

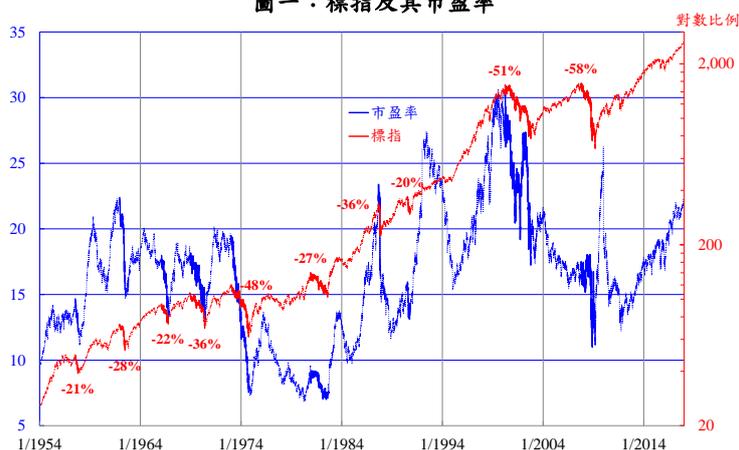
# 《經濟日報》全版專欄〈一名經人〉

## 市盈率可測轉角 皆因長熊市上落

每逢年尾總有大堆明年股市目標價出台，有些竟然準至個位（如恒指 32,401 點），不禁教人嘖嘖稱奇。緣何如此？其實準至小數位前後，很可能是計出來的。當前計法，不外宏觀、微觀兩套；前者是吾等做經濟慣用的，而後者則為股票分析員所常用的。

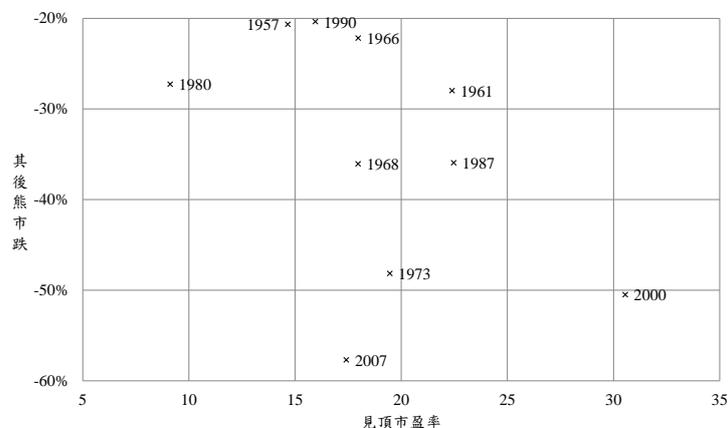
做微觀估值最基本的，是以盈利判斷市價。但問題是，若市價以盈利為基礎的話，兩者比例即市盈率（P/E）長期而言便應呈區間上落。惜事實上並非如此。圖一所見，標指 P/E 多年來不呈穩定上落區間而呈長週期。粗線為跌逾兩成熊市日子，不難發現，有些熊市始於 10 倍以下 P/E，有些高至 30 倍。可見以某水平 P/E 論股市轉角很危險。

圖一：標指及其市盈率

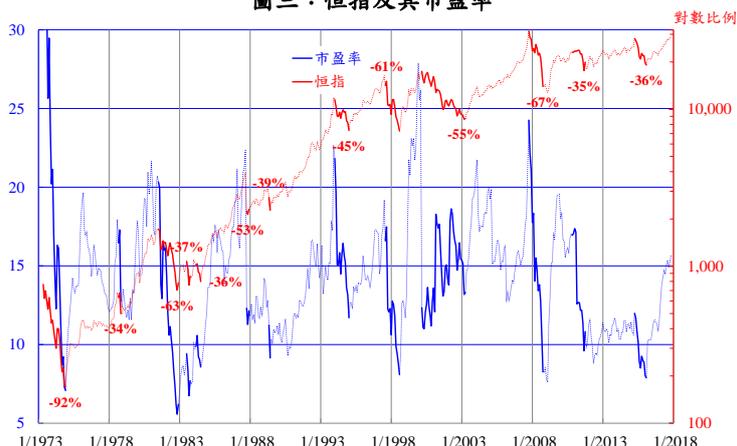


圖二以散點圖比較上述熊市開始前一刻的 P/E 與其後跌幅，同樣可見，不是 P/E 逾高其後便跌逾多——散點不呈明顯的左上至右下，起碼 1973 和 2007 年便是反例。

圖二：標指見頂市盈率及其後熊市跌幅

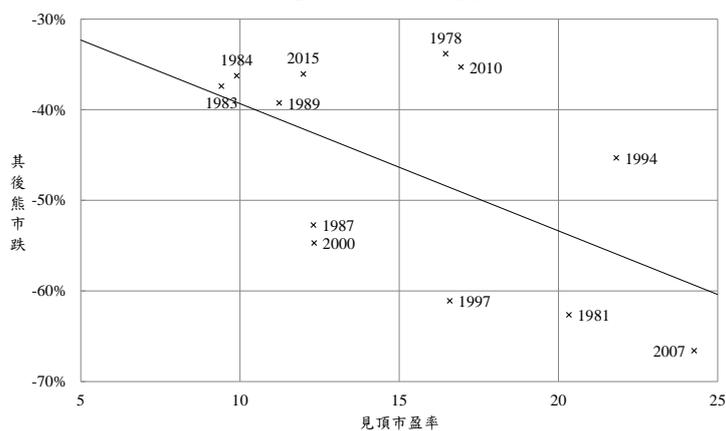


圖三：恒指及其市盈率



港股呢？圖三、四將上述分析套上恒指，但以跌三成為熊界（其實取四成會好些，因為三成會造出太多熊市）。無論如何，熊市前的 P/E 也可低於 10 倍、高近 25 倍——即使不計極端的 1973 年股災。不過圖四的兩者關係所見，P/E 逾高，其後跌幅逾大。

圖四：恒指見頂市盈率及其後熊市跌幅



P/E 可定港股平貴進而論頂底，皆因恒指 P/E 確呈長期橫行上落區間。一般而言，其他市場包括美股都不這樣，只是因為港股仍處長期熊市、長期上落格局才會這樣。

羅家聰  
環球金融市場部