

## 《信報》專欄〈圖理滿文〉

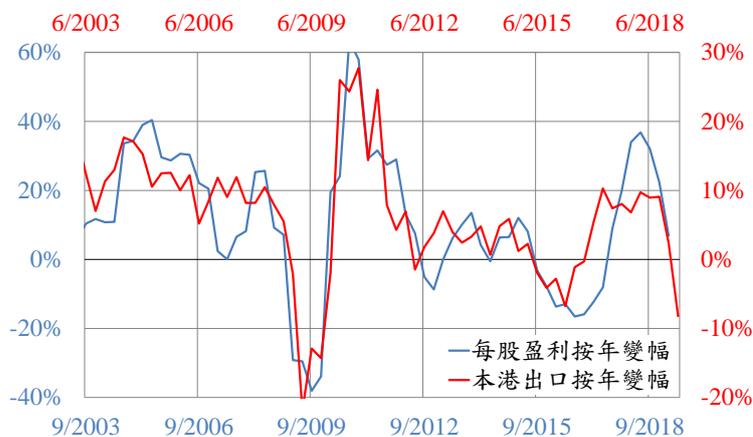
### 港股盈利料放慢 大上大落皆見難

恒指由去年底低位 24,900 點升至目前 30,000 點水平，而期間未曾出現逾 4% 回調。踏入第二季，各界紛紛再對後市作出預測。市場對後市意見分歧實屬閒事，但以錯誤的理由支持自己看法，卻有誤導散戶之嫌。



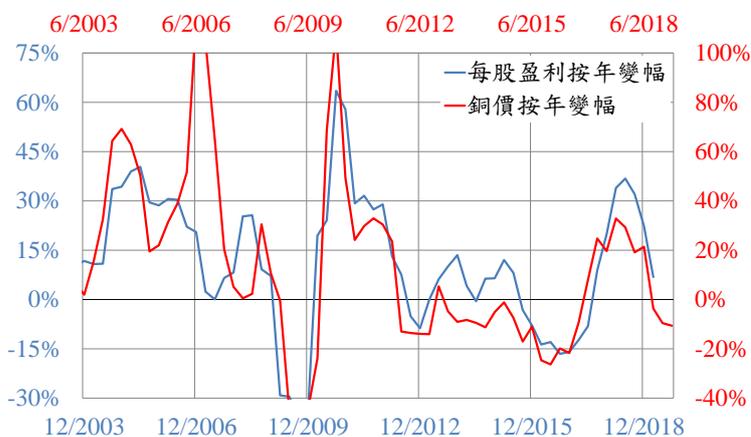
近日不少人看好恒指前景，理由是市盈率仍然偏低，估值吸引。圖一顯示亞洲金融風暴後的恒指市盈率，雖然現時略低於歷史 13.4 倍的平均值，但要留意在 2011 至 2016 年期間，恒指的市盈率一直處於 9 至 12 倍上落，以現時 11 倍市盈率，估值難以用吸引來形容。另一個理由，是有指恒指市盈率遠低於標指的 18 倍，建議投資者增持港股。但事實上，兩者市盈率差沒有均值回歸（mean reversion）的跡象，2016 年至 2018 年期間一直於 7 至 10 倍上落，1998 年至 1999 年更超過 14 倍，而恒指市盈率過去亦沒有追逐標指市盈率的走勢，因此單純以市盈率差難以證明恒指估值吸引。

圖二：恒指企業盈利及本港出口



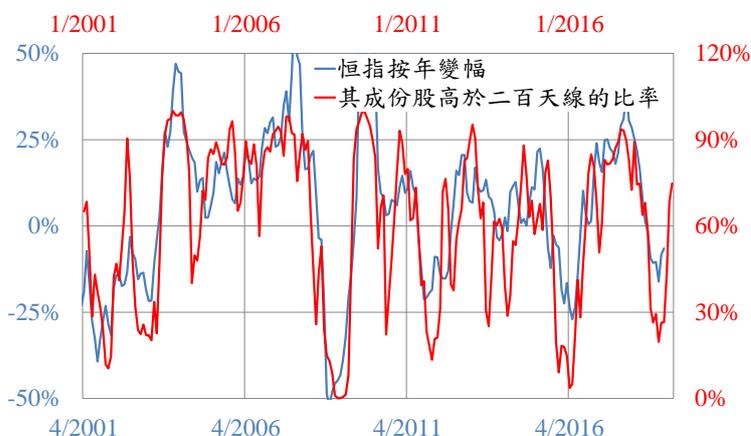
從基本面角度，恒指能否進一步突破，將視乎盈利前景。圖二比較恒指每股盈利及本港出口的按年變幅，兩者走勢同向，後者領先前者約一季，結果顯示恒指的盈利增長放緩，甚至有倒退的風險。

圖三：恒指企業盈利及銅價



另外，銅貴為工業金屬之首，除了被視為宏觀經濟的重要指標外，更可預示港股的盈利前景。圖三顯示恒指每股盈利及銅價的按年變幅，兩者走勢同向，後者領先前者約半年，金融海嘯後的相關係數高達0.9，結果顯示盈利增長未有回升的跡象。

圖四：恒指及其市寬指標



不過，投資者無需過分悲觀，因為從市寬的角度，似乎恒指第二季出現大幅回調的可能性不大。圖四顯示恒指按年變幅及其成份股高於二百天線的比率，後者領先前者約一季。隨著市寬指標明顯回升，估計恒指出現明顯回調的機會不大。

總括而言，現時恒指估值處於合理水平，但本港出口及銅價均顯示盈利增長有放緩的壓力，投資者不宜憧憬恒指出現估值重估，而這將增加指數向上突破的難度。不過，市寬指標由低位回升，反映後市出現急跌的機會不大。這情況下，似乎恒指第二季出現上落市格局的可能性較大。

梁志麟 環球金融市場部