

港股價值投資的邏輯，可以從三個方面來看，第一個方面是宏觀的視角，第二方面是從中觀的市場結構來分析。第三個方面是資金鏈的趨勢。

港股下半年活力迸發



今年港股市場也許有些蟄伏，但基本面的邏輯沒有變，更多是因為前面漲的比較多，估值需要消化。

講股論市



張憶東

興業證券首席策略分析師

從宏觀維度來說，中美大國博弈持久，港股市場的重要性會進一步地凸顯，它是扎根於中國的國際金融中心，在港股市上逐漸成為了眾多新經濟公司進行全球化布局的一個戰略選擇。

內地公司在港股市的佔比越來越大

在該基礎上，我們看到的是內地公司在港股市的佔比越來越大。港股市場很多人以為港股市場不是只有本地股，其實不完全是，因為港股市場的基本面越來越依賴內地經濟，恒生指數裏的中資股、內地公司的權重已經躍居至半壁江山以上。

因為中國經濟轉型已取得了重大成就，港股依賴的基本面的基礎仍是扎實的，宏觀經濟在中低增速平穩住了，微觀層面的新經濟也異常活躍，朝氣蓬勃，譬如潮吃潮喝潮玩潮樂這種國潮系列消費為代表的新消費，以及科技創新、先進製造業等為代表的新經濟，蘊含了很多優秀的業績持續驅動的成長股。

而內地公司，特別是新經濟領域的這些公司，都有較強烈的意願到港上市。

截至2020年，已經有1300多家內地公司在香港上市，佔香港市場總市值權重的80%，佔成交金額權重大概70%。

所以從第一個宏觀角度來說，在中美大國博弈的背景下，在中概股受到美國的一些法律影響的背景下，我們要考慮香港扎根於中國內地的國際金融中心的地位，它和上海深圳形成互補，使境內的金融中心和境外的國際金融中心互補，一起驅動中國經濟和中國金融走向強大。

港股市場非常好：攻守兼備

從市場結構的角度來說，港股市場正在發生脫胎換骨的變化，可以用「攻守兼備」4個字來表達。

從「守」的角度來說，傳統行業，特別是價值型的周期型的傳統行業的龍頭公司，它的估值性價比在全球都具有競爭力，可以說是全球傳統行業的估值窪地。

而從「攻」的角度看，港股成了中國新經濟公司的牛股本營。我們可以看到，無論是互聯網還是生物醫藥，都有一批公司慢慢走出來，甚至在全球都慢慢開始有競爭力。

為什麼很多人有「港股便宜，但是不漲」的錯覺

所以我們要破除一個錯覺，有段時間很多投資者認為港股便宜，但是不漲，覺得港股要淪為邊緣市場，變成一個比較難進行投資的市場，對於這種說法，我不贊同，B股也許有一點邊緣市場，因為它流動性很差，只是便宜，但是港股並不便宜。

那麼是什麼導致了這種錯覺？我認為這是中國經濟轉型的階段性影響，從2016年一直到可以說2018

2019年，中國先是產能過剩，後來慢慢的供給側改革進行了產能的出清，這種出清使傳統行業的盈利能力陷入了低谷。

而港股市場非常重視基本面，他們不太相信這種故事，更多相信企業的盈利，優質企業的盈利好了，這些好公司就得到了龍頭的溢價。

但是相反的，過去將近10年裏，一些傳統行業的盈利陷入困境，同時它的估值也陷入低迷，所以就讓大家都有一個幻覺，覺得便宜，但是不漲，變成了劣勢，實際不是這樣子的。

我們可以看到，從2019年以後，隨着中國供給側改革取得成就，一些製造業公司，甚至是一些上游的周期行業的龍頭公司，它們的盈利獲得穩定性提升，分紅能力也提升，這一類資產在2021年已經開始體現出它的估值和盈利的戴維斯雙擊，其實可以看得出，年初以來，這些價值股的表现是相當不錯的。

今年港股有些蟄伏，但基本面邏輯沒變

從長遠的角度來說，港股的未來還是在於全面擁抱中國新經濟，中國新經濟即從微觀的角度看，最具有活力的那一部分資產。因為很明顯去年就是恒生科技指數為代表的新經濟的牛市的一個重要反應。

今年（港股市場）也許有些蟄伏，但基本面的邏輯沒有變，更多是因為前面漲的比較多，估值需要消化。

港股成為新經濟牛股的孵化器和大本營

我們可以看到，港股目前成了一個新經濟的牛股的孵化器和大本營。同時因為港股發行制度從2018年開始改革，一些同股不同權、中概股回歸、中概股第二上市以及生物醫藥的沒有收入沒有利潤的公司也鼓勵到港上市。這些都反映了港股在全面擁抱新經濟。

所以到了今年3月份，香港主板行業分布裏的科技行業（廣義的資訊科技和電信）的市值佔比已提高到37%，醫療保健的佔比到了8%左右，可選消費的佔比是15%，而必須消費的佔比在10%左右。

我認為港股的結構非常好，可以說是攻守兼備，想找價值和周期，它就是全球的最明顯的窪地，想要擁抱未來，就可以按它的基本面來進行配置。

港股、A股相輔相成

港股和A股現在都是中國權益資產不可分割的一部分，雙方你中有我我中有你，其實是相輔相成、一損俱損、一榮俱榮的一個關係。

我不太喜歡把A股跟港股對立起來看誰更好，因為A股有全品類的行業，有金融，有周期，有消費，有醫藥，有科技。港股也都有。

好比如說，我們一般不會把上交所跟深交所對立起來去看。當然在1995年前後時，大家喜歡炒作一些「深強滬弱」、「滬深爭霸」之類的，但是我認為現在大家就很少有這個思路了，都是覺得只要投中國A股

最好的公司就可以了，不管它在上海上還是在深圳上。

隨着2014年11月互聯互通機制開始之後，經過了六七年的不斷完善不斷深化，港股和A股早已相輔相成。

就好比年初以來，港股的周期股表現非常亮麗，大幅跑贏，因為港股對海外更敏感一些，同時，對應的A股的一些周期股的表现也還不錯。相反，一些去年和前年表現比較好的高估值的資產，就相對低迷。

所以我想先理清一個概念，A股和港股是相輔相成的，都是構建中國核心權益資產的重要組成部分。

港股行情轉好，是化解了過去兩年的一些不利因素。

2019年到2020年的港股被挖了一個坑。因為眾所周知的原因，2019年有一個當地的政治運動，2020年香港的疫情防控壓力又比較大，這些都屬於風險偏好的變數，但它確實給港股市場挖了一個大坑。

但今年以來，恒指、恒生國際指數，包括香港35指數這幾個比較重要的指數都相較上證綜指、深成指表現更好，現在的漲幅都在10%左右，我認為是今年把過去兩年的一些不利因素進行了化解。

周期盈利表現強勁

港股跟A股未來半年的總體判斷，我的看法是「各有千秋」。

首先從基本面的維度來說，港股的基本面裏周期盈利的表現非常強勁，所以最近，它的估值和盈利的雙驅動非常明顯。可是港股的機構投資者不包括內地的北水資金配置，港股的也主要以互聯網或消費為主。所以現在陷入了比較尷尬的狀態，它正在消化估值，需要消化的時間。所以從基本面角度，我認為港股上半年周期和價值會明顯地跑贏成長。

8月份中報之後，大家可以評估企業的動態市盈率，到了下半年，特別是10月份之後，大家會掌握2022年的盈利。所以等到下半年，特別是靠近四季度的時候，我傾向於認為港股的活力會進一步迸發。下半年的迸發可能更多體現在可選消費的驅動，而二季度港股的活力主要體現在周期性行業龍頭的估值和盈利的戴維斯雙擊。

對於A股而言，我認為邏輯相似，但是它的周期、金融、科技、消費，都可能比港股略貴一些，因而彈性空間也會比港股略弱一些，畢竟2019年、2020年獲得了太多超額收益。

今年總體是風水輪流轉，從中短期維度看，港股的性價比更好一些，但是拉長了看，比如看兩三年以上的維度，A股和港股都是中國權益資產不可分割的一部分，是一榮俱榮一損俱損的，同樣的行業漲的時候方向都是一樣的。

比如去年的市場，就表現得淋漓盡致。去年國內和香港的核心資產行情，在今年上半年回到復甦和周期驅動狀態，反過來說，到了下半年大家又開始思考長期的問題的時候，無論是先進製造業、新經濟、消費、醫藥、科技，行情可能又在2022年、2023年更長的維度上，進入結構性長牛的階段。

提高生育率迫在眉睫

人口經濟學



梁建章

攜程集團執行董事長

剛剛公布的第七次人口普查數據顯示，2020年中國新出生人口為1200萬，比2019年下降了18%，比剛剛放開二胎的2016年下降了33%，幾乎成為新中國有紀錄以來新出生人口和出生率最低的一年。按照這個數字可以推算，中國目前的生育率為1.3。應當說，這個生育率數據本身已經令人觸目驚心。但更為可怕的是，1.3的生育率還不是穩定的生育率，今後還會繼續下降。因為在這個生育率數據中，還包含了正在逐步消失的二孩堆積效應。

所謂的堆積效應，是指隨着全面推行二孩政策，此前曾因政策限制而無法實現的二孩生育意願在短期內集中釋放，考慮到身體條件對生育的影響，很多即將錯過育齡的中年婦女，會在政策解禁後的第一時間就預備生育二孩，從而會在特定時間內帶來額外的生育率。

對於堆積效應到底有多少，我們可以根據2019年的數據來估算。2019年，中國的總和生育率為1.47，其中一孩生育率0.659，二孩生育率0.664，三孩及以上生育率0.146。這組數據中最引人注目的，就是二孩率高於一孩率。按照常理，沒有「一孩」也就不存在「二孩」，所以自然狀態下的二孩率必然小於一孩率，實際大約只有一孩率的一半。所以面對上述反常數據，可以大致推算出，堆積效應使得近幾年的生育率比自然生育率多了0.2至0.3個孩子。

按此推算，雖然2020年的生育率為1.3，但去除堆積效應後，自然生育率只有1.0至1.1。這只有更替水平的一半，與很多歐美發達國家1.6左右的平均水平相比，少了0.5個孩子。就算跟少子化嚴重的日本相比，也要比他們的1.4還少0.3個孩子。可以說，中國的人口形勢在全世界範圍內最為嚴峻。

再次強調，雖然1200萬的出生人口比上一代人少了一半，但這不是底，中國的出生率和生育率在未來十年將繼續下降。目前的生育主力，是22歲到35歲的女性。在2020年，這個育齡高峰年齡段對應的，是在1985到1998年

之間出生的女性。根據現有的人口統計數據可以看到，在未來十年，中國處於22歲到35歲育齡高峰年齡段的女性相比現在將銳減30%以上。如果沒有強力的政策干預，中國的新出生人口很可能在未來幾年降到1000萬以下。

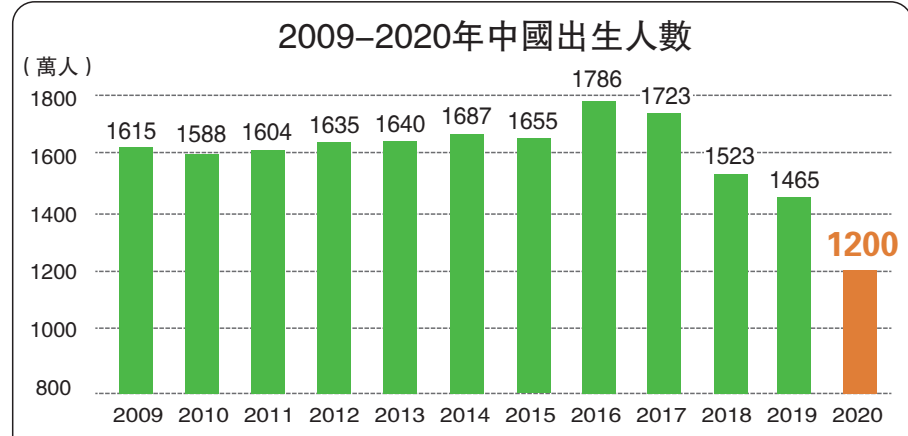
增強生育政策包容性

有人說，中國不是還有大量農村的年輕人口嗎？他們的生育率還是比較高的。這個判斷看似正確，但也進一步說明了問題的嚴重性。因為，即使有了這些農村的年輕人，中國的生育率仍然降至如此之低，那麼未來當這些年輕人進城以後，生育率只會變得更低。在中國城市化率比較高的東北地區，生育率也只有0.7，作為一個地區也處於世界最低的水平。種種跡象表明，無論在城市還是農村的中國年輕人，生育意願都是世界最低的。中國年輕人絕大部分未來會生活在城市裏，他們所面臨的養育成本的壓力比起城市戶籍人口更高。

綜上所述，如果與國民的平均收入相比，中國的養育成本世界最高。所以，儘管這次普查報告的生育率數據看似低得令人驚訝，但在仔細分析背後的各種因素之後，就會發現一點也不奇怪。而且伴隨着進一步的城市化，中國未來的生育率還會繼續下降，很可能成為全世界生育最低的國家，比包括日本在內的所有發達國家還要低很多。

如此低的生育率，意味着每代人口會減少一半。筆者已多次論證，人口急劇萎縮，意味着規模效應和創新能力持續弱化，進而出現綜合國力的衰退。因此，為緩解未來的低生育率危機，中國必須盡快放開限制，並大力鼓勵生育。而且僅有放開限制還是遠遠不夠的，需要一系列強有力的鼓勵生育的政策。

鼓勵生育要有成效，需要極大的決心和魄力。「十四五」規劃建議提出了「增強生育政策包容性」，已經預示了放開和鼓勵生育的政策，政策的目標是大幅度降低養育成本，讓人們生得起並養得起孩子，從而緩解迫在眉睫的低生育率陷阱。唯如此，才能令中國經濟後繼有人，中華文明後繼有人。雖然提高生育率是個世界難題，但是如果我們能夠發揮體制上和資源上的優勢，還是可以解決這個世界難題的。



商舖市場否極泰來

樓市新態



汪敦敬

祥益地產總裁

最近筆者連續買入多間核心及優質舖位，本來是想將買賣的過程在Facebook專頁內的「祥益總裁手記」分享，但商舖買賣比住宅市場更波譎雲詭，有些更要簽保密協議，所以只能在一切事情已作實後才與各位分享當時的過程。

首先想描述一下我認為當下舖市的新局面：

1、和住宅一樣，筆者認為香港的風光繁盛，不單只會再來，而且會更勝昔日。香港金融中心不單會繼續，而且是世界資金日益需要的，我們在金融世界會有新功能、角色和任務。

2、縱使市場回復，我們也會發覺有一些營商的行業和板塊是會隨着時代被淘汰或式微的，縱使市場未完全回復，我們在這時代之下亦會見到一些新的行業和板塊興起的，這個轉變是機會。

3、顯然商舖市場正出現「洗牌效應」，市場上有新買家進入參與，亦有原有買家減少獲利離場，是正常的市場變化，這也是機會。

4、購物區域是會重新訂定，尤其在通關之後，我們將發覺有一些地區仍然繼續保持到興旺的購物中心地位，例如尖沙咀及銅鑼灣，但亦會有一些之前舊有的購物中心可能會轉變角色或褪色

的，在機會及悲情合奏下，入市良機不斷產生。

5、預算部分的住宅購買力會進入舖市，大家可以想像到現在很多新盤的一房單位都定價過千萬了，當千萬萬都可以買到一些優質舖位的時候，再加上住宅在樓市辣招下是會有「人名限制」的，剩餘的購買力日益進入舖市，尤其是晉環及啟德The Henley，看到「豐厚資產者」的購買力正在復甦啟動，這個現象是會出現的。

今次筆者買入銅鑼灣勿地臣街地舖，算是銅鑼灣一個最旺的地段，鄰舖曾經是香港呎價最貴的舖王，投資者往往在樓市低潮的時候不是買最平的舖，而是買最質優的舖。這間舖加上之前購入的尖沙咀漢口道一舖算是完成了筆者買核心舖的心願了，如果這兩個舖將來成功升值，就算是奠定我投資核心舖的重要基礎。

還有日前購入荃灣南豐中心商場一樓舖位，因為商場連接港鐵荃灣站，基建都是搭建天橋網去配合港鐵，將荃灣變為天橋之城。南豐中心最值錢是商場內的主通道，因為它與荃錦中心的主通道連成一條大街，再連結多條天橋，今次A10號舖正是在商場的主通道上，可以說是珍珠難求。

去年筆者買豪宅到現在亦已得到好的升幅，我想說投資背後的意義其實是要對香港有信心。香港有很多好的事情正在發生中，大家不要再被悲情掩蔽，珍惜當下。