

通脹預期升溫 短線關注順周期行業

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

中國農曆除夕，中美兩國元首就中國牛年春節相互拜年，並就雙邊關係和重大國際及地區問題深入交換意見，釋放積極信號。筆者預計拜登上任初期將優先處理強化疫情防控、刺激經濟復甦、應對氣候變化和促進種族公平等方面的工作，中美貿易摩擦或將出現階段性緩和，壓制港股市場的地緣政治風險因素有望暫時緩解。同時，近期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。2021年春節黃金假期後，監管機構連續兩天通過公開市場操作淨回籠資金，疊加美債10年期利率升至1.34%左右（創近一年新高），港股市場大幅波動。

全球經濟復甦預期向好或推升通脹風險，應警惕市場波動加大。2021年以來，

隨着壓制港股市場的地緣政治風險因素暫時緩解，以及南向資金淨流入創紀錄，港股市場風險偏好大幅改善，領跑全球主要股票市場。

通脹風險或影響貨幣政策

筆者判斷，2021年上半年中國貨幣政策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，信用違約風險仍需防範和化解，局部失業風險依然存在。但是，如果未來幾個月海外疫苗推廣進程快於預期，全球經濟有望迎來V形復甦。全球經濟復甦共振下，內地經濟增速可能進一步加快，疊加前期全球主要央行的寬鬆貨幣政策，或將推升通脹風險。從中長期來看，推動本輪香港股票市場上漲的基本面因素仍然比較健康，港股

市場向好格局並不會改變。

首先，隨着互聯網金融監管加強，債券市場改革深化以及堅持「房住不炒」定位不動搖等宏觀調控穩步推進，疊加資本市場在推動中國經濟結構調整和產業優化升級中的戰略地位日益凸顯，內地居民對權益類資產的配置需求有望呈現上升趨勢。

港股吸力強 北水料續南下

其次，內地與香港股市互通是香港市場潛在價值重估的主要動力和催化劑。港股市場上特有的優質新經濟公司對內地機構投資者的吸引力正在不斷上升，未來大量內地資金將有望持續南下。隨着內地資本市場持續改革開放，互聯網機制不斷完善，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。香港資本

市場已成為中國優秀企業，尤其是新經濟企業，走向國際市場的第一選擇。預計未來將有更多在美上市的高質中概股以及內地新經濟公司選擇在香港股票市場上市。第三，從估值的角度來看，雖然過去一個多月港股市場快速上漲，但恒生指數當前估值水平處於歷史中等偏上水平，而且遠低於2007年10月30日創下的歷史最高點。同時，港股市場仍然是全球主要股票市場中的估值窪地，未來估值水平仍有進一步上升的空間。而且，隨着未來更多科技創新類新經濟公司納入恒生指數和恒生國企指數，港股市場整體估值中樞將進一步提升。

受惠復甦 原材料板塊可吼

行業板塊方面，建議短期重點關注受益

於全球經濟復甦和通脹上行預期以及美國大規模經濟救助計劃的順周期行業，尤其是業績彈性較大的原材料和能源化工板塊。筆者注意到，在全球經濟復甦預期向好以及美國1.9萬億美元經濟救助計劃即將出台的背景下，近期大宗商品價格大幅上漲。ICE布油、銅價、鋅價和鋁價創多年新高。LME銅價年初至今累計上漲15.3%；LME鋅價年初至今累計上漲4.3%；LME鋁價年初至今累計上漲7.9%。與此同時，2021年春節黃金假期後的兩個交易日內，內地商品市場價格也集體上漲。

（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。）

資金覓出路 商品有運行

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



百家觀點

牛年開局不錯，港股從1月開始就累積了12.5%的漲幅，市場非常樂觀，一洗去年沉悶的市場氛圍，投資者對新一年有更高的期待。滬指已經連續上漲三周，內地市場在農曆春節假期後出現調整，現在投資者都在猜測是否市場風格出現變化，但整體趨勢還是向上的，所以不會特別擔心。

國際市場上，恐慌指數VIX從2月初開始回落，現在已經回到20附近，上周有所反覆，結束兩周連跌，反彈10.42%，但整體波幅有限，暫時還是未能回到疫情前10至20的運行區間。美國股市上周有反覆，道指連漲第三周，標普和納指結束兩周連陽。

美匯漲幅或有限

美債息上升繼續受到關注，投資者擔心會對股市帶來壓力，上周五，十年期美債息升至1.3601%的高位，目前美債息對股市的影響還沒完全顯現，也是未來要關注的風險之一，首當其衝的是對增長型股份或科技類股份。周內要關注美聯儲主席鮑威

爾的講話，尤其關注其對經濟前景的看法。此外，疫情發展以及拜登刺激政策同樣是重點，不贅述。

美匯指數維持弱勢。從去年12月開始，就主要運行在90至92的區間，現在已經連續下跌兩周至90.364。經濟出現一些改善跡象，但美聯儲選擇按兵不動，維持寬鬆貨幣政策，美匯指數漲幅有限。

銅價升勢或延續

如此一來，其他資產今年來大部分都走高。比特幣和以太幣創紀錄新高。油價略有調整，但升勢未改。銅價動能強勁，倫敦後市甚至挑戰一萬美元。其他基本金屬也走強，包括鋁和鎳等。鉑金受惠需求

端支持有更多漲幅可期，相對來說黃金吸引力大不如前。

事實上，倫銅在2月初回踩50日線後上行動能進一步增強，尤其是上周五高見8,995美元，最終收漲4.17%至8,909.5美元，現在已經連續上漲三周，累計13.4%的漲幅。投資者看好未來經濟復甦，需求前景樂觀，料供不應求，銅價格走高，預料後市還將延續升勢，突破10,000美元關口概率也很大。

澳元升勢料維持

隨着商品價格走高，商品貨幣水漲船高。澳元在去年3月曾考驗0.55支持，好在之後很快反彈，大部分時間都能守住50

日線並保持在上行趨勢中，澳元在上周五更是高見0.7877，現在已經連續上漲三周。此外還有紐元，從去年3月低位已經反彈逾三成。加元也維持升勢，有50日線支持。澳、紐和加元都有上行空間可期。

整體而言，面對零息環境，投資者仍要走出路，無息可尋不打算，只要有憧憬可言，如今憧憬復甦，商品受惠，即可見一斑。

（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。）

● 投資者普遍預期經濟將趨向復甦，需求前景樂觀下，銅價格走高，後市料延續升勢，有機會突破10,000美元關口。
資料圖片

沽空大戰背後的道德思考

Duncan Lamont 施羅德投資管理研究及分析主管

近日，散戶與對沖基金就美國電腦遊戲零售商GameStop股票展開沽空大戰，引發世界各大傳媒爭相報道。這次事件亦讓「沽空」這種令人不安的市場行為頓成焦點。若要循道德觀念評論「沽空」的話，我們便不應將之視作一項單一的原則，而是需要就不同沽空者的行為進行審視。整體而言，這些行為背後的動機大致可分為以下四類：

為逐利極端選股

對於極端選股者而言，他們的目的是尋求一些估值偏高的股票，或者是一些存在結構性挑戰但相關因素尚未完全反映到價格之上的股票。由於這類投資者認為這些股票的估值將跌至較合理水平，因此以「沽空」的手法進行配置將比單純持有長倉的投資組合來得更為直接。

另外，現時有越來越多以可持續性為重點的基金採取沽空策略。一些投資者傾向在他們的投資組合當中剔除某些行業，例如煙草股。然而，更極端的做法是直接沽

空這些行業。較為普遍的做法則是對可持續發展表現較差或正在惡化的企業進行沽售。

股東維權成藉口

維權股東並不會作出市場最終將讓企業估值回到應有水平這樣的假設，反而會採取積極干預手段來達到他們的目標。這類沽空者通常會大肆宣揚他們認為一家企業估值偏高的原因。這種做法在某程度而言是值得稱頌的。一些沽空者在進行取證分析後能夠發現一些先前未得到應有重視的問題，而將相關資訊公諸於世亦變可以迫使企業管理層正視和處理這些問題。

然而，這種做法因一些手法較為極端的維權股東而蒙受污名。以往曾有一些維權股東被發現在報刊上惡意散布毫無依據的謠言和作出惡意誹謗。他們通過這種做法來滿足自己在交易中獲利的私心，但一些原本經營狀況良好的企業亦有可能因此陷入財務困境。即使被攻擊的企業最終能夠擊破謠言，沽空者亦有可能已在投機獲利

和對相關企業造成毀滅性傷害之後全身而退。

風險管理影響小

風險管理者利用沽空手段控制投資組合當中的風險，並以盡可能單純的方式表達他們對特定股票的看法。舉例，當一名投資者希望表達對個別股票可跑贏大市的觀點時，其中一種做法是買入這隻股票。然而，若市場其後下跌，這隻股票亦有可能跟隨向下發展。雖然當這隻股票的跌幅小於市場跌幅已經足以證明原先的觀點正確，但若該隻股票受整體市場下跌拖累而表現低迷的話，那麼是否跑贏大市亦不再重要了。其中一個避免這種情況的方法是在買入相關股票時同步在市場上建立期貨短倉。這樣，個股與市場之間的回報差額便成了投資者可以獲得的回報。在上述例子中，投資者股市下跌的情況下仍可透過交易鎖定利潤。投資者可以透過沽空明確表達其對特定股票或行業的看法，同時達到降低波動性及虧損風險的目的。這種

做法通常相對低調，而且不會為個別企業的正常經營狀況帶來影響。因此，我們認為這類沽空並不會構成與投資道德相關的關注。

順勢投資屬理性

順勢投資者旨在透過跟隨大市趨勢來獲取回報。他們會在升市時買入，並在市場下跌時進行沽空操作。這些策略背後通常都有強大的電腦算法支持，而且涉及高度量化和系統性的分析研究。由於這是純粹基於數學的一種手法，不會受情感因素左右，因此不會被冠以故意壓低股價的罵名。

簡而言之，「沽空」一直都背負着有失公允的罪名。與其避之則吉，投資者（特別是道德意識較高的投資者）更應確切地了解這種做法的潛在用途和沽空者的動機。沽空對於投資表現和企業管治而言都能帶來顯著裨益。雖然有部分沽空者有失投資道德，但沽空操作本身並不一定如此。

大灣區經濟看好 牛年料續「步步高」

張宏業 特許測計師 中國房地產估價師

鼠年末，廣東省率先召開省「兩會」，為全省尤其大灣區九城市「兩會」拉開序幕。各大灣城市紛紛展開市級「兩會」，以政府工作報告回顧「十三五」經濟表現，並且展望牛年的經濟預測。「十三五」是廣東省經濟騰飛的時期。全省地區生產總值以年均增長6%達到2020年末的11萬億元，佔去全國總額的一成以上，繼續領先全國其他省份。

「三層經濟格局」漸形成

2020年末，大灣區九城市累積地區生產總值約89,523.93億元，佔全省經濟總量81%。大灣區經濟格局基本上漸漸形成三大階層，頂層是深圳、廣州雙核，都已達到整體經濟總量25,000億元以上；中層是介乎9,500億元至11,000億元的佛山市及東

莞市，同樣是支撐雙核城市的新型工業城市；底層是2,000億元至4,500億元的惠州、珠海、江門、中山及肇慶。底層城市群功能較完備，包括承接產業轉移的惠州市（主力是深東惠群）及江門市（主力是珠中江群），而惠州、江門、肇慶市更加發揮各自群的「後花園」城市功能。

單看鼠年，作為全國外貿商品出口主要省份之一，廣東省的全省GDP增速2.3%，全依賴自第三季起的強力反彈。自從第三季度起，季度GDP逐漸轉正，達到第四季度的全年最強勁增長勢頭，終於成功地將全年GDP全面轉正。既表示出九市政府的靈活應變能力，也可說明各地的經濟實力不容輕視。怪不得廣東省的整體經濟體量已超過不少中型國家水平，實可喜可賀。

消費力強利投資店舖

廣東省的五年經濟騰飛也大大改善居民收入。從九個城市2020年末全市居民人均可支配收入數目便可具體說明。整個廣東省是50,257元，年增長4.4%，實質金額大大優於全國的32,189元，年增長4.7%（全國高於廣東省，主因是基數高）。當中大灣區已有六座城市的居民可支配收入突破5萬元。這些城市均是居民消費能力較強的、消費品檔次較高的地帶，應是港澳企業拓展第三產業的理想地點。

有意投資店舖的投資者，這些城市的主要商業街道和主要城鎮的中心商業區全是投資商舖的理想地點。展望2021年，九座城市市政府紛紛定下6%至7%以上經濟增長目標，並且立下2035年經濟總量可觀增

長願景。綜觀她們的未來經濟增長途徑，都是朝向新型經濟產業內循環經濟路線進發。

新經濟引領增長可期

不少位置較偏遠、現在經濟較落後的城市如江門、肇慶市已於「十三五」期末大力投資基礎建設，大力拓展深圳、廣州產業「飛地轉移」配套廠房、公路、鐵路設施，期望爭取成為雙核城市的產業基地。隨着港澳地區逐漸融入大灣區，居民應注目九座城市，尋找創業機會、晉身當地職場上班、周末/假日旅遊/度假/消閒、定居心儀城市、安老於理想養老城鄉、進入大灣區著名學府進修。

尋找高崗崗位或建立高端產業，可考慮深圳、廣州、珠海；中端水平尋夢者請

去佛山、東莞走一回；尋找舒適生活體驗的，中山、惠州、江門或肇慶是理想地。無論你屬於哪個年齡層、哪樣收入水平人士、哪類不同的居住/工作/創業需要，相信你在大灣區都可找到落地生根的地方。

港澳應藉優勢融入灣區

未來廿年看全球、全國看廣東、廣東看大灣區，大灣區成為全球、全粵的焦點是肯定的。港澳是大灣區的主要成員，是佔盡「天時、地利、人和」的福地。

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。