

估值調整疊加政策驅動 內地創板發展來日方長

財經評述

蘇傑 中銀香港高級經濟研究員

今年以來，受制於流動性收緊、監管趨嚴等政策環境、IPO發行常态化以及龍頭公司業績下滑等，內地深圳創業板指數跌跌不休，表現全球最差。近期，隨著創業板估值下調、國家隊出手增持、交易所推進改革以及國家支持「大眾創業、萬眾創新」政策升級等利好浮現，創板表現能否扭轉頹勢，市場廣為關注。

多重因素導致創板大跌

今年以來，深圳創業板指數反覆下跌，截至8月1日與去年同期相比跌幅達17.06%，在全球市場中表現最差。若以2015年的高位4,037點而論，創業板指數7月中曾跌至1,641點，跌幅近六成。與此同時，以上證50指數為主的藍籌股今年則大幅上漲，漲幅

約15%。創板市場的頹勢背後包含多重因素。

從貨幣與監管環境來看，今年以來內地貨幣政策穩中趨緊，泡沫性資產價格受到抑制，在以「變革、重塑、定位」為主軸的「嚴監管」取態下，打擊IPO欺詐發行及信息披露違法、中介機構未盡責、操縱市場及利用未公開信息交易等行動持續令投資風險偏好下降；從創板自身情況來看，龍頭公司業績下滑、債務危機及業績受質疑等現象導致投資信心低迷。今年二季度創板指數公司淨利潤同比下降19.3%，較一季度9.5%的跌幅擴大。另外，去年以來IPO提速雖募集資金總量有限（去年總額為1,500億元人民幣），由此導致打新回報預期變化，進而參與創板的市場頭寸下降。今年第二季度機構

持倉佔比下降至14.83%（去年第三季為24.6%），創兩年半新低。

政策與市場利好板塊浮現

7月27日創板指數大漲3.62%，創去年5月31日以來最大漲幅，反映在反覆下跌之後政策與市場利好浮現。當日國務院發佈進一步推進「大眾創業、萬眾創新」深入發展的文件，提出聚焦互聯網+、中國製造2050、軍民融合及新一代人工智能等新技術、新業態、新模式，創新金融產品，發展創業投資。這是2015年6月「雙創」意見出台的升級版。另外，國家發改委也與國開行簽署支持戰略性新興產業發展戰略合作協議。當晚，內地兩大交易所針對全國證券期貨監管系統年中監管工作會議齊發聲。深交

所表示，要深入推進創板改革，提升上市公司品質，嚴格執行退市制度。

國家隊出手也成為創板指數反彈的一大動因。7月27日證金公司重倉買入創板股票，史上首次現身三家創板公司前十大股東。截至7月底，證金公司成為7家創板公司前十大股東。另外，有跡象顯示，部分社保、公募、保險及信託基金近期加大進駐創板股票。

短期仍受壓 長期可看好

創板指數在大幅下挫之後是否從此轉勢向上呢？從創板市盈率來看，7月31日為48.08倍，雖較2015年底的109.01倍大幅下降56%，但仍較2011年、2012年的37.62倍及32.01倍為高，相信下一步尚有調整空

間。從政策層面來看，「雙創」措施邊際效應不斷下降，加上金融服務「脫虛向實」亦變相壓縮創板延續粗放增長的想像空間。另外，今年上半年創板公司併購金額僅為116億元人民幣，遠遜前兩年786.29億和797.14億元人民幣。外延式增長乏力與商譽減值風險上升導致的創板企業業績下滑短期或難扭轉，將持續對創板向好形成阻力。

然而，相較於主板市場更多的傳統型企業，創板市場集聚中國新經濟企業，無疑昭示着未來產業革命和經濟發展的方向，其短期調整有助於除弊沉痾，正本清源，透過市場化的優勝劣汰，促進市場淨化與市場環境趨於規範健全。相信在國家支持創新發展的背景之下，加上監管趨嚴和估值調整，創板市場未來長遠發展前景料可看好。

網域無疆界 連貫大灣區生活圈

百家觀點

陳東岳 香港專業人士協會常務副主席及註冊專業測量師（產業測量）

粵港澳大灣區發展潛力巨大，但粵港澳各城市的社會法制和政策都有差異，如何協調好各方優勢而令到整個大灣區區域發展取得最佳效果，是各地和民間團體共同努力探討的課題。

網上無疆域之分，利用網上科技及人工智能等技術把大灣區內各城市的某些日常生活功能連貫在一起，或許是快速可行的方向之一。舉例說移動支付在內地早已相當普及，但在港卻尚未流行，傳媒報道騰訊在這方面希望取得突破，目前微信支付在港難連接提款卡，但連接信用卡卻不夠方便快捷，騰訊正與香港金融管理局商討安排，希望明年或可取得進展。騰訊創辦人馬化騰預期人工智能要朝深度學習發展，未來可應用在金融、醫學等範疇，並將致力推動「互聯網+」概念。

青年人對使用手機科技較敏感，在一項「粵港澳灣區青年營」活動中，有香港中學生提問指，微信在香港的知名度較低，將如何開拓香港市場。馬化騰回應時表示，隨著大灣區的人口交流愈趨頻繁，相信港澳地區的微信使用量亦會相應增加。換句話說，這類手機社交應用媒介或可應用於大灣區各城市的支付

系統。目前粵港澳各地對規管手機應用系統的法規不同，但日後假如成事，或將可以擴展到其他民生商務領域。

引入微信或影響港銀傳統業務

馬氏指出，移動支付在近兩至三年於內地迅速發展，內地今年的移動支付量較美國高逾50倍，領先全球。惟微信支付在港未普及，不如內地可連接任何提款卡般方便和快捷。筆者理解或許這個涉及本地銀行業務，手機支付系統如在港流行，將取得大量現金收賬，系統營辦商可對供貨廠家和代理商甚至其他人士作信貸服務等，這些運作或對銀行傳統業務造成影響。

另一邊廂，支付科技和人工智能科技亦對內地方便購物業催生了新潮流。今年6月初，一家叫「繽果盒子」（BingoBox）的無人收銀便利店在上海出現；而無人超市則分別於七月初在上海、深圳和杭州三個城市面世，全店不設收銀員，24小時營業。阿里巴巴馬雲與娃哈哈集團聯手宣佈：未來幾年，將在全國開展10萬家無人超市。另外京東也宣佈：在全國開設50萬家京東便利店、以及大量無人超市。不知道香港



目前，粵港澳大灣區生機勃勃，是亞太地區經濟最具活力、最具發展潛力的地區之一。圖為深圳灣跨海大橋。

資料圖片

的便利店和超市會不會效尤。

「無人店」興起 迎新零售時代

「無人店」利用科技運作，使用手機淘寶或者支付寶掃碼QR code直接進店。選購貨品後，再掃碼便直接離店。簡單三步讓成功購物付款於無形之中進行。雖然店主節省了人工成本，但由於店內無店員，有人拿走貨品不付賬，另外，有報道很多大媽攜同小孩在無人店坐在地上享受清涼冷氣。但無論如何，

對內地零售業而言，一個新的時代開始了，老闆省掉收銀員工作，但是是否可以協助他們轉崗位就業？除此之外，無人店不需開設於一線街的旺舖，或許一線舖租金因此受影響下調，而二三線舖的租金因需求增加而上升。

內地的新科技應用到民生日常生活例子甚多，很多都走在香港前面，港人不宜固步自封，應多到內地交流探訪，親身體驗大潮流趨勢，以適應社會發展的新形勢。

中國經濟走勢漸明朗 推動各行業增長

李文傑 施羅德中國A股研究主管

中國經濟數據（包括國內生產總值及出口數據）自去年持續改善，其中中國生產物價指數由負轉正，反映供應側改革的成效，並導致一些材料價格上升，改善供應鏈企業盈利，顯著地推動名義國內生產總值的增長。鑒於各行業的盈利持續復甦，私營企業過去幾年的大幅度降低槓桿和投資水平，未來預期私營投資將會回升從而延續經濟增長的動力。

A股市场漸成熟助吸引外資

自今年初，A股中有部分大盤的上行動力不俗；而MSCI納入A股後，我們認為A股有機會出現類似北亞市場早期的情況，即是在外資流入前，台灣及韓國市場均是以太地資金主導；外資進駐後，市場開始成熟，令波動性減低，而交易量亦越來越集中於一些大企業（或白馬股）上。

這個現象類似酒會上看到的「香檳杯

塔」。香檳從最頂層的香檳杯倒下，當香檳杯滿溢後，剩下的香檳將流到下層的香檳杯。此比喻中的香檳有如外資，而第一層香檳杯就是接收大量外資、估值合理的大企業，意思是外資最終不會只流入白馬股並會向下滲，所以我們投資A股時亦會留意一些較小型的公司股票。

整體而言，鑒於中國A股市場逐漸成熟，我們預期投資者對中國的投資將逐漸轉為涵蓋中國A股、H股及ADR的「完全中國化」策略。長期而言，中國A股在環球投資者的資產配置中必將扮演愈加重要的角色。

高附加值製造業等受青睞

鑒於A股納入MSCI新興市場指數及中國將於今年秋季舉行「十九大」，我們預期2017年中國經濟將保持穩定增長，支持中國A股市況穩定。另外，持續改善的中國人民教育及生活水平有

利一些行業的長遠發展，例如高附加值製造業、高新技術產業、消費和旅遊業市場。這些行業亦是我們的投資重點。

中國擁有充裕高教育水平及具技術的勞動力，在人才方面具有競爭優勢。因此，我們看好能夠吸納這些人才的高附加值製造業，並專注於科技行業中擁有環球競爭力的企業。我們認為其中部分企業將對台灣及韓國等亞洲市場的傳統科技業構成威脅，並搶佔其市場佔有率。

另外，政府與私營企業正不斷推動高新技術產業的發展，原因是環球消費者對高科技產品的需求持續上升。因此，電子零配件、工業自動化、智慧安防、大資料等行業的發展潛力尤其矚目。

消費升級 相關股份可佈局

消費者市場方面，中國消費者愈來愈

願意為優質產品及服務支付更高的價格。這與數年前的奢侈品增長趨勢不同；時時的消費主力是大眾及終端消費者，而非小部分奢侈品消費者。這亦是中國境內旅遊業自今年初強勢上升的原因之一。我們預期本輪消費升級的趨勢將更加持久及覆蓋更大範圍，包括家用電器、家居裝修、家具、汽車、及旅行等領域。我們尤其看好內地的熱門景區和度假勝地，景區的不可複製性、旅遊的免稅和娛樂消費將預計為相關公司帶來持續穩定增長。

為獲得長期穩定的回報，我們採取注重基本因素的主動投資法，並透過由下而上的股票分析，選擇能夠為股東創造長期價值的公司。這些公司通常具有非常嚴格的資本管理紀律、優質管理團隊及優良的企業管治。此外，從投資角度發掘可受惠於政策趨勢的行業或公司亦是把握A股潛力的其中一個途徑。

內地乳企增長潛力大

何天仲 比富達證券（香港）資產管理部及研究部聯席董事

受食品安全問題困擾，近年內地乳企一直難有較大發展。隨著內地政府不斷加強乳製品行業監管，加上行業自律，乳製品安全問題已明顯改善，本土品牌逐漸受到市場認可。此外，「二胎」開放後，內地出生人口有望持續增長，將刺激嬰幼兒配方奶粉需求增長，加上奶粉註冊制即將正式實施，內地龍頭乳企料有較大發展機遇，值得期待。

據中國奶業協會發佈的《2017中國奶業質量報告》（以下簡稱報告）統計，2016年內地人均乳製品折合生鮮乳消費量為36.1公斤，按國家統計局《統計公報》中約13.83億人估算，總消費量達到約4,992萬噸。若以2020年約14.5億人口推算，總消費量達約5,235萬噸。此外，目前內地人均生鮮乳消費量僅為世界平均水平的三分之一，未來增長潛力巨大。

自2015年全面放開二胎後，內地出生人口開始明顯增加。2016年出生人口達1,786萬人，同比增加131萬人，人口出生率為12.95‰，創自2002年以來的新高。目前內地第三波嬰兒潮（即1986年至1991年出生人口）正值黃金生育年齡，對出生率有一定支撐，而且對奶粉接受度較高，有望加快嬰幼兒奶粉需求增長。

受惠安全問題大幅改善

自2008年爆發奶製品污染事件後，食品安全問題一直壓抑着內地乳製品企業的發展。在內地不斷加強安全監管下，乳製品安全問題已大為改善，據報告統計，2016年內地乳製品三聚氰胺等違禁添加物抽檢合格率已經連續8年保持100%。另一方面，進口乳製品同樣出現食品安全問題，2016年共有來自19個國家的10類154批次產品不符合國家標準，被退貨或銷毀。因此，由於品質差異、運輸及儲存等問題難以解決，未來高品質乳製品發展將更為依賴本土企業。

為加強嬰幼兒配方奶粉行業監管，內地於2015年頒佈新食品安全法，規定嬰幼兒奶粉配方需要經國務院食品藥品監督部門註冊，嚴格限制配方數量，提升行業准入門檻。近日，監督管理局公佈了首批獲准註冊的企業及產品名單，共有22家89個配方獲批，其中國產配方佔比達70%。註冊制明年起全面生效，料將引發內地奶粉市場大洗牌，亦為具有獨特產品及技術優勢的企業帶來更多發展機遇。

總括來說，隨着品質改善，內地乳製品重新獲得消費者認可，加上出生率上升，將刺激新一輪乳製品消費增長。同時，高品質乳製品發展只能依靠本土企業，投資者可重點關注內地龍頭乳企，其發展空間更大。



圖為伊利集團敕勒川精品奶源基地飼養的奶牛。

新華社

長倉歐元形成擁擠交易

盧浩德 興證國際證券私人銀行副總裁

美元指數自7月聯儲局主席耶倫對通脹目標態度放軟後，美匯指數從97水平跌至93以下，並處於超賣水平(14天RSI已達30水平之下)。由於聯儲局對通脹未能達標暗示可能需要放慢加息步伐，帶動股市再創新高，多位聯儲官員表態都傾向緊縮手段重於縮表，以最鴿派的Brainard為例，她認為聯邦基金利率與通脹之差已接近零，已經沒有太多的加息空間，手段上會傾向於縮表。

呈超買 提防恐慌性下跌

同期，歐元區無論經濟、通脹都處於增長狀態，帶動歐元大幅上漲至最高1.19水平，多家國際大行應聲上調歐元目標價，最高可至1.26。根據CFTC 7月尾的歐元投機性利長倉已升至6年以來最高水平，基於歐元上漲是由於美國加息預期的大幅下降加上同期歐洲經濟的拉升，配合9月歐洲可能會宣佈收水的預期，現正處於超買水平。

歐元的強勢亦在8月的非農數據超出預期出現疲態，市場一面倒看好歐元已漸形成了擁擠交易，市場正注視着通脹會否回升至2%水平，一旦美國最新的通脹數據高於預期(市場預期7月的通脹上升1.8%)，美元會出現大幅反彈引發歐元會出現恐慌性人踩人式下跌。

關注美通脹會否重回樂觀

預期美元第三季會開始轉強，兌一籃子貨幣如歐元/英鎊會上升，加上9月有機會歐美兩國同時宣佈縮表時間表，對股市可能會有一定程度的影響。

在現今資本市場極度依賴流動性支撐的經濟環境下，各國都不想自己的貨幣過分強勢，歐元的調整還是有可能的，至於能否升破1.2水平關鍵就要看市場對美國的通脹會否重回樂觀，這一轉變有可能是環球資產勢頭的一個轉捩點。（筆者為證監會持牌人，無持有上述股份權益）

7月就業數據理想 美匯或見底反彈

葉澤恒 康證投資研究部環球市場高級分析員



美國7月份非農職位增加20.9萬份，較市場預期的18萬份為多。圖為大批遊客在美國紐約時報廣場觀光。

新華社

美國7月份非農職位增加20.9萬份，較市場預期的18萬份為多，而6月份的數字由之前的22.2萬份上調至23.1萬份。失業率方面，降至4.3%，是十六年以來最低。至於時薪方面，按年增加2.5%，而勞動力參與率略增至62.9%。怎樣解讀這份就業數據及怎樣影響環球投資部署？

7月份的就業職位增長主要在三個行業，分別是餐飲業、行政及支援服務業及健康護理

行業，分別增長5.3萬份、3.02萬份及3萬份。基本上所有行業都出現職位增加，反映美國勞動市場改善頗為全面。

失業率再度下跌至十六年以來最低，反映美國就業市場的確出現一些緊張的情況。7月份工資按月升幅增加至0.3%，是五個月以來最大，反映勞動市場的緊張情況似乎有趨嚴重。但由於勞動力的參與率只是略增至

62.9%，反映美國就業市場仍有相當閒置勞工供應，故可以預期工資升幅不會過急，只是緩步上升。由於是次就業數據的情況有明顯改善，而且私人部門的職位增加顯著，故對於是次就業數據的確是不俗的。

關注美9月份債務上限能否上調

由於數據較市場預期理想，故市場再度憧憬聯儲局會否於9月開始縮表後，於12月再

加息。但由於美國9月份需要面對債務上限能否上調的問題，企業於未來一兩個月招聘會否放緩，值得投資者關注。

由於就業數據較預期理想，舒緩了投資者對特朗普施政受阻，會否阻礙經濟增長的憂慮，對美國企業及美國經濟有利，故見美股及美元匯價於數據公佈後上升。

炒經濟復甦 商品價格受追捧

在經濟持續復甦的支持下，預期全球商品需求將會有所上升，有利商品價格回升。但由於美元上升，故可能阻礙金價近期的反彈勢頭。由於美元向好的同時，亦正在炒作全球經濟復甦，故對商品價格普遍上升，但金價卻是例外的。

美國就業數據雖然理想，但目前只是一兩個月的經濟數據，故聯儲局仍只會觀察經濟情況。若經濟數據進一步轉強，或令聯儲局12月有空間再加息。

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。