

我為什麼看淡大市

筆者向來不是技術分析派或圖表大師，但肩負責方金融公司的研究和分析工作，也希望客戶的投資表現優於所訂的基準。看淡實在是出於基本分析。



(圖片來源：吳天國際證券研究部，經濟通)

看了整個月藍籌股中期業績，除了吉利(0175)外實在沒有一間令筆者覺得滿意：要不利潤倒退，要不利潤增速不乎市場給予的市盈率。八月中股市由「最貴藍籌」騰訊(0700)領跌跌至 26800 點水平，雖然跌速稍急，但毫不驚訝。

經過了個多星期的技術性反彈，期間持續只有低於千億成交，期指在上星期二和星期四(8月28日和30日)的 28500 點高位回落，昨天(9月4日)更出現長和(0001)、長實(1113)以及中聯通(0762)托大市升二百多點的假象，而且成交仍然 700 多億。筆者先後三次向客戶重申：反彈正式完結，後市維持看淡。原因如下：

1. 成也騰訊、敗也騰訊

高增長的股王騰訊業績慘不忍睹，過去一年以來多次用投資收入潤飾報表，似

乎令大家忘記了遊戲業務生命周期短暫、估值下跌的事實。新遊戲被不明原因停止推出市場，只是令騰訊下跌的最後一根羽毛。

上星期鬧得全國風雨的溫洲滴滴姦殺案，如果影響滴滴上市估值，甚至無法上市，騰訊作為其中大股東，加上遊戲業務面臨政治、監管和文化偏好風險，恐怕去年的升幅要全數還給市場。

如果騰訊回調到 2017 年 1 月的 \$180 起步點，大家可以自行計算恆指被拖累的點數。如果騰訊的遊戲可以順利推出，帶來新的收入和利潤，也許在 \$270 附近就有支持。

2. 政府令人不解的政策

最近中央出了社保轉稅、私募稅、租金和股息稅等政策「大招」。

國家領導人近年一直努力引導中國經濟軟著陸，同時又要為經濟的長遠可持續增長擔憂。其中一個面對的問題就是國庫空虛，直接就想到了從企業和市民的手中多拿一點，發揚中國式社會主義互助精神。

莫說內需的急跌反映了在吉利(0175)和家電龍頭腰斬的股價上，內地的人均可支配收入相對生活負擔實在是捉襟見肘。加上中美貿易戰關稅和人民幣下跌帶來的輸入性通脹，多少國內同胞都舉白旗叫喊，自薦割地予美國以平息貿易戰干戈。房價在高位不跌、出生率下降、資金多年持續外流、消費下降、中小企業營運和融資困難，一切都在掏空經濟體的活力。

政府在實體經濟不穩和產業生產效率低下的時候，竟然出了加稅的政策，筆者除了不解，就只能推測領導人特意引導硬著陸。根據這個基本面來部署，唯一可以堅持的就是看淡。

3. 沒有泡沫爆破和股災的熊市

最後來到最多人誤解的本輪熊市特徵。多年來各方專家都研究過股災的先兆，例如高槓桿、高估值、垃圾新股上市、全民瘋狂投機。筆者也拜讀過行為經濟學的著作，對以上現象背後的微觀行為略有了解。

誠言，2016 年中至今的牛市沒有過度的瘋狂投機和過度槓桿現象，邏輯我們上

只能的結論是：在股市下跌時，未必有因為去槓桿引起的暴跌。

而下跌會否出現，則是另一個邏輯。筆者深信，股市指數或者指數成份股的股價，仍然應該反映企業的實際營運狀況，包括投資者的情緒和預期。在經濟數據和企業營運業績同時轉差的情況下，熊市仍然會到來。加上 2018 年上半年的股市，筆者就認為充斥著大量一線企業和新上市企業，股價和估值高於公司基本面和財務表現。這個情況足以引起價值投資者的戒心。

形象化地說，這次股市像個氣球，沒有被吹大以至爆破，但氣球破了個洞，自然會漏氣。如果有投資者期待著股災式急跌，去確認大市轉向進入熊市，也許一切都太遲。每個現象背後有其運行邏輯，歷史不一定會重覆。應該跌的總要跌，投資者唯有堅持買入被低估的企業，做些對沖保護投資組合，保持理性。

筆者為證監會持牌人士，發表的任何資料或意見，概不構成購買、出售或銷售任何投資，參與任何其他交易或提供任何投資建議或服務的招攬、要約或建議。本專欄所載的資料並不構成投資意見或建議，擬備時並無考慮可能取得本專欄的任何特定人士的個別目標、財務狀況或需要。本人並無持有以上論述的投資產品。本專欄並不存有招攬任何證券或期貨買賣的企圖。

文章來源：昊天國際證券研究部