

市盈率 林少陽

《明報》細味·投資 (31-8-2015)

最近市場上掀起一陣恒指目前市盈率貼近歷史低位，究竟仍然會不會爆發股災的討論熱潮。由於近年恒指成份股加入大量行政效率較私人企業低落的大型國企，拖低了指數的盈利質素，因此指數的估值高低位，或須稍為向下重新調整。

然而，對於有說港股在扣除 H 股盈利及所有成份股的特殊收益之後，今年 4 月高位時恒指估值已達 20 倍，而即使跌至近期低位市盈率仍然高達 17 倍，因此奉勸投資者不要入市，我卻不敢苟同。

首先，恒指自 1964 年以 100 點基數開始，期內指數成份股每隔幾年就變一次，至今仍然保留在指數的原始成份股，就只得屈指可數的中電、煤氣、匯豐、九倉及太古，即將將已合併及變身的長和（長實+和記+黃埔船塢）及電能（已分拆港燈）在內，當年的 33 隻成份股至今只得 7 隻有得留低，變成指數的少數族裔，而期間本港經濟亦已經歷過無數次起伏與變革。

假如應用林本利教授的同一邏輯，原則上任何時期，由於恒指成份股均與之前不同，因此每個時期的市盈率高低，均不能直接與其歷史估值比較。假如要作「有意義」的比較的話，恐怕非得作一些主觀的個人判斷，例如將自己看不過眼的股份（如所有國企股份）從指數中剔除，但是這在邏輯上似乎講不通。

眾所周知，現時投資者對國企股的盈利質素欠缺信心，這批股份成為拖低指數估值的主要原因。然而，即使是三歲細佬哥亦懂得一個簡單的邏輯，將十件不同價錢的貨物，扣留價格最相宜的那五件，得出的結論，一定是餘下的五件貨物價格偏貴！這若不是一段講了等於沒講的套套邏輯 (tautology) 還會是甚麼？

古希臘哲學家赫拉克利特曾說過：「人不能踏進同一條河流兩次。」今天的恒指，當然跟半個世紀前的恒指已面目全非。今日的會計制度，亦跟 51 年前存在重大的差異。然而，即使赫拉克利亦必須承認，雖然他不能踏入同一條河兩次，但是他面前的那一條河，只要河道還有水在流動的話，那依然是一條河。

我想講的是，恒指成份股雖然不同了，成份股的收入來源亦改變了，但是錢是不會認人的，無論企業的收入是人民幣，港幣還是美元，經過匯率折算，他們的價值不應存在差異。因此，分析者不應對 H 股心存偏見，在分析指數的估值高低時將其隱形。

不過，正如本文開宗明義所指，我認同國企股等同社企，其一舉一動未必以股東利益作為唯一依歸。因此，國企指數的歷史估值低位，在 2002-03 年間，只有 5-6 倍，而當時恒指低位估值，則是 11-12 倍之間。

市盈率高低，除了受市場氣氛影響外，亦受當前的無風險利率主導。因此，1998 年「任一招」以夾高拆息迎擊華爾街大鱷，恒指數低位是 8 倍左右，而 2002-03 年全球低息，指數低位卻於 11-12 倍止步。若將中資股份混合原來港股估值，計及現時超低利率以及環球不似有很大加息潛力等判斷，恒指估值低位或於 8 倍之間，亦即如果真有大型宏觀經濟事件在蘊釀中，則恒指最壞可能會在 18,000 點左右見底。然而，與近期高位 29,000 點比較，現時指數是偏高還是偏低？