

港股估值窪地具吸引 北水今年有望續南下

財經評述

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，港股投資者在特朗普周五宣誓就職前保持謹慎，市場交投清淡。上周恒生指數跌0.22%，收於22,886點；國企指數跌0.73%，收於9,716點，港股日均成交金額為574.9億元，較前周有所下降。

筆者認為，港股市估值水平不僅處於歷史底部區域，而且也已經成為全球主要股票市場中的估值窪地，對內地投資者的吸引力正在逐步提升。根據彭博預期，截至2017年1月20日，恒生指數2017年預測市盈率及市淨率分別為10.5倍和1.0倍，較過去11年的歷史平均市盈率和市淨率分別低18.4%和35.2%，而恒生國企指數2017年預測市盈率和市淨率分別為7.3和0.8倍，較過去11年的歷史平均市盈率和市淨率分別低33.5%和52.5%。即使是與先前兩次全球金融危機時的水平相比，香港股市的當前估值優勢仍非常明顯。

相比兩次全球金融危機仍低估

2008年全球金融危機時期：2008年10月至11月期間，恒生指數平均市盈率为9.9

(7.6倍-12倍區間)，市淨率為1.3倍(1.0倍-1.6倍區間)；恒生國企指數平均市盈率为8.7倍(6.1倍-11.0倍區間)，市淨率為1.4倍(1.0倍-1.8倍區間)。

2011年歐洲債務危機時期：2011年9月至10月期間，恒生指數平均市盈率为10倍(8.7倍-11.0倍區間)，市淨率為1.3倍(1.1倍-1.4倍區間)；恒生國企指數平均市盈率为7.9倍(6.6倍-9.0倍區間)，市淨率為1.3倍(1.1倍-1.5倍區間)。另外，市淨率與淨資產收益率之間的回歸分析也表明，香港股票市場目前仍被低估。

內地投資者全球資產配置首選

香港股市或將成為內地投資者做全球資產配置的首選市場。2016年以來，內地資金持續南下，低估值、高股息率的內銀H股受青睞。根據港交所每日公佈的港股通前10大交投活躍股測算，2016年全年，內地投資者通過港股通買入的前十大港股名單上，包括高分紅匯豐銀行和6家內銀H股。同時，內地資金也比較關注港股特有的品

牌認知度高的公司以及績優低估值中小盤股。2016年12月份，南向資金淨流入人民幣219億元，高於11月份的人民幣170億元和10月份的人民幣36億元。自2015年11月起，南向交易已連續14個月實現資金淨流入。截至2017年1月20日，南向資金累計實現淨流入人民幣3,270億元，同期北向資金累計淨流入人民幣1,804億元。

展望2017年，預計將有大量內地資金持續南下。2017年1月，南向交易繼續保持淨流入的態勢。上周，南向資金淨流入人民幣為60億元，而上上周南向資金淨流入人民幣40億元。截至1月20日，本月南向資金淨流入人民幣124億元。同期，北向資金累計淨流入人民幣58億元。

受惠內地調控房產及叫停儲蓄險

筆者認為，在目前香港股票市場估值相對較低及美元持續走強的背景下，隨着深港通啟動和保險資金入市獲批，預計2017年內地投資者對香港上市股票的需求(通過南向交易)將繼續上升，尤其是在多個內地一二



■ 港股已成為全球主要股票市場中的估值窪地，對內地投資者的吸引力正在逐步提升。資料圖片

線城市先後出台房地產調控政策及中國銀聯叫停香港儲蓄險之後。

此外，香港近日亦公佈了新一輪穩定樓市措施，旨在遏制本地和內地投資需求，間接引導資金流向股市，為港股市帶來利好消息。預計南向股票交易2017年將實現2,500

億人民幣淨流入，較2016年的2,062億元人民幣及2015年的978億元人民幣有所上升。內地與香港股市互通是香港市場潛在價值重估的主要動力和催化劑。(本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。)

人幣短線靠穩 股市震盪待恢復

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

自從2017年起，美元兌人民幣不斷反彈，而在此之前投資者普遍認為將很快破7。的確，在去年，尤其是特朗普意外勝選之後，美元一路強勢，令人民幣相對疲弱，連續創新低，引發恐慌。不過，隨着美元近期開始轉弱，人民幣則相對應的止跌企穩。

在擴大財政刺激言論下，美國通脹預期升溫，美匯強勢升至102至104區間內。但隨着特朗普正式就職，買在預期沾於落實的情緒上升，美元顯著回落，進入17年開始已下跌近2%，回到去年12月中下旬的位置。人民幣則從低位反彈逾1%，破6.9整數關口。央行更是適時出手干預，加大升值幅度，抬高做空成本。料人幣短線有望止跌靠穩，或保持在6.8至6.9區間內震盪。

央行創新提供臨時流動性

除此之外，由於農曆春節將至，資金面持續偏緊，歷年來都如此，倒不用過分恐慌。這次緊張的主體，從去年12月的非銀金融機構轉變為商業銀行。好在央行這次創新，在周五為幾個大型商業銀行提供臨時流動性便利，令春節前資金面穩定。

若要看中長期人民幣的走勢，還看中國經濟基本面。近期經濟數據普遍企穩。最近公佈的2016年四季度GDP同比增長6.8%，好於預期，消費貢獻過半，

主要受第三產業提振。不過，工業增加值遜於預期。整體來看，2016年經濟平穩收官，完成年底目標，通脹持續高位。考慮經濟下行壓力依然存在，人幣仍維持弱勢，波幅加劇，但下跌空間有限，且下跌速度將減緩，仍有大概率破7。

果如此，政府或將繼續加強資金監管，應對資金外流嚴重的現象。惟人民幣國際化的大方向不會改變，或許美元的強勢會倒逼更多中國的改革。此外，還是要關注美國方面，尤其是3月開始加息的速度以及特朗普的政策，包括對華態度和政策等。如果強美元格局持續，非美貨幣自然受壓，人幣也包含其中。

市場缺乏人氣 A股區間上落

不同於反彈的人民幣，中國股市就沒這麼好運。雖然人幣靠穩能對股市起到一定支持作用，但仍有限。經歷過幾輪股災，投資者顯然沒有從傷害和恐懼中完全走出，市場缺乏人氣。進入2017年以來，滬指變化不大，基本都在區間波動。題材分散，持續性一般，混改概念相對受捧表現強勢。

內地創板弱勢已成 未宜撈底

新股發行提速顯然令不少投資者擔憂，尤其是心理上受到了非常大的作



■ 隨着特朗普正式就職，買在預期沾於落實的情緒上升，美元顯著回落，進入2017年開始已下跌近2%。資料圖片

用。加上農曆春節的影響，投資者偏謹慎，或平倉拿現金過年，大市成交自然低迷，所以也難走出什麼大行情，而整體仍未走出跌勢，後市還要看年後市場人氣的恢復情況。

創業板依舊弱勢，一度創下連跌八日的歷史，雖然之後有所反彈，且短線或還將持續，但大體是技術反抽，並不具備抄底的意義，反彈更多是給投資者逢高減倉出逃的機會。

特朗普政策互相矛盾

Peter Thal Larsen 路透熱點透視專欄作家

將美國2018年經濟增速預估值上調至2.5%。

美聯儲加息步伐將加快

不過，美國經濟已經發力。過去一年失業率在多數時間裡不到5%。這其中存在風險，財政刺激政策可能直接推高新資和物價，促使美聯儲以快過預期的速度加息。就連一向倡導維持低利率的美聯儲理事布魯納德，也在上周二表態支持了這樣的看法。

加息預期進而推高美元。美元指數在

特朗普當選美國總統後的兩個月內飆升超過6%，儘管隨後回吐一些漲幅。美元走強應會導致貿易逆差擴大，強化美國企業把就業崗位遷到海外的動機。而這恰恰是特朗普承諾要扭轉的兩個問題。

這位電視真人秀明星和他的顧問們已察覺到了這種威脅。在接受《華爾街日報》採訪時，特朗普稱美元「太強了」。明智的決定應該是降低減稅力度，從改善美國長期成長潛力入手，將支出花在基礎設施投資和教育上面。

但這也是有風險的，特朗普企圖用關稅來消滅逆差，將會引爆全球貿易戰。或者，他可能向美聯儲施加政治壓力，要求維持低利率。

關稅消滅逆差恐爆貿易戰

如此不但破壞美聯儲的獨立性，還將面臨通脹爆發的危險。兩種結果都會導致美國經濟長期陷入惡化。不過，如若他的經濟團隊決定要更理智地行事，首先就應服從總統放棄一部分大膽想法。

熱點透視

東九和大嶼山篤定為未來樓市新熱點

張宏業 特許測師、中國房地產估價師



■ 九龍東作為發展智慧城市的試點，透過資訊及通訊科技方案、分享數據、加強人流和交通管理。圖為啓德郵輪碼頭天台公園。資料圖片

上周三，特首梁振英發表任內最後一份施政報告，不乏對任內各項政策作總結，保持「適度有為」的施政作風。

縱觀整份報告，除了引言和結語，一共細分為十二大段落。如以段落數目排名，冠亞

季軍是房屋和土地利用(56段)、經濟(33段)和醫療衛生(18段)，其他主題的比重則較平均。無論以總段數目或佔用頁數計算，房屋和土地利用是居首位，正反映今屆政府視房屋及土地問題是「重中之重」。從過去四

年來的物業市場變化，筆者大膽相信下屆政府仍會視房屋土地成效為政府管治成效的重要指標，市民仍然希望未來「上車」逐步變得容易。

施政報告重視房屋和土地

雖然今屆政府已盡量增加房屋和土地供應量，但是市場表現是樓價大幅上升，租金持續上升，成交量因為各種樓價需求管理措施而大跌，尤其是二手住宅成交數。私樓市場未如政府所預期外，公營房屋供應量增加五成，也不能短期內紓緩公屋輪候申請總數的急升局面。

五年任期後，公營和私營房屋的供需情況仍然失衡，房屋/土地政策還需要「持之以恆」，透過未來十年的整體供應量持續增加，才有希望逐步扭轉市民對樓市樂觀的預期。

東九成發展智慧城市試點

今屆政府開始出售啟德用地，並且得幾位內地發展商「捧場」，屢屢創下理想的土地售價成績。政府剛完成增加啟德發展

區內發展密度及優化用地規劃的計算，合共增加約16,000住宅單位和約40萬平方米商業樓面面積，並且今年內就跑到末端的設計大綱和觀塘行動區的初步發展建議諮詢公眾。

於政府施政報告中的第七一段落，政府宣佈以九龍東作為發展智慧城市的試點，透過資訊及通訊科技方案、分享數據、加強人流和交通管理。

這份報告落實九龍東尤其啟德區是未來特區的發展熱點，發展商看中時機，積極以高價買地，投入大量新型建設技術和思維，不難肯定九龍東是會取代西九龍成為市場指標。

經濟活動未來大有西移之勢

施政報告的第101段提及發展大嶼山，方向是「北發展南保育」。北大嶼山將作經濟及房屋發展，包括機場北商業區、東涌新市鎮的擴展、港珠澳大橋口岸上蓋及小濠灣。小濠灣車廠於中長期提供不少於14,000個住宅單位，而港珠澳大橋口岸人工島可提供50萬平方米的樓面作經濟用途。

從整體特區未來發展考量，經濟活動大有西移的情形，大嶼山從以往特區的「氧氣吧」逐漸開發為未來幾十年的經濟重點，結合中國內地粵西的高速增長，將達到人流、物流、及現金流的經濟有機融合。

今屆政府的施政理念貫徹了「適度有為」，而且着力對抗外來因素托高的本地私樓價格。縱使任內打擊樓價成效不顯著，但是也表示出無比毅力和決心，應該值得點讚。

美總統換人成樓市最大變數

上周五美國總統正式換人，各類政治和經濟政策仍有待實施，是本地樓市的最大變數。本屆政府應該扭轉以往反應較慢的弱點，時常審視局面，立刻採取應急措施，將外來因素的不良影響盡量清除。市場變化萬千，但是肯定房屋和土地問題仍是下屆政府的施政重點。

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。