

《信報》全版特稿

通脹來臨市民苦 抗通脹選銀行股

「漲漲漲，什麼都漲！」過去一年，除了不時見到以往通脹潮一般都會出現的字眼如「慳得就慳」或「通脹猛於虎」外，坊間亦提出不少通脹潮下的「慳錢攻略」。儘管「慳得一蚊得一蚊」或能夠在通脹潮中得以生存，但精明的港人，為保袋口銀紙的購買力，又怎會安於本份？

抗通脹，肯定就不是持港元、揸現金。坊間抗通脹產品多的是，黃金、買樓當屬港人心水之選。不過，熱愛炒股的港人，怎會放過在股市大賺的好機會！但什麼股票才可抗通脹呢？筆者先此聲明，由於數據有限關係，讀者熱愛的商品股如金礦股、石油股或有色金屬股等都不在研究之列。

答此問，可先從全球股市與香港通脹關係入手。自 1971 年金本位倒台後，香港共出現三次 3% 以上的通脹潮，分別為 1971 至 1974、1977 至 1998 及 2007 至 2008 年。若量度全球主要股市回報率與香港通脹的相關係數（見表一），不難發現眾多國家在 1976 至 1998 年的相關係數較高（變幅解釋變幅，0.1 至 0.2 已不算低），其餘時期都是偏低。就港股而言，在 70 至 90 年代的通脹潮上，不單止能夠抵抗香港通脹，即使在抵抗全球通脹上，亦有突出表現（相關係數達 0.2）。另外，在此時期的回報率計算上，恒指亦跑贏其他主要國家，達 20.3%，為全球主要國家之首。故此，筆者今次以 1976 至 1998 年為主要研究時期。

表一：全球股市回報與香港通脹的相關係數

| | 道瓊斯 指數 | 恒生 指數 | 法蘭克福 DAX | 巴黎 CAC | 倫敦 FTSE | 日經 指數 | 威靈頓 NZX50 | 悉尼 普通股 | 多倫多 S&P/TSX |
|--------------------|-----------|-------------|-------------|-----------|------------|----------|--------------|-----------|----------------|
| 71-74 | -0.36 | 0.08 | -0.84 | 0.02 | -0.49 | 0.02 | 0.37 | -0.15 | 0.12 |
| 76-98 | -0.25 | 0.11 | -0.32 | 0.10 | -0.23 | -0.10 | 0.06 | -0.02 | 0.09 |
| 07-08 | -0.60 | -0.70 | -0.66 | -0.53 | -0.61 | -0.72 | -0.70 | -0.74 | -0.46 |
| 全球股市回報與主要國家通脹的相關係數 | | | | | | | | | |
| 76-98 | -0.31 | 0.20 | -0.29 | 0.04 | 0.11 | 0.21 | 0.02 | 0.16 | 0.12 |

既然港股有如此出色表現，是不是每一類股份都能跑贏通脹呢？筆者使用了恒生分類指數，當中可分為金融、公共事業、地產及工商四類板塊。不過由於數據所限，筆者只能研究自 1986 年至現時四個板塊與通脹的關係（見表二）。在表三中可見，在 80 至

90 年代的通脹潮中，金融股表現出眾，平均回報率達 27.8%，跑贏通脹達 19% 及恒指 5.3%，而且金融股回報率與通脹變幅相關系數亦達 0.13，屬可接受水平。不過，若計算 2007 至 2008 年的通脹潮在內，公共事業股表現卻比金融股或恒指都要好，回報率跑贏恒指足足 16%。

不過，由於 2007 年是金融風暴的開始，公共事業股的強勢未必能夠完全反映投資者對通脹的預期，故筆者認為 80 至 90 年代的表現更能反映投資者對抵抗通脹的行為。何況，金融股在 2007 至 08 年亦跑贏恒指 0.9%，表現亦算不俗。故此，相比起其他板塊，金融股的確表現較強抗通脹能力。

此外，若考慮買入抗通脹股份，就不能忽視股息回報率。在兩階段中，金融股之所以能夠抗通脹，主因都是受惠於高股息的回報，第一階段的股息回報率為 3.9%，貼近市場上限，第二階段則高達 5.2%，遠高於其他板塊，而此階段的高股息回報亦減輕了金融股的跌幅。

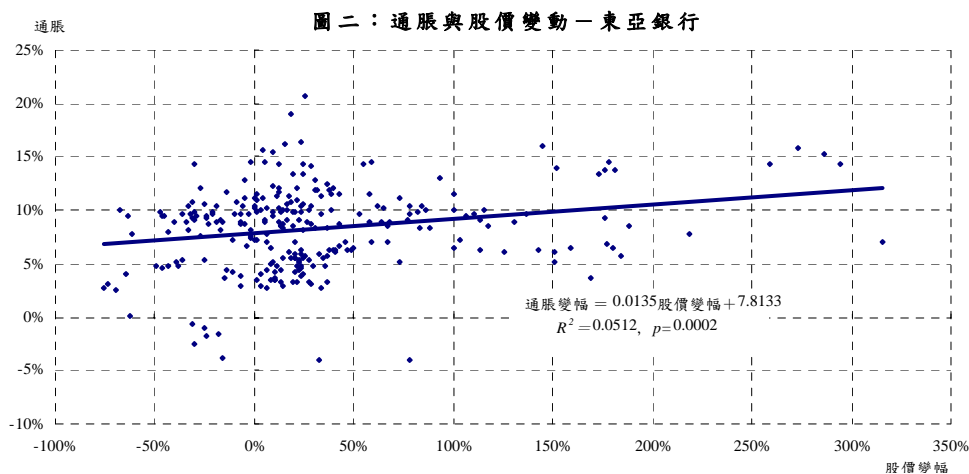
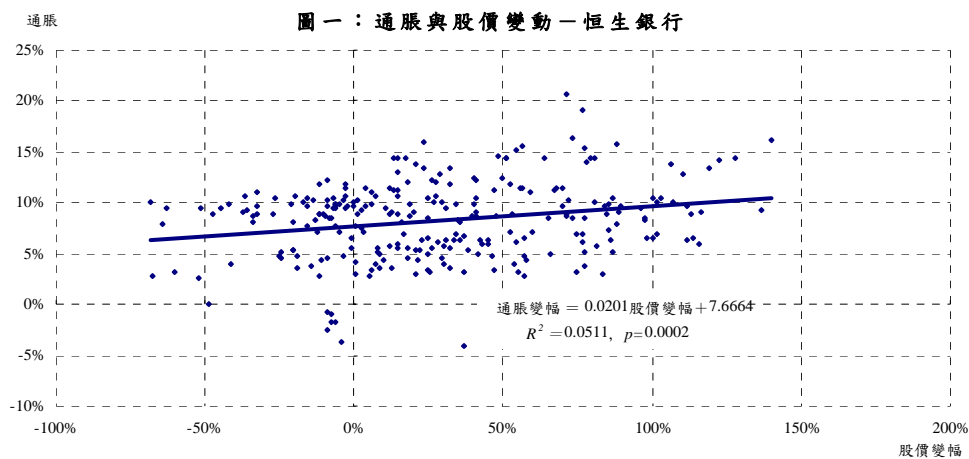
此外，雖然地產股在股息回報率上略為遜色，但在第一階段通脹潮中，地產股總體表現與金融股旗鼓相當，亦可算是抗通脹的選擇之一。由於歷史上地產股與樓價頗為吻合，故上述的發現，除了地產股外，也暗示了買樓亦是抗通脹武器之一！

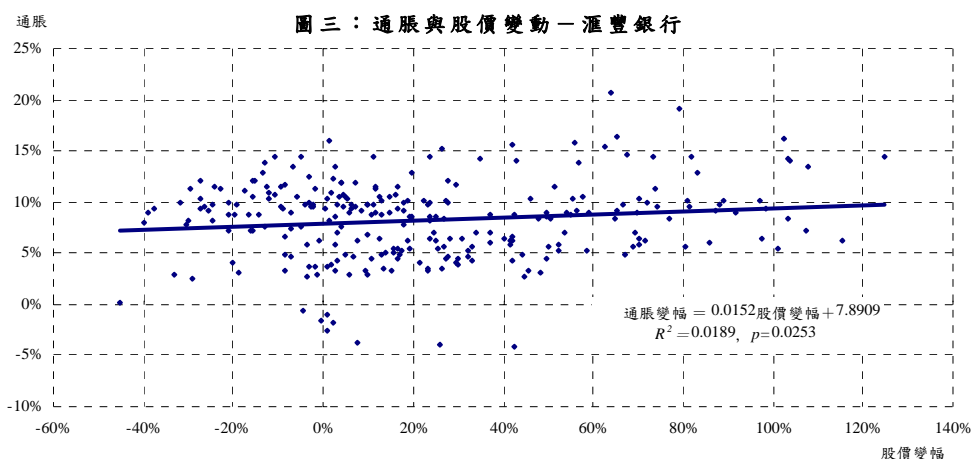
表二：恒指與分類指數回報率

| | 1986-1998 | 2007-2008 |
|---------|-------------|-------------|
| 平均通脹率 | 8.8% | 4.6% |
| 恒生指數 | 22.5% | -26.5% |
| 金融類指數 | 27.8% | -25.6% |
| 與通脹相關系數 | 0.13 | - |
| 股息回報率 | 3.9% | 5.2% |
| 公共事業類指數 | 20.8% | -10.5% |
| 與通脹相關系數 | 0.01 | - |
| 股息回報率 | 4.0% | 4.0% |
| 地產類指數 | 26.0% | -24.2% |
| 與通脹相關系數 | 0.07 | - |
| 股息回報率 | 4.1% | 2.9% |
| 工商類指數 | 19.1% | -30.3% |
| 與通脹相關系數 | 0.07 | - |
| 股息回報率 | 3.6% | 3.7% |

好了，結論就是金融股可以抗通脹。若在街上作抽樣調查，相信大部份股民都持有金融股，特別是銀行股。奈何今時不同往日，現時本地銀行股的角色已經被大陸銀行股所淡化。不過，在80至90年代的通脹潮中，大陸銀行股仍未在港上市，故筆者以東亞銀行、恒生銀行及滙豐銀行作比較，看看誰是通脹潮中的王者！

首先，若比較三者的線性關係（圖一至圖三），東亞及恒生銀行的回報率與通脹變幅的線性正比關係較呈統計顯著（超過99%），而且相關係數上，兩者亦達0.23（恒生： 0.0511 開方=0.23，東亞： 0.0512 開方=0.23），而在滙豐銀行與通脹關係上，即見線性關係不太呈統計顯著（只有97.5%可信），而且相關係數亦弱於上述兩者（ 0.0189 開方=0.14）。若進一步再看當期回報率（見表三），更可見恒生銀行在80至90年代大幅跑贏恒指及其餘兩者，平均回報率高達47.8%，何其驚人！即使是2007至2008年通脹潮間，恒生銀行表現亦略勝一籌！





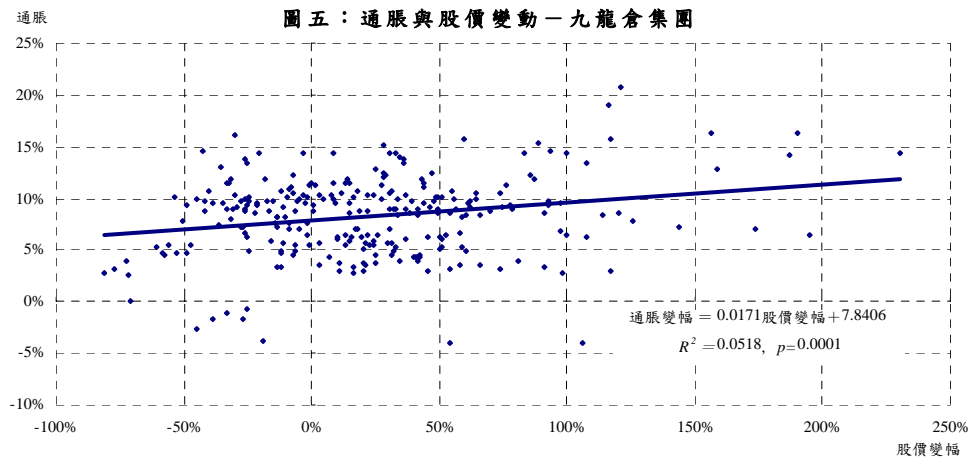
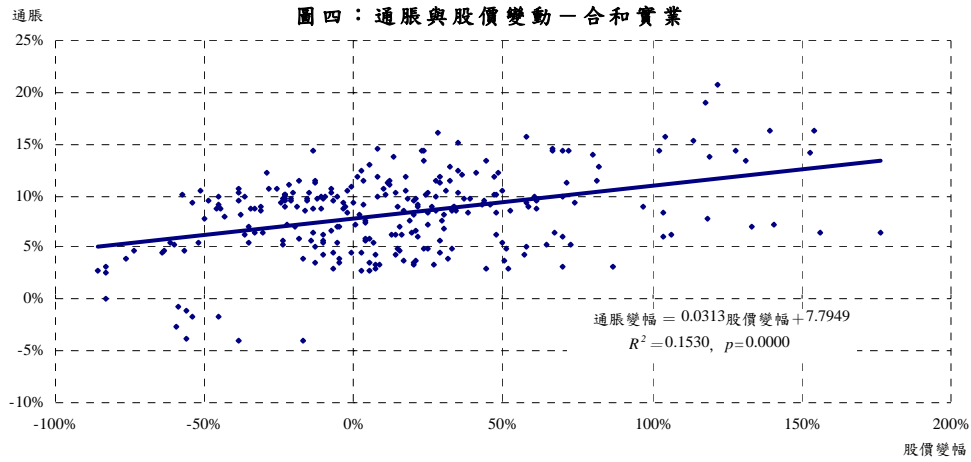
表三：恒指與銀行股回報率

| | 恒生指數 | 東亞銀行 | 恒生銀行 | 滙豐銀行 |
|-----------|--------|--------|---------------|--------|
| 1986-1998 | 19.6% | 15.1% | 47.8% | 38.6% |
| 2007-2008 | -26.5% | -44.3% | -26.1% | -33.6% |

此外，上文提及過地產股在第一階段的通脹潮總體表現與金融股旗鼓相當，故筆者亦當然順道對地產股作研究，研究股份包括長江實業、恒隆集團、合和實業、新世界發展、會德豐、信和置業及恒基地產等傳統大型地產集團，結果發現合和實業的回報率與通脹變幅關係最高而且極之可信（ p 值極小）（見圖四），相關系數亦高達 0.39，抗通脹能力極佳。不過，在回報率上，合和實業當期只錄得可憐的 5.9% 回報，莫講要跑贏恒指，連通脹亦跑輸，說明即使與通脹的方向性極為一致，但回報率卻可以跑輸通脹。當然，不是隻隻地產股都跑輸通脹，恒基地產在第一階段通脹潮與通脹變幅關係亦極之可信，相關系數亦有 0.26，其回報率亦達 33.4%。不過，似乎與銀行股表現仍有距離。

順帶一提，坊間稱收租股亦能抗通脹，實情又是否這樣呢？筆者用四隻傳統收租股（九龍倉集團、希慎興業、太古 A 及鷹君集團）與銀行股作比較。一比之下，高低立見！四類收租股中只有九龍倉集團與通脹呈 99% 統計可信（見圖五），相關系數為 0.23，不過，即使如此，在當期回報率上，九龍倉集團亦只有 16.8%，相比起恒生銀行 47.8% 的「超級回報」，只是小巫見大巫，而且連恒指亦敵不過！其他收租股如何？大部份與通脹關係連 90% 可信程度都未達到，相關系數亦十分低，故不作比較。

總括而言，抗通脹，持股票當屬方法之一，銀行股更是首選！至於銀行股的基本分析、通脹與借貸或銀行定存利率走勢與通脹關係則是另一課題了。此外，讀者可能會問，哪一類商品或貨幣能夠抗通脹呢？這又是另一有趣題目了。



劉振業
資金部