

# 內外壓力上升 港股反覆下行

中銀香港高級經濟研究員

蘇傑

作為小型自由經濟體，香港市場歷來對全球經濟表現及金融市場波動的反應相當敏感。步入2016年，港股反覆下行，恒生指數一度跌破19,000點，市場氣氛低迷，全球金融市場普遍震盪的外部因素以及流動性趨於緊張的內部因素是兩大主要原因。

## 恒指續跌 成交表現尚算穩定

今年以來，恒生指數連續7個交易日持續下跌，短暫反彈後再陷入跌勢。1月20日恒生指數破19,000點，一度下跌4.1%，創去年8月以來最大跌幅，跌至2012年7月以來新低。縱觀1月全月，恒生指數僅錄得七個交易日上漲，累計較去年底21,914點下跌10.18%；國企指數跌幅為14.7%。港股每日成交擺脫去年下半年以來不斷下跌的態勢，全月日均成交約820億港元，顯著高於去年12月617億港元的日均水平，顯示市場流動性較為充裕。

從其他技術指標來看，市盈率較低位更低。去年末季，港股本板市場PE

值跌穿10倍水平，錄得9.90倍。今年伴隨恒生指數調整，恒指PE陸續跌破9倍、8倍水平，最低見於7.51倍。沽空活動持續上升。去年底港股本板和恒指沽空率分別為10.23%和16.5%。今年以來，大市和恒指沽空率均反覆上揚，分別位於11.6%和17.11%以上，一度衝高至14.88%和27.32%，反映市場看淡情緒濃厚。

波幅指數明顯衝高。反映恒生指數未來30天趨勢的波幅指數自年初的不足20點水平，一路攀升至接近38點高位，近日回落至30點左右，仍高於近年18點左右水平。

## 受全球金融市場普遍震盪影響

去年底，市場預期隨着美國啟動加息，「靴子落地」效應加上加息幅度溫和且步伐緩慢，全球金融市場表現可望企穩。然而，今年以來金融市場卻出現不約而同的一致調整行情：商品市場方面，國際油價跌破每桶30美元關口，跟蹤全球22種大宗商品的彭博商品指數一度下跌至75點左右的紀錄低位；債市方面，全球債市收益率不斷下滑，加拿大、日本、韓國等主權債一度刷新歷史新低，全球高評級債券與基準國債的平均息差已擴大

到1.83個百分點，為三年來最大。

股市方面，全球市場普遍下跌。美股今年首個交易周標普500指數下跌6%，道指和納指分別跌6.2%和7.3%。歐洲股市、日本股市、內地A股跌幅一度超過20%，相繼踏入技術性熊市。從去年6月的高峰算起，全球股市至1月15日已損失14萬億美元的市值（跌幅接近20%），相當於2011年低點以來漲幅的一半。港股歷來對外圍市場的反應十分敏感，去年更呈現「跌不跟漲」行情。在全球市場普遍震盪下行的背景下，港股不斷下挫在所難免。

## 港元流動性趨於緊張構成利空

自2014年美國擬啟動加息以來，在新興市場出現數次走資潮的背景下，香港市場資金一直較為充裕，港元匯率很長一段時間保持在強方兌換方向，金管局更數度注資。市場原來預期，美國加息相對溫和，市場情緒已提前反映，資金流向不會出現劇烈變動。然而，隨着人民幣兌換美元匯率持續貶值，離岸人民幣資金成本一度大幅攀升，自1月14日開始，港元匯率先後跌穿7.79、7.81、7.82等關口，貶值壓力持續上升。

同時，市場利率去年反覆下行的態勢也發生變化：1月20日港元2年期互換利率升23個基點至1.5%，創2009年8月以來最高水準。相信港元流動性緊張的憂慮蔓延，成為港股近期持續下挫的內部助推器。

(二之一)

# 日央行再放水 對股市刺激有限

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒



■央行行長黑田東彥在不足兩星期內，由反對推出新寬鬆貨幣政策，轉為積極推出寬鬆貨幣政策，變化之大令市場側目。圖為日本中央銀行總部。資料圖片

日本央行於上周五議息後，宣佈推出負利率措施，以刺激國內經濟增長及通脹。市場對消息的反應頗為正面，環球金融市場普遍反應正面，亞太區至歐美股市均出現反彈。

但是，央行行長黑田東彥在不足兩星期內，由反對推出新寬鬆貨幣政策，轉為積極推出寬鬆貨幣政策，變化之大令市場側目。日本央行未來的貨幣政策，能否帶領日本經濟復甦，也成為市場關注所在。

## 內外因素不利 被迫再出招

日本央行是次推出負利率政策，的確令投資者感到突然。如果硬要解釋為何日本央行推出負利率措施，本部細分析內在及外在原因。內在原因方面，日本去年經濟雖然避過衰退的情況，但國內通脹低迷。去年12月的通脹只有0.1%。雖

然當地就業市場有改善，但工資升幅緩慢，與及國民欠缺消費意慾，令日本通脹持續低迷。至於其他經濟數據方面，我們亦見到近期當地的零售銷售及工業生產等數據有所轉弱，亦成為推動日本央行推出措施的原因。

至於外圍因素方面，主要集中於中國經濟放緩、其他亞洲國家貨幣出現貶值及環球金融市場出現波動。中國等新興市場經濟出現放緩，對已發展國家的影響逐步浮現，特別是對電子產品需求出現放緩的情況明顯。

1月以來，亞洲其他國家的貨幣普遍出現下跌，但環球市場波動，令日圓出現拆倉潮，反而刺激日圓匯價上升。這個因素，對日本經濟不利，而央行是次行動，亦可能是為了制止日圓進一步上升。

## 央行與市場想法背道而馳

是次央行推出的利率分級制措施，主要是希望透過銀行的貸款去刺激經濟增長。央行是次的分級制分為：現存超額準備金(Basic Rate)為0.1厘；銀行法定準備金(Macro Add-on Balance)為零息；不屬於前兩者的存款準備金(Policy Rate Balance)為-0.1厘。即是意味未來新增超額準備金(銀行於央行的存款超過法定金額)才需要罰息。

日本央行其實已實施超低利息多年，但遲遲未能刺激日本經濟復甦，而當中一個原因是銀行認為貸款風險大，可能令銀行出現損失，故不少銀行把資金流在本身或存放在央行內，令經濟體欠缺足夠的資金支持，亦令經濟惡性循環持續。

此外，日本央行持續買債，已令市場上欠缺日本國債可買，隨時日本央行持有全部日本國債。因此，央行是次並未加碼量化的寬鬆貨幣政策。但日本央行在環球股市出現明顯調整時推出有關措施，似乎亦有托市意味。

## 海外日圓貸款不增反減

但國際結算銀行(BIS)的數據顯示，自金融海嘯以來，美元成為眾貨幣中貸款增長最為明顯的貨幣。美國民間的貸款由2008年底至去年6月，大幅增加8.99萬億美元(以美元計下同)；海外美元貸款亦增加4.24萬億美元。

至於歐元方面，歐元區民間及海外歐元貸款分別增加5.45萬億元及6500億元。但日圓的表現較為特別，雖然日本民間貸款增加1.72萬億美元，但海外日圓貸款卻減77億元。

以市場目前發展情況看，日本央行是次放水，未必可以成為推動大市上升的主要工具，但日本大媽卻可能增加於海外投資，值得留意。

# 製造業PMI續萎縮 投資需留神

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

近日，國家統計局公佈了中國2016年1月製造業與非製造業採購經理指數(以下簡稱PMI)，其中製造業PMI環比下降至49.4%，持續收縮，非製造業PMI環比回落至53.5%，保持擴張。內地製造業低迷，非製造業(主要是服務業)成為經濟增長主要動力。PMI數據是一項前瞻性的經濟指標，對行業發展具有一定的風向標作用，製造業PMI持續萎縮，顯示中國經濟尚未見底，投資者需留意風險。

據國家統計局資料，製造業PMI數據主要由5個擴散數據構成，包括新訂單指數、生產指數、從業人員指數、供應商配送時間指數及原材料庫存指數，所佔權重分別為30%、25%、20%、15%和10%。PMI以50%為臨界點，高於50%視為擴張、低於50%則視為收縮，是國際上通用的檢測宏觀經濟的先行數據之一。2013年官方製造業PMI統計樣本由原先的820家企業擴充至3,000家左右，數據代表性得到提升。

## 市場需求疲弱 行業挑戰仍大

1月份官方製造業PMI下降主要是受生產指數、新訂單指數以及原材料庫存指數等三個擴散指數下滑影響。該些數據顯示，外部需求仍疲弱，企業新訂單持續減少，企業生產意願下降，減少原材料採購量。可以預見，未來一個月市場需求仍較為疲弱，製造業仍面臨挑戰。此次從業人員指數雖有所回升，但仍處於收縮區間，在製造業持續收縮狀態下，就業率也面臨下行壓力。

## 馬太效應顯現 服務業撐經濟

製造業整體低迷，企業走勢也嚴重分化。1月大型企業PMI為50.3%，仍呈微弱擴張態勢，中型企業和小型企業PMI分別錄得49%、46.1%，均呈收縮態勢，且小型企業PMI值較上月回落最為明顯，達1.2個百分點，而大型和中型企業僅錄得0.6個百分點的跌幅，小型製造業企業明顯面臨更大的挑戰。結合當前中央提出的供給側改革等政策，內地製造業將呈現明顯的馬太效應(兩極分化現象)，大型製造業企業將具相對優勢。非製造業雖持續保持擴張態勢，但增速開始放

緩。據統計，非製造業PMI主要指數中，新訂單指數下降2.1%至49.6%，主要是因為服務業新訂單出現下降；服務業商務活動指數則回落了一個百分點至52.7%，其中航空、道路及鐵路運輸、批發和零售等行業仍保持擴張；但裝卸搬運及倉儲、資本市場服務等行業仍處於收縮狀態，主要受運力過剩及股市低迷影響。

而新公佈的財新中國1月製造業及服務業PMI數據分別為48.4%和52.4%，與官方數據基本一致。一般而言，官方的PMI數據主要代表了國企及大型企業的經營情況，而財新PMI的統計樣本主要為中小民營企業，二者均印證了內地製造業下行的事實。短期來看，內地製造業下行勢頭未止，服務業雖可部分抵消製造業下行影響，惟整體經濟增長仍面臨挑戰。



■圖為一批國產工程機械在江蘇連雲港港口碼頭集結待裝船出口。資料圖片

# 回首羊年 港股羊群影響大

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

羊年接近尾聲，執筆之時，港股尚餘最後一個交易日，雖未可言準，但大局已定。一年下來，埋單計數，多數投資者，擔驚受怕的多，去年雖有過歡樂時光，但一季起，兩季不及，已然停止。

本來，港股一直並無明顯趨勢，只有去年突如其來，3月底的內地公募基金開放規限一事，帶領港股數天之內，三扒兩撥，輕舟已過萬重山。大家憧憬陸續有來，方肯全情投入，造出第二季的盛況。只可惜，一切仍以內地股市的起落為主旋律，沒有2014年開始的A股上市，2015年的消息也不可能催谷到港股。由2015年中開始，A股跌，人民幣跌，如今尚未完全言穩，市場的信心仍有待恢復。

## 基金經理為求表現趨短視

內地散戶佔比多，羊群心理本就不足為奇。只是細心一想，其實港股也好不到哪裡去。即使根據官方數據，三分之二的投交為機構投資者操盤，但說起來，這些每月每季每年要交出成績的專業人士，其行為模式，又跟散戶有什麼不同呢？有時候，為追漲而追漲，為殺跌而殺跌，跟風搭順風車，希望順風順水，為免跑輸其他同業，基金經理的表現，極為短視，亦可以理解矣。

相比之下，港股若可止跌回穩，而不是繼續年初至今的急瀉，又或變成漫長的跌市，已算萬幸。目前的悲觀情緒，雖明顯，但不算極端，那令人覺得為難，即使再便宜的估值，短期波動中，便宜的變成更便宜，經驗所在多有，更何況，港股多年來，本來面目已陸續改變。

是的，過去幾年，大型上落市，區間上落久矣，沉悶非常，以投資者覓食計，並非好去處。有別於幾年來升完又升的美股，有著名品牌企業，正常的業績，正常的賽果，一切正常，輸贏都容易掌握。相比之下，港股的重要股市指數，無論是恒指或國指，以反映中國經濟為主，暫時仍未見在全球市場跑出來的行業領導者，是故從基本面挑選股份，殊不容易。

當然，觀港股，並不是單一的選股習作可比擬，更多時候，其實是宏觀經濟與資金流向，以至政策當局與市場參與者博弈，可說是大混戰。既有歐美市場的央行政策主導資產配置，港股不可能不跟進，遇上全球或較大型的地區金融危機，港股往往先天下之憂而憂，跌多升少。

## 內地結構改革兼顧難題多

另一邊廂，中國正在結構改革，兼顧眾多政策難題，不可能沒有沙石或挑戰。過程中，官方怎樣與市場溝通，以做好期望管理，如今看來，似乎是最大難題。偏偏羊群心理者眾，不可能通通忽然變成獨行俠，來個眾人皆醉我獨醒的。

看來，投資者送羊迎猴，唯有靈活，不宜執着太長遠的事，才有生存空間。祝願各位在市場高低起伏中靈活有道。



■港股目前的悲觀情緒雖明顯，但不算極端，而多年來，本來面目已陸續改變。圖為香港交易所交易大堂。資料圖片

# PMI指標助更快預測經濟走向

興證國際證券市場拓展部聯席董事

周嘉儀(前無綫電視新聞主播)

我現在每星期也拍攝「興證國際每周快訊」(註1)，和觀眾交流財經資訊。在過去兩星期，我們都在討論中國經濟放緩問題，當中經常提到一個大家熟悉的數據——採購經理指數(PMI)。

中國製造業採購經理指數分為官方版本和Markit編制的「財新中國通用製造業經理人指數」，它們都是每月發佈一次，而且都是當數值在50以上，代表經濟在擴張，在50以下則代表是收縮。

兩個指數成份都包括五方面，而且比重完全一樣：新訂單(佔30%)、產出(佔25%)、就業人數(佔20%)、供應商供貨時間(佔15%)、採購庫存(佔10%)。不過樣本數目就有點不同，官方版本訪問3,000間在31個行業的公司，而Markit版本則訪問420家製造業廠商，而且是集中在中小企業。

## 領先特質對股市構成影響

投資市場一直將PMI歸入「領先指標」

(leading indicator)行列，所謂「領先指標」，就是可以預測經濟走向的指標，而且滯後性較少，這類指標讓投資者可以更快預視經濟走向。由於PMI的「領先」特質，所以每次公佈數據時，股市都會即時有影響。投資者接着可能會問一個問題：如果PMI在50以上，是否代表股市一定會升？相反在50以下股市是否一定跌？

有研究曾用過去四十年的數據計算，發現PMI和股市走向確實有正向關係，即是PMI升(跌)，股市亦會升(跌)。

研究更發現小型公司和一些特定板塊會更受PMI變動影響。例如貴金屬、軟件、紡織、電腦及汽車股對PMI最敏感，當PMI上升，它們的升幅亦會更顯著。

當然，這研究用的是美國的數據，而且受時間性影響，所以我們只可以參考，不能完全套用。

回顧最近四次公佈中國財新PMI的日子(從去年11月至今年2月)，恒指當天的平均波幅是1.5%，這個波幅也不少，因此PMI對大市確有影響呢！

註1：有興趣的讀者，可到以下連結收看：<https://goo.gl/BhY9dC>

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。