# 外圍影響 港股下行壓力難減

中銀香港高級經濟研究員

今年以來在環球金融市場波動背景之下,恒生指數前低後高、波動下 行,成交額也按月縮減。下半年港股走向如何呢?影響港股的主要因素包 括利率、資金、基本面、技術值以及外圍市場表現等,而這些因素可能在 不同時點相互轉化。

#### 利率及估值等較為正面

歷來香港的基礎利率走勢與美國同步。從目前情勢判斷,預期美聯儲年 內加息機會渺茫,市場利率仍處於低位。香港市場反映銀行平均資金成本 的綜合利率在5月底維持0.26釐水平,仍處於歷史低位。利率水平低企, 理論上有利於股市向好。

洲、日本持續貨幣寬鬆,中國貨幣政策穩中趨鬆態勢未變,環球市場「不 兩個方面來看,內地企業方面,規模以上企業利潤自今年1月由負轉正後, 缺錢」;從資金流向來看,未來不確定性較大:一是美國加息導致全球股 市資金流出的局面或將持續,二是新興市場吸引資金流入的動能並不穩

多位於7.76-7.77區間。相信下半年香港市場資金總體維持寬鬆水平。

技術因素具雙面性。港股目前市盈率與歷史高位(1999年與2007年分別 為26.73倍與22.47倍)和成熟市場水平仍有一定差距。特別是與內地A股 市場比較,港股PE差距較大(恒生AH股溢價指數一直位於130點左 右) ,港股技術上仍存在炒上空間。但低估值與股市向好之間似並無必然 的關聯性。另外,香港在國家對外開放和金融改革中的角色仍將持續強 化,「滬港通」優化、更多兩地基金互認產品陸續出臺以及「深港通」的 推出料會對市場成交有一定提振。

#### 企業盈利未容太樂觀

從香港經濟前景來看,在股樓同時調整、進出口表現疲弱、零售消費受 始終維持個位數增長,1月至5月同比增長6.4%,但國企利潤下滑7.3%, 或預示在港上市的傳統大型藍籌企業盈利狀況較難改善。截至5月24日, 變化及IS恐襲等黑天鵝事件。

看,在經歷了1月下旬逼近弱方兑換保證後,總體呈現漸次回落態勢,近期 喜,佔已發佈業績預告公司總數的67.26%。但中小板明顯好於主板。本地 企業方面,不少涉及零售、奢侈品消費、餐飲的上市公司業績下滑,房地 產企業的盈利前景亦不容樂觀。

> 外圍市場方面,美國股市在美國啟動加息、美元中長期走強的背景下, 三大指數面臨調整的總體態勢不會改變;內地股市方面,經歷去年年中以 來的幾次調整後,在國家隊入市維穩和投資者信心未穩的情況下,A股成 交疲弱、指數低幅波動的態勢短期內恐難扭轉。鑒於港股近年受內地股市 影響增強,其表現亦恐難回勇。英國脱歐亦為金融市場增加了更多不確定

綜合而言,未來利率、資金面、技術面、政策面存在中性及向好因素, 但經濟增長、企業盈利等基本面及外圍市場的制約短期內難以轉好,今年 下半年港股市場或仍將好淡相持,下行風險不容忽視,恒生指數或多波動 從全球流動性來看,儘管美國已啟動加息,但加息步伐持續受阻,而歐 壓等多重壓力之下,整體經濟增長要維持2%增長難度增大;企業盈利可從 於18,000-22,000區間。成交方面,逾千億港元的日均成交難以再現,或維 持700億港元左右水平。下半年須留意的不確定性因素還包括英國脱歐後 續發展、內地政策走勢、美國利率走向及大選、大宗商品走勢、本地政經

# 「亂」局難破 公用股受捧

比富達證券 (香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

回顧今年上半年,人民幣貶值、A股熔斷、油價暴跌、日 央行推行負利率、A股未能「入摩」,以及英國脱歐等重磅 事件令人眼花繚亂,怎一個「亂」字了得。截至今年6月 底、歐洲、日本及中國等股票市場指數均錄得雙位數跌幅、 而美股幾大指數則錄得單位數升幅,環球股市整體表現差強 人意。

勢,一度跌至18,279點,最大跌幅達16.1%。隨後雖展開反 彈,但未能收復失地,上半年恒指仍收跌4.54%。下半年環 球經濟仍面臨諸多變數,其中英鎊及歐元大跌令歐洲銀行業 信貸風險上升,而中國下半年進入償債高峰期,信貸違約風 險也不容忽視。筆者預計,港股下半年仍是「炒股唔炒市」 格局,惟「深港通」通車及流動性持續寬鬆可帶來一定投資

港股今年出師不利,恒生指數(下稱恒指)年頭便啟動跌

機會,值得留意。

#### 避險情緒高漲 金融股被冷落

截至今年6月底,今年上半年恒指四大分類指數(金融、 地產、工商業及公用事業) 走勢分化,其中恒生金融分類指 數表現最差,跌幅達11.28%;恒生地產分類指數微跌 0.5%;恒生工商業分類指數則錄得1.3%的漲幅;恒生公用 事業分類指數上漲4%,表現最為搶眼。

其中,匯豐控股(0005)作為恒生金融分類指數主要成分 股之一,上半年跌幅達19.3%,其他中資及外資金融股也普 遍出現不同程度下跌。而中電控股(0002)作為恒生公用事業 分類指數主要成分股,上半年升幅達23.76%,股價更連續 創下上市以來的新高。金融板塊被潰棄,公用板塊受到資金 追逐,顯示市場避險情緒高漲。考慮到歐元英鎊匯價下跌、 環球低息率及銀行壞賬率飆升等因素,下半年金融板塊或繼

> 成交額方面,今年上半年港股日均成交 額為681.7億港元(下同),較去年的 1,056.3 億下降了 35.4%, 但與 2014 年基本 持平。單月來看,1月港股日均成交817.9 億,隨後一路下滑,至5月日均成交僅為 596億。6月成交額止跌回升至619.5億每 日,預計下半年的情況與上半年相近。

#### 經濟續下行 國指短期難樂觀

上半年恒生中國企業指數(下稱國指) 表現令人失望,上半年累計下跌9.3%,對 港股造成一定拖累。內地經濟下行壓力 大,且面對去產能及刺激內需、去槓桿及 寬鬆貨幣政策等複雜局面,國企指數短期 走勢仍面臨挑戰。

英國脱歐影響持續發酵,內地信貸風險也 在累積,同時美國大選也充滿變數,下半年 不排除會再有「黑天鵝」事件出現,「亂」 局難破。不過,經過上半年的震盪之後,美 聯儲年內加息概率已大減,且深港通也已箭



■中電上半年升幅達23.76%,股價更連續創下上市以來的新高。圖為中電龍 在弦上,料可對後市形成一定支持,預計港 鼓灘發電廠。

## 中電供圖股下半年維持「上落市」格局機會較高。

# 央行量寬機會增

康宏投資研究部環球市場高級分析員

英國公投脱歐後兩星期,市場除了在初時表現混亂外, 之後投資者情緒已經穩定下來。但是否已經代表雨過天晴? 目前似乎言之尚早。首先,英國保守黨仍未確定下任黨魁候 選人的名單。即使有名單,亦不代表可以即時選出之餘,亦 可能因為得票問題,令人感到黨內出現分裂。在野的工黨, 情況與保守黨大致相同。英國亦需要時間與歐盟商討脱歐後 的英國與歐盟各國之間的政治及貿易關係,對英國而言絕對 是一場硬仗。至於歐盟內部又是否可以安好?沒有其他國家 有離異之心?

## 英金融中心地位短期料不變

英國內部目前的意見分歧仍相當嚴重,在目前的情況下, 預料不少大型銀行將會把部分業務遷移至歐洲,例如法國的 巴黎或德國的法蘭克福。但這是否代表英國的金融中心地位 是否已經沒落?由於是次公投,基本上沒有人預料到是脱歐 的結局,故估計沒有大型銀行已做足脱歐的準備。因此,短 時間內未必會影響到英國金融中心的地位。而且,英國目前 未正式啟動退歐程序,而且脱歐有兩年時間商討及通知,故 目前情況不足以影響到英國在歐洲的金融中心地位。惟英國 需要留意,在目前脱歐的情況下,中國會否仍依賴英國作為 在歐洲發展的橋頭堡呢?相信中國未來可能會與德國發展更 緊密的關係,以確保中國在歐洲以至在歐盟內的利益,可以 獲得更好的保障。

英國是次公投脱歐後,基本上大家均預期,英國經濟將會 受到衝擊。因此,投資者目前正預期,下周四英倫銀行的議

## 亞股債表現料不俗

息會議上,央行至少將會下調利率。由於公投將令英國金融 業及服務業損失較多的職位,故估計央行未來甚至可能需要 加推量寬政策,去刺激英國經濟。當地今年首季經濟按年增 長2%,雖然與市場預期相同,但投資者不會認為有很大意 義,主因脱歐的影響可能在第二或第三季起才逐步浮現。因 此,若央行真的如預期認為需要加碼量寬的話,英鎊匯價可 能再有新一輪的沽壓。預料英鎊兑美元或再下試1.28水平的

在英國脱歐過後,雖然市場認定短期英國經濟下行風險明 顯增加,但亦令投資者聯想到歐盟未來的前景不樂觀,隨時 再有國家仿效英國進行脱歐公投,甚至最終亦出現脱歐的情 况。若其他國家亦有離異之心,相信歐盟以至歐元區會出現 新一輪的信心危機,隨時重創正在復甦的經濟。下一個國家 會是那一個呢? 意大利的機會是頗大的。當地將於今年10 月就憲制改革進行信任投票,一旦改革被否決,將意味國民 要求支持政府脱歐,將會對歐元區帶來的一場比英國脱歐更 大的問題。捷克總統近日亦建議,讓國民就是否留在歐盟及 北約進行公投。雖然捷克政府已回應指無意進行公投,但似 乎已經響起警號。

### 可考慮增持黃金及債券比重

在歐元區可能出現骨牌效應的情況下,其實資金並非完全 沒有出路的。若認為避險情況將持續的投資者,可以考慮增 持黄金及债券的比重,而亞洲债券的表現今年以來不俗。至 於認為避險可能緩和的投資者,應該會把資金至少調離歐 洲,轉投亞洲及美國。由於美股目前估值較高,故資金在股 票市場方面,將會投入亞洲區。但在債券市場方面,預料美 國政府國債及亞洲區債券均會獲得投資者的支持。



■英國目前未 正式啓動脫歐 程序,而且脫 歐有兩年時間 商討及通知, 故目前情況不 足以影響到英 國在歐洲的金 融中心地位。 圖為英格蘭銀

行。 資料圖片

永豐金融集團研究部主管



驚心動魄的脱歐公投好似就在昨日,市場在一夕之間出現了巨大變 化,各類資產更受到市場情緒的影響。英鎊成為風向標,和風險資產形 成較高的正相關性。

由於市場一度低估了脱歐的可能性,當公投結果陸續公佈,直至最後 脱歐成真,恐慌情緒一觸即發,短時間內急升,VIX當日大漲49.33%。 英鎊反應最直接,畢竟脱歐會大大影響到其本土經濟政治,英鎊即刻跳 水,一度低見1.3229,跌穿各日均線支持。風險資產遭拋售,全球股市 重挫,大宗商品受壓。資金衝向避險資產,日圓一度升破100水平,美 元升逾2%逼近97水平;黄金債市表現強勁,金價一度突破1,370美元。

#### 市場情緒修復 風險資產反彈

不過在緊接的一周,市場經歷短線暴漲暴跌後很快得到修復。英鎊暫 時止住大跌,在低位震盪調整,短線有一定反彈空間,但幾乎不可能回 補6月24日的大陰燭。在此期間,有恐慌情緒之稱的VIX連續下跌五 日,周內回落42.66%至15水平下方。全球股市已收復了大部分失地,標 普和納指連漲四日,結束之前的三周連跌均反彈逾3%。

油市也受到擔憂需求前景的影響而重挫,從50美元水平跌至46美元水 平。不過很快受到避險情緒減少,庫存數據造好的推動而反彈回49美元 附近。銅價更是表現強勁,連漲五日,動能持續,直逼5,000美元一線。 避險資產出現一些調整,但值得注意的是,其調整幅度有限。日圓以窄 幅波動在101.5至103.5之間,動能有限。美元從高位回落,受限於100 和200日均線之間,走勢缺乏方向。有意思的是,黃金白銀非但沒有轉 勢,小幅調整後重拾動能,白銀更是創新新高。

不過在本周二 (7月5日) 擔憂情緒再現。畢竟脱歐對英國、歐盟乃至 全球的政治經濟風險大,相信這也是一路支持金銀強勁的重要原因之 一。英央行開始出招放水救經濟,英鎊經過短暫的低位調整後跌勢重 啟,周二重挫近2%,跌至1.3水平,並在周三接連跌穿1.29和1.28關 口,再創新低。英鎊兑歐元延續跌勢,周三更一度失守1.16水平。好在 隨後跌幅有些收窄, VIX 在周二反彈 5.48%, 周三回落 3.98%, 風險資 產也隨之先跌後升。黃金延續升勢,連續六日走高,累計升近4%,買盤 力量持續增加,後市仍有上行空間。白銀在7月4日兩年來首穿21美元 大關,當日已出現明顯的獲利盤回吐壓力,故而在周內的隨後幾日進入 調整,在20美元水平上落。上方沽壓仍不小,料短期還有調整需求,不 過上行格局不變。

### 英鎊與風險資產正相關將減弱

目前,英鎊的確從某種程度上代表了投資者的情緒。考慮英國和歐盟 的前景不確定性極大,又有放水預期,料英鎊跌勢未完。全球經濟亦面 ,連美聯儲也不得不停下加息腳步,其他央行也有進一步寬鬆動 作的需要。風險資產和英鎊的關聯度繼續存在,不過正相關性將逐漸減 弱,除非英鎊出現大幅下跌,即出現大事件。而黃金白銀除了受惠避險 需求,同時有實鬆貨幣環境的支持,氣氛向好。



■近期資金衝向避險資產,日圓一度升破100水平,美元升逾2%逼近97 水平;黃金債市表現強勁,金價一度突破1,370美元 資料圖片

# 須加倍提防「完美風暴」

與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)

隨着英國公投脱歐,環球資本市場在這過去 兩星期劇烈波動,包括全球46個市場的MSCI 世界指數由公投前410點曾急跌超過7%,幸而 最近投資市場開始消化脱歐消息,市場氣氛才

在脱歐陰霾下,避險情緒升溫,被投資者視 為「安全資產」的都漲個不停:金價一口氣升 了100美元、美元/日圓漲至約101水平,甚至 銀等貴金屬都漲至52周高位!

## 多個預測風險惹關注

展望下半年,「安全資產」相信會繼續受投 資者青睞, 而英國脱歐將會持續為投資市場帶 來不明朗因素。《經濟學人智庫》最近就預測 未來可能出現的風險,以下為其中一部分:(1) 中國硬着陸;(2) 英國脱歐帶來的波動;(3) 內擾外困令歐盟舉步維艱;(4) 特朗普當選美 風暴」會否出現還需要時間驗證,但大家一定 國總統;(5) 更多的恐襲造成經濟影響;(6) 要加倍留意風險。

南海問題升溫;(7) 石油企業持續縮減投資。

投資市場一直對中國的經濟情況非常關注 因為萬一中國硬着陸對全球經濟都會影響深遠 (一般「硬着陸」定義為經濟增長突然在短時間 內下跌2%或以上)。硬着陸的擔心主要來自在近 年急增的負債,根據中國社會科學院數據,截 至2015年底,中國負債總額佔國內生產總值比 率已高達249%。

除了英國脱歐,投資市場正都在猜想下一個 有機會脱歐的將會是哪一個國家——債台高築的 意大利?接收了大量難民的瑞典?這些猜想加 上原來的內擾外困將會繼續令歐盟舉步維艱。 美國總統大選、源源不絕的恐襲、南海問題升 溫都是下半年觸動投資者神經的政治事件。最 後,油價由年初底位35美元回升至現時50美元 附近,但根據《經濟學人智庫》計算,持續低 油價已經令大型油企放慢或取消了大約四千億 美元的投資。

總而言之,財政司司長曾俊華所言的「完美

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。