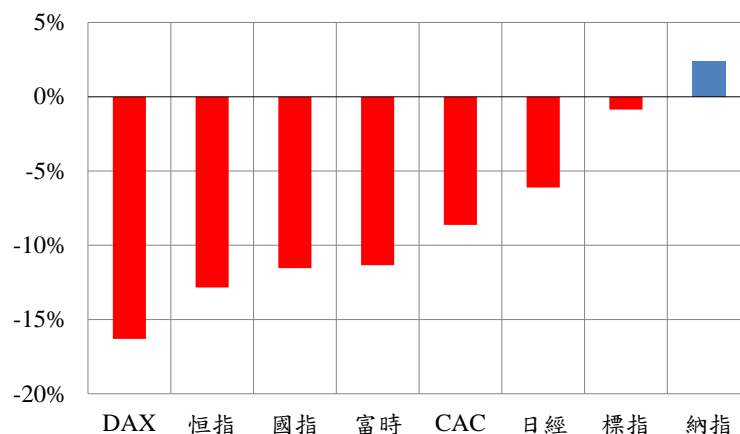


## 《信報》專欄〈圖理滿文〉

### 德股估值縱低殘 盈利疲弱勿博彈

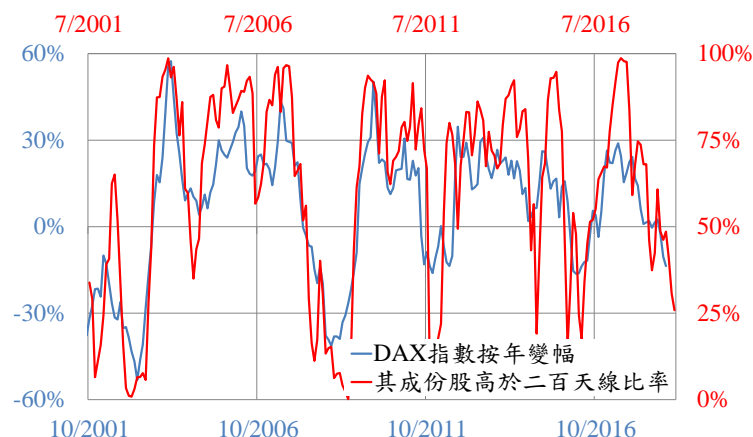
踏入年結，各大傳媒及分析員按慣例均會回顧過去一年各大資產價格的表現，猶如農曆新年的賀歲節目，可以用沉悶來形容。不過，部分投資者仍喜歡透過回顧以揀選過去一年最弱的資產類別，作為來年的投資重心，亦即是行為金融學中的逆向投資策略。誠然眾多學術研究均質疑逆向投資的回報，而筆者覺得與其純粹比較各個資產一年前後的表現，倒不如以更科學的方法重點分析價格低迷的資產會否於來年起死回生。

圖一：各地指數年初至今價格表現



圖一比較各主要指數年初至今的表現，雖然美國科技股是美股下半年走弱的領頭羊，但全年計納指仍然跑贏其他指數，實在有賴於年初時的強勢。至於走勢最弱，竟然是DAX指數，而非受盡中美貿易戰困擾的恒指。

圖二：DAX指數及其市寬指數



那麼DAX指數是否有機會起死回生？從市寬指標來看，DAX指數的弱勢至少會持續至明年第一季。圖二顯示DAX指數的按年變幅，及其成份股高於二百天線的比率，

兩者走勢同向，後者領先前者約三個月。現時市寬指標持續下跌，反映DAX指數後市仍然疲弱。



至於中長線而言，DAX指數是否值得吸納，將取決於估值是否吸引。無疑DAX指數累積一定跌幅後，估值已達到非常吸引的水平。圖三顯示DAX指數的市盈率，現時已接近8至12倍的紀錄低位（圖中紅框）。不過問題是，DAX指數的企業盈利未有回升的跡象。圖四顯示2005年至今DAX指數每股盈利及德國M2貨幣供應的按年變幅，兩者走勢呈相反方向，後者領先前者約八個月，原因有機會是企業已預示盈利將會減少，因此將資金調撥至活期存款工具，以應付未來的不明朗因素。由於近期德國M2增長有回升跡象，顯示企業盈利有轉弱的風險。

**圖四：DAX指數每股盈利及德國M2貨幣供應**



總括而言，DAX指數年初至今的表現落後於其他主要指數，市寬指標亦顯示弱勢有機會持續至明年第一季。至於從估值的角度，雖然市盈率已接近紀錄低位，但貨幣供應顯示企業的盈利增長未見起色，似乎現時趁低吸納只會墮入價值投資的陷阱。若你喜歡逆向投資策略，真的要三思而後行。

梁志麟  
環球金融市場部