

經濟高質量發展利港股 恒指大變革有望更吸金

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

成功實現既定的經濟增長目標。「十四五」規劃以構建雙循環新發展格局為主線，全面推進經濟高質量發展和經濟結構優化，重構中國經濟發展模式。雙循環新發展格局下，「十四五」規劃聚焦大力推動科技創新，擴大國內消費需求、推動產業升級、堅定持續推進改革開放、全面深化改革、強化生態環境保護、發展新能源和維護國家糧食安全等多個關鍵領域。未來科技創新戰略地位將處於最突出的位置，內需對經濟增長的作用日益凸顯。2021年政府工作報告提出延續執行企業研發費用加計扣除75%政策，將製造業企業加計扣除比例提高到100%的稅收舉措，會對高質量製造業形成直接利好。

構建國內大循環和推動科技創新需要高度依賴資本市場的高質量發展。「十四五」規劃綱要草案提出，要提高金融服務實體經濟能力，提高直接融資特別是股權融資比重，增強多層次資本市場融資功能，推進金融領域開放，深化境內外資本市場互聯互通。資本市場的高質量發展也將長期利好股市市場。香港資本市場的長期優勢在於其領先的

國際金融中心地位和充當內地與國際金融市場的「超級聯繫人」的特殊身份。香港資本市場已成為內地優秀企業，尤其是新經濟企業，走向國際市場的第一選擇。2020年，受益於多家重磅中概股成功實現赴港二次上市，港交所IPO融資金額名列世界第二。預計未來將有更多在美上市的優質中概股以及內地新經濟公司選擇在香港股票市場上市。

變革提升港股整體估值中樞

恒生指數重大變革有利於提升港股市場整體估值中樞，吸引更多機構投資者參與香港股票市場，港股市場長期向好趨勢值得期待。2021年3月初，恒生指數公司宣布恒生指數重大變革。按照相關的市場諮詢總結結果，恒生指數公司決定將恒生指數成份股數量在2022年年中前，由目前的55隻增加至80隻，最終固定在100隻。上市歷史要求將縮短至三個月。本次變革將於2021年5月指數檢討時開始實施，於2021年6月正式生效。隨著大量新經濟公司在香港上市，港股市場結構明顯改善，但恒生指數成份股結

構卻未有明顯變化，仍主要集中在金融、地產等傳統行業，令恒生指數的市場代表性有所下降。本次恒生指數重大變革可以容納更多優質新經濟公司和行業龍頭公司，以更好地反映中國經濟建設成就，新一輪科技革命和產業變革趨勢，同時為投資者提供更多不同類型、覆蓋內地及海外的多種投資機會，更好地滿足區域內投資者的資產配置需求。今後兩年恒生指數有望納入更多信息科技、消費和醫藥等行業板塊的優質公司，有利於提升港股市場整體估值中樞，吸引更多機構投資者參與香港股票市場，進一步鞏固香港在全球資本市場中的領先地位。截至2021年2月底，全球約有401億美元的基金追蹤恒生指數系列產品，其中約216億美元的基金追蹤恒生指數，約53億美元的基金追蹤恒生中國企業指數。

(本文有刪節)

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。

上周，10年期美債收益率再度上升，引發資本市場投資者擔憂，美股承壓下行，港股大幅波動。2021年政府工作報告明確了2021年「十四五」期間經濟工作重心，有助於穩定投資者情緒。回顧上週行情，恒生指數上漲0.41%，收於29,098點，國企指數上漲0.40%，收於11,292點，恒生科技指數下跌3.58%，收於8,634點，港股日均成交金額為2,184億港元，較前周下跌27.22%，南向資金淨流入17億元人民幣。行業板塊方面，上周各板塊漲跌互現。其中，電訊業上漲5.36%，表現最好，主要是由於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；能源業上漲2.02%，金融上漲1.65%，表現均好於大盤；高估值的醫療保健業下跌5.98%，表現最不理想，主要受疫苗接種進度有所加快和無風險資產收益率上升等因素影響；原材料業下跌4.51%，必需性消費業下跌3.33%，表現均遜於大盤。

股市短期波動可能加大。筆者認為，近期10年期美債利率上行反映市場對美聯儲

提早加息預期上升，而股票市場在美聯儲加息或者退出寬鬆貨幣政策預期升溫的初期會面臨一定下行壓力。隨著疫苗接種進度有所加快，全球經濟復甦預期向好以及通脹壓力上升可能會推動10年期美債利率繼續上行，股票市場受此預期影響在短期內大幅波動。未來幾個月，預計股票市場將從「無風險資產收益率下降/上市公司盈利下降」因素驅動階段，轉向「無風險資產收益率上升/上市公司盈利上升」因素驅動階段。在這個階段，股市市場波動可能會加大，受益於經濟復甦的順周期行業和低估值板塊的市場關注度提升，而高估值熱門板塊則面臨一定的下行壓力。

中概股回港第二上市續增

展望2021年，筆者相信港股市場向好格局並不會改變，因為上市公司盈利增長對股市的正面影響將超過無風險資產收益率上升的負面影響。2021年是「十四五」規劃開局之年，伴隨着全球經濟的復甦，中國經濟有望迎來更加全面和均衡的恢復性增長，將

全球債息續走高 資產估值仍受壓

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“美債收益率上揚，十年期美債收益率一度高見1.6238%，雖然很快回落，仍然保持上行趨勢，近期還將是關注的焦點。美國參議院在上周末通過了1.9萬億美元的紓困方案，消息利好股市，但也可令道指通脹擔憂升溫，關注市場的解讀。”

各類資產面對考驗，全球股市在近期出現了明顯的調整，尤其是科技板塊受壓，恐慌指數VIX變得波動，上周曾突破30。過去一段時間往往是前一日大股大跌，第二日亞洲股市繼續跌，投資情緒轉差。當債息抽升，令絕大多數資產估值下降，市場面臨調整壓力，VIX便變得活躍起來，單日上漲或下跌一兩成非常正常，上周四VIX還高見31.9，上周五雖然也一度高見30.03，但最終還是回落13.69%至24.66，結束兩週連陽，回吐逾一成。

此消彼長的是美股上周五終於反彈，是V形反彈，非農數據好於預期，振奮市場。道指和標普全周分別上漲1.82%和0.81%，但納指連續下跌三周累挫8.3%。

美匯指數連漲兩周

持續走高的還有美匯指數，連續反彈，已經上漲兩周。美匯指數從去年12月開始在低位震盪，直到今年3月才開始轉升。2月有調整，但美匯指數也能夠守住90水平，近期上行動能明顯增加。非農數據好於預期，美匯指數一度創下四個月新高，高見92.192，全周累計1.21%的漲幅，周一早段再次突破92關口。

相對而言，非美貨幣，包括一眾商品貨幣，自然捱沽。澳元從高位回落，已經跌穿50日線，上周五低見0.7622，上方阻力大，已經連續下跌兩周，料0.75一線有支持。紐元也同樣作出調整並連跌兩周，失守50日線，現在考驗百日線支持。歐元不但失守1.2支持，更是已經連續下跌三周，考驗1.18水平，後市或還有下行空間。歐央行將在本周四議息，投資者關注對債息升勢的態度，和是否有具體措施。

美匯指數連續走高，給商品帶來壓力。倫銅一直保持在上行趨勢中，但上周調整壓力大，已經失守九千關口，結束四週連陽，回落2%至8,895.5美元，但不至於改變我們看漲的觀點。倫鋁保持在高位震盪，不過仍然維持五週連陽，並沒有破壞上行趨勢。

金價壓力尚未解除

與實體經濟關係密切者如是，與貨幣政策操作主題有關的亦如是。事實上，即使有所謂通脹重臨的主題炒作，但仍無助金價守穩。美債收益率持續走高，打擊投資者對無息可收的一項商品，包括黃金，甚至比特幣等的風險胃納偏好。金價連續下



● 非農數據振奮市場，令美股上周五反彈。美聯社

跌三周。本年初還能突破1,900美元，但隨後就不斷回吐漲幅，本月開始下行壓力進一步增加，甚至一度失守1,700水平，一度低見1,686.4美元。好消息是，美國參議院在上周末通過了1.9萬億美元的紓困方案。周一早段金價又反彈回1,700之上，短線料還未企穩，美元和美債息或還將上行，金價壓力未完全解除。周內要關注通脹數據和歐央行議息會議。

其他貴金屬方面，鉑金近期不斷回吐漲幅，已經跌破50日線支持，上周五更是低見1,110美元，連續下跌兩周，累計12.74%的跌幅，好在本周一早段就已經作出反彈，重回50日線。考慮基本盤還是利好的，鉑金後市還是有更多漲幅可期，等待調整結束後，繼續看多。鉑金繼續區間內窄幅震盪，之前漲幅也不

多，現在回調空間也有限，能夠守住2,300美元，結束兩週連跌，但上方2,500美元的阻力非常大，缺乏利好突破。

油價表現延續強勢

商品中，油價表現算是明顯較為強勢的了。一方面是產油國意外維持減產幅度不變，一方面是沙特石油設施遭到襲擊。紐油上周大漲7.46%至66.09美元，今早更是延續升勢，逼近68美元，眼看就離70美元非常接近了。布油也進一步走高，周一直接突破70美元，創逾一年高位，相信油價還有漲幅。

(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。)

中國政府工作報告：着眼於長期可持續增長

艾西亞 法國外貿銀行亞太區首席經濟學家

最低目標，並沒有特別地發揮出引領市場預期的作用。這一目標，其深意可能是着眼於未來，即通過以較為保守的2021年目標為2022年(乃至今後)留出更多必要的政策空間。

促經濟向潛在增長目標靠攏

就財政政策而言，今年赤字率安排擬定度降至3.2%。地方政府專項債券擬安排3.65萬億元(人民幣，下同)，略低於2020年的3.75萬億元。由此看出，在

後疫情時代，中國政府的財政支持保持了一定的延續性，既能促使經濟逐漸向潛在增長目標靠攏，又能避免不確定性衝擊的影響。

所以，無論是GDP增長目標還是財政措施，都說明政府的着力點是在長遠經濟發展，而非僅僅考慮2021年。這一政策態度，實際上也反映在其他的結構性調整政策方面。例如，政府已明確出政策應對人口老齡化問題，包括漸進式延遲退休年齡、推動實現適度生育水平

等等。另一個例子是旨在提升科技創新能力，加強基礎研究，鼓勵製造業企業增加研發支出等措施。

最後，政府工作報告重申了中國願意通過與世界各國擴大相互開放、吸引外資和促進競爭來擁抱全球貿易和投資的立場。政府也表明擴大與主要貿易夥伴的區域協定的意願，例如加快中日韓自貿協定的談判進程，積極考慮加入跨太平洋夥伴全面進步協定(CPTPP)等等。

因此，儘管中國政府工作報告設定的是2021年的具體GDP增長目標，但是其中內涵卻更加深遠，能夠看出政府着眼於長期的可持續增長的用意。

商道：能忍者才是終極王者

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

筆者2月份多假日時宅在家，愛上追看收費電視的電影劇集。2月下旬，我收看了《武士時代：為日本而戰》的軍事/歷史紀錄片。在短短六集中，劇集內容貫穿織田信長、豐臣秀吉以及德川家康等三位日本古代戰國時期最主要「大名」。「大名」是日本封建時代對一個較大地域領主的稱呼，由「名主」一詞轉變而來，而「名主」是專指東日本土地的莊園。

營商上應用三英傑優點

劇集製作認真、逼真、緊湊，引得筆者一口氣看完。仔細看完三位大名生平，筆者領悟不少商道，藉本文跟讀者分享一下。

他們三人都是日本戰國時代最強大的大名，且生平年代有所交集，被統稱為「戰國時代的三英傑」。織田信長和德川家康出生時已是世襲的城主，但是年輕時織田家遠比德川家勢力強大，因此家康父親曾把他送給織田家做人質。兩人小時候算是一起長大的，孕育他們未來締結穩固的同盟關係。反而，豐臣秀吉出身

卑賤的農民，且長相醜陋，身材矮小。按照日本封建時代的嚴苛社會等級制度，就算有驚世之才的秀吉應也難有出頭之機會。

因緣際會地秀吉遇上前衛奇特的織田信長，從軍隊中最低層一路青雲直上而晉身織田家主要戰將行列。直到織田信長於本能寺兵變中被殺，秀吉更成了日本最高統治者的關白。豐臣秀吉統一日本後，於攻打朝鮮末期身故，只得年幼的稚子秀賴繼任。秀吉死後，一眾大名分為支持和反對豐臣家兩派。通過「關原大戰」，德川家康成功地擊敗支持豐臣家的一方，並且最終攻破豐臣家堡壘大阪城、殺死秀吉之子秀賴，建立江戶幕府，開啟日本幕府時代，成為日本最高統治者。

分析三人的生平事跡，不能否認各人都有過人之處，努力吸收優點、盡力摒棄缺點，應用於商業運作上，可謂「其用無窮」。

創新運籌手法值得商榷

先以日本著名民間故事說明三人性格差

異。故事是如果一隻杜鵑不啼，織田信長會殺之不足惜，謂之「殺」；豐臣秀吉會殺之自然憐，謂之「逗」；德川家康會靜待莫需急，謂之「等」。三人的性格差異正決定各人不同命運，事實最終說明「能忍者才是終極王者」，家康憑着無比的忍耐力最後一統日本成立江戶幕府制度，成功統治日本直至「明治維新」時期。

織田信長是一個時代的改革者、一個機會主義者、一個天生軍事天才，但是天生脾氣暴躁、行為無常、性格殘暴、心胸狹窄，不是長久治國的領導人物。本來只是鄰近京都的「尾張國」大名，年少時行為不檢點，被外人嘲為「尾張的大傻瓜」。當父親去世後，信長花上極短時間已擊敗眾兄弟成為尾張國主人。當駿河戰國大名今川義元於1560年率領二萬五千大軍取道尾張國上京京都時，信長以只得三千人兵力夜間在「桶狹間」成功偷襲今川大軍，並取下今川義元首級，一舉瓦解今川家勢力，這充分表明掌握機會的重要性。

受襲潰敗。兩次中朝大戰換來國力衰敗、民窮財盡、眾大名分裂、豐臣家勢力衰亡。最後豐臣秀吉淪為短暫日本霸主，德川家康「百忍成金」冒出頭來。豐臣秀吉的短暫光輝成就就後人必須量力而為、審時度勢、見好就收，才可「長治久安」。

德川家康能忍人之所不能忍，完全在於他的心態與智識。在逆境時，熱愛保持清醒頭腦，在強敵當前，保持高昂鬥志不外顯。織田信長和豐臣秀吉的共同失誤是自己是為、妄自尊大。家康無不在完善自己，學到了信長的果斷、創新，也學到了秀吉的策略、靈活。家康的智慧在於能忍耐逆境、能審時度勢、在特定情勢下作出準確的判斷，並且善於迅速行動。

新冠肺炎疫情後，商界靜待復甦。營商環境困難，舊日的規則可能改變。敢於着力創新，以靈活高效的營商手法方能存活下來。如信長一樣，本能寺之變徹底打散織田家、空有百般武功也只能換下歷史記錄的短暫光輝，各位商界朋友多多琢磨。

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。