美股估值極高 小心股災重臨

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

美股周三突然急挫近300點，市場上有不同的解說，例如歸咎周三公布的耐用品訂單較市場預期差，以及美元近期強勢，可能影響即將公布的首季企業盈利表現。不過，對一般投資者或價值投資者而言，估值才是股市的溫度儀。美股的估值如何，恐怕會影響投資者的投資部署。

美國財政部金融研究辦公室的研究報告指，對美股作估值的3個指數已達到極高的地步，可能令美股出現震盪。首先，第一個是諾貝爾經濟學獎得主、耶魯大學的知名經濟學教授席勒研究的「標普十年周期調整市盈率」。據他的統計資料，這個市盈率於2月升至27.9倍。若比較過去的歷史，美股只曾經在1929年、1999年及2007年曾經突破27倍。若果投資者了解美股以往的歷史，相信大家知道美股在這三個時間之後，均曾發生股災。筆者無意嚇怕大家，但歷史的市盈率高位，投資者必須留意。

第二是已故耶魯大學教授托賓創立的Q比率。這個比率主要是將公司的市值與可替代資產的成本作比較。美股持續上升，令不少公司的市值得到提升。同時由於可替代的資產成本未見大幅急升，令這個Q比率升至2000年以來的新高紀錄。第三個指標是巴菲特在《財富雜誌》提出，把股票市值與實質國內生產總值相比作出的指標。由於美國的經濟增長幅度，未及股票市值的增長幅度，令這個比率升至2000年以來的最高水平。

資金可以轉投歐亞

耶魯大學的席勒日前表示，打算把個人資金從美股中流出，轉為投向歐洲股市。當中，他較為留意意大利及西班牙的股市。至於知名對沖基金索羅斯基金管理公司，已於去年第四季減持美股，並把大約20億美元轉投亞洲及歐洲企業。

■市場對美股的升跌有不同看法。圖為紐約交易所。 資料圖片

消息指，索羅斯基金管理公司去年的投資回報率約為8%，今年以來的回報為1.5%。

聯儲局或延後加息

其實，環球央行維持寬鬆貨幣政策下，對聯儲局準備收緊貨幣政策構成了一定的壓力。雖然美國就業市場持續改善，但物價下跌及其他經濟環節出現了短期放緩，令聯儲局加息時間出現了不確定性。若歐洲央行的量寬行動，成功拉走部分資金的話，可能令美股出現調整壓力。因此，這可能是聯儲局延後加息的另一個主因。

扶持政策頻出 內房仍難改善

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理
何天仲

兩會之後，國家總理李克強表示，政府對內房的政策已由控制投機轉向刺激需求。事實上，過去幾個月各地方政府已開始密集推出政策支持樓市發展。進入3月，內房銷售量出現緩慢回升，最近一周的周成交量與上年的年均周成交量持平，惟其能否持續仍有待觀察。雖然內房政策已全面調頭，部分地區成交量有所改善，但長遠來看，購房需求仍然疲弱，開發商仍面臨巨大的去庫存壓力，房地產走弱趨勢難以扭轉。

量價齊跌 扶持漸增

據國家統計局公布數據，1月至2月全國商品房銷售面積同比大幅下跌16.3%，銷售額同比下降15.8%，成交量低迷對房價造成巨大壓力。2月，內地70個大中城市新建住宅價格同比下降5.7%，跌幅較1月5.1%進一步擴大，且開始向一線城市蔓延。雖然3月略為好轉，但預料整體上仍是量價齊跌。庫存方面，截至上年年底，已公布業績開發商庫存銷售比上升至2.02，庫存壓力仍然高企。

新屋銷售量價齊跌，進一步打擊開發商的擴張意慾。據統計，今年首兩月全國土地購置面積2,772萬平米，同比下降31.7%，跌幅擴大；累積新開工面積同比下降12.9%，房地產開發企業到位資金僅同比增加1.2%，投資增速大幅放緩。內房投資前景轉淡，市場資金更傾向追逐股票等更高回報的投資標的，欠缺資金推動，內房擴張速度或會持續下滑。

為避免內房「硬着陸」，損害整體經濟，政府開始托市，轉向刺激購房需求。去年眾多省市取消限購令之後，新屋銷售依然疲軟，因此地方政府紛紛開始加大刺激力度。日前，福建省推出《關於穩定住房消費支持剛性住房需求的若干意見》（又稱「閩七條」），提出改善性二套房可當作首套房來考慮，銀行將給予按揭優惠，放水意圖明顯。

內房績差 料續受壓

除此之外，住建部部長亦要求提高公積金使用效率，為購房提供便利。住建部正在研究一系列政策，包括降低首付比

■李克強指，政府對內房的政策已由控制投機轉向刺激需求。 資料圖片

例、下調住房按揭利率等，上海亦在醞釀提高公積金貸款額度。另外，為了幫助房企消化庫存，部分城市開始嘗試回購商品房，作為棚戶區改造的保障房等，扶持力度愈來愈大。

儘管政府不斷推出扶持政策，且力度不斷加大，但內房業績仍真實反映出行業低迷。據部分房企公布的2014年業績報告，普遍呈現銷售及純利增速齊降，負債率明顯增加、庫存銷售比上升、現金回款率惡化等。一般而言，新項目集中在一線城市的內房企業業績相對較好，二三線房企將持續受壓，短期內行業整體下行趨勢難以改變，投資者需保持審慎。

從交通流量看美國復甦

路透市場分析師
John Kemp

熱點透視

隨着經濟復甦及汽油和柴油價格下降鼓勵更多人出行，美國公路交通流量創下紀錄新高。聯邦公路管理局的數據顯示，在截至1月的12個月內，美國汽車和卡車總行駛里程達到了創紀錄的3.05萬億英里，超過了截至2007年11月年度的前紀錄高點3.039萬億英里。

該機構周二稱，1月交通流量較去年同期上升4.9%。交通流量訊息是從全國4,000個路邊監測站收集而來，滯後兩個月公布。

交通流量在2007年11月至2011年11月間下降逾3%；當時燃油價格持續上漲，同時經濟衰退和失業率節節攀升，導致駕車出行出現二戰以來持續時間最久的下滑。

反映綜合經濟及油價

隨着經濟增長，失業率下降，交通流量自2011年末開始逐漸復甦。不過，自2014年3月以來，交通流量增長明顯加速，過去12個月的增長比此前兩年半的增幅還高。

交通流量增長出現的時間比油價下跌早了幾個月，說明那是綜合對經濟復甦和油價的反映。油價到2014年6月末時才開始下跌。

無疑燃料價格下跌及經濟復甦相互補強並促進了交通流量大幅增長。

德克薩斯、加利福尼亞等州稅務當局數據顯示，2014年中起燃料銷量大幅加速增長。道路交通流計數的變化與這些數據相符。

石油輸出國組織（OPEC）一海灣成員國資深代表周二表示，全球石油需求強於預期，應會支撐油價未來兩個月維持於每桶約55美元至60美元，儘管有跡象顯示美國供應過剩狀況加劇。

「全球需求增長無疑比預期強勁很多。12月、1月、尤其是2月均超過了預期。」該代表稱，交通數據似乎證實，需求增幅確實遠高於以往。

■隨着燃油價格下跌，美國公路交通流量創下紀錄新高。 資料圖片

美國聯邦運輸統計局數據顯示，美國汽車及卡車每天消耗約1,100萬桶汽油及柴油，相當於全球每天石油用量的大約八分之一。

美國道路交通流量狀況對全球石油需求構成最大單一影響，目前數據均顯示消費將持續增加。

數據好壞的逆向思維轉變

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

距離美國聯儲局議息結果公布已有一段日子，但值得討論的，其實並不只於新聞報道的即時興趣，更多要看當相關消息出現後，外界有何反應？這些反應是不是跟大家想像中相符？抑或有明顯的落差？這一些細節的解讀，可能比起純粹追逐或憧憬一時三刻，於新聞前後出現的一窩蜂關注可能更重要。

原因是，隨着時間過去，集體亢奮或情緒低落的效果將慢慢淡化，當有足夠時間慢慢沉澱和消化，大體上投資者的看法，往往要比之前的作出一定調節，以重新適應新事物出現後，本身預測與實際所知的出入，以至觀察其他市場參與者的反應。

值得留意的是，過去一段日子，投資者已經習慣，當美國經濟數據強勁，大家便要當心，因為這樣一來，大家均預計加息可能提早，原本玩得高興的資金流遊戲，可能要突然中止；相反，若出來的統計數字不太理想，反而是投資者開心之時，因為外界又把這事件理解為聯儲局不太可能提早加息，甚至必要時押後再押後，今年內不加息。然而，客觀上，近日所發現的，似乎有點奇怪。先說公布消息之前，外界似乎突如其來的，從早前炒作歐洲量寬的狀態中回復過來，改為炒作美元上升，延續去年9月起的美元強勢，聲勢一時無兩，逢關破關，其他資產價格，不論股匯商品均有壓力。有趣的是，在消息公布後，投資者似乎認為加息不再迫在眉睫，又把早前美元的好倉減持，相對來說，其他資產反彈急速。這一狀況延續了一周有多，近期所見，金價或油價，以至歐元的匯價，均有明顯升勢，有別於之前的頹勢。

愈溝通愈不明確

本來，這並非甚麼奇怪的事，既然聯儲局的議息聲明已一如外界預期，刪去「耐心」一詞，已是加息的先兆，但局方硬是不肯說個清楚明白，既強調沒有時間表，又把經濟前景展望下調。如此一來，不同於近年在期望管理中，大家愈溝通，一切底線愈清楚，如今卻是，隨着要見真章的日子愈來愈近，不確定性增加。

數據未盡如人意

關於這一點，投資者亦開始有所感受。君不見近來美國公布數據，頗不盡如人意，按着上述的逆向炒作思維，投資者理應高興都來不及，但美股就是連跌3天。如此一來，大家從客觀的表現上可見，投資者是擔心，是不是聯儲局發現增長動力其實不外如是，即使失業率已大為改善，但不要忘記，通脹仍是遲遲未能谷上去，難道局方已掌握一些證據，知道增長動力放慢，甚或受到外圍市場如歐洲或日本的緩慢復甦，以至中國經濟增速下降的影響？無論是哪一個因素，投資者的反應說明，上述反向動作，似乎在短期內已失效，有關趨勢值得思考。

■市場對美國聯儲局議息結果的解讀出現變化。 資料圖片

現代農業面對四大挑戰

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

新界鄉議局日前就香港「新農業政策」舉辦研討會，邀得多位來自內地、台灣及本港的專家教授以及漁護署官員作專題演講，並有本地有機農場業界現身說法，分析市場機會和挑戰。筆者參與其中，聽到來自不同環境地域的講者從多角度交流意見，獲益良多，本文列出一些筆記與大家分享。

正如台灣學者所說，只要你吃食物，你就跟農業有關。農業生產農作物，與人類的生存息息相關，但農業在近代社會工業化、現代化和城市化的進程中，逐漸被邊緣化。一位內地教授指出，中國13億人口，假如本國所生產的糧食不足，將會是大災難。故此從國家政策上來說，必須保留一些農業大省維持生產足夠數量的糧食，同時保護耕地不被其他用途所取代。

第一，天然氣候變化；第二，產品價值偏低；第三，從事耕作人口不足；第四，城市化取代農地。這幾大挑戰互為因果，農產品需要時間種植才成，其間氣候變化遇上惡劣天氣，可導致失收甚至損失慘重，農民收入無保障。農產品產值低而勞動量大，相對於現代城市生活舒適，白領工作及服務業的工資相對較高及穩定，工作環境亦比日曬雨淋的耕作理想，農村長大的年輕人都跑到城市去找機會，於是種地的人愈來愈少，平均年齡亦愈來愈年長。人望高處，很難怪年輕人離鄉別井追求理想，追求更佳出路。

港條件特殊難發展

香港的條件比較特殊，現時以工商金融旅遊物流等為經濟支柱，全境只得1,100平方公里土地。傳統農田在新界，但大型的平原不多，過去幾十年的發展，部分農田被徵用作新市鎮發展，其餘較偏遠山區亦可能受水塘集水區影響，河流水道被截斷。最重要的一環還是從事耕作農業收入比不上城市工商服務等行業工作，鄉民年輕一代多不願從事農業，幾十年來很多人遠涉重洋，到外國從事餐館等工作，留守香港的老弱根本無力繼續農耕，加上部分鄉村位處偏遠，缺乏水電供應，甚至無車路到達，老弱傷病時，連救護車

■現代農業面對着各種挑戰。 資料圖片

亦不能到達，日久這些村落漸漸廢置。最近有學者建議，設立「荒地稅」，向荒廢的農地徵收罰款，這是不了解箇中環境，或有欺負農民之嫌。

台經驗豐富可借鏡

近年本港興起有機農場，一位經營者指出，現時港人對本地有機農產品有一定需求，市場售價比一般非有機農產品高，但最大挑戰是打響品牌、市場推廣、超市上架費等成本高，欠缺人手和人工成本高亦是頭痛問題。另外，亦有業者介紹水耕法，室內工業技術種植等。台灣在農業政策方面的經驗很值得借鏡，把農業融入日常生活中，包括學校、消閒、紀念飾品、鄉郊名勝旅遊概念附設民宿等，由政府推動，兼有配套設施及經費支援。看來只要有較多高級農業產品及創意服務出現，或許能夠吸納較多投資者及年輕人投身新農業經濟的行列。

總的來說，與會者均支持政府發展70公頃至80公頃農業園，有本地鄉民要求政府同時兼顧原來老舊村落的可持續生態，逐步提供道路、水電及下水道等基建設施，令更多願意從事耕作的人有復耕的機會。至於有人提出香港蔬菜自給率提升至三成，問題在於如何找到足夠工人，要找到有工人肯種菜，就要付出市價工資，要付出市價工資就要農產品賣得足夠高價，但高價產品是否能戰勝鄰近地區較便宜的農產品？看來這些問題，還是需要深思熟慮其是否可行。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。