

# 「三農」發展下的投資機遇

寶鉅證券金融集團投資研究部

中國作為農業大國，農民數突破6億人口，而且農業更是三大經濟支柱之一，當中農業、農村及農民(合稱「三農」)的問題一直不容忽視，2019年內地推出多項措施解決「三農」問題，例如農機及耕地的補貼新政、農民養老新措施等，務求能夠提升農村的整體生活水平。

而至2020年，內地並未就有「三農」問題放慢腳步，在2019年12月下旬召開的中央農村工作會議中指出，2020年將要堅決打贏脫貧攻堅戰並全面建成小康社會，而能否達到小康社會的關鍵將在「三農」，因此，解決「三農」問題將成為內地發展的重中之重，而且在會議中亦列出了8個需要加快補上短板的項目，而在內地推動「三農」發展

的同時，不少投資概念亦同樣應運而生。

為農民脫貧及提升收入向來是「三農」問題中最受人關注的，而會議中亦提出農民增收是小康的最基本要求，內地在提升農民收入方面表現非常理想。根據國家統計局的數字顯示，今年首季全國居民人均可支配收入為22,882元(人民幣，下同)，扣除價格因素，實際增長6.1%，其中，農村居民的人均可支配收入實際增長6.4%，較城鎮居民的增速高1個百分點，亦同時高於內地GDP增速，反映農村居民的消費力正在快速提升。而踏入2020年，隨著內地進一步支持農民增加收入，可預期農村居民的消費力將有增無減，有鑑於食品煙酒一直是消費支出構成最大的一部分，食品內需板塊在來年將

仍會受市場關注。

## 金融基建水利股值得關注

另一個注目板塊則是金融業，當中保險業將會是「三農」發展受惠的一環，早前農業農村部、財政部等聯合印發的《關於加快農業保險高質量發展的指導意見》中已明確指出到2022年，稻穀、小麥及玉米三大主糧作物的農業保險覆蓋率需達到70%以上，而且行業預期至2022年，農業保險保費將以每年均10%增長，加上「三農」發展在來年仍將是內地政策重點支持的一年，可預期農業保險的需求將會增加，有望成為產險及保險企業的一大增長動力。

最後，則是農村基礎建設及水利相關股

份。是次會議8項補短板項目中，其中兩點有提及要加大農村基礎設施建設力度及提高農村供水保障水平，原因是內地農村的基礎並未完善，雖然在食水供應上不成問題，但一些地方的生產用水、生產用電或灌溉設施則因配套不足而難以應用，從而影響農作物的生產，而農作物的收成亦正與農民的收入掛鉤，農村建設的重要性不言而喻，加上內地已對地方債進行改革，可以預期相關資金在本年度將能更有效地達到基建項目上，因此農村基建及水利相關的股份將成為值得留意的板塊。農業農村發展為內地重點發展方向之一，投資者不妨多留意以上板塊或能從中找到投資機遇。

## 中央農村工作會議 8個補短板項目

1. 加大農村基礎設施建設力度
2. 提高農村供水保障水平
3. 扎實搞好農村人居環境整治
4. 提高農村教育質量
5. 加強農村基層醫療衛生服務
6. 加強農村社會保障
7. 改善鄉村公共文化服務
8. 治理農村生態環境突出問題

資料來源：寶鉅證券投資研究部

# 去年VIX波幅收窄 各資產普遍造好

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

回顧剛過去的2019年，金融市場各資產幾乎走高。受惠全球央行轉變態度，美聯儲都連續減息3次，股市表現整體樂觀。債市和商品也收高。

恐慌指數VIX從2018年聖誕假期後從高位一路回落，風險資產先後在2019年年初作出反彈，包括股票和商品等。不過VIX相對前一年來說，去年波動率已經減少，基本在10至25區間上落。

## 樂觀情緒推升美股

今年MSCI全球股市指數在2019年十二個月裡只有兩個月收跌，全年累積25.19%的漲幅，是2000年以來表現最好的一年。美國股市不斷創歷史新高，道指年內上漲22.34%，標普上漲22.88%，納指上漲35.23%。美匯指數在十月99.667高位之前都是震盪走高，隨後重心下移作出調整，好在96一線仍有支持，全年漲幅收窄至0.22%。

泛歐Stoxx600指數創下自金融危機以來最大年度漲幅，上漲23.16%。英國股市不但受到經濟的影響，還面對脫歐和英國大選的因素。好在約翰遜最終贏得大選，英國股市FTSE100在年尾動能增強，全年最終反彈12.1%。英鎊波幅更大，英國大選落地後，英鎊從12月13日1.3514的高位回落，不過很快又作出反彈，最終全年僅

上漲3.94%。但硬脫歐的擔憂仍然存在，英鎊和英股新的一年仍有風險。

內地股市有不少利好消息，市場氣氛明顯改善，成交增加，滬指在年尾企穩3,000水平，全年上漲22.3%。但香港股市相對疲弱。面對全球經濟增長放緩擔憂、本港政治運動以及中美貿易關係緊張的風險，表現反反覆覆。好在十二月尾重新突破兩萬八水平，最終全年上漲9.07%。

## 全球債市料續亮眼

全球債市普遍上升。10年期美債收益率一度測試1.4%的支持，不過隨後止住跌勢，保持在區間震盪，有意挑戰2%一線。不過全年還是收跌28.56%。10年期德國債收益率從五月開始跌至負值，不過從九月開始有反彈，目前已經升穿-0.2%一線，不過仍在負值區域，全年累積176.69%的跌幅。料新的一年低利率環境還將延續。

油價在過去一年表現反反覆覆。頭四個月表現強勁，隨後受到貿易戰的影響步入調整。好在自十月開始從低位反彈，主要是供求關係有改善。需求方面，投資者沒有那麼擔心美國經濟會衰退，且中美即將



■ 恐慌指數VIX從2018年聖誕假期後從高位一路回落，美國股市等風險資產在2019年表現反覆向好。

簽署首階段貿易協定，需求擔憂減弱。供應方面，產油國在最新的會議上決定將擴大減產。如此一來，紐油全年收穫了超過兩成的漲幅。倫銅對貿易戰非常敏感，同樣在年內前四個月強勁，回吐漲幅，好在有5,600美元的支持，年尾動能明顯增強，目前主要圍繞6,200美元窄幅震盪，年內漲幅只有3.5%。

## 鉑金全年升近六成

貴金屬市場，鉑金表現最強勁。雖然期間也有調整，但始終不會改變上升趨勢，並不斷創歷史新高。例如鉑金在十二月就曾測試50日線支持，但很快收復失地，全年累積近六成漲幅。

美聯社 金價在前五個月表現非常平淡，直到六月開始動能明顯增加，主要受到減息憧憬的刺激，8月尾9月初一度突破1,550美元。金價反而對於中美貿易戰引起的避險情緒反應有限。

但從9月高位開始，金價沒有新的來自貨幣政策的利好消息刺激，步入調整的狀態，好在1,450美元支持有力，且上行趨勢並沒有被完全破壞。直到12月末隨着美元來了一波調整，金價動能再次增加，重新站上1,500美元水平，但目前還是不足以突破9月的高位。最終年內累積了近兩成的漲幅。【筆者為證監會持牌人士，並無持有或提供股份之財務權益】

# 香港經濟殊不樂觀 機會只留給有預備的人

史立德 香港中華廠商聯合會第一副會長

「年年難過年過」，這是一位從事營銷管理朋友的座右銘，可是他近日滿臉愁容，想不通近期社會能如何回歸理性，更遑論香港未來仍有什麼出路。的確，過去半年香港面對前所未有的困境，全年GDP估計為負增長，失業率開始向上，農曆新年過後失業人數更會加快攀升，相信今年香港能走出負增長已是不錯的結果。

歷年來，美國總統大選年對北美經濟有正面影響，估計今年上半年亦不例外。美國GDP增長放慢但遠未到衰退邊緣，金融市場看似過熱但未察覺出現如2008年時的結構性問題，唯一疑問是年底大選結果會否引至美國走向更偏激的單邊保護主義。

## 內地政策料仍以「穩」為主

內地方面，經歷了年多的貿易衝擊及經濟升級轉型前的陣痛，來年仍是以「穩」為主導，市場預期經濟只能維持中平速度，更着重「質」的增長，發展內需及拓展「一帶一路」沿線經貿仍然是國家經濟

發展大方向。隨着越南將擔任東盟輪任主席，定必引發更多中國與東盟之間的政經爭辯，對相互經濟發展有壓抑風險，只好以守為攻。

香港從來都是外向型經濟，一直依靠經貿、金融及服務業，當中服務對象來自國內、外各大小企業，對全球經濟溫度特別敏感。經過年半的較量，中美雙方終願意達成首階段協議，暫時緩和貿易戰的市場負面情緒。然而，各界意見皆認為只是暫時小休，中美之間的政經鬥爭只是剛開始，位處東西交匯的香港又怎能獨善其身而不受衝擊？早前有傳聞國家被迫考慮把現於香港轉口的美國入口商品改為直接進口，以滿足美國加大購美貨量的要求。倘

若傳聞屬實，對香港貨運及出入口相關行業的打擊非同小可，其影響範圍又豈只美貨轉口；為求平衡各國經貿關係，也會被要求把來自他國的轉口改為直接國內入口，對香港的中介角色帶來陰霾。

## 每事多走一步 突破困境

對香港來說，面向大灣區發展是對港企較為安穩的可行出路，可看高一線，但本地零售、餐飲、旅遊及酒店業將迎來異常痛苦的經營環境。以目前內外環境形勢估算，今年香港經濟殊不樂觀。機會只留給有預備的人，各位必須緊守崗位，盡力做好本分，每事多走一步，突破困境。謹祝大家事事稱心！

# 從Wework估值折腰 看獨角獸私募融資高估值的尷尬

羅珏瑜 華坊諮詢評估執行董事

■ 共用辦公室經營商Wework由於具有「共享經濟」概念被資金追捧，惟現時正面臨上市估值顯著低於上市前私募融資估值的尷尬境地。



資料圖片

Wework，將自己標榜為科技公司的共用辦公地產商，但面臨着上市估值顯著低於上市前私募融資估值的尷尬境地。而實際在資本市場中，這種「流血上市」(Down round

IPO)的情形雖不常見，但依然存在。早在2017年，矽谷大資料分析公司Cloudera就「流血上市」，其IPO股票發行價格為每股15美元，而其三年前的私募融資價格已超過

每股30美元，相比之下Cloudera的估值已被砍半。那麼為什麼會存在這種「估值倒掛」(一級市場估值高於二級市場估值)的現象呢？私募融資的估值為何與IPO融資的估值可能有如此大的差異呢？

首先，我們要區分私募融資與IPO融資。私募融資，是指公司通過非公開的方式，與特定的投資人或債務人進行私下商談，以招標等方式籌集資金的融資模式。與之相對應，IPO融資則是通過公開在市場上向公眾出售股票獲得資金。

## 估值虛高有三大原因

不難看出，在公司的早期和成長期階段，私募融資為其資金流的主要來源。而私募融資估值虛高的原因主要有以下幾點。

第一，早期的公司缺乏支援性的財務資料進行預測。初創公司的商業模式尚未完全成型，

盈利能力尚未成熟。因此，公司的估值往往依靠特定私募投資者的投資經驗判斷，擬定合適的價格區間。這種估值方法具有較強的主觀性，需要投資機構對公司及所在的行業具有前瞻性的眼光和發掘能力。市場上投資機構的專業性仍然不強，致使「跟風」投資的情況盛行，也使得多數「資質平平」的公司項目也可獲得大量融資，並擁有較高估值。

第二，投資需求高漲。由於前幾年大量資金湧入一級市場，形成了「錢多項目少」的局面，因此投資需求的旺盛不斷推高公司項目的估值，從而出現「估值倒掛」現象。

## 投資者仍需培養眼光

第三，投資成本上升。私募機構的競爭日趨激烈，投資門檻與成本也持續攀升。為了能夠搶到優質項目的投資機會，私募機構會競相提高投資價格，變相提高了公司項目的估值。

然而，當公司選擇IPO融資時，則需要披露更多的公司資訊，讓公眾對公司有着更加充分的了解，但同時在此階段，公司的運營模式已成熟，公眾對公司的未來價值也有了更加清晰的認知。對於在私募融資階段估值虛高的公司，IPO過程則會暴露出更多潛在的經營風險，進而其估值也會受到影響，即估值縮水，出現「估值倒掛」。

縱觀資產端，真正優質的獨角獸企業已經非常稀有，而在資金端，更多的投資者仍需培養自身「伯樂」的眼光，找出真正的「千里馬」。Wework，一隻舉世矚目的獨角獸，能否成功挽回市場的信心，找回自己真正的價值，現在看來還需拭目以待。

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。