

《信報》專欄〈一名經人〉

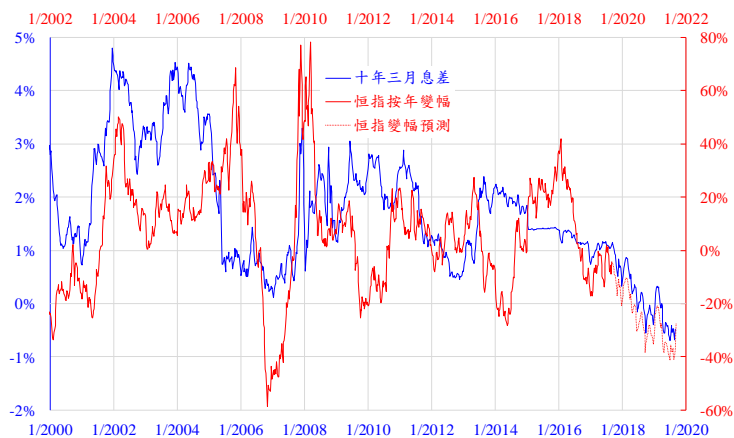
港股摸底有數計 今明兩秋有低位

股市波幅趨升，上落漸見大幅兼且頻密。測市這玩意，說易不易，但話難亦不難。股市上落予人刺激感覺，成人愛炒股猶如小孩愛打機般，為賺錢之餘，其實亦為快感。還有人性貪念，總想賺盡每個升浪、小升浪、小小升浪，是故股場上甚少長線客的。

短線上落較受羊羣因素主導，隨機性高；而長線上，方向總有基本因素在背後的。短炒通常睇位即可，長揸則甚少動作。此乃話難不難。最麻煩是中線，長短因素皆有，但偏偏中線卻最多人玩。此乃說易不易。但，有無方法測中線呢？現先由長線測起。

由長線入手的原因，是要從最基本的因素先定大方向，因為長線是最能被解釋的。股市本已領先絕大多數其他環節，要更領先，除了測經濟的長短息差外也難想到其他。將十年、三個月期的外匯基金票據息差與恒指比較，前者可以領先後者兩年【圖一】。這麼長嗎？領先期愈長，準繩度愈低，不過開宗明義現在是找大方向，不是準確度位，先別於此挑剔。是否準確領先兩年也可斟酌，但觀圖所見影響不大，都是指向下方。

圖一：外匯基金票據十年三月息差與恒指按年變幅



圖二：本港長短息差所預示的恒指水平



將過去兩年的長短息差走勢推測未來兩年的恒指變幅（圖一虛線），再還原水平，就得未來兩年的恒指推測【圖二】。嘩，跌到 16,000 點好得人驚……且慢，再講一次，只看大方向就夠了。大方向是：今年底前有低位，稍抽後明年急插水，年底又有低位，如是者再重複，稍抽後後年再跌，但跌不得多。且以經驗判斷這是否合理。有史以來，熊市都在兩年前後：典型的兩年內，溫和的偏近一年，較差的、有樓價陪跌則近三年。現在樓價也有同跌跡象，明年後期低位比今年後期低位低不出奇，但後年續跌則難。

果如圖二般計，最終跌到 16,000 點，是否很不合理？且以這條恒指預測軌跡來看。假設盈利不變，以最近（8 月）市盈率計，未來兩年的市盈率也不難推算出來【圖三】。如圖所見，最終可跌到 6 倍許才見底，但卻非史無前例，1982 年也試過更低的 5.7 倍。何況近廿年來市盈率的大勢在趨跌，可見這預示的軌跡並非很不合理，亦絕非無可能。還有，這假設了盈利不變，但實際上跌市時盈利也跌，故實際的低位應比 6 倍許高。

圖三：恒指市盈率及其推算水平



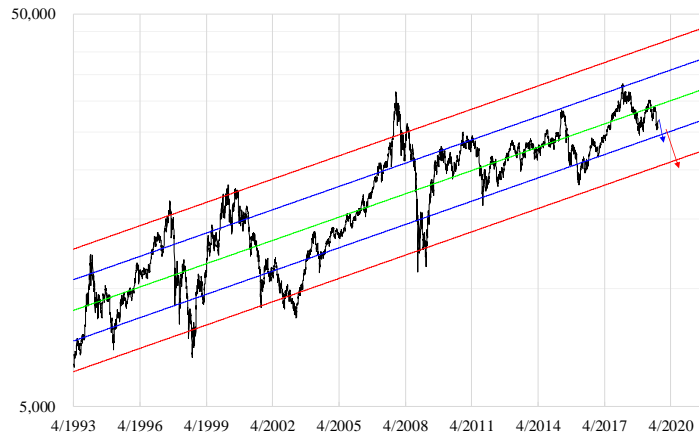
長線表過，中線而言，亦不外乎睇位。當然，若長線是好幾季、中線是好幾個月，那看中線好歹也要好幾年的數據，最好更長。技術而言，有兩條中、長支持線甚明顯，一者在 22,000、23,000 點間有支持，另一則在 16,000、17,000 點間【圖四】。真巧合，第二個位正是（大約）上文計出的低位，但這是很終極的，1998、2008 年也沒跌穿。

圖四：恒指及其中、長期支持線



以對數通道看，則直通道應最遠只能由1993年初開始；再遠則要用二次方通道。直通道較曲的稍高，故得較樂觀預測。觀圖所見，跌穿一個標準差（藍箭）為23,000、24,000點間，跌穿兩個標準差（紅箭）亦僅20,000點或稍低【圖五】。以曲線通道計，則低位較接近上述的16,000點。若由2009年中起畫直通道，則低位約在22,000點。

圖五：恒指長線對數通道



計來計去，今年內甚或11月中前，低位約22,000、23,000點，若熊市就此結束，則頭尾跌三分之一，是輕度熊市。若有樓價陪跌，則明年後期才見底，低位約16,000、17,000點，頭尾跌去約半，是較典型的熊跌幅，比1997和2007年跌三分之二的小。

羅家聰
環球金融市場部