中銀 經濟月刊
2016年7月
中國銀行(香港)有限公司 發展規劃部 http://www.bochk.com

近年港股表現遜色的原因何在？

發展規劃部總經理 張朝陽
高級經濟研究員 蔡永雄

近年，香港作為內地門戶的獨特功能獲得長足發展。香港的角色已不只是單向為內地企業提供集資和其他專業服務，並轉型至既能滿足內地企業對集資和專業服務的需求，亦能為內地資金在世界各地尋找出路提供雙向服務，協助世界各地的企業「走進來」、也協助內地企業「走出去」，成為連繫內地與世界的重要橋樑。在這個過程中，香港的金融業，特別是股票市場，獲得了快速發展。隨著越來越多內地企業在港上市，香港股市市值持續增加，去年香港更重奪全球最大首次集資總額的地位，而據彭博統計，香港股市市值僅排在美國、中國和日本之後，達到3.8萬億美元，顯示香港作為區內國際金融中心的地位。

近年香港股市表現甚為遜色

在股市規模獲得長足發展的同時，股市表現卻沒有跟上。與美國、英國、日本、中國和亞洲四小龍共8個股市指數來作比較（請參閱表一），過去1年（2015年7月初至2016年6月底）香港恒生指數表現排行尾三，一年間下跌了20.8%，並僅優於股市「大時代」泡沫爆破後的中國上證綜合指數，以及近月因日圓大幅升值而顯著調整的日本股市。可是，除了美國股市錄得微升外，其餘7個股市指數在過去1年均錄得下跌。各大股市表現欠佳是與全球經濟增長乏力、內地股市泡沫爆破、新興市場貨幣貶值壓力加大，以及英國脫歐帶來的不確定性等有關，並造成了一連串金融市場波動。

然而，香港股市並非只是去年才表現不濟。若以過去5年作比較，上述8個股市指數則走出5升3跌的行情，上升的是美國、英國、日本、內地和台灣股市，下跌的則是新加坡、香港和韓國股市，分別於5年間下跌了9.0%、7.2%及6.2%。可是，若以市盈率（即市價除以盈利，並以此作為股票是否便宜指標）衡量（請參閱表二），過去5年香港恒生指數的平均市盈率近乎平絕全球，只有10.3倍，相比上述8個股指市盈率第二低的新加坡海峽時報指數12.4倍仍低五分之一左右，惟香港股市仍未能走出較佳的行情，相反卻一直跑輸其他股市。那麼香港股市出現了什麼問題，本文嘗試就此作出簡要的分析。

投資者亦考慮市盈率以外的因素

無疑，投資者在作投資決定前，除了以市盈率來考慮股份是否便宜外，還會考慮股份未來的盈利情況，企業所在地的政治、經濟、營商環境和對投資者的保障；有關行業（包括上下游行業）和企業的情況和前景，以評估其盈利能否持續

聲明：本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

增長，且是否存在一些風險因素會威脅到未來的盈利水平等。因此，若市場對個別企業的前景充滿信心，他們便願意以較高的價格來持有有關股份，其股價和市盈率便會上升，反之下跌。可是，市場對個別企業、行業以至經濟體前景的看法可以在短時間大幅改變，且可以長時間大幅高估或低估其真實的價值，繼而對個別股份或股市的表現構成舉足輕重的影響。

香港上市企業行業較為單一

一般來說，在一地交易所上市的企業大多是其所在地的企業，如美國企業主要在美國上市、日本企業則在日本上市等，故上市企業是否多元化亦取決於其所在地的經濟結構，而有關企業能否持續發展亦取決於當地的經濟表現和規模。香港作為一個城市型的經濟體，不單規模有限，且經過數十年發展以後，香港已是一個高收入和高發展水平的地方，經濟持續快速發展的空間有限。此外，在比較優勢的分工下，香港已發展為一個純服務業的經濟體，其金融和商用服務業的發展最為成熟，但一般金融業以外的商用和專業服務企業對上市集資的需求較低，且在沒有製造業和國防等需求的支持下，香港亦沒有發展出一批具競爭力的創新、科技或高端製造業企業，故大部份香港的大型企業仍以銀行、保險、地產管理和發展、以及公用事業等為主，故香港上市企業的行業較為單一。

當然，香港已發展為服務內地的國際金融中心，大批內地企業在港上市集資，現時內地在港上市企業的市值佔比已超過六成，多元化的內地企業能夠補充香港本土企業行業單一的不足，惟大型國有企業在內地多個行業擁有絕對的領導地位，這些國有企業的規模龐大，故當這些企業被計算在股市指數後，其對指數的影響便很容易超越眾多其他代表不同行業的企業。因此，即使計及內地在港上市的企業，香港上市企業行業單一的問題仍然存在。

若以MSCI和標準普爾開發的全球行業分類標準(Global Industry Classification Standard)，把全球的企業分為67個行業（請參閱表三），香港恒生指數共有50隻成份股，但只代表了21個行業，不到全球行業總量的三分之一，其單一程度於上述選定8個股指僅次新加坡。新加坡富時海峽時報指數只有30隻成份股，比香港少20隻，並只代表了17個行業。事實上，新加坡和香港均是城市型經濟體，雖然新加坡的經濟結構較香港較為多元化，仍保留著不少的製造行業，但金融和商用服務業亦最為成熟，加上新加坡不像香港般能成功吸引大量內地企業到當地上市，令其上市企業的行業結構比香港更為單一。此外，美國道瓊斯工業平均指數亦只有30隻成份股，但其代表的行業卻多於香港50隻成份股，共有24個行業，而其他5個股指則較為多元化，代表了40多個行業或以上。

再者，香港上市企業行業單一，亦不僅是行業種類不多的問題，還包括龍頭行業佔比太大。在香港恒生指數中，首三大行業是銀行業、保險業和房地產發展及管理，分別佔28.14%、12.80%及10.49%，共51.43%，同樣只有新加坡富時海峽時報指數的行業集中度較香港為高，其首三大行業即銀行(34.11%)、房地產管理與開發(13.14%)和綜合電信業務(13.14%)，共佔了60.39%。可是，美國道瓊斯工業平均指數即使只有30隻股份，但其行業集中度卻遠低於香港和新加坡，其三大行業分別是資訊科技服務(8.74%)、航天與國防(8.69%)和製藥(8.29%)，共25.72%。無疑，美國的經濟結構比香港和新加坡多元化，即使香港已引入大量內地企業在港上市，但亦不足以解決上市企業行業單一的問題。因此，香港和新加坡股市會較受個別行業的盛衰影響。

除了上市企業行業單一和龍頭行業佔比較大外，香港恒生指數更受到個別「巨無霸」企業佔比較大的影響，首三大企業是騰訊控股、滙豐控股和友邦保險，分別佔10.21%、9.30%及8.32%，共27.83%，而新加坡富時海峽時報指數首三大企業的佔比較香港更大，達到37.63%，即新加坡電信(13.14%)、華僑銀行(12.28%)和星展銀行(12.21%)，且當中兩家是銀行股，令新加坡股市很容易受到當地和東南亞銀行業表現的影響。至於美國道瓊斯工業平均指數，其首三大企業的佔比只有18.10%，與其他4個擁有更多股份數目的指數比例相若。以上述股指的行業和企業結構來看，在7個選定股指中（彭博沒有提供韓國證券綜合指數的情況），香港和新加坡股市的單一和集中程度最高，故亦最易受到個別行業和企業表現的影響。

行業和企業結構對股市表現構成影響

從上述香港股市的行業和企業結構來看，過去數年香港股市的表現一直較弱，且未有明顯起色的原因或包括：

1. 香港本地企業的增長動力有限。如上述，香港經濟已達到發展程度甚高的階段，加上自全球金融危機以來，香港經濟一直僅錄得溫和增長，更甚的是在去年下半年以來，旅遊、零售和樓市等多個環節一同步入調整，經濟僅可以維持低增長。因此，在香港經濟規模有限，且增長前景並不樂觀的背景下，本地企業的盈利表現亦不被看好，特別是香港大多數的企業，即使是綜合企業或大型發展商（長和系企業以外）的業務仍以香港為主，內地業務和海外佔比有限，故在香港經濟未有突破，以及這些企業在拓展香港以外市場未能成功前，這些企業的前景難以被市場看好，令其市盈率和股價持續低企。

2. 市場對香港樓市風險甚為關注。香港住宅樓市經歷了近12年的大幅上升後，去年9月份起步入了調整階段。雖然我行研究認為在綜合考慮最新的經濟情況、各央行的利率政策及本地樓市供應等多項因素，並假設政府和金管局現行政策維持不變，且沒有爆發重大的危機事件下，本輪樓市仍不具備大幅調整的條件，但市場（特別是證券分析員）對香港樓市前景甚為悲觀。部份分析員更認為香港樓市或會出現像1997年以後樓市出現斷崖式下跌的情況，令他們擔心發展商的收入和利潤將會受到影響，甚至有需要進行撇帳或減值等。因此，即使目前不少發展商股份的市帳率低於一，但這些分析員仍不推薦買入相關股份，令其市盈率和股價長期低企。

3. 銀行業的高增長階段或已過去。自金融危機以來，全球經濟和金融市場持續受到不同的問題困擾，如首先是美國次按危機、雷曼兄弟倒閉，隨後是美國歷史性評級被下調、多輪的歐債危機、國際大宗商品價格大跌、新興市場貨幣貶值，以至近期內地經濟和人民幣匯率壓力加劇等影響，令不少跨國或大型金融機構的表現長期受到困擾。此外，各國的監管機構亦對金融機構加強了監管（特別是對全球系統性重要的金融機構），如對資本金、流動性，以至高風險投資業務等作出限制，並同時推出不同的宏觀審慎監管措施，防止部份信貸增長過快，影響金融體系的穩定性。因此，市場均一直看淡跨國及大型金融機構的表現，特別是去年下半年以來，全球和內地經濟下行壓力增加，更觸發市場對壞帳和撥備增加的憂慮，故進一步拖累了金融類股份的表現。然而，滙豐控股佔香港恒生指數的比例高達10%，其在過去1年及5年均是拖累恒生指數表現的成分股之首（請參閱表四及表五）。

4. 大型國有企業受近期內地經濟表現困擾。如上述，過去二十多年，香港吸引了大量內地企業來港上市，但當中對恒生指數影響最大的是四大國有銀行及交通銀行、兩大保險公司、四家資源類企業和中國移動等，短期內他們各自均受到不同因素的制約，如銀行類股份受到內地經濟下行壓力加大，市場擔心壞帳水平上升，影響盈利；保險股則在內地股市泡沫爆破後，投資收益減少所影響；資源類股份受到國際大宗商品價格下跌，以及個別處於產能過剩行業的影響；中國移動的高增長階段或已過去，並更多趨向公用類股份的表現。因此，在內地 A 股尚未復蘇，滬港通等互聯互通機制未能做到兩地市場之間的套戗下，即使內地市場對不少一同在港上市的企業有較高的估值，但仍未能使港股受惠。

5. 新經濟股份的數量有限。過去 1 年，對恒生指數提供最大貢獻的成份股分別是騰訊控股、中電控股和領展房地產基金，而過去 5 年則是騰訊控股、友邦保險和中國移動，當中中電控股、領展房地產基金和中國移動均是公用或接近公用類的收息股份，他們受到追捧較多是在低無息的環境下，對高股息率的追求，並非看好其長遠增長前景。餘下的就只有騰訊控股和友邦保險，兩者均可算是少數的增長類股份，前者是內地龍頭的互聯網企業，在內地較為封閉的市場環境，料可繼續搶佔內地龐大且正在快速發展互聯網相關業務，並逐步擴展至覆蓋人民生活的各個範疇；後者則持續受惠於內地民眾對保險和投資的需求。然而，除了上述兩者外，香港恒生指數中的新經濟或增長型的股份不多，對港股的表現構成制約。

6. 大股東控股比例高，市場力量難以推動企業改革。無論是香港本土的大型企業，如發展商，還是在港上市的國有企業，這些企業大多受到控制性股東所控制。即使市場認為有關企業的表現長期欠佳，市場力量，如投資基金等，亦無法累積足夠的股份，以奪得企業的控制權或要求加入董事會，以提出改革，並向大股東施壓要求改善業績，這難免對在港上市企業的表現構成影響，使其長期低於合理價值。

無疑，過去數年香港股市持續跑輸其他選定的股指，當中既有行業和企業單一、集中的結構性因素，亦有近年全球、內地和香港經濟表現欠佳、香港樓市處於調整階段、銀行業受到經濟下行和加強監管的制約等所影響，這些因素將待全球和內地經濟真正復蘇後才能逐漸好轉，並為香港股市帶來支持。再者，內地經濟正在轉型升級，透過實施「中國製造 2025」和「互聯網＋」的戰略，內地將會興起一批高增長的新晉企業，且不少內地企業正積極「走出去」，在「一帶一路」倡議的推進下，內地企業的營運地點將不再限於中國，並在全球各地找尋新增長點。在一國兩制的優勢下，香港將繼續擔當服務內地的國際金融中心的角色，在港上市內地企業的業務和規模料將更為多元化，這些企業料可做大做強，有利港股股值長遠獲得提升。

表一：選定 8 大經濟體股市表現

截至 2016 年 6 月底	美國道指	英國富時 100	日本日經	香港恒指	中國上證綜合	新加坡海峽	台灣加權	韓國綜合
指數水平	17,929.99	6,504.33	15,572.92	20,794.37	2,929.61	2,840.93	8,666.58	1,970.35
過去 20 年	217.1%	75.3%	-30.9%	88.7%	264.3%	不適用	32.1%	141.0%
過去 15 年	70.7%	15.3%	20.1%	59.4%	32.1%	70.1%	77.5%	231.1%
過去 10 年	60.8%	11.5%	0.5%	27.8%	75.2%	18.5%	29.3%	52.1%
過去 5 年	44.4%	9.4%	58.7%	-7.2%	6.1%	-9.0%	0.2%	-6.2%
過去 1 年	1.8%	-0.3%	-23.0%	-20.8%	-31.5%	-14.4%	-7.0%	-5.0%

資料來源：彭博，中銀香港經濟研究

表二：選定 8 大經濟體股市市盈率水平

截至 2016 年 6 月底	美國道指	英國富時 100	日本日經	香港恒指	中國上證綜合	新加坡海峽	台灣加權	韓國綜合
指數水平	17,929.99	6,504.33	15,572.92	20,794.37	2,929.61	2,840.93	8,666.58	1,970.35
過去 20 年	16.93	25.71	51.94	13.55	28.55	不適用	22.76	126.91
過去 15 年	16.30	26.44	49.95	13.51	24.28	不適用	23.12	57.75
過去 10 年	15.01	20.30	21.42	12.63	19.64	12.37	22.66	16.91
過去 5 年	14.67	19.65	21.13	10.31	13.33	12.35	17.40	18.43
過去 1 年	15.72	32.36	19.85	10.19	16.56	12.89	13.80	14.98
目前	17.01	48.57	18.62	10.32	16.12	11.94	15.36	16.58

資料來源：彭博，中銀香港經濟研究

表三：選定 8 大經濟體股指成分股內容

	美國道指	英國富時 100	日本日經	香港恒指	中國上證綜合	新加坡海峽	台灣加權	韓國綜合
股份數目	30	101	225	50	1141	30	855	761
行業數目 *	24	43	49	21	63	17	58	60
最大行業及佔比	資訊科技服務 (8.74%)	石油，天然氣與消費用燃料 (14.85%)	無線電信業務 (9.36%)	銀行 (28.14%)	銀行 (19.49%)	銀行 (34.11%)	半導體和半導體設備 (24.80%)	不適用
第二大行業及佔比	航天與國防 (8.69%)	銀行 (9.82%)	製藥 (8.47%)	保險 (12.80%)	石油，天然氣與消費用燃料 (9.07%)	房地產管理與開發 (13.14%)	電子設備，儀器及零部件 (13.07%)	不適用
第三大行業及佔比	製藥 (8.29%)	製藥 (8.32%)	機械 (7.73%)	房地產發展及管理 (10.49%)	房地產發展及管理 (4.95%)	綜合電信業務 (13.14%)	資訊科技硬件，儲存庫及週邊設備 (7.81%)	不適用
最大企業及佔比	3M 公司 (6.74%)	英美煙草公司 (5.58%)	迅銷公司 (6.61%)	騰訊控股 (10.21%)	工商銀行 (4.74%)	新加坡電信 (13.14%)	台積電 (16.63%)	不適用
第二大企業及佔比	國際商業機器 (5.82%)	滙豐控股 (5.41%)	KDDI (4.99%)	滙豐控股 (9.30%)	中國石油股份 (4.54%)	華僑銀行 (12.28%)	鴻海科技集團 (5.06%)	不適用
第三大企業及佔比	高盛 (5.54%)	荷蘭皇家殼牌 (5.21%)	軟銀集團 (4.29%)	友邦保險 (8.32%)	農業銀行 (3.72%)	星展銀行 (12.21%)	中華電信 (3.62%)	不適用
首三大行業佔比	25.72%	32.99%	25.56%	51.43%	33.51%	60.39%	45.68%	不適用
首三大企業佔比	18.10%	16.20%	15.89%	27.83%	13.00%	37.63%	25.31%	不適用

資料來源：彭博，中銀香港經濟研究；* 按 67 個全球行業分類標準劃分

表四：過去 1 年選定 8 大經濟體股指成分股表現

截至 2016 年 6 月底	美國道指	英國富時 100	日本日經	香港恒指	中國上證綜合	新加坡海峽 *	台灣加權	韓國綜合
對指數貢獻最大成分股	麥當勞 (+166.62)	英美煙草公司 (+98.77)	Terumo (+113.77)	騰訊控股 (+279.39)	貴州茅台酒 (+9.96)	泰國釀酒 (+15.86)	台積電 (+212.13)	不適用
對指數貢獻第二大成分股	強生 (+160.79)	葛蘭素史克 (+48.63)	科樂美 (+64.47)	中電控股 (+103.46)	廣汽集團 (+4.48)	SATS (+2.81)	中華電信 (+50.28)	不適用
對指數貢獻第三大成分股	旅行家集團 (+153.97)	荷蘭皇家殼牌 (+47.68)	KDDI (+51.82)	領展房地產基金 (+52.88)	中國核建 (+2.79)	奧蘭國際 (+0.30)	台塑石化 (+32.45)	不適用
對指數拖累最大成分股	高盛 (-400.41)	滙豐控股 (-84.19)	迅銷公司 (-1,069.60)	滙豐控股 (-901.26)	中國石油股份 (-72.30)	星展銀行 (-101.90)	聯發科技 (-98.38)	不適用
對指數拖累第二大成分股	蘋果 (-195.47)	巴克萊銀行 (-81.53)	發那科 (-332.49)	中國銀行 (-351.15)	中國銀行 (-33.89)	大華銀行 (-69.56)	富邦金控 (-87.87)	不適用
對指數拖累第三大成分股	美國運通 (-115.39)	萊斯銀行 (-75.33)	軟銀集團 (-171.52)	建設銀行 (-325.18)	中國石化 (-23.53)	華僑銀行 (-58.71)	國泰金融 (-78.29)	不適用

資料來源：彭博，中銀香港經濟研究；* 新加坡數據為 2015 年 6 月至 2016 年 5 月的 1 年期，括號內為該成分股貢獻 / 拖累股指的點數

表五：過去 5 年選定 8 大經濟體股指成分股表現

截至 2016 年 6 月底	美國道指	英國富時 100	日本日經	香港恒指	中國上證綜合	新加坡海峽 *	台灣加權	韓國綜合
對指數貢獻最大成分股	家得寶 (+641.47)	英美煙草公司 (+159.70)	迅銷公司 (+574.85)	騰訊控股 (+2,215.90)	中國北車 † (+31.05)	新加坡電信 (+57.46)	台積電 (+837.77)	不適用
對指數貢獻第二大成分股	聯合健康保險 (+573.34)	利潔時 (+105.22)	KDDI (+508.88)	友邦保險 (+645.87)	貴州茅台酒 (+20.03)	星獅集團 (+50.60)	鴻海科技集團 (+108.90)	不適用
對指數貢獻第三大成分股	3M 公司 (+567.13)	南非米勒 (+82.39)	軟銀集團 (+338.24)	中國移動 (+398.43)	上海浦東發展銀行 (+18.03)	泰國釀酒 (+31.91)	大立光電 (+95.05)	不適用
對指數拖累最大成分股	蘋果 (-221.76)	英美資源集團 (-117.49)	佳能 (-54.31)	滙豐控股 (-1,111.56)	中國石油股份 (-72.07)	吉寶企業 (-98.14)	宏達國際電子 (-264.95)	不適用
對指數拖累第二大成分股	開拓重工 (-199.19)	力拓集團 (-116.13)	日東電工 (-43.46)	中國海洋石油 (-478.75)	神華能源 (-34.30)	來寶集團 (-89.22)	宸鴻集團 (-66.30)	不適用
對指數拖累第三大成分股	高盛 (-153.17)	必和必拓集團 (-112.58)	本田技研 (-39.98)	中國石油股份 (-344.64)	中國中車 (-23.06)	雲頂新加坡 (-87.02)	中國鋼鐵 (-56.17)	不適用

資料來源：彭博，中銀香港經濟研究；* 新加坡數據為 2011 年 6 月至 2016 年 5 月的 5 年期，括號內為該成分股貢獻 / 拖累股指的點數；† 截至 2015 年 5 月與中國南車合併為止

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2014	2015	2015/Q4	2016/Q1
總量(億元) GDP($100 Million)	21,946	22,464	6,448	5,904
升幅(%) Change(%)	2.6	2.4	1.9	0.8
二. 對外貿易 External Trade	**2014**	**2015**	**2016/5**	**2016/1-5**
外貿總值(億元) Total trade($100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	553	469	35	166
轉口 Re-exports	36,175	35,584	2,880	13,393
總出口 Total exports	36,728	36,053	2,915	13,559
進口 Total imports	42,190	40,464	3,177	15,101
貿易差額 Trade balance	-5,463	-4,411	-262	-1,542
年增長率(%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	1.7	-15.2	-18	-16.6
轉口 Re-exports	3.2	-1.6	0.2	-4.3
總出口 Total exports	3.2	-1.8	-0.1	-4.5
進口 Imports	3.9	-4.1	-4.3	-6.6
三. 消費物價 Consumer Price			**2016/6**	**2016/1-6**
綜合消費物價升幅(%) Change in Composite CPI(%)	4.4	3	2.4	2.7
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units				
合約宗數(宗) No. of agreements	81,489	76,159	6,033	26,571
年升幅(%) Change(%)	15.6	-6.5	-24.5	-39.1
五. 勞動就業 Employment			**2016/3-2016/5**	**2016/4-2016/6**
失業人數(萬人) Unemployed(ten thousands)	14.95	12.2	13.5	13.6
失業率(%) Unemployment rate(%)	3.2	3.3	3.4	3.4
就業不足率(%) Underemployment rate(%)	1.5	1.4	1.4	1.4
六. 零售市場 Retail Market			**2016/5**	**2016/1-5**
零售額升幅(%) Change in value of total sales(%)	-0.2	-3.7	-8.4	-10.8
零售量升幅(%) Change in volume of total sales(%)	0.6	-0.3	-9	-10.2
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數(萬人次) arrivals (ten thousands)	6,084	5,931	445	2,287
年升幅(%) Change(%)	12	-2.5	-6.4	-8.4
八. 金融市場 Financial Market			**2016/4**	**2016/5**
港幣匯價(US$100=HK$) H.K. Dollar Exchange Rate (US$100 = HK$)	775.6	775.1	775.6	776.8
貨幣供應量升幅(%) change in Money Supply(%)				
M1	13	15.4	11.1	6.5
M2	9.5	5.5	3	2.1
M3	9.6	5.5	3	2.1
存款升幅(%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	9.7	6.7	4.8	3.6
港元存款 In HK$	9.3	10.7	2.8	1.3
外幣存款 In foreign currency	10.1	3.1	6.8	6
放款升幅(%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	12.7	3.5	1.9	2.1
當地放款 use in HK	12.1	3.5	3.8	3.8
海外放款 use outside HK	14.2	3.6	-2.2	-1.8
貿易有關放款 Trade financing	-1.4	-16.3	-11.9	-17.4
最優惠貸款利率(%) Best lending rate (%)	5.0000	5.0000	5.0000	5.0000
恒生指數 Hang Seng index	23,605	21,914	21,067	20,815