

## 瑞聲科技／舜宇光學：成也蘋果，敗也蘋果

有問較具規模的藍籌股是否沒有出現如恒大健康（708）急升後暴跌的問題呢？不提老一輩的思捷（330）和利豐（494），2017年至2018年期間，新晉藍籌股「孖寶」瑞聲科技（2018）和舜宇光學（2382）都出現過資產泡沫化及爆破的過程。

瑞聲科技於2017年11月創出182.9元歷史新高，但至2018年底，公司股價僅得45.05元，跌幅超過75%。



瑞聲過去數年一直上升，惟2017年股價到頂後，2018年累積下跌超過75%。（資料來源：富途牛牛）

至於舜宇光學，最高於2018年6月升至174.9元，至2018年底則跌至67.25元，跌幅超過62%。



舜宇光學半年內股價下跌超過六成。（資料來源：富途牛牛）

市場認為，瑞聲科技的聲學元件和觸控馬達業務的主要客戶是蘋果（AAPL）。有趣的是，蘋果股價在 2018 年持續上升，並一度突破市值 1 萬億美元，但作為元件供應商的瑞聲則持續下跌。市場解釋，是源於蘋果提高產品售價，令毛利率上升，不過作為上游的零件供應商卻未能受惠，反而因蘋果 iPhone 加價影響需求，致零件訂單增長放緩，加上人民幣持續貶值，令收入及利潤出現倒退，於是成為市場重點沽售對象。

值得注意的是，瑞聲科技曾於 2017 年受沽空報告攻擊，當時股價一度由 107 元大幅下跌至 77 元，跌幅接近三成，不過之後無阻其升勢，至 11 月後已升至 182.9 元，升幅約為 1.4 倍。

而至 2018 年底，瑞聲股價僅得 45.05 元，比沽空機構發表報告狙擊時的最低價還要低逾四成，反映假如某一股票或資

產在牛市周期或在拉升階段時，就算出手造淡，結果只能事倍功半。不過，假如該股形勢改變，到達資產泡沫爆破、派貨階段甚至是拉跌階段時，就算沒有沽空報告出手，公司股價也可以在一年之間跌逾七成。

或許有些人認為，瑞聲股價升跌主要受基本因素影響。假如公司業務持續增長，即使股價下跌，也不致於暴跌七成。所以，我們要同時觀察舜宇光學。舜宇光學主要製造手機鏡頭和手機鏡頭模組，隨著智能手機鏡頭數目持續增長，由以前前後各一個鏡頭，增加至「前二後三」共五個鏡頭，對這些鏡頭生產商而言，實屬重大利好。而舜宇光學亦能把握是次風口，據其每月數據資料顯示，2018年鏡頭和模組產量按年持續錄得增長。

舜宇光學 2018 年下半年手機鏡頭出貨量		
月份	手機鏡頭出貨量（千顆）	按年增長
7月	88,379	69.2%
8月	90,650	46.2%
9月	100,755	61.0%
10月	102,698	73.9%
11月	90,889	58.7%
12月	75,812	42.1%

（資料來源：公司公告）

不過2018年中，公司管理層透露鏡頭模組的毛利率受壓，公司股價迅速轉弱。其後舜宇光學發布中期業績，指因人民幣貶值而令純利增長幾乎停滯，結果翌日公司股價暴跌超過24%，繼而展開一浪低於一浪的拉跌階段。就算公司下半年

營運數據受傳統旺季和新產能所帶動，出貨量比上半年更為理想，但仍然愈跌愈多。

利用瑞聲科技和舜宇光學這兩個例子，證明資產泡沫曲線並非只得細價股或被市場視為妖股的上市公司才會出現，即使規模大如市值超過千億港元的大藍籌，股價走勢也可以順著這條曲線急升暴跌。而與典型資產泡沫曲線的分別，是這些大藍籌入泡沫階段時的時間更長，動輒數年之久，因為比較多基金和大行關注，並利用基本因素進行分析，以致容易因股價遠高於該股價值而遭機構投資者放售，令大戶難以凝聚足夠的股票拉升股價。

然而，這類股票走入泡沫階段與其他股份沒太大分別，只是由於是藍籌，市值和名氣較大，流通性高，市場和媒體的關注度亦較高，加上市場認為大藍籌較有保障，技股者眾，於是經廣泛宣傳後或會再吸引其他投資者於低價買入，令基金或大戶有更多時間派貨，隨時要數月之久。所以，瑞聲科技和舜宇光學這兩家公司的股價都是拾級而下，而非像細價股很快「歸位」。

## Bitcoin：成就三次資產泡沫

Bitcoin 的出現十分奇怪，但奇怪的東西總會吸引不少投資者產生憧憬。

Bitcoin 是依靠一種名為「區塊鏈」的技術而衍生出來的「加密貨幣」。簡單而言，這種加密貨幣具備「去中心化」和「無法修改交易紀錄」兩大特性，加上大部分加密貨幣都設有上限，以及對處理交易算法的「礦工」給予加密貨幣作為獎勵。換言之，只要愈來愈多人信奉這套規則，即承認加密貨幣有其結算的價值，需求就會增加，從而拉動價格上漲。

Bitcoin 於 2009 年出現以來，經歷過至少三次資產泡沫階段，包括 2010 年至 2011 年、2013 年至 2014 年，以及 2017 年至 2018 年。

第一次出現資產價格泡沫，是由於當時維基解密（WikiLeaks）於 2011 年 6 月被全球封殺時，宣布接受 Bitcoin 捐獻，令全球對 Bitcoin 開始有認識，Bitcoin 價格亦由開始時以 10,000 個換一個薄餅的價格，升至每個超過 33 美元。不過，其後 Bitcoin 價格急跌，於 2011 年底已跌至每個 2 美元，跌幅超過九成。



Bitcoin 首次泡沫化，價格於 2011 年中一度急升至 33 美元，惟半年後急跌至 2 美元，跌幅超過九成。（資料來源：Bitcoin.com）

然而，隨著愈來愈多人認識及使用 Bitcoin，例如跨境匯款、買賣毒品、槍械交易等，都對 Bitcoin 帶來更大需求，推高其價格，於 2013 年底更升至一個顛峰，每個 Bitcoin 市值 1,100 美元。

不過，當時最大的 Bitcoin 交易平台 Mt.Gox，於 2014 年 2 月聲稱被黑客入侵，損失大量 Bitcoin 而破產倒閉。於是，市場發現這類新興加密貨幣的安全性有嚴重問題，出現信心危機，令 Bitcoin 價格泡沫爆破。至 2015 年 1 月，Bitcoin 價格一度跌至不到 200 美元一個，跌幅超過八成。



Bitcoin 第二次泡沫化，價格從每個 1,100 美元，急跌至 200 美元，跌幅超過八成。（資料來源：Bitcoin.com）

Bitcoin 出現兩次泡沫化循環，不但沒有像「鬱金香泡沫」一樣從此沉寂，還能夠再起波瀾。隨著各大交易所開始注重交易安全，黑客入侵問題雖時有發生，但受影響的交易所相對不大，對 Bitcoin 價格的影響也愈趨輕微。

另一方面，隨著更多投資者了解 Bitcoin 的好處，尤其是 Bitcoin 與美元換算，令大量交易所成為「美元避難所」，於是當中國經濟不穩、人民幣升值時，內地投資者為保值，傾向買當時監管仍算寬鬆的 Bitcoin，成為中國其中一個重要的走資渠道，為價格帶來一定支持。

至 2017 年開始，中國政府雖然展開多項措施，限制中國人購買 Bitcoin，令 Bitcoin 價格帶來影響。不過，隨著 Bitcoin 價格急升，加上內地交易所如雨後春筍般發展，刺激大量投資者入市，並衍生出其他相關業務，如挖礦、ICO、銷售「礦機」等，令價格大幅向上。同時，日本對加密貨幣採取開放態度，加密貨幣合法化令資金可透過日本的交易所進出，進一步刺激價格持續上升，並吸引日本和韓國資金加入這場虛擬貨幣的泡沫之中。

2017 年底，Bitcoin 價格一度升穿每個 20,000 美元，但其後泡沫爆破，有指是因為美國推出 Bitcoin 期貨引致。整個 2018 年 Bitcoin 的價格反覆向下，於 2018 年底更跌至近 3,000 元水平，跌幅亦同樣超過八成。



Bitcoin 第三次泡沫化，價格從每個超過 20,000 美元，急跌至 2018 年底的 3,000 美元，跌幅超過八成。（資料來源：Bitcoin.com）

Bitcoin 能夠在短短八年間出現三次資產泡沫，而每次泡沫維持約一年左右，過去的資本市場中可謂前所未見。隨著三次資產泡沫令愈來愈多人認識區塊鏈這一技術，並嘗試從中解決目前的生活問題，例如閒置設備使用、跨境支付及結算，到底最終會否引致 Bitcoin 出現第四次泡沫，讀者可以拭目以待。