

# 美債息上升不必過慮 關注低估值行業板塊

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，香港特區政府宣布上調股票交易印花稅，令港股市場大幅波動。同時，10年期美債收益率一度升破1.6%，較2月初上漲50個基點左右，創一年新高，疊加監管機構繼續通過公開市場操作淨回籠資金，引發資本市場投資者擔憂。

回顧上周行情，恒生指數下跌5.43%，收於28,980點，國企指數下跌7.10%，收於11,247點，恒生科技指數下跌15.21%，收於8,954點，港股日均成交金額為3,000億元，較前周上漲24.52%，南向資金淨流出106億元人民幣。

行業板塊方面，上周各行業板塊漲跌互現。其中，資訊科技業下跌14.34%，表現最不理想，主要是由於無風險資產收益率上升和南向資金掉頭轉向淨流出對高估值板塊的衝擊較大；醫療保健業下跌11.76%，必需性消費業下跌11.38%，表現

均遜於大盤；綜合業上漲3.67%，表現最好，主要受疫情蔓延速度明顯放緩的利好因素影響；地產建築業上漲3.62%，公用事業業上漲0.34%，表現均好於大盤。

近期，10年期美債收益率快速上行引發資本市場投資者擔憂，也令港股市場出現大幅波動。2月以來，全球疫情蔓延速度明顯放緩，疫苗接種進程有所加快，全球經濟復甦預期向好，大宗商品價格集體上升。因此，投資者擔心美聯儲可能會提早退出非常規寬鬆貨幣政策，從而令股票市場承壓。

## 美聯儲政策難以大收緊

近期10年期美債利率大幅上漲主要反映了市場對於未來經濟增長、通脹水平前景的預期。過去幾周10年期美債利率上升的速度較快，可能會引發短期資本市場大幅

波動。不過，投資者不必過度恐懼美聯儲貨幣政策轉向，因今後兩年美國就業市場狀況仍難以完全恢復至疫情前水平，通脹水平可能會持續低於2%的長期目標。預計美聯儲將繼續實施貨幣寬鬆政策，當前接近零利率的水平至少要維持到2022年底。2021年1月美國失業率為6.3%，仍遠高於新冠疫情爆發前的3.5%水平。而且，由於新冠疫情期間有400萬人因照看孩子而退出勞動力市場，因此實際失業率接近10%左右。當前美國就業市場比新冠疫情爆發前減少了1,000萬個就業崗位。

## 美上三輪加息港股皆升

歷史數據表明，在經濟增長和上市公司利潤改善的預期下，香港恒生指數在過去三輪美聯儲加息周期中（2015年12月至2018年12月期間、2004年6月至2006年6

月期間和1999年6月至2000年5月期間）分別上漲了17%、32%和12%。

然而值得注意的是，美國利率的不斷上漲將導致企業的融資成本持續提高，最終將影響到實體經濟，股市也往往在美聯儲加息周期結束之後1-2年內出現大幅下跌，比如2000年美國互聯網泡沫破裂和2007年美國次貸危機（進而引發2008年全球金融危機）。當前的10年期美債利率仍遠低於疫情爆發前2019年2.1%的平均水平，2007年美國次貸危機爆發前5.2%左右的歷史高點以及2000年互聯網泡沫破裂前6.7%左右的歷史高點。

## 看好IT 高端製造消費股

行業板塊方面，在無風險資產收益率上升的背景下，建議短期重點關注受益於經濟復甦的順周期行業和低估值板塊，而高

估值熱門板塊則面臨一定的下行壓力。短期而言，對受益於經濟復甦且估值較低的金融、房地產和基建等傳統行業以及直接受疫情衝擊較大的涉及戶外消費娛樂的行業而言，資本市場關注度將明顯上升，行業估值有望獲得改善，建議重點關注。同時，估值較低的大型電信運營商今年有望受益於5G應用放量，基本面或將有所改善。

另外，全球經濟V形復甦預期上升，將加快戶外活動相關行業的復甦，利好上游能源和原材料價格回升。中長期而言，繼續看好信息科技及高端製造和消費行業的投資機會。

本文為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。

# 投資者憂「息魔」 市場波幅加劇

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“

對於疫情之下，實體經濟復甦進展如何，以至相關刺激政策的力度，最終會帶來多少效果，外界的想法難免分歧。對投資者來說，更重要的是通脹預期是否重來，一旦通脹重臨，息口走勢便將不同，意味着已持續了好一段日子的遊戲規則可能根本改變。而近期市場對於通脹預期持續升溫，早前美聯儲相關官員亦有表示，通脹起碼將短期回升，但之後有可能回落，有關言論明顯觸動市場神經。

事實上，利率在短期內若急速趨升，對於各風險資產而言，一定程度上，都會為現在的估值打點折扣。情況很明顯的，本身若有相當的穩定派息，則這樣的效果未必太大，但若本身受惠於零息時期大家有持無恐的打法，包括一眾新經濟，甚至商品貴金屬，以至比特幣等，則難免有較深度的回落調整壓力。雖然，說起來，一次過的利率急升，短期影響之外，影響不及長期的基本面。

## VIX 一度突破30

無論如何，美聯儲主席鮑威爾上周連續兩日講話企圖穩定市場情緒，但投資者還是非常敏感。眼看10年期美債收益率一度突破1.6%，資產價格面對壓力，VIX一度突破30。事實上，恐慌指數VIX在1月尾2月初走高，逼近40水平，隨後下行壓力增加，很快又重新回

到20水平附近。直到上周又打破了平靜，上周四大漲35.38%至28.89。隨着上周五10年期美債息回落，VIX一度突破30水平後又回落，對債息急升的擔憂稍為緩和。相信債息走勢在近期還會是投資者關注的焦點之一。

美匯指數創下一周新高，金價加速回落或考驗1,700美元。誠然，金價近期下行壓力明顯增加。原本在去年8月一度突破2,000美元，但之後缺乏新的利好支持，金價動能減弱，不過，大部分時間還是能夠守住1,800水平。直到今年2月該水平支持非常疲弱，很快就失守。

## 美債抽升 金價受壓

顯然，近期美債收益率連續走高給金價帶來壓力。10年期美債收益率飆升，在上周四一度突破1.6%，資產價格受壓。幸好於上周五，10年期美債息收窄



● 市場正憂慮通脹急速趨升會迫使各央行打破「零息」時代。

美聯社

漲幅，對通脹擔憂緩和，美股科技股反彈。金價跌破1,800美元，上周五甚至低見1,717.1美元，最終收跌至1,734.4美元，連跌第四日，全月累跌逾6%，是四年多來最差的單月，短線還有調整需求，同時要密切關注美債息走勢。即便反彈，1,900水平阻力也不小。

白銀受到黃金的拖累，上周五一度跌破50日線的支持，好在最後還是收窄跌幅守住該支持水平。白銀全周下跌逾2%，結束兩個月連陽。但畢竟有工業需求前景改善的利好支持，白銀下行空間始終有限，現在就等待機會突破30美元。鉑金走勢一度走強，突破1,300美元，但上周也做出調整，五日有四日下跌，上周五更是跌穿1,200美元，低見1,170.4美元，最終結束三周連陽，全月漲幅收窄至9.83%，但還是能夠守住50日線。畢竟利好因素還是存在的，鉑金

在調整後還是有上行空間可期。

相比之下，大宗商品整體還是走強的。紐油動能明顯增加，50日線支持力非常強，2月25日高見63.81美元，但上周五高位回落，跌穿5日線，考驗10日線支持，惟相信不影響紐油全周錄得3.78%的漲幅，全月也有18.09%的升幅，連漲第四個月。產油國將在周四舉行會議，將討論四月和之後的產量配額，或可能同意少量增產。說起來，最新的財新2月中國製造業PMI降至9個月低位，這對於商品市場不是好消息，但整體油市需求前景還是樂觀的，短線要關注供應端變化。後市整體仍在上行趨勢中，但漲幅大概率放緩。

（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；本人所管理基金持有美股及港股。）

下降，但是煤炭價格綜合指數、棉紡織價格指數、南華工業品指數等持續上升，經濟恢復的趨勢沒有改變。

## 3月PMI有望觸底回升

再次，高頻數據顯示春節假期之後生產復甦勢頭較好，2月中旬之後高爐開工率上升、主要鋼材價格指數上升，生產將很快恢復。因此，隨着季節性影響因素的減弱，預計3月份三項PMI指數都將回升。（摘錄）

# PMI 回落不改內地經濟復甦進程

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

春節假期因素是三項PMI指數下降的主要原因。2021年2月份製造業PMI為50.6%，比上個月下降0.7個百分點；非製造業PMI為51.4%，比上個月下降1個百分點；綜合PMI為51.6%，比上個月下降1.2個百分點。三項PMI下降符合預期，主要原因是春節假期的影響。今年

春節假期在2月中旬，假期因素對2月企業生產經營影響較大，導致製造業PMI和非製造業PMI都有一定幅度的回落，這是正常現象。沿海地區部分異地工人就地過年，對製造業生產帶來積極作用，製造業PMI高於過去三年同期水平。

三項PMI指數連續3個月下降，正在

經歷觸底過程，預計三月份數據有望觸底回升。首先，製造業生產經營活動預期指數、服務業活動預期指數、建築業活動預期指數分別為59.2%、63.2%、68.2%，分別比上個月上升1.3、7.9、14.6個百分點，表明製造業和非製造業的經營預期都向好。其次，雖然PMI指數季節性

# 經濟起伏總有周期 繁榮發展必有路徑

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

2月24日，財政司司長發表2021至2022年政府財政預算案，也是今屆政府任期倒數尾二份預算案。在結語部分第202段財爺道出大部分市民的未來期望：困難只是一時，讓我們在暫時的低潮中一起努力，共同分享成功的未來！歷過2019年下半年的社會和經濟動盪後，共同努力創造美好的香港絕對是特區上下午年的最大願望。

如引言中回顧去年，大家都經歷了很不一樣的生活。本港經濟負增長6.1%，最新失業率升至7%，特區政府共投入約3,000億元提供支援，令財政赤字升至史上最高。

隨着新冠疫苗開始廣泛地為市民接種，第二季起全球和香港疫情應該受控。財政司司長預計今年經濟實質增長介乎3.5%至5.5%，而且使財政赤字會由今財年的2,576億元大幅減少至下財年預算的1,016億元。但是財政赤字仍會延續至2024至2025財年，縱然下三個財年的赤字都是每年少於190億元以下。直至2025至2026財年，政府開支才開始達到基本平衡，拖累政府財

政儲備由2年前的23個月下降至今財年的13個月和3年後12個月政府開支的月數。間接地，財政司司長表明明年政府再大幅支援經濟的實際能力不強。

下財年仍然預測過千億赤字主要是預計總收入還未能回到疫前正常水平。總收入的約5,911億元中，最主要三大來源是入息及利得稅的2,007億元、地價收入的976億元及會提高稅率後印花稅收入的920億元，累計已達3,903億元，是佔去總量約三分之二(66%)。

回顧過去自2016/17的五年，地價收入唯獨今財年未突破一千億元大關，只有870億元，回到2015/16水平！今財年的失落千億元大關主要是中環商業地產及其他三幅啟德商業地皮未能如期成功出售，反映商業物業市場深受社會事件和新冠肺炎打擊，開發商看不通未來走勢而紛紛忍手。中環商業地王會於下財年公布招標結果，市場估計售價介乎320億至660億元，佔上總量的33%至66%，是決定能否達標的主要地塊。如筆者早前估算是約500億元的成交售價，則下財年地價收入接近

財政司司長的976億元預測，是應該不會太困難的。

## 私樓樓價「易升難降」

發展局局長緊接預算案後一天立即公布2021至2022年賣地計劃，一共推出十五幅住宅及三幅商業用地。下年度私樓潛在供應1.65萬伙，政府土地僅佔36%，涉及六千伙，按年大減三成。「一鐵一局」項目成為下年的供應主力，共逾7,200伙供應，尤其是市建局更加提供六個項目共3,170伙。這反映出下財年官地土地規模不大且覓到土地困難不少！這些土地主要位於新界區和港島區，分別有十幅及四幅，九龍區只得一幅九龍塘廣播道的小型豪宅地。如果累加官地和「一鐵一局」計劃，政府能夠有效掌控私樓供應量約是1.3萬伙，這同政府訂定年度供應目標應理相符。

無可否認，下年度私樓土地供應能否達標，仍然存在一定挑戰。再者，政府預測未來五年私樓存量每年1.8萬伙，反映出2023至2025年開始私樓供應正逐步減少。發展商深明未來幾年私樓土地供應不少，

且三年後私樓落成樓逐步走低，她們自然會「惜售」手中的私樓貨源。雖然面對今明兩年經濟仍在復原中，私樓樓價應該有着降價壓力，但是供不應求情況下私樓樓價是「易升難降」。

疫情銳減企業辦公室使用需求，間接地使多幅啟德商地撻訂或流標收場。回應廣大社會改變土地用途的呼聲，財政司司長宣布正着力研究把九龍東五幅商業用地改劃作住宅用途，估計可提供5,800伙，再加工添啟德地區的住宅土地供應，贏得業界和社會一致好評。

## 吸引房託「正合時宜」

有別於今財年，下財年貴重地皮全屬商業用地，包括啟德2A區1號商業土地及啟德4D區2號和火蟻山東涌第57區的兩塊商業/酒店土地。她們的分別樓面地價估價是6,000至7,000元/平方呎（啟德）和3,000至4,000元/平方呎（東涌），算是商業淡市下的溫度計：成功出售？售價高低？都是說明投資者如何看待商業樓市場。盼望政府適當選擇避讓日子，盡量於內地及香

港兩地和全球廣泛通關後，投資者才能較清楚決定未來投資方向及力度。

預算案八十段關於「房地產投資信託基金」市場發展。為鼓勵更多房託基金選擇香港上市，未來三年會資助其付本地專業服務提供費用七成，上限為每隻基金800萬元。

其實於新經濟下，物流、基建、醫療設施、數據中心的業務非常興旺，這些房地產類型的信託基金好受市場歡迎，吸引她們把亞洲區和中國內地房地產業務赴香港上市是「正合時宜」。現在香港房託基金市場總量不大，而且較為單一，如何吸引她們來香港掛牌是業界共同努力的目標！這場世紀疫症使內地及香港市民深刻體會到大家是同坐一條船。昔日難關我們都一一跨越，期望內地及香港兩地於低潮下共同努力分享未來成功的果子！

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。