

均值回歸 恒指最樂觀見 26350

周全浩

作者為《信報》「走勢縱橫」專欄作者張公道，香港能源經濟學會會長、浸會大學退休教授。

刊於 2017 年 5 月號，信報月刊

今年恒指的低點有可能跌至 18800 至 19800 點，高點則有機會上 24700 至 25300 點。倘若市況樂觀，有望見 26100 至 26350 點。2017 年首季剛過，現在回看，恒指自 1 月起都企於 22000 點之上，高點暫為 3 月 21 日的 24656 點，與筆者所預期的高點水平底部（24700 點）非常接近。

自上世紀七十年代末期，筆者開始研究本港股市的走勢，拿着自 1970 年起的恒生指數作種種分析，獨創一套測市系統，並寫成文章，以張公道的筆名於《信報財經月刊》發表。後經《信報》創辦人林山木（行止）先生邀約，以同一筆名於《信報》撰寫「走勢縱橫」的專欄（下稱「敝欄」），迄今三十餘年。該欄每一年初例對當年港股作一個展望，文章刊於 1 月的若干個周六欄內，討論恒生指數的高、低點水平及大市走勢。

過去測市成績如何，個人一直無作具體統計。九十年代初，曾淵滄教授曾撰文（1991 年 3 月，《信報財經月刊》，題為「香港股評準確性統計」），評估全港報章專欄的測市水準，當時敝欄名列前茅，測市成績尚算合格。適逢個人退休在即，也想回顧一下過往的測市成績。前時曾教授是以各個專欄的每天測市狀況作統計，本文將看看每年年初敝欄所預測的恒指高、低點水平，與當年的實際指數是否接近。

今次的統計將以最近二十年（1996 至 2016 年）的資料作比較，相信有一定的概括性及參考價值。

回顧以前，先談談股市的運行原理，並略析個人的測市系統。關於此題，讀者可參閱個人刊於 2015 年 12 月 5 日，《信報》的走勢縱橫專欄，題為「淺談港股運行的心得」的文章。

股市有「均值回歸」的特性，如價格在上方遠遠拋離長期移動平均線之時，為大旺市或牛市；大跌市或熊市之時則價格大跌，遠遠跌離長期移動平均線。大跌後必升，大升後必跌，升升跌跌，形成在長期移動平均線上下大幅波動。此乃源於股票的收集及派發過程，例如，熊市之時，股價低廉，大戶會施施然張開口袋大量收集股份。待牛市重臨，股價冉冉上升，大戶則暗中滲貨，而且越沽越高，一

段時間後便轉入熊市周期，熊市初起時大戶或大資金可爭相拋出貨尾弄散大市。

正因如此，股價可能反覆大升數年，升至極高的水平，其後若干年，卻又反覆回落，在長期移動平均值上下大幅波動，形成一個個上升大浪及下跌大浪。換言之，若能捕捉下跌大浪的底部和上升大浪的頂部區間，可提供理想的入市點和理想的出貨點。

測市指標：250 天移平線

長期移動平均線是一項較簡單而可行的測市指標，其中以 250 天移平線（即一年線）最為常用。若指數在上方拋離 250 日移平線達 40% 或以上，大市已十分超買，距離愈遠愈超買，投資者可考慮趁高回吐。相反，大跌市時，有機會跌離該線約 20%，甚至 30% 或以上，此時則可考慮吸入，因風險較低，遲些股價上升機會較高，價格上行（獲利）幅度亦較大。

上述「均值回歸」的概念，與統計學上的標準差（standard deviation）理論相似。標準差是用來測量一組數值的離散程度，如圖一顯示，在正態分布下，距離平均值達一個標準差的所佔比率為全部數值的 68%，兩個標準差的比率則為 95%，在模型兩端即大幅偏離平均值者少之又少。如套用至恒生指數上，長期移動平均線正是此一平均值中軸，意味着大幅偏離長期移動平均線的時間應不多，大體上趨於回歸長期移動平均值，具有線性回歸（linear regression）的取向〔圖二〕。

筆者的測市系統亦考慮到升跌周期的運行時間。以港股為例，一個牛市周期可為時三至五年甚或更長，一次熊市則往往於兩年內見底，若長於此期，為超級熊市。例如，恒指上一個上升周期由 2003 年 4 月的低位 8409 點，飆升至 2007 年 10 月 31638 點的高峰，至今仍為歷史高位。2008 年 10 月又跌回 11015 點，然後反覆回升至 2015 年 4 月的 28442 點。

去年 2 月復跌至 18319 點，今年又回升至 24000 點以上的水平。事實證明，港股以波浪形式運行，而且一浪接一浪向上推進（下跌浪的底部一個比一個高），在長期移動平均線上下大幅波動。

應指出，每年都有一個理想的入貨點和一個理想的沽貨點，即每年的高點和低點。每年的高低波幅一般有 25% 或以上，一些較波動的年份，更可達 35% 或以上。那麼，如能在每年的低點吸入並在相對高點出貨，可獲利甚豐厚，可見捕捉一年的高點和低點水平的重要性。此為理想化的買賣行為，有時未必能準確捕捉浪頂或浪底，操作上亦可能出現誤差。

敝欄過往所作的每年展望，成績如何？本文嘗試以列表形式把過去二十年，個人每年所預測的高（低）點水平與當年實際高（低）點作比較〔表一〕，若兩者相

差少於一成應為可接受範圍，算是預測準確，大於此限者則屬預測錯誤，表內標示為紅色。結果顯示，個人測市準確的年份約達八成，成績算是不過不失。

預測準確的年份多為大型上落市，尤其 2008 年金融海嘯爆發後，恒指從 2009 年 5 月至今，九成時間在 18000 至 24000 點間浮沉，跌離或升越此一徘徊區的時間不多，有一定的運行軌跡，因而較易預測。一些測市成績差勁的年份，則為「黑天鵝」年份，因有突發的政經事件發生，使股市狂升或暴跌，大幅偏離常軌。

例如：1997 年爆發亞洲金融風暴，恒指由 8 月的 16673 點急挫至 10 月的 9059 點，為當年的低點。又如 2007 年，中國宣布實施港股直通車，消息受大資金追捧，大市旋即由 3 月的 18664 點，飆升至同年 10 月的 31638 點，創下歷史新高。翌年金融海嘯爆發，恒指又由 2008 年 1 月的 27615 點，大跌至 10 月的 11015 點。此種突變，無人可預知，為人人皆測錯市的年份。

今年年初，眾多股評家皆不看好今年的港股，他們指今年特別多不明朗事件，因而很多人都看恒指的低點將跌落 18000 點，個別人士看高點只能見 23000 點，較看好者認為有機會上 24000 至 24500 點，預期升逾 25000 點的人少之又少。

根據筆者推算所得，今年恒指的低點有可能跌至 18800 至 19800 點，高點則有機會上 24700 至 25300 點。倘若市況樂觀，有望見 26100 至 26350 點。2017 年首季剛過，現在回看，恒指自 1 月起都企於 22000 點之上，高點暫為 3 月 21 日的 24656 點，與筆者所預期的高點水平底部（24700 點）非常接近。最近愈來愈多分析者轉向看好港股，部分人認為後市有可能上試 25000 至 26000 點，與個人年初的展望水平亦很相近。

利好港股的因素包括：北水持續流入，部分資金欲逃避人民幣貶值的風險，加上現時港股估值不算高，許多資金因而流入港股。如參看恒指的月度移平線數據，可看出端倪，現時 36 個月移平線位於 23097 點，其餘的月度移平線（12 個月、24 個月、48 個月、60 個月、72 個月、84 個月、96 個月及 120 個月）皆在 23000 點水平之下〔表二〕，反映現時估值仍處於較低水平，頗有吸引力。

看來今年預測的水準可維持，但應留意，今年恒指低點很可能跌落 18800 至 19800 點的範圍內，而迄今出現的最低點為 1 月的 22000 點，那是否暗示遲些後市會十分反覆，值得細味。