



王家其

翹騰投資管理董事及風險管理官
曾任職國際投行銷售及結構產品部，具多年公司培訓和教導CFA及FRM課程經驗。
為美國康乃爾大學物理學博士，特許財務分析師及金融風險管理師。

風起雲湧

Columns

美術：林美賢

股市見頂？

第二季港股牛氣衝天，中細股被炒得不亦樂乎，投資者在賺大錢之餘，亦開始思考股市是否已見頂。筆者相信市場是有循環性，牛市最終會被熊市代替，但牛市的長度不是用月而是以年來量度，現在問何時見頂似乎言之尚早。牛市的投資策略應該比較進取，過分保守持太多現金對回報大大不利。當然，投資者應居安思危，留意以下見頂的跡象。

一、市盈率：恒指的市盈率過去十年在9倍至16倍間徘徊，現時為12倍，故並不算高；再看國企指數，市盈率在過去十年最低為7倍，最高為31倍，現時為11倍，從價值角度來看恒指及國指非常合理，兩個指數的市盈率離開高位尚有一大段距離。上証指數的市盈率为24倍，相對港股並不便宜，但在2007年的高位，市盈率曾高達60倍，從歷史角度而言A股並不算貴。當然，A股相對封閉，受國家政策影響較大，不能單看市盈率。相信價值投資的投資者可選擇利用國企指數來參與中國股票市場。

二、時間：A股上個牛市在2005年9月開始，2007年10月到頂，歷時兩年。但中國現在的經濟及股市規模遠大於2007年，現在牛市的時間應該更長。今次的A股牛市若於去年6月開始，不應該那麼早結束。恒生指數的周期（從最低位到最高位）約為十年，若從2008年低位開始計算，下次熊市應在2017年後才出現。

三、加息周期：近年市場最大的話題應是美國何時加息，彷彿若利息一加，牛市即變熊市。事實絕不是如此，數據顯示：由加息到市場見頂的時間超過一年以上。影響股市最重要的不是利率，是公司盈利。當投資者感到央行加利息到一個地步令經濟下行，公司盈利進行倒退，股市才開始調整。美國聯邦儲備局很清楚表明就算加息周期開始，加息的步伐亦會非常緩慢，故加息對股市的影響是心理多於實際。即使今年下半年開始加息，美國股市應該仍會繼續上升。

四、替代品：支撐牛市的一個重要因素，是成熟市場債市毫不吸引。

各國央行透過量化寬鬆成功把利率降到接近零，美國十年債息為2.13%，在成熟市場已算是最高。對很多投資者來說，債券回報率太低，難以滿足他們的回報需要，故需要增加股票的比重。過去當市場調整，資金流往債市避險，令債息下降，結果使債券更不吸引；市場一穩定下來，資金又回到股市。除非債券利率回到合理水平，筆者相信資金仍然會流向股市。

五、危機：牛市不會因為估值高完結，完結是因為外來因素。例如香港2003年的大跌市來自沙氏，2007年的大跌市是來自美國金融體系的破壞，皆跟估值沒有關係。當然，環顧全球，潛在危機實在不少：希臘債務問題、俄羅斯對東歐的威脅、南海爭議等都值得關注，過去筆者非常擔心中國的企業及地方債務沉重，但隨着股市上升，央行放水，加上房價見底，最壞情況應已過去。事實上，中央是利用牛市來減低企業融資成本，以股代債，幫助企業解決債務問題。由於中國過去的債務泡沫非常嚴重，中國需要一個更大的股市泡沫，來處理債務問題。在問題得到解決以前，投資者應繼續享受這個牛市。FM

“筆者相信，中央是利用牛市來減低企業融資成本，以股代債，幫助企業解決債務問題。”