



祝振駒

翺騰投資管理董事總經理，

特許財務分析師，

擁有14年國際投行分析員及5年對沖基金管理經驗，

專長於中小型股票研究。此欄隔周刊出，

讓讀者有機會一窺對沖基金行業全貌及傾聽業者心聲。

再談價值投資

恒指於2011年下跌約20%，除了2008年金融海嘯的負48.3%，2011年可算是最艱難的一年。恒指的表現只是冰山一角，因為絕大部分以絕對回報為原則的對沖基金，都會主力投資在非指數成分股的股份上。MSCI中華小型股指數（包括香港及中國概念股）去年就下瀉了35.7%（相對2008年下跌了61.2%）。

中港股市估值便宜

按傳統智慧，恒指在2011年7月底時的市盈率只得10倍左右（現在8.5倍），遠低於5年歷史平均值的逾13倍，比起2007年高峰時的18至19倍更無法比。2007年10月恒指的市盈率最高峰曾經達平均值的正3個標準差，而2011年7月的市盈率卻處於平均值的負一點多個標準差。正因為股份普遍都在合理甚至便宜的水平，加上金融海嘯才過去不久，大部分以價值投資主導的基金在歐債危機爆發前都認為市場不存在股災的風險，以至缺乏足夠避險意識。

另外2007年的恒指5年歷史平均市盈率为14至15倍，現為13至14倍。若比較上證指數的PE變化更可怕，2007年時高達48倍，現跌至只有11.3倍，為何回顧數據，是否PE為基礎的價值投資已死？

價值投資長綫必贏

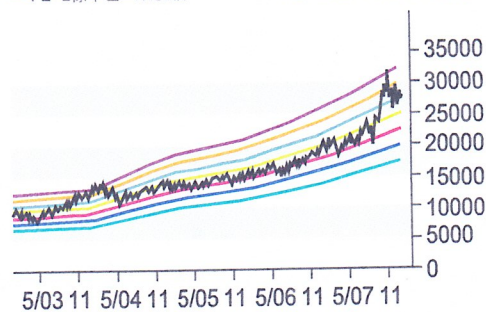
分析這些現象有多種角度：一、中國概念股估值在過去數年基本上被貶值。可能是公司管治問題，經濟增長放緩，成分股行業比重變化，也可能是國家政策影響（如過多IPO，引致市場供求失衡或宏觀調控）；二、過往港股主要受美國經濟及利率政策主導。現在全球經濟一體化，除了愈來愈受祖國政策影響，歐洲、日本及澳洲等，經濟表現也愈來愈對香港上市公司股價舉足輕重；三、股票估值被風險溢價升溫影響。這點最難預測及捉摸，因為主要反映投資情緒，而情

緒又主要被宏觀事件及系統風險而左右。

歸納以上分析，除了盈利增長的關係，可見股票價值的評估實在存在很多不同主觀及客觀變素。從統計學的角度看，一家有實力及現金流充足的公司（或主要指數）估值如下滑至負一個標準差，價值理應開始出現，如丟進負兩個標準差以下，幾肯定已屬便宜。價值投資的強項是長綫這方法一定跑贏，但弱點是短綫估值有可能受極端因素影響而變得更加便宜（當遇上事件如金融海嘯或歐債危機，恒指市盈率估值曾丟進負三個標準差）。FM

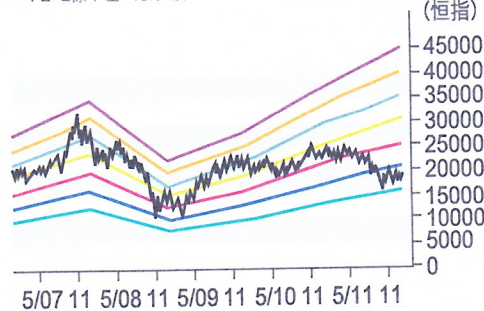
2003至2007年不同PE下的恒指

— 恒指
— PE+1標準差=16.06倍
— PE-1標準差=13.15倍
— PE+2標準差=17.52倍
— PE-2標準差=11.7倍
— PE+3標準差=18.89倍
— PE-3標準差=10.24倍
— PE平均值=14.61倍（恒指）



2007至2011年不同PE下的恒指

— 恒指
— PE+1標準差=15.87倍
— PE-1標準差=11.52倍
— PE+2標準差=18.04倍
— PE-2標準差=9.35倍
— PE+3標準差=20.21倍
— PE-3標準差=7.18倍
— PE平均值=13.69倍（恒指）



價值投資的強項是長綫這方法一定跑贏，但弱點是短綫估值有可能受極端因素影響而變得更加便宜。