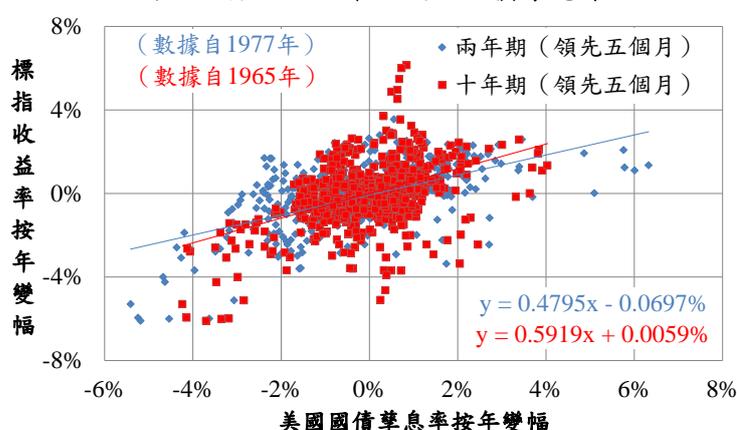


《信報》專欄〈圖理滿文〉

債息收益看美股 上半年料先整固

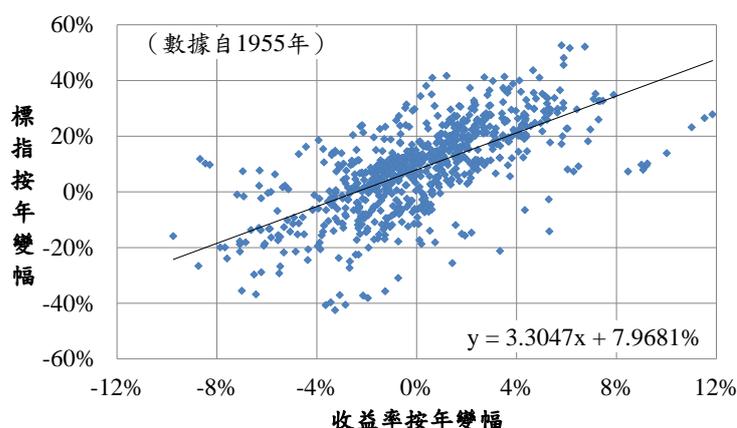
踏入2018年，環球各大媒體均會引述各大機構對今年股市的目標價，筆者過去一直對這些目標價「睇完就算」，始終一年內的事情有太多變數，就正如金融海嘯前一年，只有極少分析員可準確預測危機將會爆發。不過，既然每逢年初都一定有這例行派對，就讓筆者趁熱鬧，嘗試用從美國國債看美股前景。

圖一：標指收益率及美國國債孳息率



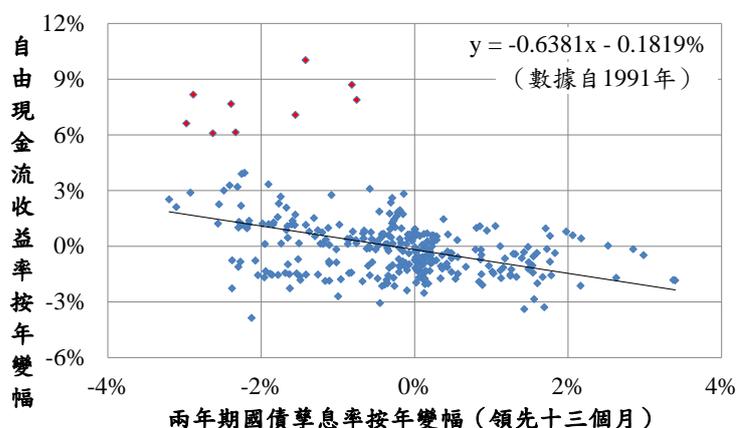
圖一顯示標指收益率（earnings yield）及美國國債孳息率的按年變幅，兩者走勢呈正相關性，兩年期及十年期債息分別領先收益率五個月。如果將去年12月孳息率代入圖中的迴歸算式中，將得出今年5月的收益率分別為5.0%及4.7%。

圖二：標指及其收益率



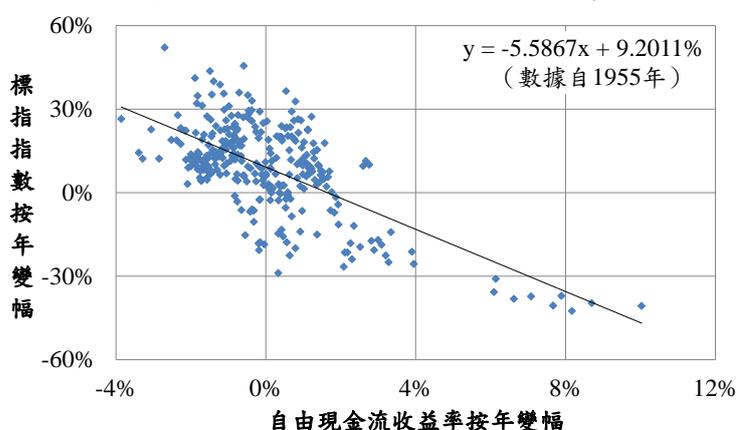
圖二顯示標指及其收益率的按年變幅，兩者走勢同步及呈正相關性。如果將圖一得出的收益率按年變幅差代入圖二的迴歸算式中，將分別得出今年5月標指的合理值為2,605點及2,583點，低於現價2.5%及3.4%，反映美股上半年將先行整固。

圖三：標指自由現金流收益率及美債息率



另外，美國國債孳息率同樣是標指自由現金流收益率（Free Cash Flow Yield）的領先指標。圖三顯示自 1991 年標指自由現金流收益率及美國兩年期國債孳息率的按年變幅，結果顯示兩者撇除金融海嘯（即圖中紅點）後，其餘時間關係密切，兩者走勢呈相反方向，後者領先前者約十三個月。如果將去年 4 月兩年期國債孳息率按年變幅代入圖中的迴歸算式，得出今年 5 月的自由現金流收益率為 4.2%。

圖四：標指指數及自由現金流收益率



圖四顯示自 1955 年標指及自由現金收益率按年變幅，兩者走勢同步及呈相反方向。如果將圖三的結果代入圖四的迴歸算式，將得出今年 5 月標指的合理值為 2,680 點，跟現價相若。不過值得注意的是，如果將去年 11 月的兩年期國債息率代入圖三的迴歸算式，得出今年 12 月自由現金收益率的合理值，然後再將此數放入圖四的迴歸算式，將得出今年 12 月標指的合理值為 3,004 點，高於現價約 12%。

總括而言，從美國債息看，美股今年上半年似乎以上落市格局為主。到今年下半年，除非美國出現類似金融海嘯的危機，否則估計美股於下半年將進一步造好。

梁志麟
環球金融市場部