

電子簽名行業成風投新焦點

羅珏瑜 華坊諮詢評估執行董事

近日，胡潤研究院發布了最新的全球獨角獸榜單，羅列了全球成立於2000年後、估值超過10億美元的非上市公司。此次榜單中，有一家新加入的公司得到大家的關注，那就是e簽寶，一家有着中國DocuSign之稱的電子簽名公司。

根據胡潤研究院的資料，e簽寶的估值達到人民幣70億元。e簽寶作為中國電子簽名行業的先驅者，致力於拓展電子簽名行業。

去年內地電子合同簽署增逾3倍

從電子印章軟體到區塊鏈合同，e簽寶一直走在行業技術的最前端，也佔據着中國近

一半的電子簽名市場份額。而從e簽寶業務快速增長背後，資本市場也看到了中國電子簽名行業的發展潛力。

根據iiMediaResearch的資料，2019年中國電子合同簽署次數規模達到了278.9億次，同比增長317.5%。

驅動力佳料吸大量資本

與此同時，隨着數字經濟的蓬勃發展，以及中國政府不斷引導和推動電子簽名在不同行業的應用，電子簽名的滲透率進一步加快，整體行業向前驅動力充沛。可以預見，在未來將有大量資本進入電子簽名行業。

對於投資人而言，企業估值是決定投資金額的主要一環。對於像e簽寶這樣的電子簽名公司，我們該如何對其企業價值進行合理的評估呢？

電子簽名公司屬於軟體類公司，且行業仍處於發展初期，業務滲透率仍需提高。大多數電子簽名公司雖然成長速度快，但盈利往往較少，甚至不盈利。因此，淨利潤不是特別合適的估值指標，而P/S估值法（即市銷率）是該行業最為常用的估值方法。

然而，僅依靠行業P/S比率對電子簽名公司價值進行判斷，亦會使得公眾忽略了它們在未來的增長速度，亦沒有反映出該類公司

的商業模式。因此，我們需要在對電子簽名公司成長性和商業模式深入分析的基礎上，對利用P/S估值法得到的結果進行調整。

行業領頭羊需具三要素

一、成長性。電子簽名公司的營業收入增長率可以作為公司成長性的衡量指標。當公司的增長率越高，說明成長性越好，佔據的市場份額也越高，將對企業價值有提升作用。

二、商業模式的成熟度。電子簽名涉及到智慧識別、區塊鏈等前端科技，而研發費用是各個電子簽名公司的主要資本投入，因此

我們可以結合研發費用佔收入的比重來衡量目標公司的成熟度。當研發費用佔比越高，說明公司的業務成熟度越高，市場競爭力也越強，拉動企業價值。

除此之外，我們亦需綜合考慮宏觀政策環境的推動作用以及公司合作夥伴覆蓋領域等因素對電子簽名公司價值的影響。

不難看出，電子簽名行業的前景仍然廣闊，資本驅動也將讓這個行業快馬加鞭地向前發展。

當電子簽名公司的估值愈發合理，投資人也將更能看清在這個賽道上誰才是真正的領頭者。

美匯轉升 資產價格料跳探戈

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

雖然經濟已經逐漸恢復，但央行還是對前景保持謹慎的態度。近期各主要央行均保持低利率政策，並為更多刺激政策留有空間。比方說，新西蘭疫情影響持續，紐央行表示正考慮首次實施負利率。紐元從三月低位已經反彈了兩成，獲利回吐壓力正在增加。在周三衝高回落，雖然目前還能勉強守住50日線，但料支持較弱，後市恐有進一步下行空間。



美匯指數再度低位反彈，重拾5日線。此消彼長下，股匯債以至貴金屬及大宗商品價格走勢或改變。資料圖片

當然，本港時間周四（20日）凌晨之前，投資者原本期待美聯儲會有更多行動，可惜議息記錄對於未來的經濟展望甚為保守，央行大員表達了對經濟和金融系統風險的擔憂，但表示暫時沒有進一步降息和收益率曲線控制的打算。此外，美國新刺激政策遲遲未能落實，這些均令投資者失望，帶動美元反彈。

英鎊後市料續波動

事實上，美匯指數在上周嘗試止跌企穩，但還是很快再次面對沽壓，在周二一度跌至27個月低位。不過周三又一次從低位反彈，重拾5日線，一度重拾93關口。

金價短線料續調整

影響所及，美債收益率走高，美股下跌，金價回落。現貨金也一度延續升勢，高見2,007.1美元，但隨後很快低見1,924.5美元，最終收跌1,928.8美元。短

白銀或考驗20天線

與金價有趨勢正相關的白銀，自然也有影響，在周二一度突破28美元，昨日也跟着黃金在周三回吐漲幅，跌穿5和10日線，跌幅進一步擴大，短線或考驗20日線

的支持。和黃金一樣，白銀目前調整壓力仍不小，不會輕易回到之前的高位。

基於美匯變向，股匯債以至貴金屬及大宗商品，無一可以獨善其身，要小心留意可能扭轉近日的韻律。此一情況在上周初曾經出現，如果持續出現，則意味着近日的資產價格互動有可能改變。

■權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及／或本人之聯繫人並無直接持有上述股份，本人所投資及管理的基金持有港股市場的SPDR金ETF（2840）／招金（1818）／紫金（2899）之財務權益。

低息周期 關注利率市場化改革

龐溟 華興證券首席經濟學家兼首席策略分析師

根據媒體報道，隨着8月31日貸款市場報價利率（LPR）轉換的最後期限即將到來，日前內地多家銀行已針對今年前已發放的或已簽訂合同的個人住房貸款，對尚未轉換定價標準的浮動利率房貸批量轉換和統一調整為LPR或固定利率。中國人民銀行近日指出，截至6月末，存量貸款定價標準轉換進度已達55%。其中，存量企業貸款轉換進度為76%。

換錨有利貨幣政策傳導

在4月9日公布的《中共中央國務院關於構建更加完善的要素市場化配置體制機制的意見》中，明確提出在資本要素價格改革方面，要穩妥推進存貸款基準利率與市場利率並軌。自2019年8月人民銀行改革完善LPR形成機制以來，LPR由報價行在中期借貸便利（MLF）利率上，參考各行自身資金成本、市場供求、風險溢價等因素加點報出，錨定LPR的貸款利率市場化水平明顯提高，LPR報價逐步下行，較好地反映貨幣政策取向和市場資金供求狀況

況，已成為銀行貸款利率定價的主要參考，完全打破了原有的貸款利率隱性下限，有效疏通了貨幣政策傳導渠道。

帶動貸款利率明顯下行

另一方面，LPR的改革完善也有效地推動了存款利率市場化改革進程。自2015年10月以來，雖然存款基準利率未作調整，但存款利率的上下限均已放開，銀行實際執行的存款利率可自主浮動定價。2019年的LPR形成機制改革，帶動貸款利率明顯下行，表現在近期存款基準利率較為平穩的情況下，銀行各期限存款利率和銀行理財產品收益率均有所下行。2020年6月，國有大行、股份制銀行大額存單加權平均利率分別為2.64%和2.71%，較2019年12月下降30個和34個基點；代表性的貨幣市場基金收益率也已降至1.5%以下，低於1年期存款基準利率。人民銀行改革完善LPR報價機制，以及近年來努力培育存款類金融機構質押式回購利率作為存款利率基準，無疑促進和強化了政策利率、市場

利率與存貸款利率之間的傳導。

我們預計，在75%至80%左右的存量貸款定價基準利率採用LPR報價之後，有可能逐步取消貸款基準利率，並繼續切實推進存款利率市場化改革，改變目前存款基準利率和市場利率並存的「利率雙軌」局面。我們認為，未來LPR仍有下行空間，但下半年利率下調幅度和流動性將邊際遞減。

房貸利率或隨降準下調

我們估計，下半年靈活適度的貨幣政策應堅持精準、通暢、結構化、定向化，並進一步把握節奏、優化結構、創新運用、精準滴灌，引導M2和社會融資規模保持合理增長，促進普惠型小微企業貸款和製造業中長期貸款合理增長，以再貸款再貼現額、定向降準等政策形式促進資金直達實體經濟特別是小微企業、民營企業、受災企業，預計下半年有望降準50個基點和降低1年期LPR約15至30個基點，帶動房貸利率下調。

全球低利率環境料持續

事實上，未來市場有可能繼續面臨着利率下行和持續低利率的環境。全球利率水平自20世紀80年代以來持續下降。

2008年國際金融危機後各主要經濟體實施的大規模寬鬆政策甚至負利率政策，以及全球主要經濟體整體槓桿率處於歷史高位，也進一步拉低了利率水平。

2019年下半年以來，全球主要經濟體重回量化寬鬆和擴張表模式，降息和低利率政策回潮。

伴隨着人口紅利和出口紅利等效應的消退，中國經濟潛在增速同樣趨於下降。在提質減速的進程中人口老化等結構性問題、全球經濟金融聯動性增強等外部環境以及新冠疫情等事件性衝擊，還有可能進一步導致中國面對利率下行周期和低利率環境。如何在這一形勢下繼續推動貸款利率換錨和促進利率市場化改革，值得政策制定者、監管部門和金融機構深思。

發揮香港多元優勢 穩固國際金融中心地位

史立德 香港中華廠商聯合會第一副會長

美國總統特朗普近來不斷以國家安全、捍衛自由等藉口，連番對國家及香港作出挑釁舉動，表示香港失去美國給予特殊貿易地位，將無法守住國際金融中心位置，不再是成功的證券交易市場，而國際交易及資金將會轉移到美國，有助振興美國經濟。

事實上，香港能夠成功建立國際金融中心，而且幾經波折仍然屹立不倒，與美國並無關係。

特朗普大放厥詞已經屢見不鮮，今次此番言論更是毫無事實根據，不但顯示他毫不了解香港馳名國際的金融地位及強勁實力，更反映出其嘩眾取寵、言過其實的性格，只是為了尋求連任的政治把戲。

多元優勢備受投資者青睞

眾所周知，香港乘國家經濟起飛，憑藉「背靠內地、面向全球」的獨有優勢，在國際交易市場上發揮影響力，逐步發展為全球知名的金融中心，絕非單靠美國給予的特殊待遇。在「一國兩制」的方針下，香港成為國家金融「走出去、引進來」的平台，是中國企業邁向國際、外商進入中國市場的重要橋樑。

香港被譽為全球最自由經濟體，資金自由進出，監管制度完善，擁有獨立及與國際接軌的司法制度，加上金融基建高效穩健、金融人才雲集及低稅率制度，都是吸引內地及外地資金，使香港成為備受中外投資者青睞的國際金融中心的重要元素。

金融業務穩健 IPO全球三甲

早前國際會計師事務所羅兵咸永道表示，雖然2020年上半年受到新冠疫情以及全球地緣政治和經濟不確定性影響，但香港IPO市場於今年上半年仍然保持活躍，總集資金額更按年上升22%。

羅兵咸永道預期，香港交易所所有望再次躋身IPO全球三甲，顯示香港的金融業務非常穩健，不受美國的無理舉措影響，亦反映美方的說法屬無稽之談。

未雨綢繆 爭取更多金融機會

長遠來說，觀乎現時中美局勢惡化、全球經濟重塑，香港除了善用現有的金融優勢，亦要未雨綢繆，積極爭取更多內地及國際金融機會，例如中概股及新興國家的企業來港上市。此舉不但有助繼續鞏固香港國際金融中心的角色，更能推動國家金融發展，減少對美國市場的依賴。

探索股市回報的驅動因素

Sean Markowicz 施羅德研究及分析策略師、特許財務分析師

自新冠疫情以來，估值持續上升成為了帶動股市回報的主要因素，但回顧過去五年，我們發現了另一些的驅動因素。

在眾多市場中，美國股市錄得最高的盈利增長，而投資者亦從估值上升中獲利。由此可見，美國在過去五年間的基本因素為眾多市場中最佳。

以本地貨幣計算，新興市場股市錄得了第二高的總回報，但接近一半是受估值上升帶動，相反從盈利增長所得的回報可謂少之又少。當中的原因包括商品價格及環球貿易大幅下跌。

英國及歐洲市場的表現一直受溫和的盈利增長及股息共同驅動。然而，這些基本因素並未反映在已大幅下跌的市場估值之上。圍繞英國脫歐、中美貿易摩擦，以及疫情的憂慮均是市場在過去五年下跌的原因。

雖然美國並不能完全從這些挑戰中免疫，但由於其對環球貿易的敏感度較低和科技企業的集中，意味該市場並未因而受到實質影響。

日本市場錄得回報最低。盈利增長持續疲弱，而估值亦因為經濟低迷而下跌。

留意外幣匯率變化風險

在投資海外市場時，投資者需要承擔外幣兌換率變化的風險。投資組合回報一方面可能因此增值，另一方面亦有可能因此受到拖累。雖然上述的分析並未有將此因素納入考慮範圍當中，但海外股票投資有時候會因此受到實質的影響。

舉例，由於英鎊在過去五年間轉趨疲弱，以美元結算的投資者在英國股市的回報每年減少了5%。然而，以英鎊結算的投資者在美國股市的回報則相對地提高了

5%。

同樣地，對於以美元結算的投資者而言，美元強勢讓他們在新興市場股市的回報降低了2%，但新興市場投資者在美國股市的回報則增加了2%。貨幣回報是零和遊戲。希望避免這種不確定性的投資者可以事先以已知的成本對沖外匯持倉。

新興市場盈利有望反彈

展望未來，此前帶動美國盈利向上的一次性支持措施（如削減企業稅）不似會再次出現。事實上，若美國民主黨總統候選人拜登（Joe Biden）於11月份當選，這種政策更有可能逆轉。若沒有這些與盈利相關的利好因素，美國股市估值將較易受到調整的影響。由於估值主宰着新興市場回報的命運，因此前景亦相對不穩定。另一方面，在經歷幾個月嚴格封鎖措施後，佔新

興市場指數約60%的中國內地及台灣、韓國等市場已重啟大部分經濟活動，而它們所受到的干擾亦相對較低。若這一趨勢持續，盈利應有望向上反彈。

在盈利增長的支持下，股息為英國及歐洲股票回報提供了穩固的基礎。然而，不少企業已因為全球經濟衰退而被迫大幅下調股息20%或以上，分析師亦已下調長遠的盈利預測。雖然缺少了一層支持未來回報的因素，但現時的估值已在很大程度上反映這個情況，因此應存在回升的空間。

就日本而言，由於經濟迅速復甦的預期已顯著上升，因此分析師對未來幾年的企業盈利持樂觀態度。例如，上個月，長遠的盈利增長預測已由每年約4%增至11%，幾乎增加了兩倍。若投資者相信盈利會按着這個趨勢回升，則所有因素均有可能帶來正面作用。



中國內地等新興市場已重啟大部分經濟活動，若這一趨勢持續，盈利應有望向上反彈。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。