

港股估值處低位 北水5月續湧入

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

全球觀察

上周，市場避險情緒仍處於高位，港股市場繼續回調。回顧上周行情，恒生指數跌2.12%，收於27,354點，國企指數跌2.28%，收於10,446點，港股日均成交金額為903.9億元，較上周有所下降，南向資金淨流入50億元人民幣。行業板塊方面，除公用事業外，上周其他板塊均收跌。

其中，資訊科技業下跌6.96%，表現最差，主要是由於中美貿易摩擦升級導致科技以及手機產業鏈公司股價大幅下行；消費品製造業和原材料業也表現較差，分別下跌3.82%和3.73%；防禦類的公用事業上漲1.70%，表現最好，主要是受益於投資者避險需求上升；電訊業和金融業表現也好於大盤，分別下跌0.48%和1.14%，呈現出一定的抗跌性。

進入5月份以來，市場風險偏好突然下降，港股下行壓力加大。截至上周五，恒生

指數本月已累計下跌7.9%，五窮六絕的「魔咒」再度應驗。歷史上，港股在5、6月份往往表現不佳，有「五窮六絕」之說。在過去14年中（2005年1月至2019年4月），恒生指數5月份下跌為10次，平均回報率為負0.5%。當前港股市投資者預期不太穩定，市場做空力量再度增強。

根據彭博諮詢的每日沽空數據，截至5月24日，本月港股市日均沽空比率已攀升至14.7%，高於4月的13.5%和3月的13.9%。按照月度日均比率計算，2018年10月港股市日均沽空比率曾經達到15.4%，為20年以來最高位，預計5月港股市日均沽空比率將處於歷史高位。

A股較H股明顯溢價

筆者認為，經過短期調整後，隨著未來內地穩增長政策持續發力，積極金融監管政策

激發資本市場活力，以及科创板市場推動科創企業和資本市場有效對接，港股長期投資價值將凸顯。港股市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不高。根據彭博一致預期，截至5月24日，恒生指數2019年預測市盈率為10.8倍，較過去14年歷史平均低15.2%，處於歷史底部20%區域；恒生指數2019年預測市淨率為1.2倍，較過去14年的歷史平均低25.4%，處於歷史底部11%區域。恒生國企指數2019年預測市盈率為8.2倍，較過去14年歷史平均低22.0%，處於歷史底部33%區域；恒生國企指數2019年預測市淨率為1.0倍，較過去14年的歷史平均低38.6%，處於歷史底部19%區域；恒生AH股溢價指數從2019年4月底的125.4升至2019年5月24日的

125.7，相當於A股較H股平均溢價25.7%。

互聯互通促價值重估

筆者注意到，雖然近期海外投資者的悲觀情緒大幅上升，但在港股市場當前估值具吸引力以及人民幣匯率變化的背景下，5月南向資金繼續實現淨流入。截至5月24日，今年南向資金累計淨流入305億元人民幣，其中5月南向資金實現淨流入119億元人民幣（高於4月淨流入的114億元人民幣）。自滬港通開通以來至2019年5月24日，南向資金累計淨流入7,062億元人民幣，同期北向資金累計淨流入7,232億元人民幣。展望未來，隨著資本市場在推動中國經濟結構調整和產業優化升級中的戰略地位日益凸顯，資本市場長期向好趨勢值得期待，而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。

行業板塊方面，在當前中國經濟轉型升級和中美貿易摩擦加劇的背景下，未來內需對經濟增長的作用將處於更加突出的位置。因此，內需為主的白馬消費股將直接受益於國家進一步激發居民消費潛力的刺激政策，細分領域已形成競爭力的龍頭企業有望獲得更多發展空間和盈利增長空間。同時，筆者也比較看好後續重點投入的「國產自主可控技術/進口替代」受益股、重要的戰略資源股、防禦類的公用事業股、高股息低估值的大型銀行股以及受益於基礎建設投資的增速回升的基建股。

另外，房地產市場對中國經濟金融穩定十分重要，房地產龍頭股也可以重點關注。（本文為筆者個人觀點，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。）

地緣政治風險高 投資者必須警惕

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

雖然目前投資者從極度擔憂的情緒中走出來，但地緣政治風險仍然高企，風險資產難有特別大的反彈。

方面，中美貿易戰持續進行。5月份自從特朗普的一條推特開始，雙方局勢越來越緊張，互不相讓。雖然近期美國總統特朗普訪日，矛頭暫時對準日本，但並不代表和中的關係緩和。尤其是特朗普還在上周主動吹暖風，說貿易戰或能很快結束，但也只是口頭上說說。貿易戰已經不斷蔓延，現如今打壓包括華為在內的中國科技企業。恐慌指數VIX從五月開始重新回歸大波幅，單日上漲或下跌一兩成已經是常態。VIX一度在五月的第二周高見23.38，但隨後回吐漲幅，目前已經連續回落兩周。

A股港股同受壓

內地及香港股市出現明顯的回調。滬指在本月跌回3,000點下方，隨後重心不斷下移，上周失守百日線，已經連續下跌五周，累積12.7%，短線保持震盪，還在等待方向。香港股市亦從五月開始加速回調，連續跌破了不少重要支持，雖然上周五止跌反彈0.32%，但動能相當有限，目前連跌三周，累積9.07%，成交收窄，上周五僅有760.07億元。人民幣原本是平穩波動，從5月開始加速下跌，破

7的概率升溫。好在有央行力挺，近期收窄跌幅，離岸人民幣今日一度測試6.9一線，短期內破7的可能性降低。

避險資產見支持

避險資產受到市場情緒波動而波動。日圓在月初加速走高，到了月中回吐漲幅，但近期又獲得支持。美元兌日圓從上周三開始，遇阻百日線後，進一步回落，不但失守110支持，更在周五低見109.27。雖然日圓暫時不至於很快升破108至115的區間，但波幅加大，近日可能繼續有上漲動能。

金銀亦獲得機會反彈。上周美國歐洲公佈的經濟數據疲弱，投資者越來越擔憂全球經濟增長放緩，加上中美貿易戰仍然沒有明朗，雪上加霜。

美匯指數在本月表現相當反覆，上周四更一度高見98.371，隨後沽壓增加，上周五再跌0.25%至97.613。原本金價遇阻1,300美元，跌破100和50日線，跌至1280美元下方，但從上周四開始止跌反彈，動能有明顯的增加，上周五繼續上漲，50日線很快將受到挑戰。金價短期仍有漲幅，但1,300美元阻力仍不小。

上周五，英國首相文翠珊含淚宣佈辭職，上任以來，文翠珊一直奔波於英國脫歐事件，屢試屢敗，目前已經將英國脫歐延至10月31日，最終還是未能完成使命。英鎊的下跌已經不是一兩天，從2016年6月全民公投，有51.9%的選民投票支持脫歐，英鎊就受壓回落，期間亦有反彈，但1.4水平附近阻力大，英鎊很快回吐漲幅。從今年五月第二周開始就加速下跌，失守主要均線支持，上周四更是低見1.2606，好在上周五止跌反彈，上漲0.45%，但還是連跌三周。

脫歐前景仍難料

但接下去，誰來接替文翠珊的位置，這



地緣政治風險持續高企，正當市場逐漸消化中美貿易戰升溫消息，英國脫歐事件又起風波。

職，上任以來，文翠珊一直奔波於英國脫歐事件，屢試屢敗，目前已經將英國脫歐延至10月31日，最終還是未能完成使命。英鎊的下跌已經不是一兩天，從2016年6月全民公投，有51.9%的選民投票支持脫歐，英鎊就受壓回落，期間亦有反彈，但1.4水平附近阻力大，英鎊很快回吐漲幅。從今年五月第二周開始就加速下跌，失守主要均線支持，上周四更是低見1.2606，好在上周五止跌反彈，上漲0.45%，但還是連跌三周。

個燙手的山芋並不是簡單可以解決，在解決脫歐的同時，此人還需考慮自己能否坐穩首相之位，不想重蹈文翠珊的覆轍。脫歐似乎在一夜之間又重新回到開頭。而眼下，無協議脫歐的概率升溫，這對於英國和歐洲影響都將非常大。

脫歐問題將何去何從，依舊面對較大的不確定性，英鎊後市仍面對挑戰，波幅或繼續增加。而這樣的不確定性料也讓英央行難以繼續貨幣政策正常化的步伐。短線英鎊雖有一些小反彈，但料上行空間有限，後市甚至有測試年內低點的可能。（筆者為證監會持牌人士，並無持有上述股份權益）

把握香港的獨有優勢 助力國家綠色發展

滬港融慧

張麗 浦發銀行香港分行行長

粵港澳大灣區規劃中的綠色篇幅濃墨重彩，把香港定位為大灣區綠色金融中心，給予香港引領全球綠色金融發展的歷史機遇。筆者堅信，香港將把握自身優勢，為國家綠色事業作出重大貢獻。

政府監管市場參與綠色發展

在政府層面，港府於去年6月宣佈設立1,000億元綠債計劃，資金將用於在節能環保、污染防治等方面。本月21日，港府首次發行10億美元國際綠債，獲4倍超額認購，顯示國際市場對於香港的信心和對港府綠色發展政策的支持。港府亦在去年6月份推出綠色認證費用補助計劃，通過香港品質保證局（「HKQAA」）推廣綠色認證工作。

在監管層面，金管局今年5月初發佈三大舉措來推動綠色發展，包括綠色及可持續銀行的倡議、政府負責投資原則及成立綠色金融推廣中心。

在市場層面，港交所早在2011年即發佈環境、社會及企業管治（「ESG」）指引，並從2016年開始推行「不遵守及解釋」的ESG披露原則。恒指公司剛推出恒指及國指ESG指數，開拓跟蹤ESG指數的投資。

香港綠色金融生態加速成形

隨着政府、監管及市場各方的廣泛參與，香港綠色金融生態已經加速成形。香港是大灣區唯一同時擁有本土及國際綠色認證機構、國際及國內評級機構的城市，也是環球金融行業公會的聚集地。今年3月，亞太區貸款市場公會即在香港發佈可持續發展貸款準則，將帶動綠色、可持續貸款在亞太區的發展。

一流的人才儲備、健全的法制環境和完善的金融基礎設施及成形的綠色金融生態將成為香港搭建綠色金融中心的核心理競爭力。

筆者相信，香港將為大灣區乃至國家綠色事業作出更大的貢獻。筆者所在的浦發銀行是首家在內地發行綠色金融債券的銀行。作為浦發第一家境外分行，浦發香港已通過研討會及媒體報道等方式來普及綠色金融知識，並積極認購了香港政府首單綠色債券，持續支持香港的綠色可持續發展。

中美談判不樂觀 港股中期壓力或較大

邱志承 工銀國際研究部執行董事兼策略師

中美經貿爭端從關稅擴展到科技領域，對產業分工和全球化進展均有較大的打擊，再加上主要國家經濟數據較差，帶來近期全球市場的持續下跌。目前港股估值已經接近歷史低位，下行空間有限；A股的大盤股的估值也相對安全，但A股中小盤股風險要高得多。經過持續下跌後，如果下周中美經貿爭端不出現進一步的升級與激化，企穩反彈的概率有所上升。

但我們對中美談判並不樂觀，美國的技術封鎖，提升了中國推進產業與科技政策決心，雙方的分歧進一步上升，目前中國已經在進行大規模持久戰的政策準備。我們估計貿易爭端短期難以解決，只有雙方經濟更大下行壓力和美國進入大選季，才可能推動協議的達成，即使形成協議，有效性也有限。在此不利情景下，下半年部

分上市公司業績有可能出現下滑，這會在中期給港股與A股帶來不小的壓力。

爭端未緩解 匯市呈震盪

美國上周披露的各項經濟數據較弱，美國利率也因此進一步下行，收益率曲線也再次接近倒掛，近期市場對美國經濟預期正在弱化。中美經貿爭端並未緩解，還傳出美國將對更多的中國高科技企業進行技術封鎖的消息。不確定性的上升，推動日圓匯率持續上行，美元指數衝高後回落。

人民幣匯率也相應有所反彈。人民幣利率穩中略升，較大的匯率壓力限制了人民幣利率的下行空間。近期港幣匯率的壓力也大為上升，利率也略有上行，與美元的利差進一步縮小。離岸人民幣利率水平近

期也有所上升，這也降低離岸人民幣匯率的壓力。

受到貿易爭端升級，以及各國經濟數據走弱的影響，上周全球股市繼續下跌，近三周，發達和新興市場分析下跌約4%和10%。發達市場半導體板塊近一個月下跌18.5%。此外，因為全球經濟增長預期的下降，原油價格大幅下行。

港股估值安全性較高水平

恒指上周下跌了2.12%，再創近期的新低，中小盤股指數已經接近2018年的低點。日均交易額進一步下降13.5%，已經不足千億元。港股通與陸股通仍是資金規模南下的走勢，但規模有所縮小。一級行業除了公用事業外全部下跌，IT板塊繼續大跌。最近3個月裡，僅有日常消費有正

收益。

目前港股的估值水平也已經接近2018年市場低點的水平，港股目前的估值安全性已經較高。

上周A股也繼續下跌，萬得全A股下跌了2.1%。創業板與中小板的跌幅更大，交易額持續回落。A股的估值也相應持續下跌，目前大盤股的下行空間較有限，但安全性低於港股，而中證500與中證1000的整體P/E估值的下行的空間較大。所有一級行業都有所下降，之前表現最好的日常消費出現了補跌。



恒指持續下跌，近期已迫近二萬七水平。資料圖片

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。