

股市未見頂

牛市中最大風險是太相信唱淡的言論，過早賣出好的股票。

美歐股市屢創新高，標普500指數連2000點的重要心理關口也衝破了，令投資者對見頂與否充滿疑問。這個牛市之強，令很多人大跌眼鏡。事實上，上一次10%以上的調整已是在2012年6月。市場屢創新高，連美國CNBC的超級大好友Jim Cramer亦預測快有調整。淡友相信牛市氣數已盡，不外乎幾個原因：估值太高、牛市已經太長、聯儲局快加息及地緣政治問題。筆者的想法卻比較樂觀。

股市不貴牛市不老

股市貴嗎？標普500從2009年666點的低位反彈了200%，看似很多，但相對2007年10月高位才上升了27%。根據彭博的資料，標普500的預期市盈率及市帳率分別為16.75倍及2.8倍，跟過去25年平均的15.5倍及2.9倍相差不多。故此股市貴這個說法不太成立。一個股市循環，市盈率從太高（接近20倍），跌至太低（接近12倍），然後回到太高，泡沫才爆破。現在的市盈率正是在兩端中間，顯示這隻牛雖不幼，但亦不老。

牛市太久嗎？從1871年到現在，美國牛市平均壽命為67個月，最短的只有兩年。但近數十年的牛市都比較長，例如1988年開始的大牛市，在2000年才結束。從2009年4月開始算，這個牛市維持了66個月，雖不算短，但跟近代的牛市比較並不特別長，仍有上升空間。

無可否認，牛市近年愈來愈長，上升幅度愈來愈大，跟聯儲局的政策有很大關係。在利息超低的環境下，股票的價值變得吸引。根據分析師常用的模型，標普的盈利息率（Earning Yield）大概為6厘，遠高於美國10年債券收益率的2.5厘，顯示股票相對於債券非常超值。

地緣政治是一個很大的變數。俄國的野心、以巴的衝突、中東的戰爭、中國跟周邊國家的爭議都是需要投資者留意。但除非出現大規模戰爭，否則對實體經濟影響不大，畢竟烏克蘭及俄羅斯的經濟實力有限，其他中東國家更不用說了。西方國家對俄羅斯的制裁已影響歐洲經濟，加強歐洲央行實施負利率及量化寬鬆（QE）的決心，這也會對全球股市帶來支持。

內銀應不會出大問題

筆者除了留意地緣政治，亦特別留意全球銀行體系，畢竟過去多次股災都是由於銀行出問題，包括1998年亞洲金融危機及2008年環球金融海嘯。可幸的是經過多年休養，加上立法監控，美國銀行業的財政狀況非常穩健，已通過壓力測試。歐洲銀行的資本充足率偏低，故投資者要密切留意。中國的銀行倒是一個大問題，雖然內銀已不斷增加呆壞帳撥備，但相信真實的情況更差。幸好中國銀行業的大股東是中央政府，故出大問題的機會不大。

雖然筆者相信美國牛市會繼續，但可能仍出現10%以上調整，投資者需要心理準備。**騰訊控股 (00700)** 從今年3月到5月就調整了20%以上，Apple從2012年9月至2013年6月亦調整了40%，故大幅波動在牛市中依然不能避免。

其實，牛市中最大風險是太相信唱淡的言論，過早賣出好的股票。CNBC的Jim Cramer其實早於今年1月已預測股市有調整，但年初至今標普500上升了10%！不知讀者記不記得2013年初當政府推出雙辣招打壓樓市，很多投行預測樓市會下調超過20%，但結果並沒有出現。故此很多著名分析師及投行的預測均不可靠。**FM**

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。

