

通脹預期再度升溫 貨幣政策料不會大幅收緊

全球觀察

上周，中國4月金融數據回落，同時中美兩國通脹預期再度升溫，疊加美股大幅波動，港股市場震盪回落。回顧上周行情，恒生指數下跌2.04%，收於28,028點，國企指數下跌2.75%，收於10,405點，恒生科技指數下跌4.90%，收於7,565點，港股日均成交金額為1,655億港元，較前周上漲37.39%，南向資金淨流入143億元人民幣。

行業板塊方面，除醫療保健業和必需性消費業外，上周其他行業板塊均收跌。其中，估值較高的資訊科技業下跌5.91%，表現最不理想，主要是受通脹預期再度上升和國家加強反壟斷監管執法等因素影響；原材料業下跌5.73%，電訊業下跌3.95%；醫療保健業上漲3.31%，表現最好，主要是受全球疫情反覆以及世衛組織將中國國藥新冠疫苗列入緊急使用清單等因素影響；必需性消費業上漲1.14%，金融業下跌0.32%，表現均好於大盤。

通脹預期升溫可能會增加貨幣政策的不確定性。上周，國務院常務會議要求跟蹤分析市場變化，以應對大宗商品價格上漲

過快及其連帶影響；加強貨幣政策與其他政策配合，保持經濟平穩運行。今年4月，金融委會議就已經提出，要保持物價基本穩定，特別是關注大宗商品價格走勢。筆者認為，2021年世界經濟形勢仍然複雜嚴峻，如果大國博弈持續，進一步影響到部分關鍵行業產業鏈的穩定性，疊加全球疫情反覆和環保要求提升對供給端的影響，或將導致大宗商品價格上漲的幅度及持續時間超出市場預期，從而壓縮貨幣政策空間，進而可能觸發全球金融系統脆弱性，導致高槓桿、高估值的全球資本市場劇烈波動。

中國4月金融數據回落，貨幣政策逐步回歸正常。4月社會融資規模增量為1.85萬億元人民幣（下同），低於市場預期，同比少增1.25萬億元，但比2019年同期多增1,797億元。4月末社會融資規模存量同比增長11.7%，增速比上月低0.6個百分點，比上年同期低0.3個百分點。4月份新增人民幣貸款增加1.47萬億元，比去年同期少增2,300億元，但比2019年同期多增4,500億元。4月M2同比增長8.1%，增速

比上月低1.3個百分點，比去年同期低3個百分點。雖然4月金融數據全面回落，但貨幣市場利率波動不大，表明市場流動性仍然合理充裕，貨幣政策沒有急轉彎。

投資者不必過度擔憂

從結構看，4月短期貸款明顯下降，但企業部門和居民的中長期貸款繼續實現同比多增，反映實體經濟中長期融資需求較為旺盛以及房地產市場具有較大韌性。4月企業部門貸款增加7,552億元，其中中長期貸款增加6,605億元，同比多增1,058億元。企業中長期信貸需求仍然強勁，表明企業經營者對未來經濟走勢比較樂觀。4月住戶貸款增加5,283萬億元，其中中長期貸款增加4,918億元，處歷史同期最高水平，同比多增529億元。住戶中長期貸款上升反映了當前房地產信貸調控並沒有對居民按揭貸款形成較大的衝擊，房地產市場韌性仍在。4月短期貸款下降，一方面由於去年應對疫情衝擊的短期貸款自然到期，另一方面近期監管機構嚴查部分企業貸款流入房市套利行為，可能導致短期貸款條件

有所收緊。

貨幣政策並不具備大幅收緊條件，投資者不必過度擔憂。未來幾個月，隨着中國經濟復甦的成效更加均衡和全面，預計主要金融數據增速可能會繼續小幅放緩，但貨幣政策也不具備大幅收緊條件，因地方政府、部分國企和中小企業財務壓力仍較大，信用債違約風險仍需防範和化解，局部失業風險依然存在，全球疫情或將持續更長時間，地緣政治的走向還存在較大不確定性。海外方面，美聯儲持續釋放較為強烈的鴿派信號並強化市場溝通，預計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會低於或持平於2%的長期目標。如果未來無風險資產收益率上升幅度比較緩慢且溫和，那麼上市公司盈利增長對股市的正面影響一般會超過無風險資產收益率上升的負面影響，股票市場有望迎來一輪盈利驅動的上漲行情。

近期，受中美貨幣政策預期變化，地緣政治風險發酵以及國家加大反壟斷執法力

度等因素影響，港股市場波動加大。截至5月14日，恒生指數和恒生國企指數分別較今年2月17日的高點回落9.8%和14.9%，恒生科技指數的回撤幅度更是高達30.9%。經過過去一段時間的大幅調整後，當前港股市場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5月14日，恒生指數2021年預測市盈率為12.2倍，較過去16年歷史平均低2.6%，處於歷史中部52%區域；恒生指數2021年預測市賬率為1.2倍，較過去16年的歷史平均低20.7%，處於歷史底部23%區域。

新經濟股價值顯現

行業板塊方面，建議短期繼續關注價值股和周期股。同時，部分優質新經濟公司的估值水平已回落至合理水平，中長期配置價值顯現。

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

數據與解讀主導市場情緒

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



百家觀點

市場對於數據和決策者講話非常敏感，包括近期美國財長耶倫講話、疲弱的非農、強勁的通脹數據。最新的零售銷售數據不如預期，再次令通脹擔憂舒緩，市場情緒比較起伏，資產也跟着增加波幅。

通脹擔憂是市場焦點，如果央行比預期更早地改變貨幣政策，對於全球各類資產的影響是非常大的。由於通脹的擔憂一直存在，而經常注視公布數據和美聯儲官員講話，自然影響投資者情緒，進而影響資產市場波動性。

VIX波幅增影響美股

恐慌指數VIX從本月開始波幅增加，又重新回到單日上漲或下跌一兩成的狀態，上周一度逼近30水平，最終上周四和五連續下跌，收在20以下。此消彼長的是美股，美國股市先跌後回穩，上周四和五反彈。目前投資者特別關

注，在新的一周即將公布的美聯儲會議記錄，以及多名美聯儲官員的講話。

無論如何，十年期美國國債收益率上周四和五回吐漲幅，全周漲幅收窄至3.26%，但整體還是在高位，突破1.8%水平應該只是時間問題。至於美匯指數則從4月開始回落，壓力未除，90水平支持料將反覆被考驗。經濟數據好壞不一，但美聯儲的態度倒是保持不變，不會輕易改變現有政策，利好大宗商品。油價還是能夠維持升勢。紐油能夠企穩50日線，目前圍繞65美元震盪，現在已經連續上漲三周至65.37美元，但上行動能有所收窄，上周漲幅只有

0.72%。只是現在缺乏足夠的利好消息支持，所以遲遲未能做出向上突破，更多是震盪調整。倫銅回吐漲幅，現在已經連續下跌三日，結束五周連陽，跌幅達1.69%，但還是能夠守住一萬關口，調整過後還是能延續升勢。

金銀價格料有反彈

金價從4月開始反彈，直到上周都還是受制於200日線，未能突破1,850美元。尤其是加息預期升溫下，金價面對壓力。但美聯儲既然始終淡定，多次重申短期內不會改變政策，則多少給金價帶來支持。周一早段，金價終

於向上突破，升穿200日線和1,850美元，周內走勢還是要看經濟數據、美聯儲官員講話以及美聯儲會議記錄，如果繼續鴿派，金價短線或能上探千九水平。另外，白銀亦跟隨黃金走高，同樣是從4月開始增強動能，加上白銀本來就有工業需求前景樂觀的支持，即便下跌，空間有限。周內或能突破28美元，後市挑戰30美元，應該只是時間問題。

（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。）

中國第二季經濟表現維持強勁

趙耀庭 景順亞太區（日本除外）全球市場策略師

中國四月每月經濟數據好壞參半，但總體而言，這個全球第二大經濟體將在2021年第二季維持強勁。3月份後每月增長有所放緩：受外部對中國商品強勁需求推動，工業生產值按年同比增長20.3%並保持強勁，另外由於民營企業的資本支出超過國有企業，投資支出也穩步增長了19.9%，而消費數字則為17.7%，稍為落後於其他數字。在岸股票市場似乎未有太大影響，滬深300指

數今日早段上升1.6%，儘管人民幣兌美元匯率稍為變弱。

家用電子產品和食品銷售數字表現不佳，分別只增長6.1%和6.5%，以致零售銷售數據令人失望，但餐廳和餐飲業的銷售則錄得46.4%的增長。另一方面，儘管政府致力令房地產行業降溫，但四月份的房屋價格數據增長了0.48%，高於三月份的增長。雖然一個月的數據不代表任何發展趨勢，但零售

和住房數據上的不平衡和差異可能預示着新冠疫情之後的長遠消費者支出，這表明儘管中國家庭出外到餐館進餐及旅行，他們在消費上可能仍會有些猶豫。國家統計局重申，經濟動力保持不變，失業率從5.3%降至5.1%。

看好內地股市表現

在最近由於政策緊縮擔憂和科技領域的監管導致中國股票價格下跌之後，鑑

於中國在岸和離岸股票以及中國國債估值較低和有吸引力的風險回報狀況，筆者對它們看法更為正面。由於內地的疫苗推廣、強勁的外部需求以及更有利的宏觀環境，中國經濟應繼續反彈。儘管市場已經迅速消化疫情帶來的負面影響，並認識到中國經濟的強勁基本驅動因素以及隨後的企業盈利增長，但投資者可以繼續預期與疫情相關的短期限制措施仍會給市場帶來一些挑戰。



●全球4月經濟數據表現各異。當中，歐元區數據顯示經濟正持續朝着回復常態的方向邁進。路透社

在後疫情時代，全球經濟正逐步回復常態，但不確定性仍然存在。供求復甦不對稱值得關注。隨着主要發達經濟體逐步解封，需求迅速回升，生產方面的瓶頸正成為牽制。我們認為，需求相對過剩可能會讓原材料及大宗商品受壓，導致輸入型通脹持續。對於全球央行而言，提振經濟及就業仍然是它們的主要目標。現時它們對通脹的態度較為寬容，至於流動性政策方面的轉捩點則尚未明朗。

全球經濟數據各異

美國四月份的經濟數據有高有低：在服務行業復甦的帶動下，採購經理人指數上升至63.5。然而，當地非農就業人口升幅則遠低於此前經濟學家的預期共識。

歐元區方面，數據顯示經濟正持續朝着回

復常態的方向邁進，而生產及服務板塊等私營機構的擴張則成為了領跑復甦的主要動力。德國、法國和西班牙的採購經理人指數均錄得環比上升。

至於新興市場方面，部分地區的新冠肺炎確診病例持續攀升，為後疫情時代復甦蒙上陰影。

回看中國內地市場，四月披露的宏觀數據高低互現。海關總署進出口總額自二月高位回落，固定資產投資與地產銷售則觸底反彈。以消費者物價水平衡量的通脹仍屬溫和，但生產者物價水平則受大宗商品價格上升而持續反彈。就企業債務規模而言，社融總量下降，信用環境收縮依然是今年資本市場關注的主要矛盾。從結構上看，中長期居民與企業貸款均同比上升，可見企業債務需求在政策支持相對較弱的情況下依然旺盛。

美國滯脹風險仍有待觀察

姚浩然 時富資產管理董事總經理

美國上周三（12日）公布的4月消費物價指數（CPI）遠超预期，按年升4.2%，比預期升3.6%。高出0.6%，更是12年來升幅最大。其中核心CPI按年增3%，按月增0.9%，分別高於預期的2.3%和0.3%。雖然之前聯儲局主席鮑威爾表示即使短期內通脹升至聯儲局2%目標以上，亦會認為通脹壓力只是暫時，不會迫使聯儲局提早加息。惟4月份CPI出爐後，市場對通脹急速升溫疑慮加劇，美股三大指數應聲下跌，美國十年期國債息率抽升至1.7厘以上，美股下跌亦拖累港股下挫，恒指曾失守28,000點關口。

幸好美股及港股在一輪反覆下跌後迎來反彈，相信市場逐漸消化通脹預期。筆者認為早前商品價格持續上升某程度都加快了通脹上升速度，而事實上商品價格在上周初開始陸續見頂，市場憂慮情緒放緩，美國十年期國債息率亦逐步回落。雖然美股在上周尾出現反彈，但是力度有所不足，大市成交偏弱，筆者認為投資者對後市仍然要保持審慎觀望，未來市場應該對聯儲局認為美國會否陷入滯脹的看法和相應措施作出關注。以美國現時經濟情況而言，筆者認為滯脹風險仍言之尚早，因為一個月的CPI指數未有足夠代表性，應觀察多起碼一兩個月的數據才能有更清晰預期。此外，美國企業近期公布的業績中，盈利好過預期的企業較差過預期的多，因此某程度支撐了通脹健康上升，所以短期而言難以判斷通脹是健康上升還是有滯脹風險。

關注恒指季檢結果

港股方面，恒生指數有限公司將於本周五（21日）宣布2021年第一季度之恒生指數系列檢討結果。恒生指數公司目標於2022年中透過定期指數檢討將成份股數目增加至80隻，而最終數目將固定為100隻，筆者預期每次季度檢討將約有5隻新成份股誕生。上市歷史要求將縮短至三個月，按七個行業組別挑選恒生指數成份股。同時，所有恒生指數成份股，包括同股不同權/第二上市成份股，將劃一權重上限為8%，此權重上限將同時適用於恒生中國企業指數，預期騰訊（0700）、友邦保險（1299）及滙豐控股（0005）的比重將有所下降。投資者可留意檢討結果後的變化。

（筆者為證監會持牌人，編號AEI004，一、四、九牌照）



●恒指公司周五將宣布恒指系列檢討結果。中通社

「後疫情時代」不確定性值得關注

周勻 施羅德投資管理（上海）有限公司 多元化資產基金經理

在後疫情時代，全球經濟正逐步回復常態，但不確定性仍然存在。供求復甦不對稱值得關注。隨着主要發達經濟體逐步解封，需求迅速回升，生產方面的瓶頸正成為牽制。我們認為，需求相對過剩可能會讓原材料及大宗商品受壓，導致輸入型通脹持續。對於全球央行而言，提振經濟及就業仍然是它們的主要目標。現時它們對通脹的態度較為寬容，至於流動性政策方面的轉捩點則尚未明朗。

全球經濟數據各異

美國四月份的經濟數據有高有低：在服務行業復甦的帶動下，採購經理人指數上升至63.5。然而，當地非農就業人口升幅則遠低於此前經濟學家的預期共識。

歐元區方面，數據顯示經濟正持續朝着回

復常態的方向邁進，而生產及服務板塊等私營機構的擴張則成為了領跑復甦的主要動力。德國、法國和西班牙的採購經理人指數均錄得環比上升。

至於新興市場方面，部分地區的新冠肺炎確診病例持續攀升，為後疫情時代復甦蒙上陰影。

回看中國內地市場，四月披露的宏觀數據高低互現。海關總署進出口總額自二月高位回落，固定資產投資與地產銷售則觸底反彈。以消費者物價水平衡量的通脹仍屬溫和，但生產者物價水平則受大宗商品價格上升而持續反彈。就企業債務規模而言，社融總量下降，信用環境收縮依然是今年資本市場關注的主要矛盾。從結構上看，中長期居民與企業貸款均同比上升，可見企業債務需求在政策支持相對較弱的情況下依然旺盛。

內地債市有望吸金

市場方面，A股自2月回調後維持震盪態勢，符合市場預期。抱團板塊自一季度下跌後企穩，龍頭白馬企業一季度業績漲幅普遍較強。由於美國拜登政府提出放棄新冠肺炎疫苗知識產權的倡議，疫苗板塊受到影響。

今年內地股市將受到經濟復甦和政策收緊兩股相反作用力影響，或難以出現全面牛市。就債市而言，流動性持續穩定。境外機構淨買入國債的進程或被中國國債納入富時羅素全球政府債券指數的消息催化，超千億美金有望流入內地債市。

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。