

悲觀情緒仍處高位 港股波動性加劇

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

全球觀察

上周，美股暴跌引發的悲觀情緒迅速傳遞到亞太市場，導致港股大幅波動。同時，部分上市公司發佈的三季度業績低於預期，令投資者擔心在經濟下行壓力邊際加大的背景下，未來幾天可能會有更多的上市公司發佈較預期為差的三季報業績，市場悲觀情緒有所升溫。香港股票市場整體沽空比率（Short Selling Ratio）處於歷史新高，表明市場做空力量依然強大。

市場日均沽空比率料破頂

根據彭博資訊的每日沽空數據，2018年9月，港股市場日均沽空比率已攀升至14.5%，為近20年以來最高位（按照月度日均比率計算），高於8月的13.8%和7月的12.4%。截至10月26日，本月港股市場日均沽空比率進一步攀升至15.6%，其中上周日均沽空比率高達16%。預計10月港股市場日均沽空比率或將超越9月，再創歷史新高。

回顧上周行情，恒生指數跌3.3%，收於24,718點，國企指數跌1.6%，收於10,059點，港股日均成交金額為1,009.1億港元，較前周有所上升，南向資金淨流入43億元人民幣。行業板塊方面，本周所有板塊均收跌。其中，資訊科技業下跌6.76%，表現最差，主要是受美股科技股大幅下跌影響，納斯達克指數上周三暴跌4.43%，創2011年8月以來最大單日跌幅；工業和消費者服務業表現也較差，分別下跌5.51%、5.07%；地產建築業收跌1.18%，表現相對最好，主要是受到部分城市下調首套房貸利率並加快房貸審批的消息面利好影響；消費品製造業和金融業表現也優於大盤，分別下跌2.03%和2.39%。

中期選舉結果或為美股添壓

筆者認為，對於中期選舉結果的擔憂可能

令近期美股承壓，美國股市估值高位調整壓力加大。今年的中期選舉將於11月6日舉行。歷史數據顯示，在中期選舉之前，政治不確定性通常會導致美國股市波動性加劇。按照1960年以來中期選舉年份的選舉前後美股表現分析，臨近選舉日前的美股表現相對偏弱。同時，程序化交易及資金扎堆可能也是市場暴跌誘因之一。在市場恐慌的情況下，程序化交易會進一步放大市場的波動性，引起市場的異常波動。截至10月26日，衡量標普500指數預期波動性的「恐慌指數」VIX於本月已上漲100%至24.2，遠高於2016年的均值15.8和2017年的均值11.1。

筆者仍然認為，本輪美股牛市已經進入最後階段，2020年前後美股牛市高估值泡沫破滅的尾部風險將大幅增加，屆時全球金融市場或將面臨更大風險。當前美股牛市已經持續了114個月，已成為美國歷史上持續時間

最長的牛市。從歷史經驗看，美聯儲加息周期一般持續至貨幣政策達到偏緊狀態，並以刺破資產價格泡沫和結束經濟擴張周期收場。預計美聯儲2018年12月將再加息1次，2019年加息3次。

港股短期不明因素偏多

當前港股市場信心比較脆弱，投資者預期尚不穩定，對市場負面傳聞非常敏感。而且，港股市場投資者以成熟的海外機構投資者為主，港股走勢受美股的影響較大，尤其是在美大幅調整的時候。目前，港股市場短期面臨的不穩定和不確定因素仍然較多。如果未來經濟下行壓力加大，中美貿易摩擦持續升級以及新興市場金融危機擔憂情緒繼續蔓延，疊加政策刺激力度再度低於預期，港股市場或將繼續大幅波動。

不過，港股市場當前估值處於歷史底部區域，而且仍然是全球主要股票市場中的估值

窪地。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也並不高，投資者不宜過分悲觀。根據彭博一致性預期，截至10月26日，恒生指數2018年預測市盈率為10.3倍，較過去13年歷史平均低19.7%，處於歷史底部9%區域；恒生指數2018年預測市淨率為1.1倍，較過去13年的歷史平均低27.3%，處於歷史底部7%區域。恒生國企指數2018年預測市盈率為7.6倍，較過去13年歷史平均低27.8%，處於歷史底部16%區域；恒生國企指數2018年預測市淨率為0.9倍，較過去13年的歷史平均低41.9%，處於歷史底部10%區域。如果未來內地政策逐步發力，重樹市場信心，港股長期投資價值將更加凸顯。

（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。）

美股巨震 波幅擴大

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

從本月開始，美股出現幾次大跌，打擊了投資者對於美國市場的信心，也將跌勢蔓延到其他市場，加上中美貿易摩擦和中期選舉的不明朗因素制約，避險資產獲得支持。

GDP增長3.5%勝預期

實際上，目前環球市場整體氣氛並不樂觀，尤其是在貿易戰不斷升級下，投資者對經濟增長的擔憂升溫。包括中歐在內的國家，經濟數據都表現出其經濟所面臨的下行壓力。

美國數據還是相對樂觀，比如Markit製造業PMI意外繼續上升，首次領取失業救濟金人數降幅超預期。上周五公佈的GDP備受關注，意外上漲3.5%，超出預期，個人消費支出對經濟增長拉動創15個季度新高。而今年第二季度的GDP增長為4.2%，有部分投資者擔心經濟增長見頂，未來增長將放緩。

受到數據提振，加息預期升溫，12月加息概率有七成。美匯指數獲得支持。實際上美匯指數在月內表現相當反覆。月中一度跌破95關口和百日線，好之後又重拾動能，不但收復失地，更是重新突破96的區間阻力。GDP的表現提振美匯指數

高見96.860，再次挑戰全年高位，可惜最後還是收窄漲幅，收跌0.33%至96.359，上方阻力還是不小。

接下來還要看本周即將公佈的非農，是11月中期選舉之前最後一份非農報告，目前預計為19萬3千，失業率維持在多年低位3.7%。但這些存在不確定性，對美元、黃金、美債等表現影響直接。

美股年內升幅全消

美股也相當不穩定。投資者主要關注業績表現，評估盈利前景能否撐起當前的高估值，所以隨着企業逐個公佈，美股表現反反覆覆，恐慌指數VIX上周上漲21.47%。

本月10日，美股大跌，當時科技股面對拋壓，納指跌4.08%。標普連跌五日，跌至2個月新低。月初還強勁的進道指隔夜加速下跌，挫3.15%。10月11日跌勢延續，進一步下探。好在隨後股市獲得支持，但投資者相當謹慎。

直到10月24日，對貿易戰敏感的晶片商受挫，拖累其他科技股。道指和標普抹掉了年內全部漲幅。納指創逾7年來最大單日跌幅。

上周五，原本GDP報告可以給美股帶



■美股本月大跌，道指和標普抹掉了年內全部漲幅，納指更創逾7年來最大單日跌幅。圖為紐交所。法新社

來支持，但是亞馬遜和谷歌令人失望的財報繼續引發投資者擔憂，美股在低開後一度反彈，但之後又下跌。道指跌歷兩萬五，上周共跌2.97%。標普重心進一步下探，周挫3.94%。納指同樣未止跌，連跌四周累挫逾一成。

新的一周，投資者將把目光轉向蘋果和Facebook等的重磅業績。雖然目前還不能完全確定美股的趨勢，但至少可以確定的是波動性增加，也有不少投資者選擇減磅

美股。

美長債息失守3.1%

10月連續兩次的大跌，美債還沒來得及作出修復就不斷下探。避險資產獲得支持，日圓和黃金獲得動能。美債上漲，10年期美債收益率週四3.2%進一步跌離，上周五失守3.1%一線，全周共跌3.65%。2年期美債收益率亦從高位回落，測試50日線支持。

內地救市會成功嗎？

洪灝 交銀國際研究部主管

內地市場瀰漫着一片「救市」之聲，而市場自身也正在嘗試技術性反彈。高層的一系列演講，以及迅速推出並陸續執行的一系列短期應對的政策，都表明了「救市」的決心。例如，全國人大常委只用了四天便修改了公司法，來為上市公司回購股票提供更便利的渠道。券商被禁止強行出售那些已抵押、並已經跌到強制平倉線的股票。同時，券商還正在籌備資金以減輕那些雖然股票已經大量質押的、但是「仍有價值」公司的壓力。

但這一系列的短期應對政策會奏效嗎？根據我們的統計分析顯示，儘管2015年股票市場泡沫的破裂曾短暫地阻礙了股權質押的「蓬勃」發展，股權質押金額及

質押比例還是從2015年初以來持續攀升。直至2018年3月份，市場整體質押比例明顯上升，然後快速下滑。隨着市場不斷下跌，越來越多股權質押面臨平倉風險，情形就如同踩油門加速一般。儘管如此，自1月末以來，整個新興市場一直承受着巨大的拋壓。自2015年的泡沫破滅後市場復甦以來，股權質押比例隨着市場的回暖而同步上升。因此，股權質押貸款不太可能是造成熊市的根本原因，儘管這些質押會加重熊味。與此同時，美國市場的劇烈波動也對本來就已經形成的熊市雪上加霜。我們的研究認為，這是中國經濟短周期下行與美國經濟短周期見頂衝突交匯產生的後果。（《中美周期的衝突》，

20180903）

修改公司法成存疑

此外，火速修改並通過公司法以允許上市公司更容易的回購股份，此舉是否能夠奏效？我們的研究分析顯示，其實答案尚不明朗。我們認為，如果上市公司資產負債表上淨現金為正值，則該公司有在公開市場上回購股份。我們通過比較上市公司資產負債表上的淨現金流量與短期債務，發現當前所有上市公司僅有約3,250億元的淨現金，相當於持有淨現金對應的公司12.3%的自由流通股市值。但這些淨現金只佔不到整個市場40萬億元總市值的1%。這個淨現金的總量雖然已經從2016年的4,000億元左右有

所下降，但由於市場下跌，其相對於市場總市值的比例大致穩定。綜上所示，上市公司能夠用於公開回購股份的現金量其實是有限的。儘管修改法律能夠幫助那些擁有額外現金流的公司，但這些公司本身應該比較健康，因此也可能不太傾向於通過回購的渠道去支持自己的股票。

總而言之，這些應對的政策可能會舒緩市場低迷的人氣，但沒有觸及內地股市所面臨問題的本質：內地股市並非始終是一種包容性致富的投資追求。股市的目的，並非總是通過參與上市公司的增長，讓普羅大眾都有創造財富的機會。相反，內地股市更像是一場「擊鼓傳花」的遊戲，富人收割窮人，有閒階層收割無閒階層，局內人收割局外人。而內地的散戶投資者，通常出於一種自嘲的「阿Q」樂觀主義精神，給這種遊戲起了個外號，名曰「割韭菜」。這是因為韭菜長得快，可以一遍又一遍地收割。（本報有刪節）



■港珠澳大橋開通正好促進珠江西部的交通便利性，有效地促進整個粵港澳大灣區經濟一體化融合發展。圖為旅客步出港珠澳大橋的香港入境大堂。中通社

10月23日，中共中央總書記、國家主席、中央軍委主席習近平親臨珠海，主持和宣佈大橋正式開通，標誌國家最高領導人對這「國之重器」之高度重視，也宣稱中國已躋身全球「橋樑強國」之列。

耗資逾1,200億元，全長55公里的港珠澳大橋，是全球最長的橋隧道路。整條大橋高度落差很大，由於要避讓飛機航道、珠江口

船務活動、珠江的水流影響及頻密正面打進颶風等，大大提高對設計和施工技術的要求。世紀大橋的最終順利「行走」表示中國已通過自主研發、建造、管理——克服各種主客觀困難，並且可以把橋樑建造技術輸出去「一帶一路」國家。

回顧整個大灣區經濟發展，不難發現三大城市群組中，珠海、中山、江門是GDP總

港珠澳大橋開通 一小時生活圈漸成形

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

量最低的，主要原因是珠西地區交通情況長期較為落後，這次港珠澳大橋開通正好促進珠西的交通便利性，有效地促進整個粵港澳大灣區經濟一體化融合發展。通過無縫的公路、鐵路及海路網絡連接，大灣區內兩個特區和九個城市便可暢通無阻，一小時生活圈逐漸成形了。

港府須做好交通酒店規劃

從經濟角度考量，大橋通車短期內對旅遊、地產、物流及展覽業迎來無限機遇。除了開辦高鐵遊外，港珠澳旅遊業界已率先開辦「港珠澳大橋一日遊」、珠海/中山/江門城市旅遊團等等。整個珠西地區以至國家西部省份的旅客更可便捷地利用大橋直達香港機場國際航班遠赴世界各地，長期促進國家東西部平衡發展。

當然也大大幫助珠西三座城市赴港澳旅遊、經商、學習、交流的便捷性，對港澳地區各種旅遊相關的經濟活動有莫大裨益。不過港澳政府必須做好本地交通、零售及酒店配套規劃，盡量避免大量旅客和車輛進入傳統道路網和公共運輸網所產生的擁擠情況。不可能未見其利，但是先見其害，迫爆港澳兩地現有的交通設施。市民也應包容這

批新增客人進入香港，展示香港是有禮之都的美名。

購物業宜先了解限購條例

除了旅遊業界大量拓展商機外，珠中地產商也「躍躍欲試」地力銷當地一手樓盤。除了減價促銷外，地產代理亦以「買物業送粵港車牌」為宣傳噱頭，讓業主以優惠價購買或於高樓價物業免費贈予大橋車牌，以收促銷之效。不過各位準買家必須了解各地不同限購條例，不能盡信代理的說法，更不應相信那些購買當地物業的不合法手段，避免產權不清引起未來轉售時的金錢損失。讀者可關注大灣區的九車位投資性，尤其廣/深/珠三個主要城市和橫琴地區私人物業發展的車位，將來三地往來不乏自駕人士，車位變成不可缺少了。

大橋大大縮短珠中江和港澳間的貨運時間，降低兩地物流成本，促進當地物資供港澳地區。本港物流後勤用地不足，業界需要在新界棕地作業，間接地阻礙特區政府有效地回收棕地再發展其他用途。據稱，珠海市政府早已在當地鄰近港珠澳大橋一帶，預留300公頃土地作為物流後勤用地，以較低廉價格和租金扶助物流發

展。

物流倉庫可考慮遷往珠海

本港物流業界可以考慮將新界棕地的物流倉庫及跨境網購中心設置於珠海，以解決本地人才荒和高昂租金成本的困境。通過物流業界有序地移離棕地，特區政府較容易還原用途並再發展成其他商住用途，實是「一石二鳥」的方案。

除了經濟層面，大橋打通三地居民生活上交流和融合。未來當大家生活水平和文化程度不斷地收斂後，港澳居民便可接受居住及生活在大灣區城市中，部分長者可以前往退休、一些年青人赴珠海或中山等創業，更多居民到當地消費和渡假，有助舒緩香港多種局限。

這項世紀大橋工程歷時9年終於「行走」了，實是整個大灣區的發展里程碑，把粵港澳大灣區未來融合發展推前一大步。市民也可留意大灣區相關的物流、資源股、濠賭股、內房股、物業管理股及航運股，搭上大灣區經濟順風車。

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。