

# 港股有望迎來新一輪上漲行情

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

2020年4月以來，中國疫情防控取得重大成果，中國經濟獲得率先修復，人民幣匯率企穩走強，中國或將成為2020年全球主要經濟體中唯一實現正增長的國家，內地投資者風險偏好明顯改善。今年A股市場大幅上漲，領跑全球主要股票市場。但是，受全球疫情形勢持續惡化、美國大選不確定性增加、美股波動性加大以及地緣政治風險發酵等不利因素影響，港股市場博弈進一步上升，今年港股市場在全球主要股票市場中的表現處於中下游水平。

截至12月4日，今年恒生指數和國企指數分別下跌4.8%、4.9%。同期，上證綜指上漲12.9%，滬深300指數上漲23.7%，創業板指數漲幅更是高達51.9%，領跑全球主要股票市場；美國道瓊斯工業指數上漲5.9%，美國標普500指數上漲14.5%，美國納斯達克指數上漲38.9%；德國DAX指數和日經225指數分別上漲0.4%和13.1%；英國富時100指數和法國CAC40指數分別下跌13.2%和6.2%。

展望2021年，筆者認為，影響港股市場的幾個關鍵因素出現積極變化，港股市場有望迎來一波上漲行情。首先，內地經濟復甦勢頭有所增強，尤其是在服務業和消費領域。預計2020年全年GDP增長2.4%左右，2021年全年GDP增長8.3%左右。預計2021年貨幣政策將更加務實、靈活、精準，但不

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，局部失業風險依然存在，地緣政治的走向還存在較大不確定性。為支持實體經濟融資，中國人民銀行仍需保持貨幣供應量和社會融資規模合理增長。

## 「十四五」資本市場改革利好港股

其次，2021年是「十四五」規劃開局之年。因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」時期資本市場改革開放將進一步深化，資本市場將邁入高質量發展階段，將長期利好港股市場。隨著內地資本市場持續改革開放，互聯互通機制不斷完善，港股市場為中資企業提供海外融資平台，其獨特優勢不可取代，兩地市場將長期保持良性的競合關係。

第三，國務院金融穩定發展委員會（金融委）及時出手穩定債券市場，提升資本市場投資者信心，或將推動部分資金轉向股票市場。

第四，RCEP將構建全球化新格局，亞洲有望持續成為全球經濟增長的主要推動力。中國加入全球最大自貿區RCEP，有助於加快構建雙循環發展格局。如果下一步各成員國順利完成相關法律審批程序，令RCEP協定正式實施，將給中國經濟發展注入新的活

力，提升中國未來進出口增長和經濟潛在增速，對資本市場構成中長期利好。

## RCEP料提升內地進出口增長

第五，歐美國家疫苗在III期臨床試驗中取得重大進展，市場對全球經濟復甦的預期顯著上升。在新冠病毒疫情引發的消費需求短期內斷崖式下降、失業率上升和金融市場波動的危機下，本次疫情對全球經濟的破壞程度非常巨大，所引發的全球經濟衰退程度已超過2008年全球金融危機時期。如果新冠疫苗成功問世，2021年全球經濟有望迎來V形復甦，尤其是將加快戶外活動相關行業的復甦，這將對資本市場預期以及行業配置產生重大影響。

第六，美國大選不確定性逐步消除，投資者憧憬新一輪救濟法案有望出台，中美貿易摩擦或出現階段性緩釋。第七，由於美國就業市場狀況在未來2-3年內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，預計美聯儲仍將維持超寬鬆政策直到實現其政策目標，預計將保持接近零利率的水平直至2023年底。

隨著內地經濟復甦勢頭增強，2021年上市公司盈利有望大幅增長。根據彭博數據的一致預測以及中銀國際研究顯示，2021年港股重點上市公司和非金融企業盈利將分別增長18.5%和31.0%，而2020年預期分別下

降6.2%和5.4%。同時，根據彭博數據的一致預測，2021年恒生指數和恒生國企指數的盈利預測將分別增長19.0%和13.1%，而2020年預期下降21.8%和增長16.3%。

恒生指數納入多家科技創新類新經濟公司，有助於提升港股市場整體估值中樞。港股市場當前估值處於歷史較低區域，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12月4日，恒生指數2020年預測市盈率為11.5倍，較過去16年歷史平均低8.2%，處於歷史底部43%區域；恒生指數2020年預測市淨率為1.1倍，較過去16年的歷史平均低30.8%，處於歷史底部7%區域。

## 中概股回流助鞏固港股地位

自2020年9月7日起，多家科技創新類新經濟公司納入恒生指數和恒生國企指數，有助於提升港股市場整體估值中樞。如果未來有更多在美上市的優質中概股回香港二次上市，恒生指數中的科技、互聯網、醫療保健成分股票的權重將進一步上升到35%或以上，並吸引更多的機構投資者參與香港股票市場。而更深遠的意義還在於這將長期促進香港股票市場結構的完善，進一步鞏固香港在全球資本市場中的領先地位。

筆者預測，恒生指數在2021年12月底達到31,000點，基於13.2倍2021年預期市盈

率，較過去16年歷史平均市盈率50%。「十四五」規劃為今後幾年資本市場投資主線提供方向。在中美貿易摩擦充滿複雜性、反覆性和長期性的背景下，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。

## 明年關注3大投資主題

2021年股票配置方面，筆者建議重點關注5大戰略性增長行業和3大重點投資主題。5大受益行業為信息科技以及高端製造、大消費、券商、新能源汽車和清潔能源。3大重點投資主題為受益於經濟復甦的順周期傳統行業的龍頭公司（比如金融、能源和原材料等行業）、資本市場互聯互通受益股和RCEP受益行業的龍頭公司（比如家電、服裝紡織和工程機械等行業）。

不過，隨著資本市場改革開放持續深化，行業表現將進一步分化，未來金融監管層將以註冊制和退市制度改革為抓手，全面加強資本市場基礎制度建設，投資者也應注意問題公司和高風險公司加快市場清出的風險。

（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）

# 市場趨樂觀 避險資產回調

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



美元繼續受壓，跌至兩年半來最低，美匯指數90水平隨時受到考驗。資料圖片

11月份以後，好消息不斷，美國大選塵埃落定，政治風險降低。疫苗也有新的希望，讓投資者憧憬疫情能夠快些過去，經濟能快速修復。與此同時，大家也在等待國會能夠很快達成新一輪紓困方案。這些都提振市場情緒，支持風險資產。事實上，市場氣氛改善，VIX一直在低位震盪，三大指數齊創歷史新高。

上周五非農數據雖然遜色，但市場整體氛圍樂觀，布油逼近50美元。一方面，當然因為疫苗有好消息，另一方面，也因為各國央行維持寬鬆貨幣政策，而財政政策方面，投資者現在等待美國能夠通過紓困方案，以及拜登能夠在上台後有新的刺激。上述這些在利好大宗商品的需求端。

## 油價需回歸基本面

誠然，油價本身的供應端亦有改善。產油國達成逐步放緩減產力度，從供應端支持油價。如此一來，油價在上周五延續升勢，紐約高見46.68美元，是3月以來最高水平，全周累計1.6%的漲幅，布油當日逼近50美元。油價從11月開始轉強，技術指標改善，有強勁的表

現。只不過要有進一步突破，還是要回歸基本面，需要看到供求雙方有更多改善。

## 美元料持續受壓

相形見絀的，便是以避險為主的資產。疫苗和美國大選結果落地後，金價和美元回吐漲幅。上周五，非農報告不及市場預期。在此之前，小非農數據已經令人失望。如此一來，美元保持弱勢。尤其投資者對於紓困方案能夠通過有新的憧憬之餘，甚至估計拜登亦可能向民眾直接大派金錢。

美元繼續受壓，跌至兩年半來最低，上周是11月初至今單周最大跌幅，美匯指數90水平隨時受到考驗。

事實上，不光是美聯儲，市場普

遍預期歐央行或延長購債計劃，擴大規模以支持經濟，各大央行很可能保持刺激措施。歐元維持升勢，上周五還創出年內新高，現在需要特別關注本周四歐央行利率決定和最新貨幣政策。當中已經考慮到，英國和歐盟的貿易談判還沒完全出結果，投資者無法百分百確認，所以不敢過於樂觀。相對而言，英鎊從11月開始表現強勁，上周五一度再次突破1.35關口，但尾段回吐漲幅。周一早段繼續回落，但還不至於破壞趨勢，即將迎來關鍵方向的選擇。

## 金價料區間上落

這一憧憬着實令金價在上周五也一度急升，逼近1,850美元，其後出現獲利回吐壓力，終止了三日連

陽，但全周還是10月30日以來最佳單周升幅。

無論如何，還是值得留意1,800的支持，金價如果長時間運行在該水平之下，或會進一步向下調整，現在的情況更多可能是在1,800至1,900美元區間上落，短線不容易有非常大的突破。後市還要繼續關注疫苗和刺激政策，這對於貴金屬市場影響大。

（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直接持有或管理任何SPDR金ETF (2840)/招金 (1818)/紫金 (2899)/江銅 (0358)，港股市場以外的黃金ETF/白銀ETF/礦業股，以及港股及美股市場的科技股之財務權益。）

# 資金輪動持續 股市後市走勢樂觀

姚浩然 時富資產管理董事總經理

港股自11月尾下跌後本月初反覆上升，主要因為傳統股份帶領恒指上升和外圍股市上升，唯恒指於27,000點遇阻力，屢次升至附近水平皆出現回落。恒指短期現阻力相信是因為大市正進行整固，加上近期美國納指及羅素2000指數表現較道指亮麗，反映資金可能有部分由傳統股份板塊輪動至新經濟型股份中，而新經濟型股的中小型股表現較大型科技股好。另外，近期中美皆公布了最新經濟數據，雖然有好有壞，但似乎市場對後市看法仍然偏向。

美股走勢方面，整個11月大幅上升，道指單月累積上升11.7%，為1987年以來最大的單月升幅。標準普爾500指數於11月份累積上升了10.5%，納指亦錄得11.4%的升幅。以小型股為主的羅素2000指數更錄得單月上升18.3%，創有紀錄以來最大單月升幅。由此可見，11月表現較理想的股份有兩類，一類是估值較低的傳統股份如金融股份，第二類是中小型股份。反而，過去幾個月表現突出的大型科技股現時表現則一般，主要是因為大型科技股估值過高，盈利增長幅度未能跟上股價升幅所致。因此，投資者也要於這個月作出適當的部署以迎接明年投資市場的新方向。

## 內地經濟復甦料持續

經濟數據方面，內地公布11月官方製造業採購經理人(PMI)指數為52.1，較10月上升0.7個百分點，為年內最高值。該指數自今年2月創紀錄新低的35.7後，逐步回升，已連續9個月處於50臨界點之上。11月財新中國製造業PMI升至54.9，創2010年11月以來新高，勝市場預期的53.5和上月的53.6，無論官方及財新數據均反映製造業復甦勢頭良好。11月內地出口數據表現亦勝市場預期，內地首十一個月貨物貿易進出口總值29.04萬億元人民幣，按年增長1.8%。其中，出口增長3.7%至16.13萬億元人民幣，單計11月，出口按年增14.9%至1.8萬億元人民幣，高於市場預期增5.7%。以美元計，11月出口按年增21.1%，高於市場預期增12%。內地疫情後復甦勢頭持續強勁，成為環球疫情後增長最強勁國家，相信勢頭會延續至第四季。

## 憧憬財策 美股料續向好

相反，美國11月新增非農業職位則遠遜市場預期，新增職位只有24.5萬個，遠遜預期的46.9萬個，亦較上月增加的61萬個大幅減少。惟美股沒有因此消息而下挫，因為市場憧憬政府在就業情況不理想下將有新一輪刺激經濟方案出台，而美國民主、共和兩黨似乎對是此談判都期望達成共識，相信短期內對美股走勢有幫助。（筆者為證監會持牌人，編號AEI004，一、四、九牌照）

# 彌補財赤攸關 中環地王招標宜務實

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

12月3日，政府公布上月27日截標的啟德跑道4E區1號住宅地的招標結果：中國海外擊敗其他九個對手，以42.728億元（港幣，下同）成功投得這幅啟德跑道區內最細住宅地。該土地屬於跑道區單邊位置，毗鄰未來興建的都會公園，但是海景只向內河景，是屬於後排次級的海景觀座向。總投價的樓面地價約13,000元/平方呎，如同級海景的後排住宅地相比，則大致回到中國海外搭檔中國建築（同系公司，等於獨資）於2018年12月的中標價，筆者分析為土地價格大約回到兩年前。可喜的是這幅住宅地地價已較去年7月毗鄰的中標價約11,482元/平方呎有着明顯的回升，說明啟德跑道區住宅地價是呈現回穩向上的跡象。

## 啟德地流標或因估價存落差

啟德區的住宅土地有價有市，但是2019及2020年招標的三幅商業區則流標收場。政府於今年10月再推出東涌第57區商業土地招標，注意的是，落標數目是由去年1月的九份急降至最新招標的三份，反映業界對商

業土地的興趣大減。其實今年兩次商業土地落標公司都大致上雷同，包括長實、新地、信置、嘉里等本地主要商業地產發展商，中資企業和開發商未見身影。兩次流標的原因都是所有落標未達到政府專業估價師開標前所評估的底標，說明政府對商業土地的預期底價跟商業地產發展商市場估價有着明顯落差。筆者推測原因是政府估價師是根據歷史性數據，但是商業地產開發商則注重未來租金和售價走勢，反映他們普遍地看淡商業物業市場後續發展。如果大家翻看2020/21年財政預算案，預測總地價收益約是1,180億元，這也是延續過往五年自2016/17起平均年地價收入均達千億元來作合理推斷的。

## 減赤料取決下半年賣地收入

不過，發展局局長黃偉倫坦白地承認今個財年上半年的總土地收入（賣地收入+補地價）只有237.59億元，只佔整年的兩成，主要原因是上半年的地皮都是中小型住宅地皮，且補地價金額也不大。特首在最新發表的施政報告中表明，今財年的赤字可能高達3,000

億元以上，餘下半年的土地總收入將決定最後赤字金額。明顯地，特區政府寄望今季招標的二幅貴重土地：山頂文輝道一拆為二的豪宅土地及萬翠園目的中環海濱商業地王去追回部分赤字。中環商業地王位於皇后像廣場以北，鄰近國金二期，將分為3A及3B兩期，因為部分仍是由郵政局等政府設施佔用。土地面積約51.6萬平方呎，可建樓面面積逾184.3萬平方呎，當中約22.8萬平方呎須作政府設施，包括重置現時郵總局，餘下約161.5萬平方呎作為私人商業用途。

## 地王發展期長 日後售價難掌握

招標以「雙信封」形式，注重標價和設計，各打50分。因為整體發展體量大且土地需要分期交付，預料整項發展總年期大概5至6年，即連同出租推廣時期，商舖及辦公室達到理想出租率（不低於六成以上）起碼於八年後才兌現。如果以慣用的發展項目估計，則可以概算為整筆投資金額要負擔不少於四年（即整體發展期一半）的利息，利息支出確實不容輕視。在以前發展商上班時，筆者大致上明白他們對土地投資金額的

估算方法，主要是參考最新同類物業租售數據，再根據現有同區同類物業未來幾年的趨勢估算，綜合考量後推算發展期內成本分段支出和最終租金/售價水平，以現金流現值方法得出最終剩餘土地價格。當然，成本分段支出的估算較為容易，但是未來租金流或最終售價則最難掌握。

## 同區甲廈租金大跌影響出價

無可否認，今年內錄得中環區的甲級和極甲級辦公樓平均租金/售價和主要街道街舖平均租金都有着驚人跌幅，主因是中環甲級和極甲級辦公樓有着淨負出租率 and 不少時裝店和鐘錶店都相繼結業。極甲級辦公室和商場業主只好大幅減租來留住租戶，有些街舖業主更願意大減五成以上來招租。如果以現時最新中環商業租金/售價來估算，大型商業發展商採用保守態度去計算中環地王的地價是可以理解的。

根據筆者的粗略估價，中環商業地王的樓面地價是介乎於25,000至30,000元/平方呎，即總價約為400億元至480億元間。筆者是參照國際金融中心商場和辦公室租金水

平和其他中環/金鐘極甲級/甲級最新成交均價的，另外開發模式按照國際金融中心各種功能佔比和租戶種類可負最新租金水平。

## 本地開發商入標意願成關鍵

中環商業地王是否流標繫於不少因素，包括政府專業估價師開標前的最終估價結果和取態、參與今次招標的主要商業物業開發商的意願（這取決於他們自身財務狀況、未來辦公室和商場市場佔算）、中資會否夥搭本地開發商落標、發展商如何估算「在家上班」「網上購物」「旅客再臨香港消費數目和金額」等等。筆者預算主要落標者會是本地商業開發商，如長實、新地、恒地、信置、嘉里、南豐、太古、置地等等，通過獨資、合資或夥搭中資開發商或持有可觀現金收益的中資企業如保險公司、金融機構或新經濟體老闆/大企。在平衡今財政年度赤字的現狀下，特區政府應以較務實態度來作出明智取捨。

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。