

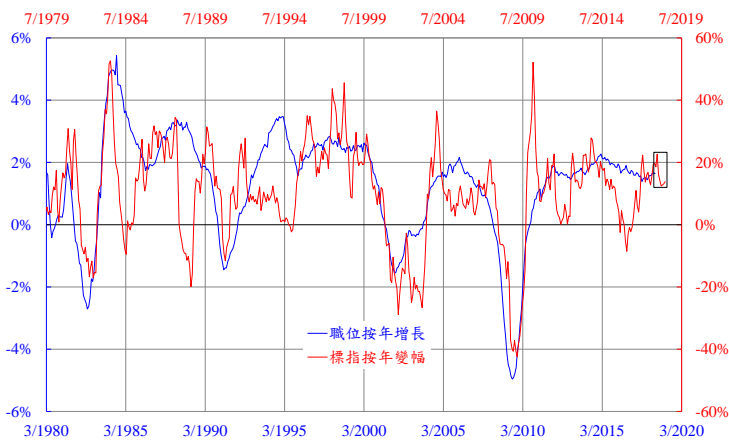
《信報》專欄〈一名經人〉

各路因素看美股 長牛未完買勝沽

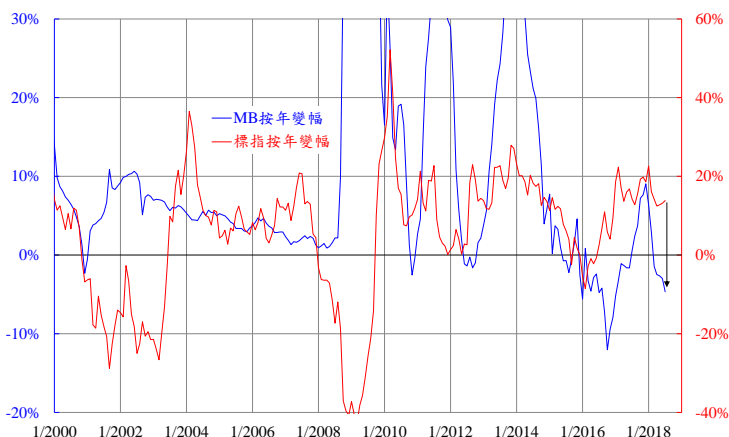
在環球股市皆轉下美股依然強勁，三大指數中納指已破頂，標指近頂，道指未破。無論如何，美股近四、五個月來的表現顯然跑贏絕大多數外圍股市；由2009年計起，則是數一數二長的牛市。然而近年各處的風險因素陸續浮面，這個超長牛市升完未呢？還得看看基本因素。影響股市的潛在因素很多，但要選對真正關事甚至領先的則不易。今次經濟、市場因素各揀三個，皆是理論上最為影響股市的，看看對美股有否啓示。

曾經多次指出，將美股按年變幅與美國實質GDP按年增長比較，走勢頗一致的，只是GDP滯後於股市一季。這在預測上不理想，加上GDP增長偏向隨機，測亦不易。可作取代一試的是非農職位增長，首先是這數字對市場的影響力大，還有是每月公佈，而且數據期與公佈時差甚短，由一日至最多一週，故算是貼市的數字。雖然想是如此，但實際表現如何？比較數據與股市可見，職位增長竟滯後於股市變幅近三季【圖一】！那麼這比較又是否一無是處？也不是的。只要股市變幅與職位增長維持10:1這比例，股市仍有基本因素支持。何況目前職位按月變動未見異樣，按年應不至於短期內縮。

圖一：美國非農職位與標指按年增長



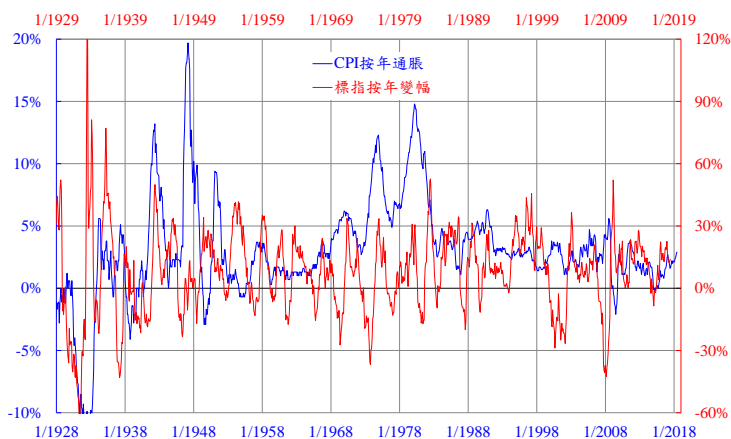
圖二：美國貨幣基礎與標指按年增長



另一個理論上跟股市相關的因素是「銀紙多寡」，直接的指標是貨幣基礎（MB），廣義的則 M2。照計廣義的 M2 應跟股市關係較大，但實證顯示 MB 的關係較為明顯。不過話雖如此，MB 增長與股市變幅的關係驟看也不太高，且兩者看來同步【圖二】。股市是名義計價，既反映實體也反映價格，但從上述兩項觀察比較，則較多反映實體。近期 MB 由增變縮，大抵是聯儲局收水結果，這通縮效應應對股市有一定負面影響。

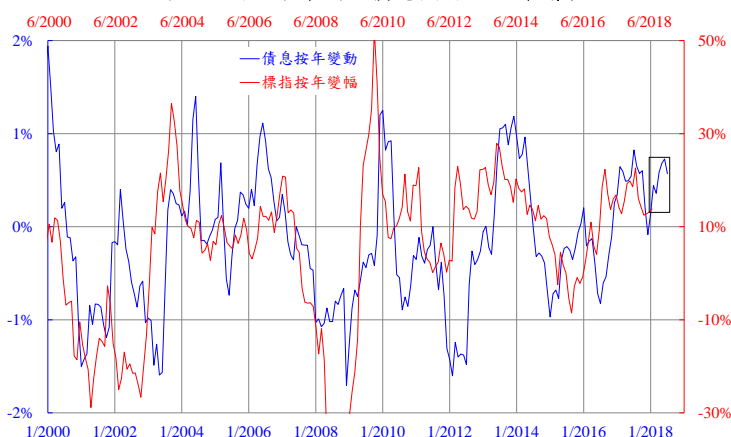
然而，貨幣雖然通縮，物價卻在通脹。到底股價通脹是跟貨幣通脹還是物價通脹？這又是個實證問題，要試過才知道。就近十年所見，CPI 通脹與股市變幅的關係不錯，且前者領先後者達一年之多【圖三】！若接近期 CPI 通脹升勢，股市變幅亦料會向上，但若通脹如二戰時或滯脹期般失控飆升，則股市不會照跟。目前 CPI 通脹還未算失控，故股市通脹也稍升不奇。但如圖中所見，股市升幅將不大於早前，或在按年兩成上下，又鑒於過去大半年來（去年 10 月起）股市已進上落格局，這意味來年股市亦僅上落。

圖三：美國CPI通脹與標指按年增長



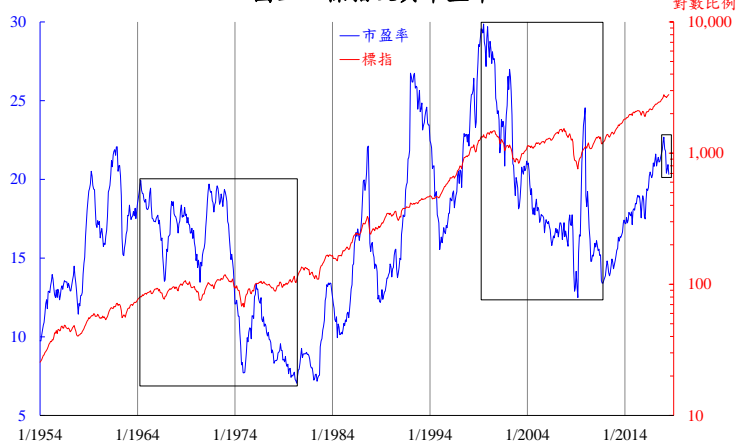
現轉從市場看股市。股、債此消彼長之說由來以久，是故第一個市場入手的因素，就是債市。短債息較受央行政策影響，故股、債間的相對變化較易從長債孳息看出來。鑒於兩者在趨勢、長週期上各異，故要看出此消彼長之象，便要將兩者計按年變動，然後才作比較。如圖所見，兩者的債息升、債價跌、股指升（皆按年變）的關係不太差【圖四】。以債息領先股市五個月推算，一如 CPI 通脹所料，股市升幅料回升至兩成。

圖四：美國十年期國債息與標指按年增長



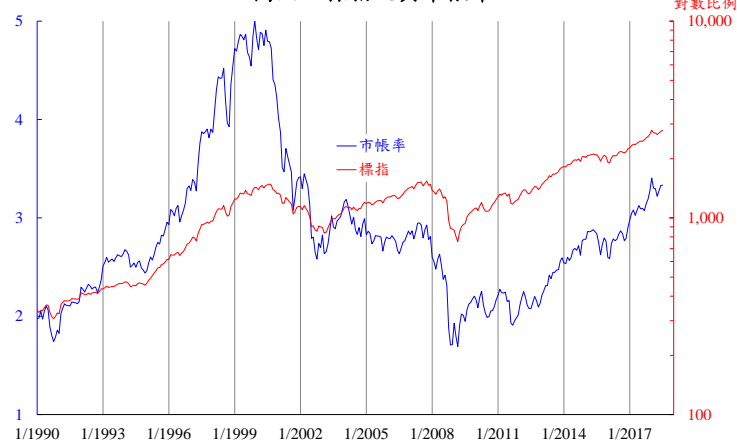
除了用股市以外的市場，股市本身當然也有指標作用。在最經典的參考市盈率中，一般人只會以一硬性指標如市盈率達某個水平（通常是 20 倍）便是危險；但實際上，情況並不這麼簡單。回顧幾十年來，標指市盈率由 7 倍到 30 倍都試過，你道中值 18.5 倍是合理水平？但數字並非圍繞這水平上落，趨勢也隨時而變的【圖五】。細心觀察，即見長牛（secular bull）下合理市盈率趨升，而長熊（secular bear，長期上落）下趨跌（見框）。近月股市未跌（僅轉上落）而市盈率回，或在預示股市尚未貴得很離譜呢！

圖五：標指及其市盈率



最後看看另一概念相近的指標——市帳率。從 1990 年有市帳率紀錄起與標指比，可見股市見頂時市帳率可如 2000 年般達 5 倍，但亦可如 2007 年般 3 倍不到，無甚準則【圖六】。唯一與市盈率共通的是，股市在 1999 至 2009 年長熊期間，市帳率也是跌。目前市帳率如股市般趨升，訊號較市盈率更清晰，故可肯定目前美股仍在長牛之中。

圖六：標指及其市帳率



雖然上述的各因素未見對美股短線後市有一致看法，但中、長線指標仍指向長牛，即美股由十年八載前起、全長為時十多廿年的牛市可能只行了一半。按過往長牛經驗，中段縱有週期熊市亦跌幅不大，為時不長，多數是跌兩、三成，為時一年上下或以內。今回美股由 1 月起見頂的跌市，雖然無論時間、幅度（時空）皆未足數，但已行近半，假使未來數月有何大插水之現象，看來是入市機會。固然這指主板，納指等則另計。

羅家聰

環球金融市場部