

# 市場不確定性猶存 順周期板塊短線看俏

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，受經濟、政策預期和地緣政治等多重因素影響，港股市場震盪下行。首先，3月美國新增非農就業人數好於預期，表明美國經濟復甦預期向好。其次，美聯儲會議紀要再次明確鴿派立場，美聯儲將維持貨幣寬鬆政策直到實現其政策目標。第三，IMF將2021年的全球經濟增速預期由1月的5.5%上調至6.0%，為1980年以來的最快增速。第四，美國將中國7個超級計算機實體列入所謂「實體清單」，美國議員提出針對中國的戰略競爭法案，反映了中美貿易摩擦充滿複雜性、反覆性和長期性。第五，國務院金融穩定發展委員會（以下簡稱「金融委」）在今年首次會議中特別提到要關注大宗商品價格走勢，資本市場對通脹前景和貨幣政策轉向的擔憂升溫。

回顧上周行情，恒生指數下跌0.83%，收於28,699點，國企指數下跌2.14%，收於10,977點，恒生科技指數下跌3.08%，

收於8,306點，港股日均成交金額為1,979億港元，較前周上漲12.81%，南向資金淨流入59億元人民幣。3月美國新增非農就業人數好於預期，美國經濟復甦進度加快。美國勞工部數據顯示，3月美國非農就業人數增加91.6萬人，超過市場預期的增加66萬人，表明疫苗進展情況良好，並促進了美國經濟復甦以及勞動力市場改善。

## 美就業市場復原慢

美聯儲再次明確表態，通脹短暫回升不會改變其寬鬆貨幣政策立場。3月美國新增非農就業情況表明，隨着近期疫苗接種進程有所加快，該國勞動力市場改善，經濟復甦預期向好；同時，1.9萬億美元的經濟救助計劃將加快該國經濟復甦；美國PCE通脹率或將在5、6月份達到峰值後回落。3月美聯儲會議紀要再次向市場傳遞強烈的鴿派信號，美聯儲將維持貨幣寬鬆政策直到實現其政策目標，因未來1-2年美國就業

市場狀況仍難以完全恢復至疫情前水平，平均通脹水平在短暫回升後仍可能低於或持平於2%的長期目標。3月美國失業率為6.0%，仍遠高於新冠疫情爆發前的3.5%水平，當前美國就業市場比新冠疫情爆發前減少了900多萬個就業崗位。

## 內地通脹預期升溫

通脹預期升溫可能會增加中國貨幣政策的不確定性。金融委會議提出，要保持物價基本穩定，特別是關注大宗商品價格走勢，引發資本市場高度關注。3月CPI同比由上月下降0.2%轉為上漲0.4%，3月PPI同比上漲4.4%，漲幅比上月擴大2.7個百分點，為2018年7月以來最大漲幅，超出市場預期。筆者認為，2021年世界經濟形勢仍然複雜嚴峻，如果地緣政治風險進一步加大，疊加全球經濟復甦預期向好，或將導致大宗商品價格較快上漲，從而壓縮貨幣政策空間。今年4月中下旬召開的中

央政治局會議將對中國形勢作出判斷，對宏觀政策作出定調，建議投資者重點關注。

## 港股風險偏好料下行

對於香港股票市場而言，市場不確定性因素增多將導致短期資本市場風險偏好下行，資本市場情緒將趨於謹慎。中期而言，中美政策不確定性將導致港股市場波動性大幅提升。在地緣政治風險持續發酵的背景下，中國和伊朗達成一項為期25年的全面合作協議，中俄外長就當前全球治理若干問題發表聯合聲明，這意味着世界格局正在發生重大深遠的變化。如果大國博弈持續加劇，或將觸發全球金融系統脆弱性，引發高槓桿、高估值的全球資本市場大幅波動。

股票估值方面，港股市場當前估值處於歷史中低區域，而且仍然是全球主要股票市場中的估值窪地。根據彭博一致性預

期，截至2021年4月9日，恒生指數2021年預測市盈率為13.1倍，較過去16年歷史平均高3.8%，處於歷史中部65%區域；恒生指數2021年預測市淨率為1.2倍，較過去16年的歷史平均低17.7%，處於歷史底部33%區域。

## 鋼鐵有色股具業績彈性

行業板塊方面，在國際環境更趨複雜多變和通脹風險加大的背景下，建議短期繼續重點關注受益於經濟復甦和通脹預期的順周期行業，尤其是業績彈性較大的鋼鐵有色、化工、航運板塊，以及低估值高股息板塊。隨着國家加大反壟斷執法力度和無風險利率上升，高估值熱門板塊仍面臨一定的下行壓力。

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。

# 疫苗助復甦 風險資產料守穩

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“ 隨着疫苗出台，疫情有望逐漸受控，經濟重啟以至復甦不是奢望，恐慌指數VIX近期不斷回落，已經連續八個交易日保持在疫情前10至20的運行區間，連續下跌三周，上周五跌至16.69，相對去年高位已經回落八成，可見市場情緒有明顯好轉，波動性回落。

這個指標對於股市等風險資產是樂觀信號，道指和標普創歷史新高。面對逐漸復甦的經濟，央行還是採取保守謹慎的態度，這對於股市是有力的支持，美國股市延續升勢，道指和標普還在上周五創歷史新高，其中標普這周是2月以來表現最佳的一周，納指有科技股反彈帶動全周也走高3.12%。新的一周要關注藍籌業績，管理層對於未來前景的看法很重要。

## 美匯動能轉弱

面對逐漸復甦的經濟，美聯儲還是保守謹慎，但投資者仍要關注經濟數據，看美聯儲是否會提前轉變貨幣政策。近日美元和美債息均有回落，但調整幅度有限，尤其是美債息升勢未改。10年期美債收益率一度逼近1.8%關口，四月開始回吐漲幅，考驗1.6%一線，不過在上周



● 經濟漸見復甦，美聯儲仍採取保守謹慎態度，對於股市等風險資產是樂觀信號。  
資料圖片

五公布PPI高於預期後，便反彈2.43%。美匯指數從今年開始增加上行動能，一季度累計3.66%的漲幅，不過四月第二周轉弱，結束三周連陽，好在目前仍能守住92支持。

## 金價反彈遇阻

影響所及，金價有反彈，結束兩周連跌，但也還是遇阻50日線，缺乏新的利好刺激，理應多加幾分審慎。事實上，金價在今年第一季度表現疲弱，四月開始雖然能夠守住千七支持，但是上行動能還是明顯不足，現在只能保持低位震盪。

同樣道理，白銀短線亦難突破。畢竟白銀受到黃金影響，三月回吐漲幅，甚至一度測試24美元的支持，好在四月開始跟隨金價反彈，現在基本回到200日線之上。白銀前景還是樂觀的，畢竟隨着經濟復甦，白銀的工業需求將增加，利好

銀價，只是現在還需要等待，短期內難做出突破，30美元一線阻力大。

其他貴金屬方面，鉑金仍有區間支持。鉑金現在主要運行區間在1,100至1,300美元之間，其間反覆測試50日線支持，上周五下行壓力增加，單日就下跌2.11%，好在能夠守住千二一線，恐怕50日線還將被測試，不過區間支持短期內不至於失守。此外，鈀金在三月中動能一度明顯增強，突破2,600美元之後開啟震盪，四月開始站上2,600美元支持，但還是連續下跌兩周，缺乏足夠動能作出突破，不過短線內調整空間應該有限。

## 油價後市或回升

不得不提，實體經濟有望復甦之下，大宗商品方面，油價和銅價的走勢。油價缺乏利好刺激。油價從

三月下旬開始進入調整的狀態。紐油回落至60美元附近，圍繞50日線震盪，近期波幅進一步收窄，上周甚至回吐3.47%至59.32美元。現在歐洲加速疫苗接種，疫情比之前有所好轉，但需求前景還未明朗，油價缺乏新的利好刺激，現在只能耐心等待，後市重回升勢的概率大，同時還要關注地緣政治風險。

至於銅價，則守住50日線。銅價也繼續在調整中，圍繞9,000美元運行，三月回落3.21%，上周結束三周連跌反彈1.55%，但仍然缺乏方向，好在下行空間有限，銅價始終能夠守住50日線的支持，依舊對銅價持樂觀態度。

（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所述股份；本人所管理基金持有美股及港股。）

# 通脹憂慮升溫 港股短期料承壓

姚浩然 時富資產管理董事總經理

復活節及清明節假期過後，港股本有跟隨美股升勢，反而承接了內地股市的跌勢，主要因為市場憂慮人行或會逐步收水。最近，國家統計局公布了3月份全國居民消費價格(CPI)及全國工業生產者出廠價格(PPI)皆高於市場預期，CPI按年升0.4%，略高於市場原預期升0.3%；PPI按年增4.4%，高於市場原預期3.6%，並較2月份大幅增加2.7%。市場憂慮價格上漲反映通脹升溫，導致人行有更大空間收緊貨幣政策。

## 貨幣政策仍為焦點

此外，美國3月份生產者物價指數(PPI)創10年新高，市場再度關注通脹升溫，美國10年期國庫債券息率上上周五回升至1.66厘以上。然而，美國債息升的一個催化劑是經濟隨疫苗效力增強而復甦，企業經營環境改善，盈利復甦，刺激美股向上。標準普爾500指數再創新高及升破4,100關口。因此，短期市場焦點仍會落於人行及美聯儲的貨幣政策取勢上。

技術走勢而言，恒指100天移動平均線升近約28,195點，今年以來除了3月25日收市時略為低於100天移動平均線外，其餘時間均處於100天移動平均線之上，可見該線支持力相當大。相反，於3月中旬後，恒指每當升近50天移動平均線即遇到阻力；目前，恒指50天移動平均線約為29,321點。由於美國股市處於強勢，若美國企業即將公布的季度業績理想，美股向上動力依然存在，港股大幅下跌的空間不大。

另一方面，中國人民銀行收緊貨幣政策風險未減退，市場流動性偏緊，預期內地與香港股市短期缺乏資金推動下，欠缺上升動力，恒指短期難走出介乎50天移動平均線及100天移動平均線之間的徘徊區，即在28,100點至29,300點之間上落。不過，若內地股市持續下挫，北水從港股市淨流出，港股下跌壓力加大，導致恒指一舉失守100天平均線及3月25日的低位27,505點，恒指則有機會進一步下試低位支持。

## 重整倉位首重業績

根據過往10年表現，恒指4月份的表現多以錄得升幅為主，筆者預期今年的4月份表現也不會太差。在上落市牛皮悶局中，投資者可重新檢閱自己手頭上股份剛公布的業績及展望，並採取汰弱留強方式重整倉位，沽售前景業績差及弱勢股份，換碼至業績前景佳及強勢股份。（筆者為證監會持牌人，編號AEI004，一、四、九牌照）

# 中國新增長目標玄機何在？

David Rees 施羅德投資管理(香港)資深新興市場經濟師

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國內生產總值將增長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。我們相信，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。

## 新目標料為穩定預期

儘管這樣，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，但這些因素的力量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。

3月5日，全國人民代表大會於開幕當天發表的政府工作報告重新提出將2021年國內生產總值官方增長目標設定為「6%以上」。路透社的分析指中國的經濟增長預測為8.4%，而我們在近期更新中重申的預測則更高，達到9%。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。

## 預料增長仍維持於9%

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。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。

## 信貸脈衝指標漸見頂

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。這些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。

# 經濟低迷 「共享經濟」應運而生

張宏業 特許測計師 中國房地產估價師

剛過去的長假期，筆者留港消費、旅遊。於假期最後一天，特意去了中環核心區的高廈地庫的連鎖式運動店。該地庫位於中環核心地帶，地庫入口面向繁華的皇后大道中，剛被連鎖式運動用品店租下，市傳是新訂租金只及高峰期的一半。運動用品店佔面積頗大，是「不折不扣」的運動用品的「超級市場」，租客是巧妙地利用經濟低迷下而業主願意大幅減租金去大事擴展業務，一舉進軍中環核心地帶，期望可以吸納高收入上班族的消費需求。

實質而言，運動用品「超市」也是共享零售空間的一種，是該運動用品商租下整店再引入各種運動用品商品，在同一店鋪下供不同消費顧客共享零售體驗。

## 工作空間租賃靈活

數年間，共享工作空間由外資巨型供應商主導，到今天不少「過江龍」式的工作空間場地走向式微，不少外資公司更加全面退租撤出香港。

現時活躍於市場的主要供應商是中型共享工作空間經營商或個體式的經營者，採用靈活的租賃方式圖可過渡新冠肺炎經營低迷時刻。無可否認，共享工作空間是大勢所趨，尤其是適合未來「在家工作」的改變模式。

## 共享居住合初創者

香港素來面對住宅樓價高企，於是衍生共享居住空間的產品。共享居住空間經營企業通常把精品酒店/舊式大廈改裝成不同種類的房間，房間內配有床、衣櫃、電視機/雪櫃，每人各自獨立居住空間但共享洗手間/浴室/廚房。視乎租金高低，可以配上獨立洗手間/浴室/廚房。大廈應會特別設立一層作廚房、多功用途

房、娛樂設施、健身室、洗衣房、餐廳、影視室和有地下/地庫有停車位出租，而天台/平台多裝修成為共用的休息/休閒空間，供住客免費共享或特別租用作社交集會用途。

租金高低視乎房間面積、享用獨立洗手間/廚房/浴室，其他附加服務如每周打掃房間次數、酒店式到會服務、洗燙衣服服務等等。通常較定期租用普通住宅單位貴，適合學生及在職人士租客包括專業人士、自由工作者、初創人士等等。

## 基層需求尚未惠及

共享和專享是兩種對立的經濟行動，前者通常在經濟低迷時較盛行。在可見未來，隨着互聯網普及，「在家工作」可能變成常態，共享經濟概念逐漸受落，共享工作/居住空間趁經濟低迷下，物業租金調整中找着合時擴張時刻，幫助吸納剩餘的酒店/服務公寓/辦公室以至店舖物業。至於香港中低層人士的副房需求，則共享居住空間不太適合。

不過，最近某些市區賓館改變經營方式，以包水電費的月租方式租給部分副房用戶，也算是有助短期解決眾多副房人士的需要。

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。