



▲港股估值相對低，原因是散戶佔比低、投資者來源與上市公司來源不匹配

破淨後港股價值凸顯

由於新冠疫情爆發，全球股市大幅下跌，恒生指數出現了有史以來的第三次「破淨」。前兩次市淨率（PB）跌破1倍分別發生在1998年、2016年，其後的一年裏，恒指都漲幅明顯。那麼這次在新冠疫情引起的市場暴跌中，是否是配置港股的黃金時機呢？筆者認為，超低估值提供了較大的安全邊際，港股的配置價值已經凸顯。



察股觀經
李迅雷

中泰證券首席經濟學家

港股長期以來相對其他市場估值都偏低，但即使是看相對估值（恒指PE、PB與其他市場指數的差值），也處於歷史較低狀態：相對標普500和德國DAX指數的估值分位數處於較低的25%分位以內，相對滬深300和新加坡海峽指數也處於前50%。

內地險資密集舉牌

港股市場個人投資者佔比低、投資者來源與上市公司來源不匹配（歐美投資者和內地上市公司為主）等是造成港股相對低估值的重要原因，隨着中國金融開放的加速，內地投資者參與港股交易將越來越便利，相對歐美投資者，內地投資者對內地赴港上市的公司更熟悉，獲取信息方面也有優勢，這有利於港股低估值的修復。

在最理想的假設下，假如內地投資者投資香港上市的內地公司與投資上交所、深交所的A股一樣便利，那港交所相當於中國內地的另一個交易所而已，其估值為什麼要比A股低那麼多呢？所以在中國金融開放的大背景下，內地投資者參與港股越來越便利、越來越積極的過程中，港股的相對低估值有望得到一定程度的修復。

事實上，根據香港交易所最新CMTS報告（2018年）顯示，海外投資者構成中，內地投資者已經躍居第一位。歷史上港股的海外投資者中，英國為第一大投資機構來源地，美國其次，但近年來隨着內地證券市場國際化進程的逐步加快，內地與香港兩地資本市場互聯互通的不斷融合，港股市場投資者的格局正發生着變化。

在全球應對新冠疫情以及經濟衰退的過程中，利率有望繼續下行

。在全球低利率的環境下，超低估值、較高股息率的港股的配置價值將得到提升。與全球主要指數比較，恒生指數市盈率（PE）最低，但股息率卻處於較高的水平，過去一年股息率達到3.6%左右。

新冠疫情對全球經濟造成的影響可能超過之前的金融危機，影響時間長度也可能超過預期。在這種不確定性較大的經濟環境下，資產負債率較低的公司抗風險能力可能相對更強。比較全球主要指數成份股的資產負債率（取中位數），恒生指數的資產負債率相對最低，加上超低估值本身帶來的安全邊際，恒生指數的相對配置價值明顯。

規模最大的兩隻港股QDII指數型基金——H股ETF和恒生ETF近期份額增長迅速，2020年以來H股ETF份額最高增加22.19億份，恒生ETF份額最高增加26.06億份。與歷史相比，恒生ETF的規模今年以來接近翻倍，已達到歷史最高點；而H股ETF在2015年至2016年時，其份額也是隨着指數的下跌而快速增加，在底部對應着份額的最高點，隨後迎來港股的一輪「牛市」。

內地資金除了借道公募基金外，更多的內地資金通過港股通買入，南向港股通2015年以來累計成交9.0156萬億元（人民幣，下同），累計1.1937萬億元內地資金淨流入港股。而近期趨勢更加明顯，今年以來南下資金淨流入額2266.22億元，而2019年全年南下資金流入規模為2460億元，在3月份下跌期間，也有近1370億元資金流入港股。此外，今年內地險資已斥資數十億密集舉牌港股七家上市公司，以險資為主的長線機構已發出增持港股資產的明確信號。

地產板塊估值吸引

分不同行業對恒生指數、標普500、HS300進行估值和盈利能力比較，將港股各個行業按相對估值和相對盈利能力分別分為高、中、

低三檔。考慮到港股估值水平整體偏低，將港股行業PE與PB比美股、A股對應行業都低5%以上的，歸為相對估值水平「低」這一檔；將港股行業PE或PB比美股、A股對應行業都高的，歸為相對估值水平「高」這一檔；其餘歸為「中」。

盈利能力分檔方法比較簡單：將港股、美股、A股內的某個行業按ROE（淨資產收益率）和ROA（資產收益率）排名（排名為1到3），對ROE和ROA的排名取平均值，平均排名小於1.5計入相對盈利「高」，大於2.5計入「低」，其餘為「中」。

在相對估值和相對盈利水平的分析框架下，港股中的金融（、能源、通訊服務、技術硬件與設備、消費者服務、房地產等更有配置價值。

具體來看，港股的金融地產類公司估值處於較低位置，並且盈利能力較高。以房地產為例，港地產公司的估值跟A股和美股相比有很大的估值優勢，而盈利能力方面略高於美股，雖然低於A股，但是因為中國內地的房地產市場當前處於盈利高點且周期性明顯，而香港的地產公司模式與美國更為相似，商業地產模式使得行業的盈利波動較小，所以綜合來看港股的地產股可能是估值窪地。

此外，恒生指數中的能源行業公司主要為內地的龍頭公司，經營比較穩定，具有較好的現金流和抗風險能力，雖然也會受新冠疫情和全球宏觀經濟的影響，但更低的估值使得港股能源行業具有更高的安全邊際，配置價值明顯。

就科技行業而言，技術硬件與設備行業（港股對應舜宇光學等公司）以及通訊服務（中國移動、中國聯通）的估值和盈利均具有比較優勢。恒生指數中的技術硬件行業過去十年的ROA一直高於A股或者美股，並且在過去三年，由於股價回調和業績兌現使得行業的估值有了大幅的下降。

數據成為重要生產要素



鏈能講堂
付饒

香港國際新經濟研究院
高級研究員

好的基礎設施來支持。但未來區塊鏈技術的應用，成本非常低。就像比特幣，沒有一個很大的公司來運營它，核心開發就幾個人，進行了十多年，全球有數千萬用戶，極少出現故障。

完善安全保護制度

中共中央、國務院近期發布《關於構建更加完善的要素市場化配置體制機制的意見》（以下簡稱《意見》），意見形成於2020年3月30日。這是中央發布的第一份關於要素市場化配置的文件，明確地表示數據成為生產要素。這可謂一個標誌性事件，表明數據將會是未來社會數字化、信息化發展的重要基礎。

所謂生產要素，是說這一經濟資源，對於全要素生產力的充分發揮，對經濟社會的全面持續發展，對經濟組織與參與個體非常重要，不可或缺。數據記載信息，信息孕含知識，這些信息與知識，過去是分散於生產經營的各個環節，不易量化，也不好積澱為顯性數據與知識。伴隨信息技術的飛速發展，識別數據的經濟價值，充分發揮其影響全部生產力發展的作用日趨重要，也具備了識別、計量與管理海量數據的算法、算力等工具，於是將數據單列為生產要素就具備了現實條件，對高質量發展的作用也會與土地、設備、原材料、資本、勞動、技術同等重要。

人工智能、區塊鏈和大數據這三項新興技術，分別代表着生產力、生產關係和生產資料的變革。

在大數據時代，誰能夠讓我們描述「看不見的世界」，誰就能夠代表未來。區塊鏈能夠實現數據的高度安全備份，實現確權的多方性，同時維護成本低。現在要建立一個移動支付的互聯網公司，需要非

區塊鏈技術賦能的通證經濟完整詮釋了大數據作為生產資料下的生產關係。通證不僅承擔了資產數字化載體和內部結算媒介的職能，作為一種獲取共識的證件，讓持有者形成利益共同體，合作共贏，同時也作為獎懲的載體，通過獎勵和扣除，實現對參與者信用度的計量，從而使通證的內在價值不斷上升。通過在實體經濟活動中設計合理的激勵機制，調動參與者的積極性，就能形成良性經濟循環。

首先，要重視數據治理工作。目前很多機構雖然手握大量數據，但治理水平較低，無法發揮數據的預測效應。區塊鏈的優勢在於分布式存儲，現時不少地方到處都是24小時收集數據的傳感器，產生的數據是海量的，傳統的中心化系統很難處理，唯有先應用大數據技術確認數據隱私邊界，進而將海量數據放在分布式的區塊鏈上處理，才能最大限度地發揮數據的作用。

其次，要重視數據作為生產要素和生產資料的法律定位。除了設置「大數據管理局」等政府機構，還應從相關立法上做好配套。當前數字經濟正在引領新經濟發展，數字經濟覆蓋面廣且滲透力強，與各行業融合發展，如區塊鏈、大數據、雲計算、互聯網、人工智能等。推進數據要素市場化配置是一項系統工程，需要完善適用於大數據環境下的數據分類分級安全保護制度，加強對政務數據、企業商業秘密和個人數據的保護。



▲大數據環境下應加強對企業商業秘密和個人數據的保護

資訊科技是最佳武器



樓市強心針
廖偉強

利嘉閣地產總裁

香港政府推出群體聚集管制措施，務求阻擋病毒擴散，筆者相信疫情應該可以在控制範圍之內，只要疫情受控，以及內地漸漸恢復經濟活動，香港有望在未來一至兩個月後，逐步回復正常。

現今21世紀20年代，資訊科技的發達已經走向速度的年代，傳統行業正在不斷改變，各行各業都需要應用資訊科技去配合發展。香港由細小的漁港，之後進入工業年代，再發展為地產及金融市場。筆者相信未來的發展趨勢，一定是科技年代，沒有資訊科技應用的行業，絕對有機會走向式微。

從前筆者在公司集團工作期間，是公司首批地產代理使用電腦作支援，當年筆者沒有抗拒新的嘗試，帶領自己的組別最先接觸電腦的應用，成為公司試驗的白老鼠。電

腦的應用導致生意速度加快及數據整齊。不知道是否這個原因，在1989年的某一個月份，筆者的分行居然能夠成為全港首間做到超過百萬佣金生意的代理公司。筆者對任何新事物從來都不會抗拒，只會第一時間從中學習、吸收、了解及應用，當知道這些產品及武器能夠令生意增加，必定會好好把握。

自2018年8月13日，筆者公司推出「真盤源」計劃後，公司網頁的瀏覽量呈幾何級數上升。目前資訊科技發達，新一代的買家都喜歡用智能電話或電腦上網去尋找合適的樓盤。地產代理是傳統的行業，在社會進步及資訊科技發達的年代，如果行業仍然故步自封，墨守成規的話，沒有配合大時代的轉變，就會和社會脫節，更不能與市場新一代的買家接軌。

地產代理能夠做到生意，除了自己的能力及人際關係之外，亦需要公司的品牌支援，更加需要資訊科技作武器，所以，經過今次新型冠狀病毒疫情之後，更加體驗到資訊科技的重要性。



▲地產代理做生意，除了自己的能力及人際關係之外，亦需要資訊科技作武器



▲內地與香港資本不斷融合，港股市場投資者格局正發生變化

