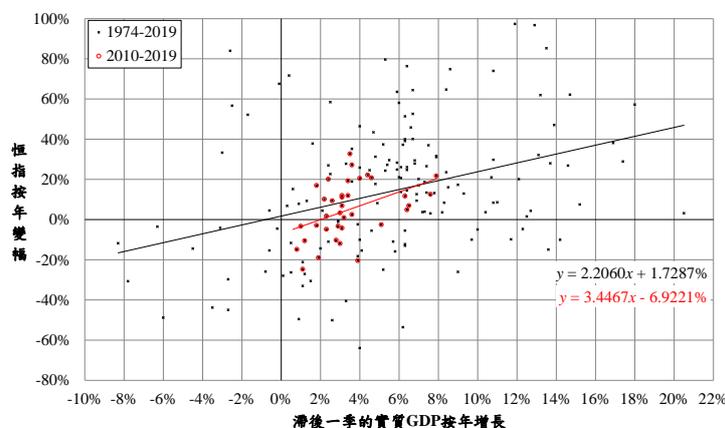


## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 衰退跌市多逾半 純看技術較樂觀

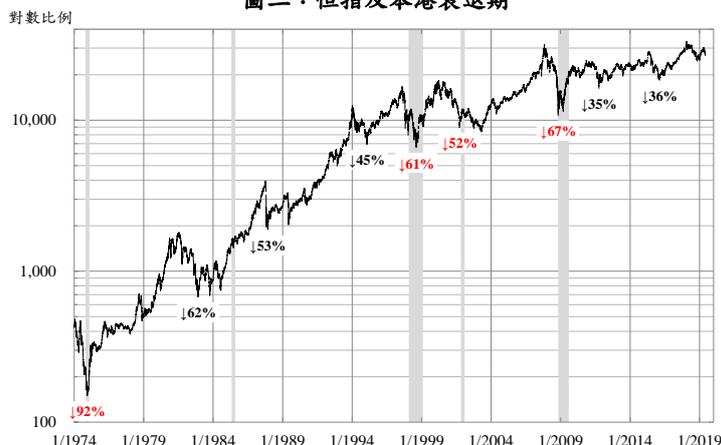
恒指由去年頭到去年秋跌了26%過後，有些「先知先覺」的分析指「牛一」已現。到兩個月前，更有論者指去年末季已給足時間、機會你入市，重上三萬點才發現太遲，可以怪誰？然而，再過兩個月的今天……市況已有目共睹。有些人長期浸淫在市場裏，賺慣錢的，但亦正因太貼市了，往往見木不見林。其實在1997和2007年兩役熊市中，這比人中輸錢者眾，其一主因估計是過分看重政策、市場因素，偏偏輕視宏觀盛衰。

圖一：本港經濟增長與恒指按年變幅



不少市場中人以為，近十年八載有量寬怪象，儘管生意難做經濟一般仍雞犬皆升，高唱股市已脫離經濟；愈貼市的如基金經理，愈 buy 這套講法。請君且慢，看看數據。敝欄早已計過並多次指出，港股變幅領先經濟增長一季，將兩者比較，即見由有紀錄的1974年起至今兩者成正比；但若只計後海嘯期即2010年至今，兩者更為正比【圖一，紅的斜率更高】。脫什麼節？關係是統計顯著的。可見，經濟盛衰對股市確有影響的。

圖二：恒指及本港衰退期

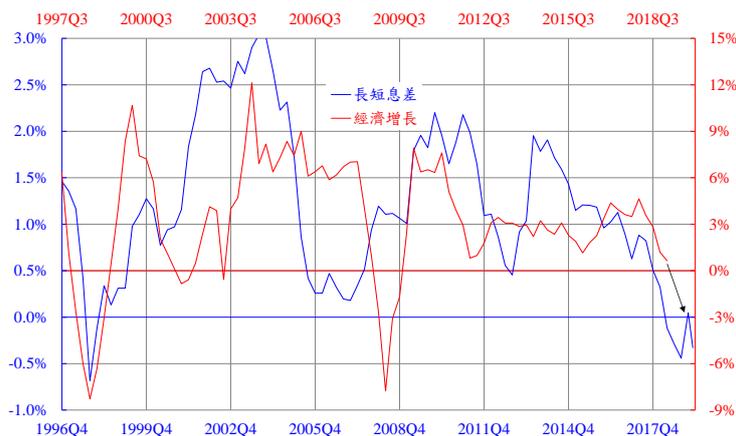


本港良久未有衰退，不少人已遺忘了其威力。的確，曾有研究指，即使國家違約，平均七年後便獲市場原諒而可重新正常發債。七年或許是記憶上限，再之前的都善忘，無怪乎港股平均每七年就有熊市。然而，衰退則相對罕見得多，歷來僅五次【圖二】。

不過，比較有否衰退下的跌市即見幅度大有分別：有的跌一半以上，無則跌少於一半，起碼近卅年來如是。現衰退了嗎？理論上未知，但知的時候股市已見底了（見灰區）。

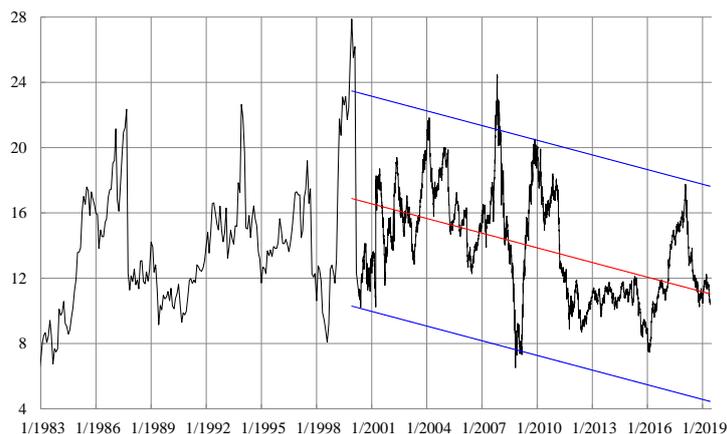
因此，事先能預知衰退是重要的。眾所周知，最有效、最遠程的預測是長短息差。從十年、兩年期的外匯基金票據息差與經濟增長的相關系數計算顯示，能測三季後事。觀圖所見，過去三季的長短息差正預示着經濟由增長變收縮，且幅度不算小【圖三】。如此一來，港股豈非由頂計起要跌逾半，即 17,000 點也守不住？這個數字相當嚇人。

圖三：本港長短息差與實質經濟增長



不妨也從盈利角度看。估值或正稱市盈率有均值回歸性質，這點早有文獻論述。不過，均值未必是隨時間不變的常數；港股就不是了。市盈率顯然由 1999 年起趨跌，目前趨勢值約 11 倍【圖四】。數字由上或下限回歸一般不會到達趨勢便停，而是繼續 over/undershoot。若是次 undershoot 達一個標準差，則見 7 倍；達兩個標準差則 5 倍。以目前 10.4 倍計，跌至 7 倍所對應點數為 18,1xx 點，而跌至 5 倍則對應 12,9xx 點。

圖四：恒指市盈率及其趨勢與正負兩個標準差通道



由此可見，港股見一字頭不是天方夜譚——要是衰退的話、要是估值見下限的話。縱技術上，一字頭也是可能。觀乎自 1989 年起，卅年來守了多次（包括 1990、1998、2003 和 2008 年）的上升軌，目前仍稍低於 16,000 點【圖五】。固然這應是最壞情況，未必發生。不過，較近的兩條升軌則絕對有機會試：近的齊頭 26,000 點，年中到達；稍遠的一條則齊頭 22,000 點。按對上兩次調整三成幾計，其實 22,000 點的較為貼地。

圖五：恒指的上升軌



如果頭尾只跌三分之一便完事，這就如 2011 和 2015 年般的跌市，衰退沒有出現。拼圖的低位也是 22,000 點前，看來技術手法得出較樂觀的預測，反而宏觀或估值計，則得一字頭的結局。當兩者結論有出入時，你信哪邊？視乎閣下是長線還是短線了。

羅家聰  
環球金融市場部