（一）

兩年前恒指仍有30000點，現在跌了一半，搞甚麼鬼？

完稿時是2023年12月中，港股連跌四年已成定局。2022年環球股市下挫，港股還可以說是「受累外圍」。但2023年環球其他股市表現相當不錯，美股升了兩成，歐洲日本股市表現也好，台股指數點數也超越恒指。港股如何不濟，也不是新聞，網上的各種「抽水」大家都看得多（不過多看無益）。

下年港股表現又怎樣？會再尋底還是翻生？不知道。硬要筆者估計的話，筆者相信港股有一定機會反彈　—　可是2023年頭筆者也如此想，可見筆者的預測能力不高。又或者，未來根本是不可測。

事實上，莫講話將來，很多人連當下或過去發生甚麼事情，也完全不知道。固然過去表現並不代表將來，歷史也不一定簡單重覆。可是了解過去，肯定有助我們在未來的風浪中應對得更好。

本篇主要談「現在」和「過去」，說穿了就是港股「驗屍報告」，死因研究。港股如何能起死回生，筆者沒有良方。不過若能正確了解港股低迷的原因，當權者可能可以到良方。而普通讀者，了解港股的「死因」後，將來也可能及時察覺到港股「翻生」的徵兆（如有）。即使讀者早已決定不再沾手港股，也無不可。了解港股死因，也有助了解股市如何運作，對投資其他市場也有幫助。

筆者全文會集中於一個簡單的現象：2018年，港股見過3萬點。2021年，港股也見過3萬點。現在，卻是跌剩一半。短短幾年間，發生了甚麼事？港股不濟的原因是甚麼？是否合理？可見將來能否改善？

（二）

有關港股死因，網上的「黃綠醫生」七嘴八舌，讀者身邊總有一個專家。

由甚麼九運十運，到水星逆行都有人講。早幾年有人甚至劍指前特首林鄭月娥的防疫政策失敗，拖累港股。

可以肯定的是，討論港股弱勢，任何只提到「香港」的解釋，大可以一笑置之。恒指成份股中，絶大多數是中資股。即使是香港或外國公司，也有大量內地業務。即使是內地生意不多，專注本土的公司也好，香港經濟頗受到內地影響，也是不用爭議的事實。

所以若說「香港經濟差，所以港股不濟」，是相當片面甚至膚淺的講法。更何況，香港經濟很差嗎？筆者不知道。甚麼是經濟？若看GDP之類，香港的增長或不及八九十年代，也可能遜於鄰近地區，但肯定不是負增長。那為何恒指卻跌了一半？

有云GDP之類，是離地學者的玩意，和普通市民感受到的「經濟」未必一樣。這說法也有道理。那一般市民，談經濟，最關心是甚麼？不外乎是有無工開，工作易不易找，加薪幅度如何。還有就是物價水平，會不會人工加幅追不上通脹。說穿了，就是「失業」和「通脹」。

即使在疫情下，香港也沒有出現太大幅的失業潮。疫情後更加是「工搶人」，僱員惡過僱主，正是「有呼吸都請」。各行業的加薪水平，也相當不錯。此外，香港通脹也維持在相當低的水平。媒體都報導港人紛紛外遊，「本地經濟不景」—可是想深一層，經濟不景，又何來有錢外遊？

相當明顯地，本地經濟並非不景。即使再不景，也不可能是恒指高位跌一半的主因。

不過，內地的情況就不一樣。內地大學生的就業問題，眾人皆知，絶對沒有出現香港的「工搶人」情況。

不過，看看內地的經濟數據，GDP卻似乎仍有一定增長。不錯，大家會認為內地的數據有水份，可是即使打一個大折扣，即使是最悲觀的看法，也不會認為內地經濟已經大幅收縮。那為何恒指跌了一半？

所以呢？股市的問題，肯定比經濟複雜。事實上，很多人以為「股市就反映經齊」，這是人云亦云，大錯特錯。詳情不在本文討論，但可以肯定的是，過去N年內地經濟增長勝過美國，任何有常識的人都不會否認。可是，美股卻跑贏A股港股幾條街。

當中似乎有其他原因。

（三）

最簡單的問題，往往最重要。股市為何會升？此一簡單問題，都有不少誤解。有人說「供求定律」，有人買就升。這聽上去很聰明，實情是廢話，沒有內容。那為何有需求？為何有人買？

筆者告訴你：股市短期看情緒，但長遠是由企業盈利帶動，古今中外也如此。也就是投資名句說的：股市短期是voting machine，長期是weighing machine

請讀者務必緊記此一簡單的公式：市值＝盈利Ｘ市盈率，同一公式也適用於指數以及個股。股價＝每股盈利Ｘ市盈率。指數點數＝指數每股盈利Ｘ市盈率。畢竟「指數」就是一籃子的股票。

細看之下，市值是「結果」。盈利則是客觀可以看到的數字，至於市盈率，也就是「估值」，是虛無渺的東西，主觀成份很重。今天投資者願意給30倍市盈率，可能下年就只願意付5倍。

既然市值＝盈利Ｘ市盈率。那若果盈利和市盈率皆升，股市自然上升。兩者皆跌，股市就下跌。一升一跌呢？就看看各自升幅和跌幅了。

兩個因素中，盈利很容易理解，當然和經濟周期有關，也和企業創新有關，而通脹也是一個因素。特別留意：在指數的情況，因為指數一般是汰弱留強，只選最大最強的公司，所以指數的每股盈利，一般是長期向上。

至於市盈率，又或者是「估值」，則受很多奇怪的因素影響。市盈率不像市值和盈利，並非大家可以直接看到的數字，而是由「市值」和「盈利」去計算出來。例如某公司市值100億，盈利10億，市盈率就是10倍。

市盈率受甚麼影響？受很多因素。首先是投資者的情緒，樂觀還是悲觀。還有當然是息口高低，若買美債都有10厘息，股市市盈率很可能會受壓。當然還有是投資者對未來的憧憬。預期高增長時，市盈率可以很高。

那甚麼市盈率才是「合理」？不知道。股市就是恐懼與貪婪，貴時幾百倍市盈率都有人搶，便宜時幾倍都無人買。不過就指數而言，長遠來說，市盈率是一個「鐘擺」的遊戲。看美股的市盈率，固然都會大升大落，但總不會升到過100倍，也不會跌到5倍。

盈利和市盈率兩者互動的結果，就是股價。有趣地，盈利上升時，投資者樂觀，市盈率往住也升，相反的情況也一樣。某公司今年盈利2億，市盈率10倍，市值20億。下年盈利4億，投資者亢奮，願給40倍市盈率，市值變了160億。然後再下一年出事，盈利只剩1億，投資者如夢初醒，只願付5倍市盈率，市值變成5億。

看到了沒有？公司市值由20億升到160億再跌到得5億。股市就是這麼回事，大上大落。

值得一提的是，企業盈利一般長期向上，埋論上可以無限上升。但市盈率卻只是鐘擺，不可能不停升。所以長遠來說，雖然股價會上上落落，但最後還是由盈利帶動。賺大錢的公司，股價有時會受壓，但一般可以翻生。全球最大市值的幾家公司，就是最賺錢的公司，並非偶然。

理論說了一堆。好了，那港股由30000點跌剩一半，是因為盈利下跌？還是估值下跌？答案是：兩者皆有。就是「雙殺」，禍不單行，釀成如此悲劇。

（四）

恒指2018年見過30000點，2021年也見過30000點。為何現在只剩下一半？是盈利問題，還是估值問題？答案是兩者皆有。

先說企業盈利。筆者在第二節提到，過去幾年，內地經濟依然維持適度增長—縱是低增長，也是有增長。

可是企業盈利，就不是這回事了！這就是重點。

|  |  |
| --- | --- |
| 年份 | 每股盈利 |
| 2018 | 2,405.05 |
| 2019 | 2,416.71 |
| 2020 | 2,156.41 |
| 2021 | 2,076.08 |
| 2022 | 1,864.50 |
| 2023（預測） | 1,965.44 |
| 2024（預測） | 2,145.55 |

表中是筆者在彭博資訊取得的「恒指每股盈利」。當中的計算極複雜，歷史數據或非完全準確，加上恒指成份股經常有變動，而比重更是每天都在變。不過，這數字縱非完美，還是極有參考價值，可以看到港股不濟的端倪。

請看看，在2018年時，恒指的每股盈利，達到2400。2022呢？則只有不足1900。2023年有望反彈，但也不到2000。也就是說，現在的恒指盈利，較2018年高位跌了近兩成！所以，恒指不及2018年水平，不是很合理嗎？

相反，其他市場的公司，不少的盈利已經破頂。例如美股的Facebook和Nvidia，盈利都創了新高。這樣看來，美股的強勢，也是有原因的。也證明了筆者在第三節提到的：股市還是由企業盈利去帶動。

我們看詳細一點，恒指盈利在2018年創出新高後，2019年已無甚動力，到2020年疫情下大跌—但疫後卻未能反彈，甚至再次下跌。

不是說經濟仍有增長嗎？這就是最有「中國特色」的地方了。雖然經濟似乎還有增長，但企業盈利，卻是要下跌。原因有很多，但筆者還是要冒險指出：這和國家主席習近平近年的作風有關。國進民退，打擊平台經濟，這些大家都清楚。在如此情況下，不少企業的盈利，就大受打擊。特別是之前獲得市場青睞，在股市佔比甚重，也具備創新能力的一眾科技股。看看中美科技股的盈利表現，就大約知道為何股市表現差天共地。

不過，上文提到，恒指的每股盈利較高位跌了20%—可是恒指卻跌了一半。明顯地，在「市值＝盈利X市盈率」的公式中，除了盈利下降，市盈率也是大跌。就是這種「雙殺」，釀成恒指的大跌。

那為何恒指估值會大跌？不知道，股市不會告訴你，但潛在的原因有很多。

首先是估值往往和盈利走勢同升同跌，盈利下跌時，往往估值就同時收縮，第三節提過的例子就示範這點。

另外，當然美國聯儲局去年的「暴力加息」也是原因。以前的低息環境，投資者是「焗賭」，願意付出相對高的估值去買股票。但當「買美債都有5厘息」，估值當然會收縮

當然了，還有是政治因素。本來機構投資者一般利字當頭，有增長的地方就願意投資。十多年前中國的民主或人權狀況，不見得怎樣好，但外資依然願意參與。可是，現在中資企業盈利增長卻乏力。再加上美國及其盟友，種種或明或暗的打壓，力度也是前所未見。例如是制裁部份企業，也不容許部份投資者買入中資股，而不少指數也剔除了中資股。還有，習近平治下，對企業不太友善，主張「共同富裕」，不少行業一聲令下就被整改，這肯定也嚇怕了投資者。以上種種，都令到外資大舉沽出中國的股票。而即使少數對中國有信心的投資者，也很可能怕惹禍上身，怕被扣上「通敵」的帽子，買中資股大賺也會被人批評，何況近年是輸多贏少。既然如泚，多一事倒不如少一事，還是對中資股敬而迼之。

最後補一筆：留意恒指的企業盈利，在2018已差不多見頂，2019年已是增長乏力。2018年發生了甚麼事？正是特朗普展開對中國的貿易戰。這無可避免地部份影響了中資公司的盈利，但更重要是標誌著中美正式交惡，這當然也會令不少外資不敢買入中國股票。

總而言之，中國經濟雖然表面上保持增長，但企業業利卻下跌。再加上種種原因，影響了股市估值。在「盈利」「估值」雙殺下，恒指就大跌了50%。跌幅可能是過度，但肯定並非完全不合理。畢竟，股市還是靠企業盈利去推動。

（五）

最後一節，看看展望。上述提到恒指的眾多「死因」，有那些可望改善？有甚麼是不治之症？

相當肯定的是，美國很可能已經接近完成加息周期，美債的債息也由高位回落不少。這理應該有利環球股市，事實上我們也看到環球股市今年反彈　—唯獨是中港股市不濟（當然也可以說：若果美國仍在加息，恒指可能跌得更多）

至於中美關係方面，筆者並非專家。不過2024年是美國總統選舉，特朗普回朝的機會不低。這是否一定不利中資股？也不一定。不過筆者傾向相信，中美交惡已是結構性問題，不能回到2018年前的好日子。美國不太可能停止針對中國，或撤銷對中國的種種制裁。此因素短期好轉無望。

但，《少林足球》話齋，「命運還是掌握在自己手」。恒指不濟，美國因素可能佔了六七成。但中資股盈利不濟，卻似乎不能完全算到美國的頭上。

正如筆者在第四節所言，習近平對企業（特別是科技公司）的種種打壓，肯定是令到企業盈利不濟的主因。當然，習主席自有他的盤算，並非吾等蟻民可以猜度。不過，若企業不能賺錢，則A股港股也很難有大反彈。

畢竟，股市長遠還是由企業盈利推動。