

當地時間4月9日，美國三大股指收盤全部上漲，其中，標普500指數和道瓊斯工業指數收盤分別達到33800.6點、4128.8點，均創下歷史新高。在疫情逐步得到控制後，全球主要股指表現都出現明顯回升。然而全球維持寬鬆政策的預期進一步增強，「急劇擠泡沫」的負面因素將伴隨呈現，市場波動也將明顯加大，總體概括全球股市可謂「雖無近憂，卻有遠慮」。

提防股市擠泡沫



▲今年以來，美債收益率明顯上升，一度對權益市場造成衝擊。隨著經濟復甦步伐加快，通脹上升和通脹預期上升，都使得美債收益率仍存在繼續走高的可能性。

交銀觀察
何飛
交通銀行金融研究中心
首席政策分析師

新冠肺炎疫情全球大流行前後，全球股市表現總體經歷了三個階段：

一、過去兩年全球股指走勢如過山車

在疫情發生前，主要股指均出現上漲。從2018年末至2019年末，全球主要股指中，俄羅斯RTS、深證成指、納斯達克指數、巴西IBOVESPA指數的漲幅都超過30%，依次分別上漲45.28%、44.08%、36.27%、31.58%。韓國綜合指數、恒生指數、英國富時100、印度SENSEX30漲幅最小，但也都超過了5%，依次分別為7.67%、10.53%、12.01%、14.35%。

在疫情全球大流行後，主要股指表現短期內受疫情影響顯著。特別是在去年3月中旬，美股在10日之內經歷了四次「熔断」。以此為時間節點，在此之前的不到3個月時間裏，全球主要股指均出現下跌。其中，除了上證指數、深證成指分別下跌10.54%、3.85%以外，其餘主要指數跌幅都超過了20%。其中，俄羅斯RTS、巴西IBOVESPA指數、法國CAC40、德國DAX、英國富時100、道瓊斯工業指數、印度SENSEX30跌幅都超過30%，依次分別為46.27%、42.16%、37.19%、36.28%、32.64%、30.27%、30.02%，與疫情發生前形成鮮明反差。

在疫情逐步得到控制後，主要股指表現都出現明顯回升。從2020年3月18日美股經歷史上第五次「熔断」，到2021年4月2日的一年多時間裏，全球主要股指都表現較好，其中不少指數的表現堪稱亮眼。主要股指漲幅位於27%至96%的區間內。其中，韓國綜合指數、納斯達克指數的漲幅均超過90%，分別為95.63%、92.85%；台灣加權指數、德國DAX、日經225、俄羅斯RTS、印度SENSEX30、巴西IBOVESPA指數的漲幅都超過了70%。深證成指、澳洲標普200、英國富時100、恒生指數、上證指數的漲幅儘管相對較小，但也都都在27%至41%的區間內。

今年年初以來，全球主要股指表現雖然出現了一些分化，比如，巴西IBOVESPA、深證成指均出現下跌，跌幅分別為3.16%、2.41%。但是，絕大部分股指都出現了上漲，其中，台灣加權指數、德國DAX、法國CAC40、日經225、韓國綜合指數、道瓊斯工業指數分別上漲了12.48%、10.12%、9.94%、8.78%、8.33%、8.32%。當然，年初以來全球主要股指總體漲幅與2019年同時段相比仍有差距。

二、四大原因刺激美股破頂

一是疫情逐步得到控制。據世衛



組織信息，目前全球已經有194個國家和經濟體開始接種新冠疫苗，在今年的前100天，全球共接種7億劑抗禦新冠疫苗。目前，美國衛生當局宣稱已有超過1億人接種了至少一劑新冠疫苗，其中，有近5800萬人（約佔美國成人總數的五分之一）完成了接種。疫苗接種的有序推進，增強了投資者對疫情形勢向好發展的信心。

二是經濟基本面向好。主要經濟體的PMI數據揭示了經濟復甦的良好勢頭。美國3月的ISM非製造業PMI為63.7，創下了1997年有數據統計以來的歷史新高；歐元區3月IHS Markit綜合PMI錄得52.5，創下2018年末以來的新高。同時，美國3月非農就業人數錄得增加91.6萬人，為去年8月以來的最大增幅，3月失業率錄得6%，續創去年3月以來的新低。這些較為亮眼的經濟數據，都對股市的良好表現構成了支撐。

三是總體流動性較為充裕。疫情發生後，全球主要經濟體紛紛實施了超寬鬆刺激政策。相關數據顯示，2020年美國、歐洲、日本、英國央行累計放水5.6萬億美元。以美國為例，2020年美聯儲的資產負債表增長了超過3萬億美元，創下史上最大擴張紀錄；同時，自去年3月以來美國就承諾超過5萬億美元的財政刺激政策。今年以來，超寬鬆刺激政策仍在繼續。在實體經濟尚未得到充分恢復、市場主體無法充分消化流動性的背景下，資金流向股市助推了行情向好發展，這也是全球相關股指屢創新高的重要原因。

四是機構和居民手握較大規模現金，股市的賺錢效應備受關注。相關數據顯示，截至2020年12月，美國家庭就已經積累了1.6萬億美元儲蓄，並且該數字還在繼續增加。應該說，在疫情造成全球大範圍失業的背景下，股市的財富增值效應對於居民而言顯得更加重要。據美國銀行策略師分析，投資者在2021年第一季度買入了創紀錄數量的股票，而今年前三個月，全球股票流入量佔管理資產流入量的比例達到了2006年以來的最大。有關投資機構更是預計，美股4月或迎來4.5萬億美元的資金入市，並將由此繼續推動市場上漲。

三、後市三個利好利淡因素

從上面提到的主要因素的變化趨勢看，全球主要股指特別是美股表現或可以總體概括為「雖無近憂，卻有遠慮」。之所以說「雖無近憂」，主要是基於以下幾個原因：

一是全球維持寬鬆政策的預期進一步增強。4月7日舉行的20國集團財長和央行行長視頻會議指出，各國同意避免過早退出經濟支持政策，決心使用所有政策工具促進全球經濟復甦。當地時間4月7日美聯儲公布的FOMC貨幣政策會議紀要同樣指出，美聯儲將繼續每月購買至少1200億美元債券，並表示沒有減緩債券購買步伐的意願。而此前，歐洲央行也承諾將在二季度大幅加快購債速度，以保持寬鬆的金融狀況；日本央行3月19日也宣布將繼續保持目前的寬鬆力度。超寬鬆政策的維持甚至是加碼構成了短時間內股市表現繼續向好的重要支撐。

二是股指的短期波動性並不高。以標普500為例，儘管自去年3月下旬開始指數一路走高，但標普500的波動率指數（VIX）總體呈下降趨勢，今年3月底至4月初以來一直都維持在20以下，達到了去年2月以來的最低水平。這從一個側面說明，投資者依然較為看好後市發展。

三是科技股和此前受疫情影響股或將輪番支撐股指上漲行情。受到全球平台經濟監管及反壟斷調查等因素影響，疊加前期上漲勢頭過猛過快，近期科技股表現承壓。但與此同時，此前受到疫情衝擊較為明顯的服務、消費等領域則成為新的支撐力量。而隨着一季度全球大型上市公司業績相繼發布，市場也普遍預計超預期盈利將利好股市。

當然，從中長期看，全球主要股指仍面臨「遠慮」，主要包括以下方面：

一是超寬鬆刺激政策的負面效應或在未來某個時刻集中顯現。特別是在超寬鬆政策突然轉向時刻，股市或將面臨劇烈衝擊，並且很可能伴隨「急劇擠泡沫」的過程，市場波動也將明顯加大。

二是大盤波動率降低難掩個股波動性增強。儘管VIX較低，但仍有不少數量的個股波動性較大，特別是科技股表現仍面臨諸多不確定性因素，其自身急劇下跌並由此可能對全市場帶來的溢出影響不容忽視。

三是美債收益率走勢將對股市形成持續影響。今年以來，美債收益率明顯上升，一度對權益市場造成衝擊。隨着經濟復甦步伐加快，通脹上升和通脹預期上升，都使得美債收益率仍存在繼續走高的可能性。至於美債收益率上漲的空間有多大、股市由此受到的衝擊有多大，則是未來需要密切關注的事情。

（註：本文僅代表個人研究觀點，不代表所在單位立場。）

解讀中國GDP增長目標

投資人語
David Rees
中國政府重新將官方經濟增長目標定在「6%以上」，這個目標遠低於我們對當地今年GDP增長9%的預測。大約6%的經濟增長意味着當局有可能在年內突然收緊政策，但目前並未出現相關跡象。筆者相信，當地的經濟增長或會比該目標強得多，而當局此舉是試圖穩定中線預期的表現。

儘管如此，金融市場向來較少注意官方的增長數據，反而對信貸脈衝（credit impulse）及貨幣總體數字（monetary aggregate）等周期性指標更為敏感。雖然市場在短期內仍將受到上述因素支持，但這些因素的力度已開始出現緩和的跡象，部分更有可能在今年稍後時間便消退。

若按照經季節性調整的官方國內生產總值數據粗略計算，今年的國內生產總值在季度環比增長為零的情況下亦可以達成6%以上的增長目標，單靠強勁的基數效應便足以推高按年計算的國內生產總值。若政府沒有計劃大幅收緊政策讓經濟降溫，那麼便代表着經濟增長將更為強勁，而當局亦正試圖穩定中期預期，以防止地方政府和個人從片面追求高增長。

料信貸指標逐步收緊

我們現時並未從經濟計劃的具體內容看到太多政府將大幅收緊政策的證據。唯一值得一提的是，計劃將財政赤字目標下降至僅佔國內生產總值3.2%的水平，同時將整體政府債券發行量從去年佔國內生產總值8.4%下降至6.5%，意味着緊縮力度將較普遍預期弱。所以，除非貨幣政策大幅收緊（目

前尚未出現這種情況），否則今年的國內生產總值增長很可能會高於6%。因此，我們目前對當地的增長預測仍維持在約9%的水平。

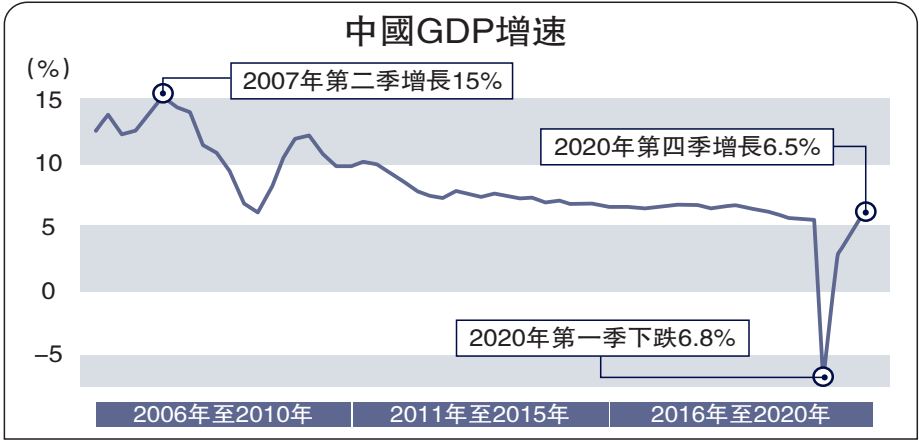
對於世界其他地區的金融市場和經濟體系表現而言，重要的不是中國的官方國內生產總值增長數字，而是相關的商業周期變化。就此而言，信貸脈衝和M1貨幣供應的實際增長通常是更實用的指標。例如，MSCI新興市場指數的盈利調整和整體市場表現與中國M1貨幣供應的實際增長息息相關。這種滯後關係顯示，近期的盈利上調動力將進一步持續。同樣地，信貸脈衝通常是反映中國主要貿易合作夥伴出口表現的可靠指引。

上述領先指標似乎已見頂，預料在未來幾個月將隨着政策逐步收緊而呈現下降趨勢。這為我們相信中國經濟周期將於年中到達轉捩點、國內生產總值增長將在2022年放緩至約5.7%奠定基礎。

（作者為施羅德投資資深新興市場經濟師）



▲中國GDP預料今年在季度環比增長為零的情況下，亦可以達成6%以上的增長目標。



銀行物業估價方法透析(一)

談樓說按
王美鳳
中原按揭經紀
董事總經理

根據中原估價指數（主要銀行）CVI，數字已連續三周企穩80點以上水平，反映最近銀行物業估價升勢持續。事實上，今年首月樓市已早現小陽春，隨後受新冠肺炎疫情疫苗開始接種、經濟正在恢復等利好因素推動，用家入市信心加強，樓市旺勢延續，銀行樓按取態積極性亦增加，不少屋苑之銀行估價亦有上升趨勢。

物業估值是指樓宇的市值，故此會以市場成交個案及狀況作為基礎，比較法是較常採用的物業估價方法，又稱為市場法，主要是以較接近估價日期之同類單位成交價作為比較，這是最直接的方法將估值聯繫市場實際。

現時資訊相當流通，在市道較旺成交活躍期間，尤其對於成交基礎較大之大型屋苑，以比較法評估物業價值是既有效及緊貼樓價走勢的方式。當然，市

況有陰有晴，亦並非每個屋苑都有貼市成交個案作為參考基礎。故此，物業估值還需要配合當前樓價水平以及樓價走勢作估算。

市場上提及的物業估價普遍有兩種，一種是銀行網上估價，用家在銀行網頁便可查閱有關物業估值。網上估價主要以市場成交基礎配合樓價水平及發展以估價程式定出物業價值，由於市況變化可能更快，當中有機會出現估價水平滯後於最新市況。

例如近月不少屋苑之銀行網上估值錄得升幅，市場上有解讀為銀行積極因而調高估價，但事實上，不少物業估值只是正在追回早前已出現之樓價升幅。當樓市開始趨旺之際，不難發現銀行網上估價低於業主叫價又或成交價，原因是樓市向好時，業主一般希望以好價出售，買家亦開始願意追價，但期間之網上物業估值仍然以較早前的成交基礎或樓價水平為主，當有新成交出現後，網上物業估價才會逐步追回市場既有之樓價升幅。

