

## 《商報》專欄

### P/E 模型有得解 港股後市要轉軌？

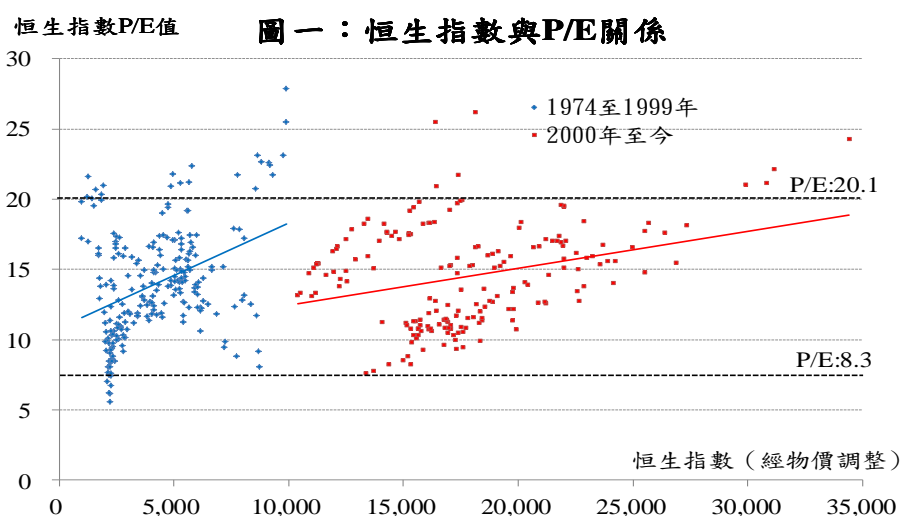
自6月底狂人齊普拉斯引爆希債危機後，環球股市仍然半生不死。三個月前大市暢旺，人人睇3萬2，但希債一來就倒轉睇2萬3。大家不是神，不能預知未來。讀過金融的朋友都會使用歷史數據來預測後市，儘管金融學亦指歷史數據不代表未來。誠然，不回看歷史，大家又怎會汲取教訓？

還記得在4月股市大時代間，不少人講話恒指太高（相對於近期價格）及太貴（相對於基本因素）。金融學上，除了技術分析外，並沒有什麼理論可解釋股價太高或太低。但平與貴，卻有不少模型可將之量化，最簡單就是P/E模型。故此，在學術層面上，高與低及平與貴已有基本分別。

還記得在大時代上，恒指28,500點確是當期高位，但恒指仍只是12至13倍P/E，即恒指偏高而估值仍相對便宜的情況。出現這情況是因為P/E與技術分析不同，後者只計算價格變動，但P/E就同時包含價格與盈利的變動情況。故此，有時股價可以高得來仍便宜，有時可以低得來但很貴，在乎大家用什麼角度分析。

自從經過2007年大牛市後，大家都有個「心魔」：高股價等於高P/E，即P/E應隨著股價強弱而上落。理論上確應如此，但事實又如何？圖一見到，1974年初至今（使用恒指服務公司提供由1973年起的P/E數據），恒指（經物價調整）與P/E關係算是同向，2000年前兩者的相關係數為0.34。隨著時間演變，當恒指愈升愈高時，恒指與P/E的同向關係稍為有點弱化，2000年後至今恒指與其P/E關係約0.30，但大體上仍算是同向。

不過，近年恒指慢慢走近3萬2的同時，P/E仍然只處於10至12倍水平，似乎股價比P/E走得更快。要解答這問題很簡單，因為盈利比股價升得快。其實很多原因會影響這兩關係如外圍大市氣氛或本身經濟環境，而過去幾年當歐洲或美股陸續破頂下而港股仍偏弱，或許內地經濟持續走低就可解釋所有。同時間，7月初經歷過希臘差點脫歐而震散港股下，港股前景再次蒙上陰影。大家又開始懷疑：港股P/E雖仍低，但內地經濟增長下行，資產市場前景亦不明朗，大時代玩完嗎？而且更有說法指：只要P/E未跌至零，還可繼續跌，港股大時代一下子變天。



P/E 未跌到零前還可跌，這說法不是錯，但歷史上有幾多次呢？圖二見到，1974 年代至今，於低 P/E 時期（下方為 8.3，上方 20.1，以包含 90% 數據之區間作標準），往後無論在反彈力或抗跌力上確是勝人一籌。圖中見到 1974 年至今恒指 P/E 只曾有三次是低於下方標準的 8.3 倍，但三段時間都見到，通常跌穿 8.3 倍 P/E 前都已經累積大量跌幅，亦即是跌穿 8.3 倍 P/E 後通常已離恒指低位不遠。除了 1998 年跌穿 8.3 倍後不足一個月便見底外，2008 年於跌穿 8.3 倍 P/E 後雖仍需五個多月尋底，但期內恒指累跌不足一成，而於 1982 年上，跌穿 8.3 倍 P/E 後則需三個多月見底，恒指期內亦再跌三成。

不過有危才有機，在這三段時間見底後，其反彈力實在不容小看。雖然 1982 年見底後的一年恒指只升約一成，但 1998 與 2008 年則平均升逾八成，前者於見底後兩年更升近一倍多。由是觀之，歷史已經說給大家聽，低 P/E 時代的港股大跌空間確實有限，但上升幅度則無限。股市沒有必賺或必輸，只有輸贏機會率。賭上定賭落，悉隨尊便。更何況，現時恒指 P/E 算是偏向歷史的下方，大跌風險確實較低。

---

總括而言，大家常言恒指在2萬8千點很貴。正確來說，應該是很高，不是很貴，因為P/E確實仍低，更何況是現時2萬4千至2萬5千點。沒錯，歐豬可能再次作亂，美國加息對股市的影響亦不能忽視，但依照以往在如斯程度下的P/E確實少見另一次股災，卻反而見到大牛市就在後頭。無人是先知，做預測只能估估下，但歷史已經包含人類智慧。除非大家硬要爭拗 this time is different，否則還是相信歷史吧。

劉振業  
環球金融市場部