

租車 App 天價估值 反映股市瘋狂

國際
視野



潘迪藍
GaveKal
Dragonomics
資深經濟師

對於金融市場和世界經濟來說，過去兩周顯然十分關鍵。美國上周五公布的非農業職位數據證實，自從2008年以來流失的職位已經完全恢復了。歐洲央行則克服了德國央行的反對，效法美國聯儲局、日本央行和英倫銀行等等，以經濟增長為優先，不惜一切也要催谷起名義GDP和通脹。

考慮到所有這些利好消息，「5月離場」(Sell in May and go away)今年變成了「5月入市」(Buy in May)，也就不足為奇了。標準普爾500指數一再創出新紀錄，收市時只是略低於1950點。

然而，最重要的金融事件，可能既不是美國的非農業職位數據，也不是歐洲央行的負利率政策，或者普京與烏克蘭的和解，而是Uber的市值。這間推出租車手機App的公司，很多人在幾個月前還沒有聽說過。據報道，Uber在第二輪融資中，獲投資者將其市值計算為170億美元，大約相當於其傳聞每年營業額的60倍。若以市盈率計算，其市值就更加驚人了（假設它已經有盈利的話）！

經濟前景貨幣政策趨明朗

要了解Uber估值的意義，需要回顧一下我們以往對資產定價時所作的觀察。資產價格的上升和下跌，是取決於3個不同的因素。最明顯的決定性因素，是名義經濟增長率（適用於股票指數、債券以及其他宏觀金融產品），或者公司的現金流（適用於個別股票或信貸產品）。第二個幾乎同樣多人關注的因素，是流動性和貨幣政策。第三個決定性因素，往往被經濟學家忽略，但其實同樣重要。那就是，投資者對於任何特定的現金流的估值。

由於資產價格可升可跌，並且會受預期不到的事件影響，所以牛市或熊市的主要驅動力，通常就是上述3個決定性因素當中變數最大者。在2008年金融危機剛剛發生之後，變數最大的決定性因素是經濟活動。經過近幾年的經濟逐漸復蘇，市場的注意力就轉移至貨幣政策，尤其是在歐元危機和美國逐步退市時。但是，當所有主要經濟體的經濟前景和

標普500指數近年走勢似87年股災前



貨幣政策都變得清晰和可以預期時（特別是在月初美國公布經濟數據和歐洲央行宣布負利率政策之後），投資者肯定會將焦點放在影響資產價格的第三個決定性因素，即是估值。

這又回到了Uber和其他流動互聯網泡沫的寵兒。2個月前，投資者似乎開創了一個由價值驅動的牛市新階段。他們拋售了那些不太受經濟周期影響的昂貴增長股，轉為購入那些在經濟和貨幣政策不確定時容易被忽略的便宜股票。這種由看重增長變成看重股價的取向，曾經令到股市在今年較早時候疲弱不振。因為持有高價股票者獲利離場的速度，要快過低價股上升的速度。

不過，這個換馬行動現在看來可能已經結束，投資者再次愛上予人憧憬和幻想、可能創出奇蹟的股票。若果這是真的，那麼牛市可能正在進入一個更加刺激和更加危險的新階段。

標普走勢似87年股災前

由於投機驅動估值不斷上升，股市將來難免會出現20%或以上的大幅調整。但原因並不是看淡者普遍預測的增長太弱，而只是市場也認同部分股票的估值已變得過度。或許，長期利率溫和上升已經表明了這一點。

在這方面，今天的情況令人聯想起1987年的股災。當時和現在一樣，股票價格幾乎沒有中斷地連續上漲了5年。當時沒有人認為這種結構性牛市可以持續。經過一段時間對經濟極度悲觀之後，人們



出租車手機App的公司Uber獲170億美元的估值，相當於其傳聞每年營業額的60倍，由此可見投資者似乎開創了一個由價值驅動的牛市新階段。（彭博社）

對世界經濟的穩定回復了較大信心。在經濟轉強時，股票由略高於平均水平，上升到非常昂貴的水平（標普500指數成分股的平均市盈率達到22倍的高峰），而債券孳息率只是由8.5厘攀升至10厘。

上述種種和1987年似曾相識的現象，是否意味着投資者現在必須立即拋售股票、退出股市？這又不盡然。因為標普500指數成分股的平均市盈率現時還只是19倍，要觸發估值驅動的熊市，市盈率必須上升至遠高於目前的水平。在不出現經濟衰退或者企業盈利突然受壓的情形下，只有股票價格繼續保持上漲，甚或出現急劇加速的勢頭，牛市才會轉變成熊市。

股災爆發前 將有大升浪

這些就是發生在1987年10月股災之前9個月的事情。當然，歷史從來不會百分百重複，但如果將現時的股市和1987年作比較，那麼在股災爆發之前那9至12個月的股票大幅（和危險地）跑贏大市，可能才剛剛開始。在這種情況下，最佳策略是繼續投資，直至股票變得異常昂貴才拋售；但另一方面，又做一些風險對沖，尤其是當這些對沖工具極其便宜時。

如果你無法在最高峰時將股票脫手（幾乎肯定不能夠），也不用擔心。在一個由高估值而不是由經濟衰退造成的熊市之後，股市將會迅速恢復，而且最終會上升到更高的水平。至少，這是1987年學到的教訓。