

# 港股或會經歷一輪短期大幅波動過程

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

近期，美股暴跌引發的恐慌情緒迅速傳遍到了亞太市場，導致港股劇震急挫。筆者認為，通脹預期升溫，擔心升息過快以及當前估值偏高是誘發近期美股下跌主要原因。美國公佈的非農就業數據顯示了勞動力市場的持續好轉。數據顯示，美國1月非農就業人數新增20萬人，高於預期的18萬人。同時，勞工部將2017年12月新增非農就業人數由14.8萬人上調至16萬人，11月新增非農就業人數由25.2萬人下調至21.6萬人，兩個月合計下調2.4萬人；1月份失業率為4.1%，與12月持平，維持近17年來最低水準。

## 美股大跌引發恐慌情緒需時緩解

美股暴跌及全球股市。筆者認為，美股大幅下跌引發的恐慌情緒需要時間緩解，短期市場仍有可能繼續大幅波動。就2018年全年來看，各類資產價格表現，很大程度上仍取決於經濟復甦勢頭與貨幣政策收緊這兩個變數之間的動態變化。如果全球經濟延續較好復甦勢頭而通脹相對溫和，那麼風險資產的預期收益增長仍有望抵禦貼現率上升幅度，風險資產價格對相關不確定性風險作出反應後，後期仍可能會得到修復。如果全球經濟尤其是非美地區經濟增長勢頭大幅減弱，或者通脹大幅上升觸發貨幣金融條件急劇收縮，那麼風險資產價格可能進入較長一段下跌周期。

## 港股累升大短期調整壓力未消

但短期來看，恐慌情緒和程式化交易主導的市場下跌很難完全用基本面因素解釋，因此也存在繼續大幅波動的可能性。短期內全

球市場避險情緒有所上升，股票、商品和新興市場貨幣等風險類資產價格可能經歷一輪短期劇烈波動過程，尤其是前期漲幅較大或者槓桿資金佔比較高的資產面臨獲利回吐和強制平倉所帶來的短期回調壓力，港股也可能會經歷一輪短期大幅波動過程。

2018年1月，港股牛氣沖天，恒生指數最高升破33,000點，刷新歷史新高，全月大漲9.9%，創6年最佳開局。1月港股22個交易日中有18日上漲，創30多年來單月最多上漲日紀錄（追平1985年10月所創的單月上漲日紀錄）。

筆者認為，1月港股市場過快上漲積累了大量獲利盤，短期市場或面臨一定調整壓力。

但從中長期來看，推動本輪香港股票市場上漲的基本面因素仍然比較健康，港股市

向好格局並沒有改變。其原因如下：首先，經過過去幾天的市場大幅調整後，香港股票市場的估值更具有吸引力。根據彭博一致性預期，截至2018年2月9日，恒生指數2018年預測市盈率和市淨率分別為11.5倍和1.2倍，較過去13年的歷史平均市盈率和市淨率分別低10.2%和20.9%；恒生國企指數2018年預測市盈率和市淨率分別為7.6和0.9倍，較過去13年的歷史平均市盈率和市淨率分別低29.5%和45.8%。

同時，與世界主要股票市場相比，港股市場仍然是全球主要股票市場中的估值窪地，對內地投資者的吸引力並未減弱。

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。

其次，在內地居民全球資產配置需求日益

上升的背景下，2018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，內地與香港股市互聯互通是香港市場潛在價值重估的主要動力和催化劑。

## 北水流入 恒指低估值仍具吸引

2018年1月，南向資金已經累計淨流入人民幣628億元，大幅超越去年南向資金245億元的月均淨流入金額。截至2月9日，2月南向資金又實現淨流入人民幣177億元；第三，2018年中國經濟將呈大體平穩的增長態勢，人民幣匯率在合理均衡水準上基本穩定，上市公司盈利保持穩步增長；第四，全球經濟增長穩固。2017年全球主要經濟體10年來第一次實現同步增長，2018年全球經濟增速或將進一步提高，這將為香港股票市場營造一個相對穩定的外部發展環境。（本欄有刪節）

（本文為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。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。）

# 加息推進 債市受壓

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

通脹壓力和利率上行的壓力一齊作用，遇上了的確估值偏高的美股，觸發了回落並形成踩踏，恐慌情緒蔓延到全球範圍。風險資產受壓，不少投資者都有損失，但越是在這個時候越要冷靜下來，看清楚當下的市況。實際上，除了暴跌要關注外，央行的決定幫助我們更好地把握市場的脈絡。

## 澳紐央行謹慎

澳聯儲繼續按兵不動，保持利率在歷史低位，倒是符合預期。澳聯儲認為低通脹仍將持續一段時間，但通脹水平有望在年內升至2%上方。澳元的反應倒是有限，短線走軟後作出反彈，結束連跌。

上周五，澳聯儲又表示儘管股市波動，但對全球經濟展望仍積極。重申澳元升值抑制國內經濟增長和通脹。如此可以看出澳聯儲相對來說謹慎，並不輕易行動，這給澳元帶來壓力，已經連跌兩周，累挫3.7%。紐央行也保持利率不變，並不意外，並表示貨幣政策將在相當長的一段時間保持寬鬆，並調低至2020年的通脹預期，表現得較為鴿派。紐元從去年12月中開始反彈，不斷走高，但升至0.74水平之後就進一步回落，央行態度也讓紐元上行乏力。

## 英倫銀行鷹派

倒是英央行表現得偏鷹。英央行雖然面對脫歐的難題，但仍在去年11月啟動加息，宣佈按兵不動，符合市場預期。市場利率路徑暗示，銀行利率將在3年後上升至近1.2%。隨後央行行長卡尼表示，可能要更早期，較先前更大幅度地加息。

受到刺激，英鎊快速突破近期的阻力1.4關口，因為這樣的鷹派指引有些超出預期。不過，英鎊隨後回吐升幅。經濟數據不給力，工業產出跌1.3%，是2012年9月以來最大降幅，製造業產量增1.4%，是2017年4月以來的最小升幅。貿易逆差創2016年9月以來新高。加上脫歐的問題，英鎊隨即在第二日又進一步下探，已經連跌兩周。

新的一周，CPI和PPI等數據需要特別關注。既然英央行釋放了該等信號，對於英鎊中線還是持樂觀態度，可以趁低吸納，後市再創新高不難。雖然歐央行在上個月維持利率和買債規模不變，但快於預期結束QE的風聲不斷。

## 更關注非美央行行動

美聯儲還是堅持加息的步伐。尤其是在強勁的非農和時薪增長數據的支持下，



英國央行行長卡尼表示，可能要更早期、較先前更大幅度地加息，刺激英鎊快速突破近期的阻力1.4關口，因為這樣的鷹派指引有些超出預期。

加上美聯儲官員們為此加了一把火，紛紛發表偏鷹的講話，加息的預期升溫，並認為年內不會僅僅只有三次。這讓原本就受壓的美債更加雪上加霜，美債收益率加速上行，尤其是10年期收益率突破2.8%，打破其三十年多的下跌通道。恐慌傳到股市以及其他風險資產。美元是受益者，從

低位反彈，並在上周三躍上90水平，周內共累積1.4%的升幅，創2016年12月以來最佳單周表現。

接下來還需關注除了美聯儲以外的央行行動。除了英央行鷹派外，其他都普遍短線較為謹慎，但料之後還將加速推進收緊，給美元帶來中繼的壓力。

# 市場下跌與預期相互影響

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師

我們認為上周全球市場大跌的最主要原因是估值方面已經累積了不小的風險，而加息預期增加是下行的催化劑。但股市的大跌也會影響了市場對於宏觀經濟的預期，這也使得大宗商品價格和主要經濟體的利率出現短期下跌。港股之前積累的漲幅已經很大，獲利回吐的壓力不小，不過，在實體經濟不出現惡化的情況下，進一步下行的空間十分有限。

## A股再大回調空間有限

A股方面，之前就有增量資金不足跡象，近期資金又進一步流出。但A股之前漲幅有限，估值較合理，進一步大幅回調的估值空間其實不大。將由於資金面的壓力，近期A股也可能是相對較弱的走勢。

上周，雖然美股出現較大下行，但美元

指數大幅的反彈，而人民幣兌美元匯率出現了很大波動，全周對美元略有貶值。近期美國的經濟數據仍是較好的，加上減稅政策的通過，在近幾個月大幅推高了美元的利率水平，給股市估值帶來壓力。但在上周股市大跌後，長期美元國債利率出現回落，顯示債市預期有所調整。

在最近兩周大跌之前的3年時間裡，MSCI全球指數上漲了30%多，而且沒有較大的調整。而且在去年12月後，市場出現了加速上漲走勢。而此次大幅回調將最近2個月快速上漲全部回吐，有明顯獲利回吐的色彩。同時，全球商品價格也明顯回調。原油價格出現暴跌，其他工業品價格也有較大回落。

港股從去年12月開始也出現了加速上漲，而在最近兩周，恒指下跌11%，也將近2個月的上漲吐回，而且所有一級行

業都有不少下跌。但上周港股交易量反而創出歷史新高，而且港股成交量與淨買入都有明顯上升。港股單周跌幅超過10%次數很少，在1990年後有8次，大部分時間都很快回穩，有些收復之前的大跌。

上周，A股市場的跌幅要大於港股，而且上周後半段大盤股的跌幅相對更大。目前A股的資金面仍在弱化，兩融餘額兩周已經下降了488.5億元，交易額也有所回落，周環比下降了10.42%，主要是小盤股與高估值股票的交易額下行。

## 港股大跌後有望收復失地

我們認為全球市場大跌的最主要原因是估值已經累積了不小的風險，此次全球股市大跌的導火索是估值水平最高的美股的大跌。而加息預期的上升成為了此輪股市大跌的催化劑，算法交易等程序化交易方

式進一步加大了跌幅。而且，市場的大跌也會影響了市場對於宏觀經濟的未來的預期。大宗商品價格最近的大跌，以及主要經濟體的利率下跌，在一定程度上也是因為這種預期調整的體現。不過，近期的下跌不至於給實體經濟帶來什麼實質性影響。

港股由於之前積累的漲幅已經很大，獲利回吐的壓力不小，上周的放量下跌也顯示了市場的這一特徵。不過，在實體經濟不出現惡化的情況下，進一步下行的空間將十分有限。我們總體認為港股在近期逐步企穩的概率較高。

A股方面，之前已經顯示出市場增量資金不足，存量資金博弈的跡象，在外部市場大跌的影響下，A股在近兩周資金進一步流出。但我們認為，A股之前漲幅十分有限，中小盤股不斷創出新低，進一步大幅回調的估值空間其實不大。由於資金面的壓力，近期A股也可能是相對較弱的走勢。

（本文有刪節）

# 狗年物業投資 問誰領風騷？

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師



去年的甲級私人寫字樓是商廈界中的明星，但當甲級去年錄得理想升幅後，預期今年乙級的表現是可期的。圖為中環甲級寫字樓。資料圖片

筆者於下筆時，香港股市指數剛從歷史高位回調超過10%，業界人士預計這是健康調整，短期看可以守住約29,000點至30,000點，方能整固後再重回高位。地產界人士紛紛揚言股市調整單純是股價過高，香港經濟平穩上揚基調未變。如果人民幣匯率強勢未改之下，中國熱錢仍會持續湧現，本地投資市場景氣不會短期減弱。

回顧雞年，香港物業投資市場非常景氣；仍然當旺的狗年，誰領風騷呢？縱然歷史未能準確說明未來，但是回看雞年投資市場也會對狗年展望有點啟發。

## 非住宅物業去年價量齊升

根據政府產餉物業估價署統計數字，非住宅物業市場（包括工商舖）去年都價量齊

升。整體成交數量和金額是9,239宗和955.26億元，同創下近五年新高。但是大家注意這些數字只包括使用物業合約買賣方式，並沒有計算以公司股權轉讓交易方法，尤其以整幢工商舖及分層貴重物業多以公司轉讓方式完成，達到減少稅收效用。

據各大地產代理資料，去年工商舖整幢成交非常暢旺，並且其均價還比同度分層售單價理想。這種整體溢價現象說明投資熱錢鍾情於整幢物業收購，或取其命名權、或取其重建價值、或如工廈的是憧憬政府再推行全新活化政策，總論是整幢貴重物業是市場焦點和投資者追捧的。

如按上述政府部門統計數字，非住宅物業中，分層工業大廈成交量增幅最高，私人辦公室則成交金額升幅最驚人，分層工業大廈成交金額位居次席，這說明去年私人寫字樓和分層工業大廈表現遠優於商舖，主因是各個種類受到不同因素主導交易數目和價錢。

## 整幢工廈成交料續暢旺

筆者認為狗年物業投資情形會有幾類型仍然受熱錢和本地資金追捧。剛踏入2018年，

工廈交投非常亮麗，特別以全幢工廈更是市場焦點，預計上半年整幢工廈成交仍然非常暢旺。

根據筆者粗略結算，近兩個月已錄得五宗成交，廣泛地遍佈元朗、荃灣、觀塘及大角咀，平均呎價（以現時或重建面積）合算都是「低水」，投資者全是本地資深投資者或香港發展商，因為重建或活化工廈時間較長，且應用較多專業知識，明顯地香港的投資者還有優勢。

## 民生舖租售可續保平穩

商舖物業表現根本同旅遊業和本地經濟表現掛鈎，去年已見售價和租金見底回升。扭轉三連跌，去年本地零售銷售總額上升2.2%，得力於股樓旺的財富效應及訪港旅客按年增2.7%（內地客更增3.1%）。

如果今年股樓表現未轉弱，又訪港旅客仍能錄得單位數升幅，零售市場表現仍然不俗下，零售物業會經歷真正回升的頭頭。面對未來網購的不減威脅，民生舖的租金和售價走勢較平穩，無怪連龐大基金也在去年大手注購入「領展」商場。狗年的商舖焦點保持是民生地區的地下街舖及設有樓梯直達的一至二樓樓

上商舖，租金高低仍然是成敗關鍵。

## 乙級寫字樓可期追落後

雞年的甲級私人寫字樓是商廈界中的明星。根據上述統計數字，甲級寫字樓租金和售價分別上升5.13%和14.92%，遠遠拋離整體的4.68%和13.52%。當中核心地區（含上、中環、灣仔/銅鑼灣和尖沙咀）更錄得平均售價升幅超過26%。回顧甲乙丙三種辦公室表現，去年的乙級是表現最差的，當甲級去年錄得理想升幅後，今年乙級的表現是可期的。

投資物業只看回報率，查詢差估署的數字便可看得最清楚。去年十二月，這組數字分別是私人住宅A、B、C、D、E分類分別是2.7%、2.5%、2.3%、2.2%及2.0%，而非住宅類的甲、乙級寫字樓，分層工廈及商舖分別是2.6%、2.7%、2.9%及2.4%。這也可說明甲、乙級寫字樓和分層工廈單位仍然是較具投資性的，當然個別物業的特性如命名權、重建權、景觀和樓層仍然是決定因素。熱錢一天湧入本地，投資市場尤其物業市場是大有可為的，但應留意股樓匯市場波動，這才是決定今年可以走多遠的「溫度計」。

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。