

港股水漲船高 風險疊加需關注

財經評述

龐溟 華興證券(香港)首席經濟學家兼首席策略分析師

內地與香港股票市場交易互聯互通機制開辦六年以來，交易規模持續增長。進入2021年，滬深港通南向資金加速買入港股，13個交易日淨買入達2,056億港元，各項單日成交額紀錄一再被刷新。1月19日港股通南向資金淨買入超過265億港元，刷新港股通開通以來單日最高紀錄。強勁的南向資金流入，使港股市場一掃2020年跑輸全球主要股票市場表現的頹勢；恒生指數在2020年12月23日創下25,998點的低位後，截至2021年1月20日收市累計漲幅已超14%。

港股今年盈利增長看好

從南向資金流向來看，消費、醫藥、科技、通訊等行業在內的新經濟板塊及A股市場稀缺的板塊以及科技消費龍頭、二次上市的中概股等，都是投資者青睞和加大配置的主要方向。在這方面港股市場的特點比較明顯，所以從港股通開通到2020年，南向資金的流入規模和速度均較為穩定。

展望2021年，考慮到全球經濟基本面漸次向好，強勁的盈利增長、較低的估值水

平、利空出盡的市場情緒、有利的資金流入條件、人民幣溫和升值以及市場結構不斷優化、新經濟板塊繼續助力，AH股溢價有望收斂，2021年港股的盈利增長比估值提升更具確定性，預計市場整體收益率在繼續主要由中資股帶動下，有望達到兩位數增長空間，其中上半年可能優於下半年。

北水湧港股存多重因素

筆者認為，港股市場的投資性價比，並不應單純看港股的估值水平，還應該考察其他因素：受益於海外流動性寬鬆和內地宏觀經濟恢復，且港股在2020年全球市場中表現相對落後，2021年港股的配置性價比較高；縱向來看，考慮到近年來恒生指數和國企指數的優化調整方案加大對成長股的覆蓋和表徵，目前的估值仍屬合理；橫向來看，港股市場以市盈率和市淨率衡量的估值水平相比全球其他主要股票市場和新興市場，仍處於較低水平；動態來看，越來越多代表中國內地經濟新方向的互聯網、科技、醫藥龍頭公司選擇在香港上市，估值水平有進一步向上修復的潛

力；從匯率因素來看，我們預計2021年人民幣將溫和升值，這也同樣有利於在港上市中資公司的估值。

不過，從港股通開通以來，一共有20日南向資金淨買入額超過100億港元，而其中2021年至今13個交易日南向資金淨買入額均超過100億港元。

南向資金大幅流入港股市場，在基本面的其他原因還包括：人民幣升值預期有利於在港上市中資公司的估值；地緣政治風險下部分在美交易受限制或受到美方負面消息影響的股價在前期調整後被南向資金識別出投資價值；前期A股市場相對港股市場表現更佳後，估值相對較高；南向資金持續流入的自我應驗和自我實現的正反饋。

慢牛行情長線利好港股

在筆者看來，慢牛行情更有利於港股市場的長期發展和投資者的長期利益，無序擴張、野蠻生長則有可能埋下隱憂。在盈利增長因素對市場表現貢獻有望提升的同時，考慮到前期高位和流動性邊際收緊，我們預計市場估值水平與乘數應難難以支

持進一步持續快速擴張，投資者應警惕過快上漲背後風險的累積與疊加。

外資的動向同樣值得關注。從2019年初到2020年底，亞洲基金都一直超配韓國和香港股票，全球基金則一直超配中國台灣和中國香港股票。

但是2021年初，伴隨著美國國債收益率的上行態勢，美元受到支撐，部分外資短期內考慮加大對美股的配置，因此考慮將資金暫時調離新興市場和美國之外的發達市場。南向資金應避免在高位從外資手上接盤。

市場定價權需因地制宜

港股定價權除了取決於在交易量和持股量方面位居前列的國家/地區投資者之外，還取決於不同國家和地區投資者對港股標的公司的基本面、估值等的了解和對港股市場的歷史沿革、特徵、未來發展格局等的把握。可以說，內地資金更靠近在港上市內地股票本土市場，因此有望在資本市場上對優質中資公司給予更高的關注度、估值水平和交易興趣。

但是，也必須留意到，部分內地新投資

者對港股市場獨有的投資風格、特點、邏輯以及港股市場其他類型投資者的投資理念和交易模式的認識尚有待進一步深化。

證券市場的定價權與市場的具體情況緊密相關，任何一個市場的投資者都要以該市場的制度、傳統、文化和發展水平為依據，不能脫離自身條件去生搬硬套定價方法、邏輯、理論。超越發展階段的一蹴而就或違背事物發展規律的急於求成，只會給市場和投資者帶來損害。

兩地合作重塑金融版圖

在風雲變幻的國際形勢下、全球化視野中、國際化基礎上堅定地促進和實現內地與香港金融的合作、接軌、聯通，加強內地與香港的金融互補、互助和互動，借助香港聯繫中外、特色鮮明的國際金融中心、國際資產管理中心、財富管理中心和離岸人民幣業務樞紐的地位，在「一國兩制」方針下與時俱進地發揮香港金融體系的獨特優勢，實現重塑中國經濟和金融版圖、定義中國模式和中國道路的願景，這不但是兩地金融界的任務，更是兩地金融界的責任和使命。

市場期盼刺激 美元料續弱勢

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



● 拜登上台，投資者憧憬他很快推出大型刺激經濟計劃。
資料圖片

寬鬆環境的預期持續。一方面，拜登正式上台，投資者憧憬他能夠很快推進大型刺激經濟的計劃。另一方面，候任財長耶倫促請國會批出更多援助開支和大規模的措施。此外，鮑威爾早前也表示短期內不會加息，退出QE前會給出清晰預期，繼續保持鴿派的態度。

美匯指數整體還在下行趨勢中，1月初從低位反彈，但也還是遇阻50日線。周三美匯指數繼續面對壓力，好在還是能夠守住90水平。非美貨幣則作出反彈。

不光是美聯儲，央行維持貨幣政策不變，2021年GDP預期上調至增長3.9%，但仍然表示預期面臨風險，將在必要時採取行動。美元兌日圓仍在下行趨勢中，週阻50日線，周三下行壓力增加。

巴西央行連續第四次會議按兵不動。加拿大央行也宣布利率不變，上月通脹降至0.7%，較市場預期為低，美元兌加元進一步走弱，

測試1.26支持。

金價或進一步反彈

避險情緒回落，恐慌指數VIX下跌，有意測試20一線支持。主要是拜登正式上台，美國政局明朗起來，投資者憧憬他能夠很快推進大型刺激經濟的計劃，有利經濟修復。

疲弱的美元、美債收益率下滑，以及寬鬆的貨幣政策環境，給黃金帶來支持。

金價從1月的第二周開始自高位回落，下行壓力增加，直到1月11日開始進入調整，好在能夠守住千八

一線。周三反彈動能明顯增加，升穿不少主要均線，重返50日線之上，現貨金能夠高見1,872.4美元，最終收漲至1,871.3美元。金價短線還有進一步反彈的空間，但要重新站上2,000美元還需要更多利好刺激。

白銀能夠守住50日線，本月走勢和黃金相關性很高，周三跟着黃金作出反彈。考慮未來工業需求回升，白銀有望進一步走高，或首先測試28美元，甚至將作出突破。

事實上，隨着需求端擔憂回落，大宗商品獲得支持。紐油延續反彈的趨勢，周三收漲至53.24美元，布

油升至56.08美元。

銅價後市漲幅可期

最新的API報告顯示上上周原油庫存意外增加256萬桶，超出預期，給油價或多或少帶來壓力，後市關注EIA庫存。後市反彈幅度還要看產油國決定和疫情發展。倫銅也保持在上行趨勢中，刺激計劃有助於提高銅價，重新回到8,000美元上方，後市仍有漲幅可期。

(權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及／或本人之聯繫人並無持有上述股份。)

2021年投資邏輯料轉向「基本面驅動」

程實 工銀國際首席經濟學家 錢智俊 工銀國際資深經濟學家

「寒雪梅中盡，春風柳上歸。」2021年1月18日，國家統計局最新數據顯示，2020年四季度中國經濟增速為6.5%，推動全年經濟增速修復至2.3%。這一超出市場預期的總量性增速，配合多維度的結構性改善，標誌著中國經濟的內循環已經基本回歸疫情前的運轉常態。

展望下一階段，從經濟視角來看，居民消費和製造業投資的加速回暖有望進一步增強內生增長動力，疊加經濟政策的「不急轉彎」，有望為2021年迎來復甦的暖春，進而為全年經濟的平穩運行奠定基礎。從金融視角來看，2021年的投資邏輯有望從「流動性驅動」轉向「基本面驅

動」。

新消費增量有望打開

二零二一，暖春重歸。我們此前的預測報告曾指出，2021年居民消費和製造業投資有望加速回暖，從而強化「內循環」的復甦動能，引領中國經濟的強勢反彈。

最新公布的數據顯示，上述邏輯正在得到進一步驗證。其一，從居民消費來看，2020年12月就業數據無論是在總量上還是結構上，均與上年基本持平，有望進一步削弱居民的預防性儲蓄動機，促使居民消費信心延續2020年8月至今的上升趨勢。四季度消費升級類商品的銷售提速，疊

加城鄉居民人均收入比值的收窄，預示着伴隨消費升級重心向低線城市、農村地區的下沉，新的消費增量有望打開。

投資邏輯，因時而變。從經濟看金融，由於中國經濟率先從疫情中「康復」，2021年人民幣資產的投資邏輯或將「與眾不同」。

有別於全球疫情時期的「流動性驅動」，2021年隨着中國經濟運行和經濟政策的逐步正常化，人民幣資產的投資邏輯或將切換為「基本面驅動」。如前文所述，2021年中國經濟增速有望先衝高、後回歸長期中樞。同時，作為「雙循環」和「十四五」的開局之年，新一輪的改革紅利

有望在下半年開始落地釋放，而在監管新政策進行正本清源之後，數字經濟的創新步伐有望在正軌上再度提速。

人民幣風險類資產料跑贏

因此，2021年上半年，以經濟「深蹲起跳」為主線，人民幣資產中對接周期性的部分將有更好的表現；下半年，以改革紅利、數字經濟為主線，富含成長性的部分預計將更具長期布局的潛力。

總體而言，2021年人民幣資產中的風險類資產有望跑贏避險類資產，國際資本對中國市場的長期青睞有望進一步鞏固。(節錄)

內地經濟續復甦 積極財策料維持

唐建偉 交通銀行金融研究中心首席研究員 劉學智 交通銀行金融研究中心高級研究員

2021年1月18日，國家統計局公布了2020年國民經濟運行數據。面對嚴峻複雜的國內外環境特別是新冠肺炎疫情嚴重衝擊，2020年我國經濟保持了穩定運行，在疫情防控的前提下經濟實現恢復性增長，主要預期目標較好實現，「十三五」圓滿收官，為「十四五」開局奠定了基礎。

消費增速將達到兩位數

2021年消費增速有望回升到13%，線下消費將顯著改善三大需求裏，消費是受疫情衝擊最大的一類。2021年經濟運行中的疫情主線將會淡化，經濟的重啟與新生成為了經濟發展的主脈絡。預計消費增速將顯著回升，一方面疫情導致2020年消費出

現巨大的坑，另一方面消費需求恢復到正常水平。預計2021年消費增速將達到兩位數，可能在13%左右。受疫情衝擊嚴重的行業將明顯復甦，餐飲等線下消費將成為消費恢復的主要力量，汽車類消費將明顯回暖，房地產後續消費領域不會差。

疫後或現內生性「緊信用」

信貸增速回落到11%，疫後時期緊信用將是大概率事件2021年可能會緊信用。一是2020年上半年企業信貸增長較多，且期限偏短，加上許多小微企業延期還本付息。2021年這部分企業貸款都面臨還本付息的壓力，或出現內生性「緊信用」；二是2020年因為經濟增速下行及信貸多增，

宏觀槓桿率出現明顯上行，為穩定宏觀槓桿率，2021年需要控制信用進一步擴張；三是隨着經濟快速恢復，貨幣政策寬鬆不再加碼，本身也會有「緊信用」的效果；四是樓市「三道紅線」及信用債違約事件等也會使得整個融資環境趨於謹慎。預計2021年信貸和社融增速會分別從2020年的12.8%、13.3%回落至11%左右。

M2增速下降到9%，貨幣政策順周期回歸貨幣政策以穩為主，貨幣供給增速放緩的同時保持流動性合理充裕。從貨幣供給的三個渠道而言(信貸、財政赤字、外匯佔款)，2021年M2增速可能都面臨放緩壓力。預計2021年M2增速將從2020年的10.1%左右回落至9%左右。但為了維持市

場流動性的合理充裕，預計央行仍會通過公開市場操作投放流動性。2021年全面降準降息的概率都不大，但不排除仍有定向降準投放流動性定向支持中小微企業及製造業的可能性。

新建設需積極財策支持

財政赤字率回落到3%，財政政策順勢回歸但力度不減。2021年是「十四五」開局之年，將有大量新建設項目規劃及實施，這需要積極財政政策支持。同時為了避免緊信用的自我強化，也需要財政政策維持擴張的態勢。而且從穩宏觀槓桿的角度而言，企業和居民個人槓桿率上升空間都有限，但中央政府仍有加槓桿空間。隨着疫

情的影響消退，財政政策將逐漸回歸正軌，赤字率可能從3.6%以上回歸至3%左右，地方專項債的發行規模應該也會有所縮量。

雖然財政赤字額度可能下降，由於經濟恢復帶來財政收入增長加快，財政支出額度可能提升到25.5萬億元，支出力度將超過2020年。因此，財政政策整體延續寬鬆態勢，積極財政政策將保持不變。(節錄)

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。