



網誌

2023 年 6 月 6 日

香港市場：債券收益率已上調 但股票估值相對仍具吸引力

從多元資產的角度來看，市場對美聯儲轉向的預期或會帶來債券收益投資的復蘇，多於股票投資。彭博數據顯示 2023 年初至今的 ETF 資金淨流入固定收益投資約 1,310 億美元，而淨流入股票投資約 1,460 億美元。使用由上而下的分析，「債券股票收益比率」(BEER)把已上調的債券收益率納入考慮，故投資者可以將股票估值與債券收益率進行比較。從跨資產角度來看，香港市場的 BEER 比率已改善至 0.40，但理論上相較債券收益，股票仍處於被低估區間。另一方面，從歷史估值來看，香港股市目前的估值為預期市盈率的 9.2 倍，低於 5 年平均的 1 倍標準差。其中，年初以來跑贏大市的能源和電訊業的估值分別為預期市盈率的 5.2 倍及 9.9 倍，還是低於 5 年市盈率平均值。

香港股票收益率 8.88%對比債券收益率仍具吸引力

對美國利率的預期一直是股市的重要驅動因素，尤其是對利率敏感的行業（請參閱我們先前日期為 2023 年 5 月 9 日的網誌「[恒生科技指數：美聯儲或「鷹派暫停加息」 將有穩定的 AUM 流入](#)」）。從多元資產的角度來看，市場對美聯儲轉向的預期或會帶來債券收益投資的復蘇，多於股票投資。根據彭博數據，2023 年初至今（截至 2023 年 6 月 2 日）的 ETF 資金淨流入固定收益投資約 1,310 億美元，而淨流入股票投資約 1,460 億美元。

從由上而下的角度來看，鑒於利率上升，投資者或有意對比債券收益與股票收益。一般而言，投資者可以使用「債券股票收益比率」(BEER)分析固定收益市場中的債券收益率以及股票的收益率。BEER 的計算方法是將相關債券收益率除以股票收益率 (E/P，即歷史市盈率的倒數)。理論上該比率高於或低於 1.0 的絕對門檻值將意味著對比債券收益，股市被高估或低估。

實際上，由於股票投資涉及風險溢價，BEER 會小於 1.0。但鑒於利率上升，該宏觀指標的走勢或趨勢或能為了解最新股市動態提供一個互補的角度。在過去五年，香港市場的 BEER (圖 1) 在 2020 年年中跌至 0.05，但截至 2023 年 6 月 1 日逐漸回升至疫情前的水平，並最終達到 0.40 (按 3.51%除以 8.88%計算)，低於門檻值 1.0 及美國市場 BEER 的 0.73。從跨資產角度來看，這一上升趨勢意味著對比債券收益率，港股估值正逐漸改善，但理論上仍處於被低估的區間。

圖 1: 香港市場債券股票收益比率 (BEER*)



資料來源：恒生指數公司，彭博；

數據截至：2023 年 6 月 1 日

注：(*)香港市場 BEER = (香港政府十年期債券收益率) / (恒生綜合指數收益率)

圖 2: 恒生綜合指數收益率及香港政府十年期債券收益率



資料來源：恒生指數公司，彭博；

數據截至：2023 年 6 月 1 日

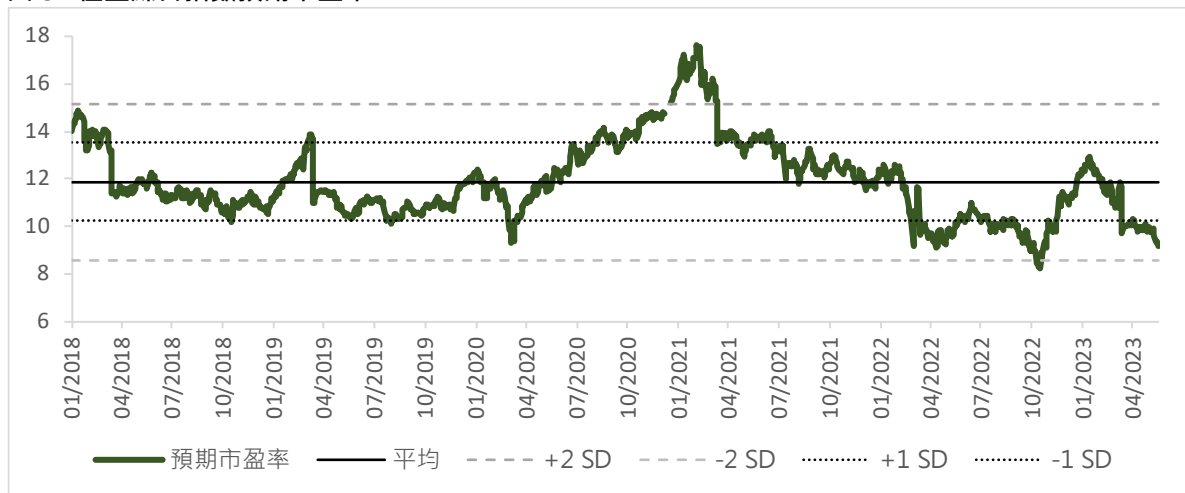


香港股市估值低於長期歷史平均

香港股市目前的估值為預期市盈率的 9.2 倍，低於 5 年平均的 1 倍標準差（圖 3）。

2023 年初至今（截至 2023 年 6 月 1 日），港股中表現最好的行業為電訊和能源業，分別上漲 19% 和 17%（圖 4）。值得注意的是，該兩個行業的估值仍低於 5 年平均值，能源業（圖 5）及電訊業（圖 6）的估值分別為預期市盈率的 5.2 倍及 9.9 倍。

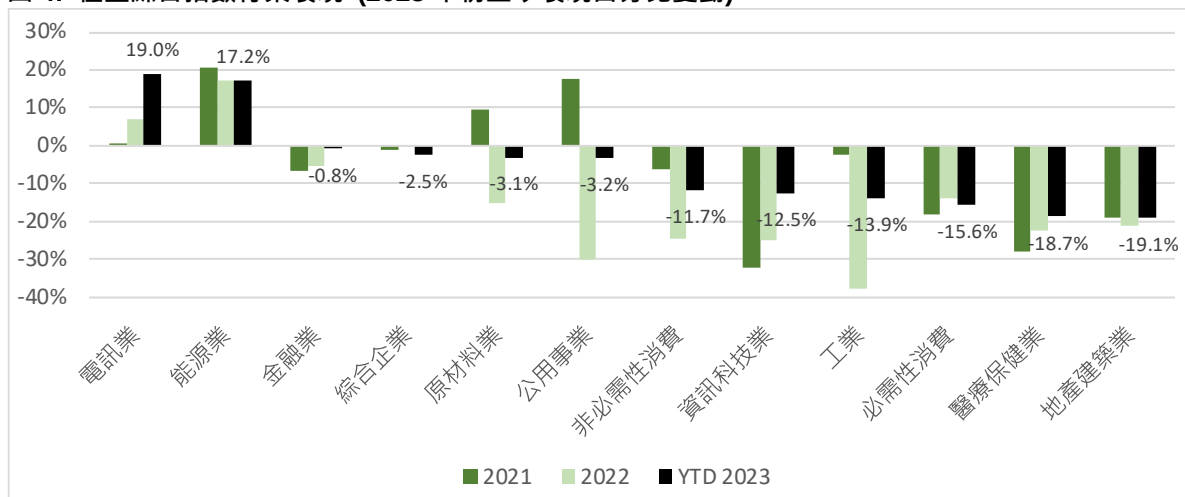
圖 3: 恒生綜合指數預期市盈率



資料來源：恒生指數公司，彭博；

數據截至：2023 年 6 月 1 日

圖 4: 恒生綜合指數行業表現 (2023 年初至今表現百分比變動)



資料來源：恒生指數公司，彭博；

數據截至：2023 年 6 月 1 日



圖 5: 恒生綜合指數 — 能源業



資料來源：恒生指數公司，彭博；
數據截至：2023 年 6 月 1 日

圖 6: 恒生綜合指數 — 電訊業



資料來源：恒生指數公司，彭博；
數據截至：2023 年 6 月 1 日

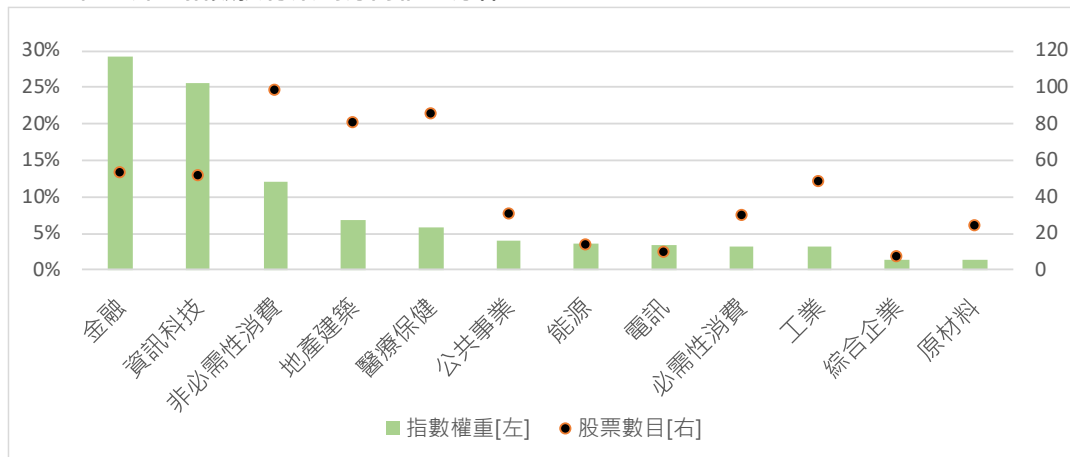
恒生綜合指數 — 覆蓋港股市值 95%；行業指數衡量港股各行業表現

恒生綜合指數（「HSCI」）於 2001 年 10 月 3 日推出，旨在提供一項全面的香港股市表現指標，覆蓋香港聯合交易所主板上市證券總市值的 95%。

就指數構成而言，恒生綜合指數採用流通市值加權，選股範疇為在主板上市的證券（不包括根據《上市規則》第二十一章上市的投資公司），並設有 10% 的個股權重上限。選股範疇內累計市值覆蓋排名首 95% 以及符合成交量規定的證券將獲選為成份股。因此，恒生綜合指數是香港股市的寬基指數。該指數每半年檢討一次（數據截止於 6 月底/12 月底），並設有快速納入機制。

恒生綜合指數進一步按市值劃分分類指數（大型、中型、小型）以及行業指數（根據恒生行業分類系統）。下圖 7 顯示按行業劃分的恒生綜合指數權重分佈。首三大行業為金融業（佔 29% 比重）、資訊科技業（佔 26% 比重）及非必需性消費（佔 12% 比重）。

圖 7: 恒生綜合指數按行業劃分的權重分佈



資料來源：恒生指數公司；數據截至：2023 年 6 月 1 日



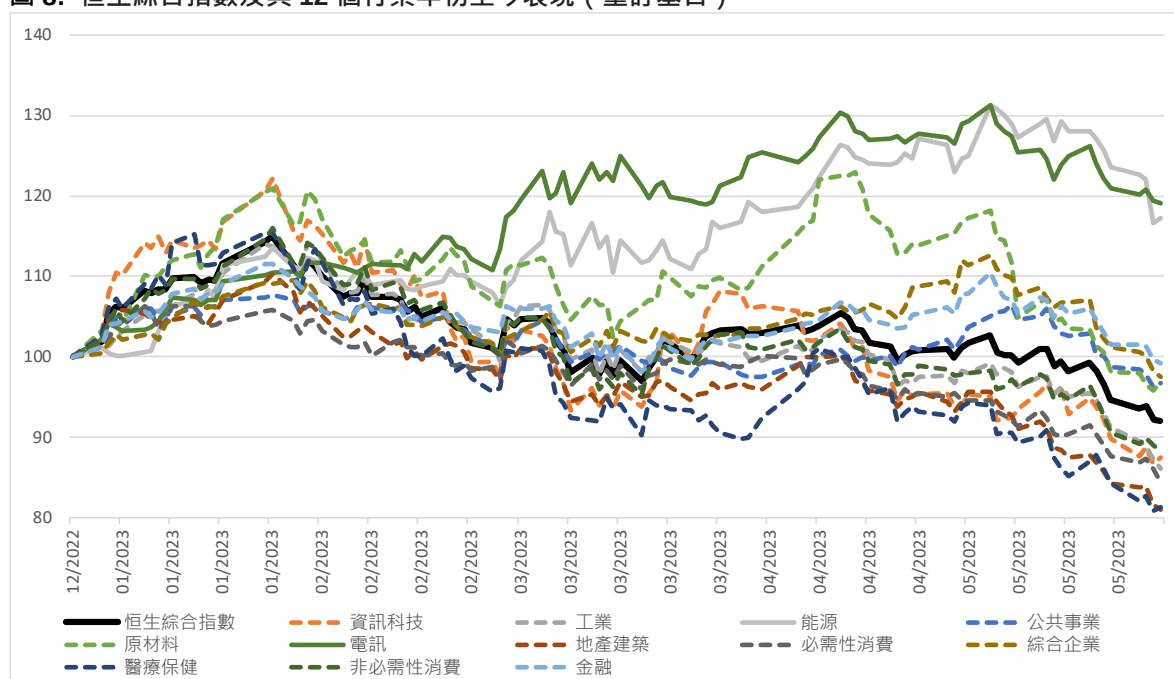
電訊業及能源業年初至今跑贏大市 (恒生綜合指數) 10 至 11 個百分點

自 2023 年以來，港股大市 (以恒生綜合指數為代表) 的回報率為-7.9% (年化回報率為-3.5%)。但在這 12 個行業中，電訊業和能源業是年初至今表現最佳的行業，回報率為正數。

電訊業(以「恒生綜合行業指數 - 電訊業」為代表)年初至今的回報率為 19.0% (年化回報率為+7.7%)。年初至今年化波動率為 21.3%，其風險調整後回報率 (年化回報率/年化波動率) 為 0.36 倍。

能源業 (以「恒生綜合行業指數 - 能源業」為代表) 年初至今的回報率為 17.2% (或年化回報率為 +7.0%)。年初至今年化波動率為 26.5%，其風險調整後回報率 (年化回報率/年化波動率) 為 0.26 倍。

圖 8: 恒生綜合指數及其 12 個行業年初至今表現 (重訂基日)



資料來源：恒生指數公司；數據截至：2023 年 6 月 1 日



免責聲明

所有於此檔所載之資料僅供參考之用。恒生指數有限公司（「恒生指數公司」）致力確保於此文件所載之資料屬準確及可靠，惟恒生指數公司並不作出任何聲明或保證該等資料的準確性、完整性或可依賴性。任何人士因依賴此檔之任何內容，或因此檔所載任何資料之錯誤或遺漏而引致任何損害或損失，恒生指數公司概不承擔任何責任（不論是民事侵權行為責任或合約責任或其他）。此檔內容可不時作出更新而毋須另行通知。

所有於此檔所載之資料均不代表恒生指數公司對任何投資作出明示或暗示的建議或推介。投資涉及風險，任何人士如有投資之需求，應根據其本身的投資目的、財務狀況及獨特需要作出決定，並諮詢獨立投資意見。投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。

© 恒生指數有限公司 2023。版權所有