

# 市盈率屢創新低 港股反彈與調整互現

中銀香港高級經濟研究員

蘇傑

在各種因素相互制約、影響和轉化之下，港股下一步走勢仍存變數：一方面，技術指標以及美國加息或會推遲，為行情反彈提供支持；另一方面，新興市場資金流出壓力、香港經濟增長不容樂觀，加上企業盈利前景不明朗，特別是美國股市與內地股市均面臨下行壓力，以及內地資本市場進一步開放措施出台更為審慎，港股調整風險仍較大。

## 市場發展較成熟獲外資青睞

從港股市盈率來看，目前與歷史高位（1999年與2007年分別為26.73倍與22.47倍）和成熟市場水平差距較大，技術上存有炒上空間；從恒生AH股溢價指數走勢來看，今年以來一直在140點高位徘徊。近期雖有所回落，但仍處於135點左右，顯示同一隻股票在香港市場的估值較內地市場便宜30%以上；從滬港通雙向額度使用情況看，除1月27日滬股通使用額度餘額為65.5%（當日滬股通為91.49%）外，其餘交易日均與滬股通有一定差距。總體而言，相對於仍處於轉軌進程的內地資本市場，外資對監管

審慎、更注重基本面因素、市場發展相對成熟理性的港股市場仍較青睞。

但是，技術因素會否轉化成後市向好的直接誘因仍有待觀察。一方面，從歷史上看，市盈率低下與港股表現平淡似已形成正相關關係。2013年至2015年港股PE值分別為11.24倍、10.94倍和9.9倍，恒生指數分別上升2.9%、1.3%及下跌7.2%，市盈率長期低企或反映港股投資價值削弱。

另一方面，從全球其他市場來看，市盈率較低不一定代表後市向好。如去年全年下跌近三成的埃及股市EGX30指數(去年底市盈率為9.59倍)，今年截至1月28日仍持續下跌22.91%。去年底市盈率为11.31倍的越南VN指數在今年同期累計下跌6.83%。因此，技術因素或對短期反彈有所支持，市場整體氣氛能否改善仍取決於利率、資金、基本面、企業業績及外圍市場走勢等。

## 多項因素存變數續制約後市

去年底市場普遍認為由於美國此輪加息幅度不大且周期較短，加上銀行體系資金充裕、監管穩健，香港不會較快跟進加息。今年以來港元匯率偏弱加上港股反覆下跌，顯示加息的影響持續浮現。近期港匯逐漸回穩，但

仍位於7.78-7.80水平。1月19日金管局公佈的反映銀行平均資金成本的11月底綜合利率也一改去年大多下行的走勢，上升1基點至0.26厘。儘管目前市場對美國年內再加息的看法較淡（有分析認為可能不會再加息），但香港始終有跟隨美國加息的可能性。市場利率一旦轉趨上行，投資者風險偏好勢必下降，對股市投資產生抑制作用。

另外，從全球央行貨幣政策走向來看，歐洲、日本央行進一步擴大量寬規模對股市的短期刺激效果，能否抵消美國啟動加息周期與貨幣政策正常化的收縮效應值得觀察。今年1月新興市場連續第七個月「失血」，當月淨流出資金預計達到創紀錄的36億美元。在全球融資條件可能收緊，避險情緒或由各種不確定因素觸發的情況下，基本面仍較脆弱的新興市場資金面受到的衝擊更大。

從經濟基本方面來看，受制於外需仍較弱、訪客減少、消費與樓價調整等不利因素，香港經濟維持2%以上增長的壓力日趨上升；從企業業績表現來看，本地工商企業營商環境較為嚴峻，內地企業利潤表現持續低迷，不確定性正在增加；另外，美國股市與內地A股市場面臨的調整壓力仍大，加上兩地市場聯通出台可能更趨審慎，亦對港股走向形成一定制約。

(二之二)

## 新興市場可留意印度

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

環球經濟自去年下半年出現放緩後，各國公佈的經濟數據亦反映了以上情況。印度去年第四季經濟增長放緩至只有7.3%，較去年第三季的7.7%為低。但7.3%的經濟增長，卻令印度成為全球最快經濟增長的國家。據市場估計，截至今年3月底的財政年度，統計局估計經濟增長將達到7.6%，是五年以來最高水平。

## 油價下跌推動經濟增長

印度中央統計局表示，料未來主要增長動力源於金融、旅遊及製造業，但農業及國防業表現仍相對疲弱。統計報告指，市場對中國經濟放緩的憂慮加深，令全球原油及其他大宗商品價格全線下跌。相反，由於印度是大型原油進口國，油價下跌令當地經濟增長動力增加超過1%。

雖然如此，有投資者對於印度的經濟數據真實性存有懷疑，特別是企業信心調查及進出口貨物數據結果，並不令投資者感到滿意。最近公佈的經濟數據顯示，當地出口已經連續第十三個個月出現下跌。去年12月的出口金額222.9億美元，按年下跌14.75%。至於進口方面，金額為339.6億美元，按年下跌3.88%。由於油價下跌，令當地原油進口金額下降33.19%，而

## 內地經濟前景榮辱互見

興證國際證券董事

葉漢德

2015年中國的經濟可謂悲多於喜，以致2016年的展望憂多於樂。悲可源於舊產業如鋼、煤、水泥和鐵礦等產能依然過剩、住宅動工放緩、進出口持續疲弱、多國貨幣（相對美元）貶值對中國製造業的衝擊，以及大量外匯儲備正被消耗以支持人民幣匯率等。喜則可源於第四季人民幣正式被國際貨幣基金組織（IMF）納入特別提款權（SDR）、零售數據於下半年有着回穩趨勢、信息技術革命帶動下的新產業如網上銷售和移動互聯等的蓬勃發展，展示出中國經濟轉型的力量。

## 加入SDR象徵意義較大

加入SDR有助確立中國經濟地位及認可其金融改革，但象徵意義大於實質。中國在貨幣國際化過程仍需持續於金融方面進行改革，如放寬外匯管制、開放金融系統及提高運作透明度等。但此時卻適逢美元重拾加息周期，引發資金外流至美元，中國自身經濟同時放緩，人民幣有足夠條件持續向下滑，偏偏卻因為加入了SDR而不可再作太多干預。除了再減息降準，繼續刺激內需，領導層只好期望美國及歐洲的復甦能舒緩中國的出口甚至帶動經濟。

股市方面，預計資金外流到美元成為趨勢，加上2016年初實施及終止的熔断機制，令股市投資者飽受政策風險及損失，無疑繼續暴力救市後再降低中國股市的吸引力，投資者極大可能因而轉戰香港股市，成交減少下首當其衝一定會是內地券商股，加上深港通這項華麗伴碟，預料港股交投因而轉旺，有利本地券商股。

## 歐洲劃時代衝擊惹憂慮

歐洲各國除了邊境出入自由及貨幣（歐元）的近乎統一外，各國各自有着自己不同的政治機制、環境、角色、經濟能力及算盤。希臘的債務問題還未解決，各國的分歧主張還言猶在耳，難民危機及恐怖襲擊的衝擊下會令其經濟復甦步履維艱。

## VR行業爆發在即 機遇可期

比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

何天仲

近年虛擬實境（Virtual reality, VR）產業取得長進發展，今年將有多款產品投入市場，VR行業有望迎來爆發元年。VR技術即利用計算機設備模擬產生一個3D虛擬世界，並配合官能模擬使用戶產生身臨其境的錯覺的一種模擬技術，VR裝置即實現該技術的物理設備。近年VR設備性能不斷提升，用戶體驗大幅改善，加上國際大型廠商紛紛投入VR技術研發和推廣，相關產品售價已進入普通消費可承受範圍。VR技術實用性強，適用領域眾多，未來甚至可改變相關行業生態，發展空間廣闊，值得關注。

目前VR技術在企業級應用發展已相對成熟，但在個人消費品領域仍處於發展早期階段。事實上，早在上世紀90年代，便已有VR遊戲上市，並一度引起市場關注，但當時受計算機設備限制，用戶體驗較差，VR技術一度被擱置。而近年計算機性能不斷提升，且VR設備已可提供質量較高的模擬效果，並克服了使用者產生眩暈感的缺陷，VR技術再度成為市場關注的焦點。

## VR遊戲電影增長動力看俏

2016年之所以成為VR爆發元年，是今年上半年將有大量消費級VR設備發佈，例如Oculus Rift CV1已於1月開始預售，HTC VIVE系列消費者版本將於2月末預售，Sony的

貿易赤字由上年同期的91.7億美元擴大至116.6億美元。印度出口下跌，投資者歸納主因是歐美市場表現疲弱外，人民幣貶值令削弱印度貨品於東南亞市場的吸引力。因此，印度經濟本質是否如此強勁，仍需要留待觀察。

## 雨量料足利農產品出口

印度農業於經濟貢獻中有一定的比例，近年當地農業受到天氣影響。據統計近年印度降雨資料顯示，厄爾尼諾發生時，印度的夏季及秋季的降雨分別平均減少4.5%及6.0%，而在拉尼娜發生時，降雨分別增加6.6%及8.1%。去年經歷了的厄爾尼諾後，預料當地今年將開始經歷拉尼娜現象，令當地雨水增加，有利當地農業表現。

同時，拉尼娜現象將使美國、阿根廷及巴西的降雨減少，不利當地的小麥、玉米及大豆的生長，亦有利印度這些農產品出口表現。

印度央行上星期議息後，維持回購利率於6.75厘，符合市場預期。央行同時亦維持逆回購利率及準備金率，分別在5.75厘及4厘。雖然央行指當地經濟於第三季出現放緩，但預料未來增長可望加快，與及通脹回落的情況下，對經濟增長有幫助。但考慮到外圍經濟及金融市場未明朗，預料印度央行可能等待2月29日公佈財政預算案後，才可能再推出寬鬆貨幣政策，最快可能於4月份落實。

長久以來，東南歐的勞動人口不斷湧入較為發達的西北歐去尋找更佳的就業和生活機會，西北歐國家民眾已有不滿。阿拉伯之春再令受政治迫害和戰爭苦痛的人民鋌而走險湧向歐洲東南，但如難民再由初抵國逃到歐洲其他國家，他們將被遣返回其初抵國。這政策令歐洲各國接納難民的負荷不平均，也加劇了各國間的不對等和政治爭端。

難民的湧入對國內民眾來說剝奪了他們的就業機會，瓜分了國家福利、帶來了社會動盪，同時難民實際上能給予所在國家一股新的勞動力及文化，劃時代地改變了國家的人口規模、結構、就業率、國民生產總值等等。所以我們現在看到的難民問題，絕對是一個跨年代，能改變歐洲的政治、經濟、文化發展軌道的重大事件。

要把危轉成機，歐洲各國特別是德國要更小心翼翼地於實踐人道救援時平衡各方利益，加上被ISIS再次恐襲的陰霾下，2016年我們可期望歐洲的變化可以是突然的，地區的系統性風險比較巨大，促使歐州央行繼續維持寬鬆貨幣政策，這能為資產價格帶來一定支持。



■分析認為，人民幣加入SDR有助確立中國經濟地位及認可其金融改革，但象徵意義大於實質。資料圖片

Morpheus也將於6月推出等。現時大多數消費級VR設備主要被設計為支持VR遊戲及VR影片播放，隨着這些設備進入市場，VR遊戲和VR影片的內容提供商也將迎來巨大的發展機遇，可以說，今年VR硬件及軟件廠商均有望取得突破。

內地遊戲玩家眾多，VR遊戲也有望取得爆發性增長。據諮詢機構Newzoo預測，2015年中國遊戲市場收入將同比增長23%達到222億美元，並超越美國成為全球收入規模最大的遊戲市場。另外，據Superdata公佈的數據，2015年全球VR遊戲市場規模為6.6億美元，預計今年可增長7.7倍，至2018年市場規模將達到123億美元，增長空間驚人。

在影視作品方面，VR也同樣潛力巨大。據國家新聞出版廣電總局電影局及藝恩網的統計，2015年內地年度電影票房同比大增48.7%至440.69億元（人民幣，下同），截至目前，歷史票房前15的影片中，擁有3D版本的佔2/3，且多是近年入榜，可見觀眾對觀影體驗的要求在不斷升高。VR電影應市場需求，預計推出即可吸引大批觀眾支持，前景可期。

總體而言，消費級VR設備的普及將對相關硬件廠商構成利好，同時也為VR遊戲和VR電影等軟件生產商提供了廣闊的發展平台。可穿戴式VR裝置有望成為類似智能手機的重要平台，而隨着VR裝置應用不斷拓展，教育、傳媒、設計等眾多領域也存在大量融合機會，VR技術未來甚至有可能改變用戶的使用習慣，創造出新的生態圈，其發展值得留意。

# 全球避險升溫 資產拋售未完

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

進入2016年猴年以來，市場猶如猴子一般性情不定，波幅加劇，令人擔憂。環球股市遭拋售，國際油價暴跌，匯市大波動，資金更青睞較為安全的日圓和黃金。

眼下，市場主要受到油價、美加息和中國這三大因素制約。原本油價下跌並非新鮮事，受困於供求不平衡的基本面問題，產油國仍未減產。然而，進入2016年以來，油價進入新的一輪跌勢，創新低，並有意測試25美元支持。如此反映大家對於經濟前景的無比擔憂。油價的升跌對大宗商品和能源股影響大，也帶動着人們的恐慌情緒。油組遲遲未有定論，油市前景仍是未知數。

美國自從去年底靴子落地，正式進入加息周期，不過加息之路受到眾多考驗。全球經濟走弱，美國作為整體中的一員自然無法獨善其身，而美國自身經濟雖逐漸恢復，亦存在諸多問題。經濟數據擺在眼前，雖然ADP就業變動表現佳，但上周五的非農報告不如預期，表現疲弱。耶倫在最新的證詞中強調經濟風險，並未明確暗示推遲加息，表明其非常謹慎小心的態度。

## 美貨幣政策充滿不確定

美匯指數不但未能填補去年12月3日的跌幅，更在今年2月初開啟新一輪跌勢，目前重回96水平下方，讓人不禁擔憂其牛市是否終結。美聯儲今年年底前不急於加息，當然一切還要看市場發展。至少目前來看，美國貨幣政策充滿不確定性。樂觀看如果要加息至少等到年中或下半年才會有所行動。

## 中國因素影響舉足輕重

中國仍在農曆新年假期中，暫時躲開了此輪暴跌，但這並不代表其股市不會補跌，經濟基本問題得到修復。在耶倫證詞中也指出，中國為主要風險因素之一。中國經濟改革和轉型正面臨非常關鍵的時期，債務違約，製造業疲弱，人民幣匯率能否企穩等等都是存在的重要問題，一時之難難以解決。不止一次，看到中國因素對於全球各大市場的影響越來越大，聯繫越來越緊密。中國經濟的前景有待時間考量。

除此之外，其他國家維持放水模式。日本央行出其不意進入負利率時代，如此促使各大央行陷入競相推出更低利率的競爭。而在農曆春節期間，日本股市暴跌，日圓被當作避險工具而受捧。歐元區的經濟問題持續存在，更在過去一周被放大，投資者對歐洲銀行的擔憂增加，而其整體經濟復甦勢頭受到挑戰。

在各大市場前景不明朗，充滿不確定性的當下，VIX從年初起已漲逾45%，資金流出風險市場。恐慌情緒持續蔓延，市場的衝擊隨着中國復市後料將持續擴散。年初以來累計升幅逾13%，突破1,200美元的黃金則是亂世首選。



■恐慌情緒持續蔓延，刺激金價年初以來累計升幅逾13%，成為亂世首選。資料圖片

## 拉布暴動亂局 港人成輸家

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

在猴年的大年初一，旺角發生暴亂事件，有識之士均齊聲譴責暴行，希望特區政府嚴正執法，盡快懲治暴徒，還我社會安寧。

另一件困擾港人的事件，就是高鐵香港段追加撥款，在立法會受到拉布拖延，遲遲未能正式議決。政務司司長林鄭月娥指出，目前基建方面在立法會受到阻延，可能對營商環境有一定影響。在這個立法年度，特區政府計劃了72項工程，總造價675億元，當中還未計算高鐵香港段196億元追加撥款，但到目前為止，財委會只批准兩個項目共50多億元工程，可見工程批款的塞車情況何等嚴重。

就高鐵香港段的196億元追加撥款來說，早前港鐵股東會已通過「封頂」方案，目前要過的最後一關就是立法會財委會批准。

運輸及房屋局局長張炳良早前表明，由於公務小組已開會六次仍未有決定，在現時緊急形勢下，只好直接把追加撥款提交予財委會審議。他詳細解釋了假如二月底「死線」前仍未獲批款，將會面對非常嚴重的後果。他指出，「死線」過後，便要暫時停工，除每月需要花費2.3億元的維持費用外，還將面對未能預計的中索及其他變數。

更甚的如拖延至本屆立法會期完結仍未獲

批，高鐵工程合約便需要終止，當局需要另外撥出34億元，支付工程終止的費用。他說根據路政署監核顧問的評估，若將來重新啟動工程至完工的費用將會高達282億元。

## 關注高鐵香港段或「爛尾」

筆者贊成港府直接向財委會申請追加撥款196億元之餘，更擔心高鐵香港段「爛尾」對社會及經濟所造成的惡果。正如張局長指出，高鐵承建商共僱用7,700多人，當中5,800名為勞工，全面終止合約則這批人士將失去工作。他強調作為局長，他有責任維護公帑和社會整體的利益，但最終而言，是需要「讓而有決」。議員們都應該為民謀福祉，拉布的後果帶來大批市民失去工作，更壞的後果假如出現需要額外賠償工程違約甚至訴訟，所涉及開支款項最終都來自納稅人，議員拉布拖延甚至令高鐵爛尾是對納稅人不公道的。

高鐵網絡在內地早已遍地開花，高鐵服務所到之處，人民都享受到方便、準時及舒適的陸上運輸服務，今年春運期間，便有上億人次乘搭高鐵往返大小城市之間。與香港連接的高鐵福田站，其內地線網絡的服務早已通車多時，香港身為國際都會，反而香港段的建築工程卻持續拖拉，最新修訂完工日期是2018年第三季，表示最快兩年多後才能與內地高鐵網絡接軌，香港被邊緣化，與人無尤，只能怪自己。

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。