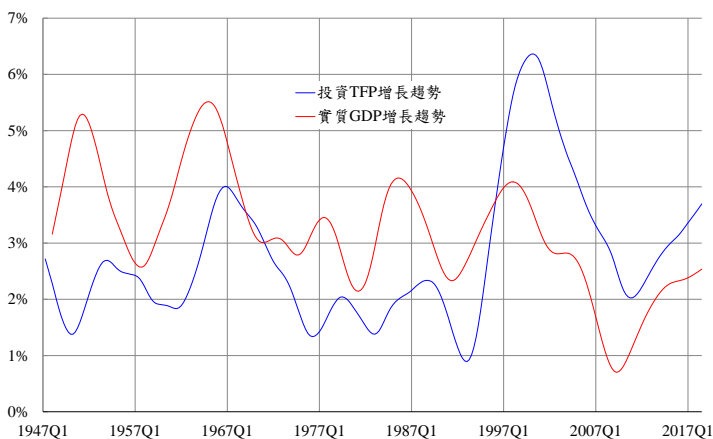
接着也看看美國實質 GDP 增長，及其同樣以 HP filter 過濾而得的趨勢【圖二】。

圖二：美國實質GDP增長及其趨勢



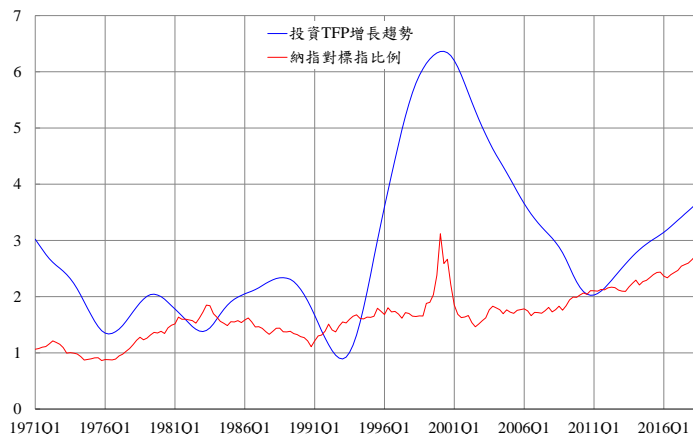
只要將兩趨勢合二為一，即見近年兩者皆升，而相關度亦較諸過往任何時期為高，縱1990年代末的TFP增長大升亦沒大幅推高GDP增長【圖三】。講這麼多技術細節，其實就是要證明這潮科技確甚堅的，慢升帶起大勢，不似得上一潮般漲得快退得也快。上一潮主要是互聯網普及降低物流成本，但今潮人工智能連服務業人力成本也省掉。

圖三：美國投資TFP與實質GDP增長趨勢



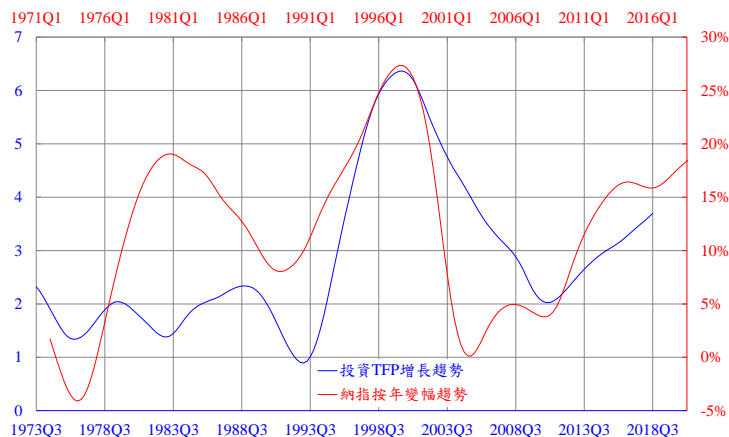
既然經濟受惠，股市自然也見升勢。將上述TFP增長趨勢與納指對標指比例比較，即見1990年代起兩者同向【圖四】。無他，股市只是老老實實地反映實況。科技發展，納指自然對應跑贏主板。只要這發展持續，納指亦將長線繼續跑贏。事實上又如何？

圖四：美國投資相關TFP增長趨勢與納指對標指比例



將 TFP 增長與納指增長比較，可見兩者整體同向，而股市先行約兩年半【圖五】。股市先行過龍（如去年般），固然會調整，而跌幅亦或大如熊市。不過這是週期跌。長趨勢而言，還看科技發展與普及。即使在美國，今天人工智能發展已有一定的突破，但顯然遠未惠及各行各業。當這些好處散落各個環節時，增長、升市還有好一段日子。

圖五：美國投資相關TFP增長與納指按年變幅趨勢



羅家聰
環球金融市場部