環球債息急升撼動股市 3 月關注兩會及港股業績

5 Mar 2021

內地市場展望

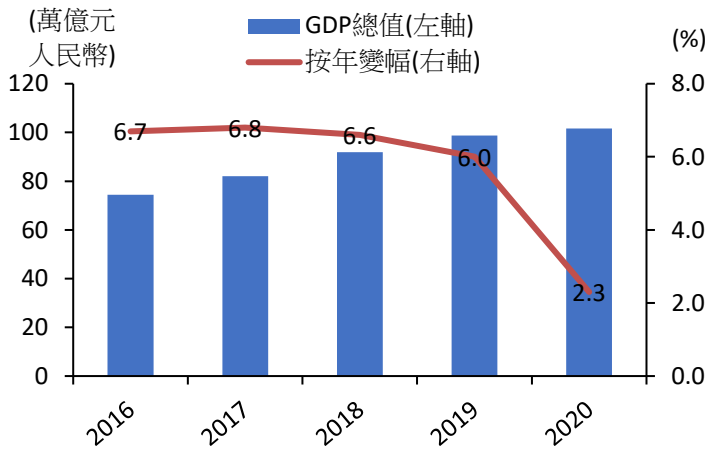
「六穩」「六保」成效顯現，2020 年宏觀調控主要目標已經實現並勝預期

- 受累新冠肺疫情爆發，對內地經濟活動造成嚴重衝擊，2020 年第一季國內生產總值(GDP)按年下跌 6.8%，按季下跌 10.0%，為有紀錄以來首次。隨著內地疫情逐漸受控，中央任務由防疫轉為穩定經濟，以更大的宏觀政策力度對沖新冠肺炎疫情影響，「堅持穩中求進工作總基調」，要做好「六穩」工作、落實「六保」任務，帶動經濟穩步復甦。

- 2020 年第四季 GDP 按年增長 6.5%，優於市場預期 0.4 個百分點，增速更是 2018 年第四季以來最高。總結全年，2020 年 GDP 達 101.6 萬億元人民幣，按年升 2.3%，勝市場預期 0.2 個百分點，且是全球主要經濟體中唯一實現正增長的國家。2020 年全年，內地固定資產投資按年增長 2.9%，較首 11 個月加快 0.3 個百分點。12 月規模以上工業增加值按年增長 7.3%，較 11 月加快 0.3 個百分點，全年累計增長 2.8%。不過，12 月社會消費品零售總額按年增長 4.6%，較 11 月放緩 0.4 個百分點，全年累計倒退 3.9%。

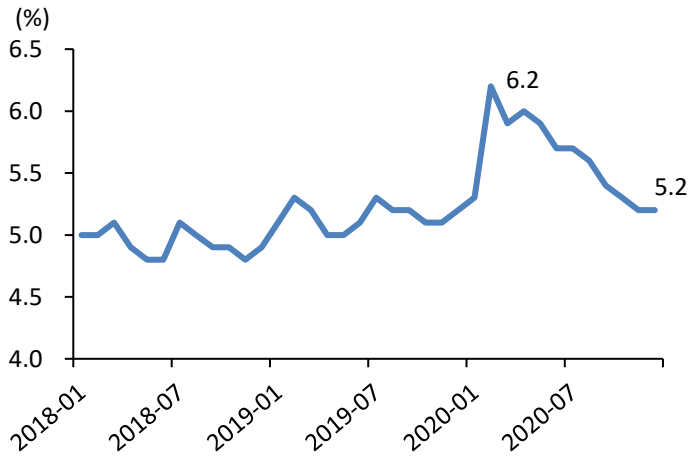
- 2020 年內地居民人均可支配收入 32,189 元人民幣，按年名義增長 4.7%，扣除價格因素後，實際增長 2.1%。至於居民人均消費支出為 21,210 元人民幣，按年名義下跌 1.6%，扣除價格因素後，實際跌 4.0%。2020 年城鎮新增就業 1,186 萬人，大幅高於 900 萬人的預期目標，完成全年目標的 131.8%。全國城鎮調查失業率於 2 月高見 6.2%後，逐漸回落至 12 月的 5.2%，2020 年年均城鎮調查失業率為 5.6%，低於約 6%的預期目標，反映「六穩」及「六保」任務落實成效日益顯現。國家統計局局長寧吉喆表示，《政府工作報告》提出宏觀調控的主要目標已經實現，且好過預期。

圖1) 內地 2020 年 GDP 突破 100 萬億元人民幣



資料來源：WIND、信達國際研究部

圖2) 內地城鎮調查失業率自 2020 年 4 月起顯著回落



資料來源：WIND、信達國際研究部

全國兩會召開，中央將今年經濟增長目標定於 6%以上

- 國務院總理李克強於 2 月主持召開國務院常務會議中指出，2021 年全國兩會開幕在即，要圍繞貫徹中共十九屆五中全會精神和中央經濟工作會議部署，把聽取代表委員意見建議、辦理建議提案作為政府工作重要內容，融入政府決策和政策措施落實中，確保全面建設社會主義現代化國家開好局、起好步；並要求圍繞貫徹落實黨中央、國務院決策部署，把辦理建議提案與推進各項業務工作緊密結合起來，對代表委員的意見建議要認真研究。

- 2021 年全國兩會於 3 月如期召開，十三屆全國人大四次會議於 3 月 5 日在北京召開，全國政協十三屆四次會議於 2021 年 3 月 4 日在北京召開。市場關注總理李克強在人大會議開幕式上，宣讀的最新一份《政府工作報告》，市場認為，目前內地在不急轉彎的政策框架下，引導市場預期，比設定年度的經濟發展目標更為重要。2020 年，受新冠疫情因素及內地正在淡化「GDP 增速」，加上全球疫情和經貿形勢不確定性很大，「兩會」因此延後至 5 月舉行，李克強亦未有為 2020 年的經濟增長定下指標。

- 於 2020 年第四季，市場傳出中央領導班子接近敲定未來 5 年年均 GDP 增長目標為 5%，而社科院工業經濟研究所亦建議，「十四五」期間經濟年均增速設在約 5%比較合適。2021 年以來，全球疫情持續反覆，經濟復甦進程仍存不確定性，同時 1 月下旬，市傳內地 2021 年或不設經濟增長目標，原因是政策制定者擔心將官方的雄心與明確的經濟增長目標掛鈎，可能鼓勵地方政府追求更高的經濟增長，導致債務上升，增加風險隱患。故此，有傳 2021 年可能延續 2020 年的做法，不設經濟增長目標。

- 隨著全國人大會議今日(3 月 5 日)開幕，總理李克強在《政府工作報告》中表示，提到今年宏觀政策繼續為市場主體紓困，保持必要支持度，並再重申政策「不急轉彎」。中央將今年 GDP 增長目標 6%以上，更體現了高質量發展的導向，同時預期今年 CPI 按年升幅約 3.0%，回復至 2018 及 2019 年水平；就業方面，中央預計今年城鎮新增就業 1,100 萬人以上，較 2020 年上調 200 萬人，城鎮調查失業率約 5.5%，較 2020 年約 6%的目標下調 0.5 個百分點，內地現時疫情基本受控，有利製造業及服務業活動持續復甦，並帶動就內地就業情況改善。

- 1 月起地方兩會陸續召開，截至 2 月 20 日，31 個省分已經公布 2021 年的經濟增長目標。大部分省分將 2021 年 GDP 增長目標定於 6%以上，包括北京、上海、廣東等一線城市，湖北及海南相對進取，提出力爭 2021 年 GDP 目標增長 10%以上。由於湖北省於 2020 年經濟嚴重受創，2021 年須致力回歸正常，考慮到 2020 年低基數效應及潛在增長率，故將 2021 年目標設定在 10%以上，較 2020 年的目標 7.5%提高 2.5 個百分點。至於遭受疫情重擊觀光旅遊業的海南省，獲國策扶持，2020 年 7 月起實施海南離島旅客免稅購物政策，加上在「內循環」格局下，故亦將 2021 年目標定於 10%以上，較 2020 年的目標 6.5%大幅提高 3.5 個百分點。

- 2021 年為「十四五」規劃開局之年，國務院編製《國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和 2035 年遠景目標綱要(草案)》，實化量化「十四五」時期經濟社會發展主要目標和重大任務。「十四五」提出多項目標，包括着力提升發展質量效益，保持經濟持續健康發展，全員勞動生產率增長高於 GDP 增長；堅持創新驅動發展，加快發展現代產業體系，打好關鍵核心技術攻堅戰，制定實施基礎研究十年行動方案，全社會研發經費投入年均增長 7%以上，加快數字化發展，建設數字中國；形成強大國內市場，全面促進消費，並且依託國內經濟循環體系形成對全球要素資源的強大引力場，促進國內國際雙循環；持續改善環境品質，基本消除重污染天氣和城市黑臭水體；深入推進以人為核心的新型城鎮化戰略，加快農業轉移人口市民化，常住人口城鎮化率提高到 65%，發展壯大城市群和都市圈，實施城市更新行動，完善住房市場體系和住房保障體系，提升城鎮化發展品質。

31 省分於 2020 年及 2021 年 GDP 增長目標			
次序	省分	2021 年	2020 年
1	湖北	10%以上	7.5%左右
2	海南	10%以上	6.5%左右
3	西藏	9%以上	9%左右
4	雲南	8%以上	高於全國平均水平
5	江西	8%左右	8%左右
6	貴州	8%左右	8%左右
7	安徽	8%	7.5%
8	山西	8%	6.1%左右
9	廣西	7.5%以上	6%-6.5%
10	福建	7.5%左右	7%-7.5%
11	湖南	7%以上	7.5%左右
12	河南	7%以上	7%
13	寧夏	7%以上	6.5%左右
14	四川	7%以上	比全國高 2 個百分點左右
15	浙江	6.5%以上	6%-6.5%
16	陝西	6.5%左右	6.5%左右
17	新疆	6.5%左右	5.5%左右
18	甘肅	6.5%	6%
19	天津	6.5%	5%左右
20	河北	6.5%	6.5%左右
21	吉林	6%-7%	5%-6%
22	山東	6%以上	6%以上
23	廣東	6%以上	6%左右
24	江蘇	6%以上	6%左右
25	上海	6%以上	6%左右
26	北京	6%以上	6%左右
27	遼寧	6%以上	6%左右
28	重慶	6%以上	6%
29	青海	6%以上	6%-6.5%
30	內蒙古	6%左右	6%左右
31	黑龍江	6%左右	5%左右

資料來源：各省份政府工作報告、信達國際研究部 (截至 2 月 20 日)

宏觀政策「不急轉彎」，赤字率料回落至約 3.2%

- 自 2020 年內地經濟回穩後，市場普遍對內地 2021 年的增速抱樂觀態度，加上低基數效應，以及環球經濟增長預期改善，預期 GDP 按年大幅反彈。根據 WIND 綜合預測，預期 2021 全年 GDP 按年升幅介乎 9.0%-9.5%，平均值為 9.1%；至於 2022 年預期增長介乎 5.7%-6.0%。國際貨幣基金組織(IMF)在 1 月發布的《世界經濟展望報告》中預計，2021 年全球經濟將增長 5.5%，內地經濟將增長 8.1%。

- 中國央行貨幣政策委員會委員的劉世錦表示，內地經濟恢復符合預期，預期 2021 年宏觀經濟將呈現前高後低態勢，下半年要防止過快回落帶來的負面衝擊；正常情況下，2021 年可以爭取 8%至 9%的增長率。參考 WIND 綜合預測，第一季的按年增速有望達到 19.6%，其後逐季降低，第二、三及四季分別增長 8.6%、6.8%及 5.6%。

- 總理李克強於 2020 年發表的工作報告指，積極的財政政策要更加積極有為，2020 年赤字率擬按 3.6%以上安排，財政赤字規模按年增加 1 萬億元人民幣，並發行 1 萬億元的抗疫特別國債。他強調，這是特殊時期的特殊措施，同時指出穩健的貨幣政策要更加靈活適度，綜合運用降準減息、再貸款等手段，引導廣義貨幣供應量(M2)及社會融資規模增速明顯高於 2019 年，保持人民幣匯率在合理均衡水平上基本穩定。隨著內地經穩步復甦， 2021 年的財政政策及貨幣政策將不及 2020 年般積極及寬鬆。

- 2021 年政府工作報告中提到，今年要保持宏觀政策連續性、穩定性、可持續性，促進經濟運行在合理區間。在區間調控基礎上加強定向調控、相機調控、精準調控。宏觀政策要繼續為市場主體紓困，保持必要支持力度，不急轉彎，根據形勢變化適時調整完善，進一步鞏固經濟基本盤。考慮到疫情得到有效控制和經濟逐步恢復，積極的財政政策要提質增效、更可持續。赤字率方面，以往政府致力將赤字率佔 GDP 比重控制在 3.0%以內，但 2020 年受累疫情衝擊，故政府須大幅提高赤字率至 3.6%以上，財政赤字規模增加至 3.76 萬億元人民幣。2021 年擬按約 3.2%安排，較以往正常情況下為高，但低於 2020 年。財政部在提交全國人大審議的中央和地方預算草案報告中稱，2021 年全國財政預算赤字規模為 3.57 萬億元人民幣，按年減少 1,900 億元人民幣，對應 2021 年 GDP 預期增長 9.0%，與市場預期相若。

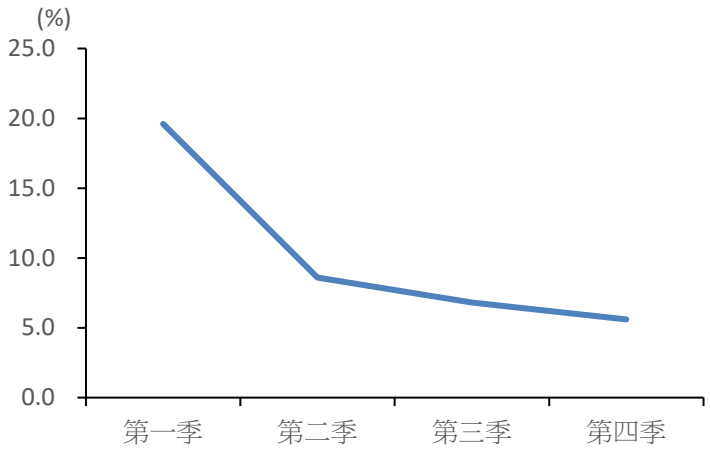
- 隨著內地疫情大致受控，今年內地不再發行抗疫特別國債，但在宏觀政策不急轉彎的前提下，2021 年專項債額度保持穩定，地方政府專項債券規模由 2020 年的 3.75 萬億元人民幣，下降至約 3.65 萬億元人民幣，優先支援在建工程，合理擴大使用範圍；中央預算內投資安排 6,100 億元人民幣。因應政收入恢復性增長，財政支出總規模比 2020 年增加，重點仍是加大對保就業保民生保市場主體的支持力度。中央本級支出繼續安排負增長，進一步大幅壓減非急需非剛性支出，對地方一般性轉移支付增長 7.8%、增幅明顯高於 2020 年。建立常態化財政資金直達機制並擴大範圍，將 2.8 萬億元人民幣中央財政資金納入直達機制、規模明顯大於 2020 年。

- 另外，內地將繼續優化和落實減稅政策，將小規模納稅人增值稅起徵點從月銷售額 10 萬元提高到 15 萬元人民幣。對小微企業和個體工商戶年應納稅所得額不到 100 萬元人民幣的部分，在現行優惠政策基礎上，再減半徵收所得稅。由此可見，中央著力提高財政政策有效性，要求資金投向更加精準，惠企利民政策的有效性明顯提高。

工作報告重申貨幣政策要靈活精準合理適度，意味總量寬鬆政策短期不會重臨

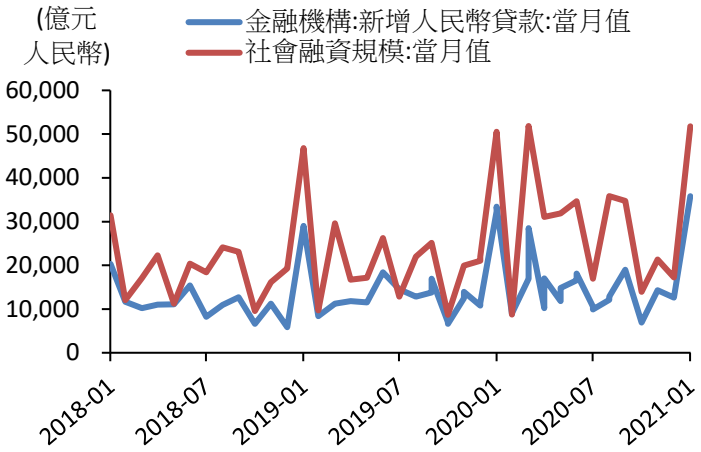
- 貨幣政策方面，隨著疫情影響逐步消退及貨幣政策常態化，政策刺激作用或難以長時間持續，但另一邊廂，在疫情干擾尚未完全消散、國際環境日趨複雜的背景下，貨幣政策不宜過快收緊，還要考慮到就業、國際收支等方面因素，穩妥推進由寬鬆到穩定的貨幣政策轉變。
- 總理李克強發表的工作報告再次提到，穩健的貨幣政策要靈活精準、合理適度，貨幣供應量和社會融資規模增速與名義經濟增速基本匹配，保持流動性合理充裕，宏觀槓桿率基本穩定，保持人民幣匯率在合理均衡水平上基本穩定。2021 年其中一項重點工作，是進一步解決小微企業融資難題，延續普惠小微企業貸款延期還本付息政策；延長小微企業融資擔保降費獎補政策；大型商業銀行普惠小微企業貸款增長 30%以上；適當降低小微企業支付手續費。要優化存款利率監管，推動實際貸款利率進一步降低，繼續引導金融系統向實體經濟讓利。今年必須做到小微企業融資更便利、綜合融資成本穩中有降。
- 雖然 2021 年 1 月新增人民幣貸款 3.58 萬億元人民幣，按年多增 2,252 億元人民幣，創單月歷史新高，社會融資規模增量 5.17 萬億元人民幣，按年多增 1,207 億元人民幣，但要留意的是，2020 年受累疫情影響，期內發行大量專項債，並拉動全年的信貸投放明顯加快。隨著 2021 年 GDP 增長料大幅反彈，貨幣政策將回歸常態化，預期政府將更加注重防範金融風險、控制宏觀槓桿率，相信銀行貸款增長將放緩，政府債券發行量亦將下降，全年信貸社融增速將有所下滑，年內信貸和經濟增長料呈前高後低走勢。
- 人民銀行行長易綱表示，中國將於 2021 年將其貨幣政策的穩定放在首位，保持好正常貨幣政策空間的可持續性，在總量方面，將綜合運用各種貨幣政策工具，將流動性維持在合理的水平，並確保廣義貨幣(M2)和社會融資規模的增長基本與名義經濟增長相匹配。在結構方面，要發揮好貨幣政策工具精準滴灌作用，加大對科技創新、小微企業、綠色發展等重點任務的金融支持。對於 2021 年，人行將重點做好四方面工作，包括繼續實施普惠小微企業貸款延期支援工具和普惠小微企業信用貸款支援計畫，兩個工具支援力度保持不變；持續開展商業銀行中小微企業金融服務能力提升工程，支援商業銀行擴大「三農」、小微企業、製造業貸款投放；繼續發揮民營企業債券融資支援工具引領作用；健全農村金融服務體系。
- 內地 2 月貸款市場報價利率(LPR)維持不變，符合市場預期，亦是連續 10 個月持平。1 年期 LPR 為 3.85%，5 年期以上 LPR 為 4.65%。LPR 保持穩定，反映人行對利率維穩的意向。我們相信，在內地經濟持續復甦之際，人行於年內將限制刺激措施，減息降準等總量寬鬆政策短期不會重臨；貨幣政策要求靈活適度、精準導向，主要加強對中小企的金融支持，緩解中小企業融資難、融資貴的問題，預料定向降準的機會較大。本周三(3 月 3 日)《中國證券報》刊登文章引述分析人士稱，預計 3 月資金面將繼續以穩為主，定向降準可能適時落地，但預計釋放的資金相對有限。

圖3) 2021 年 GDP 季度預測按年增速呈先高後低



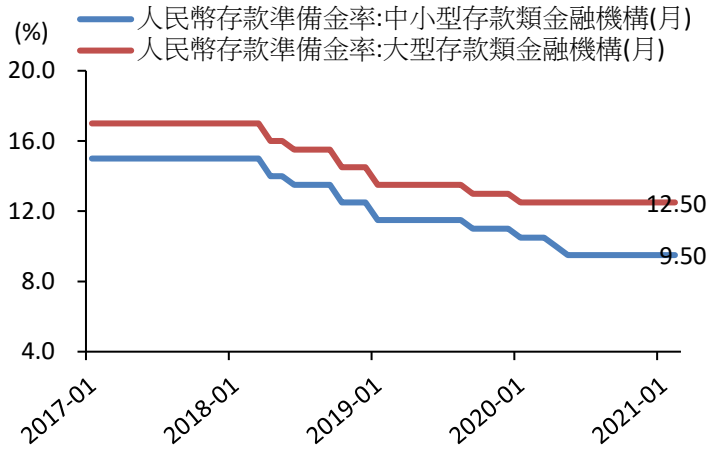
資料來源：WIND、信達國際研究部

圖4) 1 月新增貸款及社融規模急增



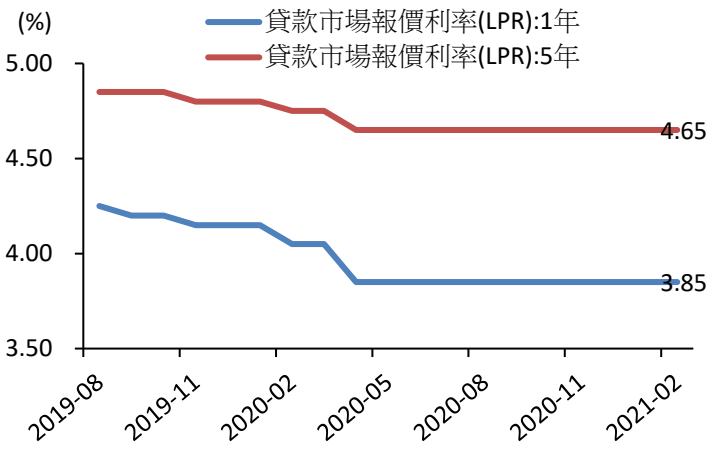
資料來源：WIND、信達國際研究部

圖5) 2020 年上半年三度下調 RRR



資料來源：WIND、信達國際研究部

圖6) LPR 連續 10 個月持平



資料來源：WIND、信達國際研究部

2018-2020 年政府工作報告主要指標比較					
指標			2020 年目標	2019 年目標	2018 年目標
經濟發展主要預期目標	經濟	實際 GDP 增速	不設 GDP 增長具體目標	6%-6.5%	6.5%左右
		CPI	3.5%左右	3%左右	3%左右
		進出口	進出口促穩提質	進出口穩中提質	進出口穩中向好
		宏觀槓桿率	-	基本穩定	保持基本穩定
		居民收入	居民收入增長與經濟增長基本同步	居民收入增長與經濟增長基本同步	居民收入增長與經濟增長基本同步，穩步提高民居收入水平
	就業	就業政策方向	2020 年要優先穩就業保民生，就業政策要全面強化	就業優先政策要全面發力	著力促進就業創業
		新增城鎮就業人口	900 萬以上	1,100 萬以上	1,100 萬以上
		城鎮登記失業率	5.5%左右	4.5%以內	4.50%
		城鎮調查失業率	6%左右	5.5%左右	5.50%
	環保	單位國內生產總值能耗	繼續下降，努力完成「十三五」目標	下降 3%左右	下降 3%以上
貨幣政策		貨幣政策表述	穩健的貨幣政策要更加靈活適度	穩健的貨幣政策要鬆緊適度，把好貨幣供給總閘門，不搞「大水漫灌」	穩健的貨幣政策要保持中性，要鬆緊適度，管好貨幣供給總閘門
		M2	增速明顯高於 2019 年	增速要與國內生產總值名義增速相匹配	保持合理增長
		社融	增速明顯高於 2019 年	增速要與國內生產總值名義增速相匹配	保持合理增長
		貨幣政策工具與路徑	綜合運用降準降息、再貸款等手段，創新直達實體經濟的貨幣政策工具，推動利率持續下行	靈活運用多種貨幣政策工具，疏通貨幣政策傳導渠道。深化利率市場化改革，降低實際利率水平，堅持結構性去槓桿	抓高直接融資特別是股權融資比重。疏通貨幣政策傳導渠道，用好差別化信貸等政策，穩步推進結構性去槓桿
減稅降費		增值稅	繼續執行下調增值稅稅率制度	將製造業等行業現行 16%增值稅稅率降至 13%；將交通運輸業、建築業等行業現行 10%的稅率降至 9%，保持 6%一檔的稅率不變，繼續推進稅率三檔並兩檔、稅制簡化	改革完善增值稅，按照三檔並兩檔方向調整稅率水平；提高小規模納稅人年銷售額標準
		減稅	2.5 萬億元人民幣	2 萬億元人民幣	8,000 多億元人民幣
		降費	2.5 萬億元人民幣	2 萬億元人民幣	3,000 多億元人民幣

資料來源：政府工作報告、信達國際研究部

擴內需、促消費的政策出台，2021 年消費將是三頭馬車中的頭馬

- 2021 年作為「十四五」開局之年，我們認為內地的經濟增長方式將逐步轉變，於外部政治、經貿環境仍存多重不確定性下，擴大內需、驅動創新、產業升級將是「十四五」規劃的主基調。2021 年作為未來 5 年規劃的開首之年，預期相關行業發展方向及其綱要，將於「兩會」期間及閉幕後陸續出台。考慮到疫情得到有效控制，目前消費修復空間仍然較大，我們認為各項擴大內需、促進消費的政策出台，並且取得階段性成效，料後期消費品市場有望延續回升態勢，消費拉動經濟增長的作用於 2021 年將進一步加強。

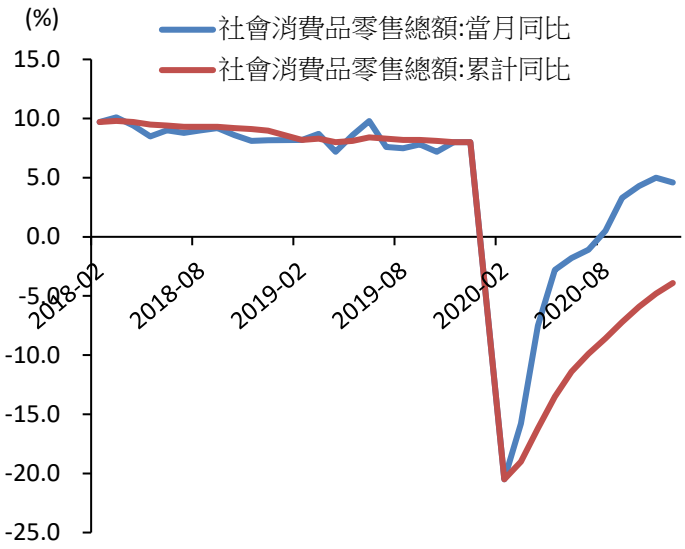
- 內地經濟三頭馬車中，零售業的復甦較工業、固定資產投資為慢。2020 年 12 月份社會消費品零售總額按年上升 4.6%，較 11 月份放緩 0.4 個百分點，累計全年，社會消費品零售總額較 2019 年同期為低，按年跌幅為 3.9%。按消費類型看，累計全年，商品零售按年下降 2.3%；餐飲收入下降 16.6%，是消費分項當中最弱的項目。期內，全國網上零售額按年增長 10.9%，增速比首 11 個月回落 0.6 個百分點。其中，實物商品網上零售額增長 14.8%，佔社會消費品零售總額的比重按年提升 4.2 個百分點至 24.9%，反映受疫情影響加快消費線上化推進。不過，由於海外疫情仍然嚴峻，加上內地防疫意識仍然高企，餐飲、旅遊、實體零售等尚未恢復至疫情前水平。

- 於 2020 年 11 月召開的國務院常務會議提出，實現擴大內需戰略，進一步促進消費，部署提振大宗消費重點消費和促進釋放農村消費潛力，確定適應消費升級支持「互聯網+旅遊」的措施，針對五大領域包括汽車消費、家電家具家裝消費、餐飲消費、農村消費及旅遊消費。我們預期，隨著內地推出一系列刺激消費措施，包括家電、汽車下鄉計劃，加上，海外疫情受疫苗幫助下得到好轉，引導外部優質消費回流及國內消費升級，提高消費品質和創造新需求，促進國內國際雙循環，預期 2021 年消費將是三頭馬車中的頭馬。綜合市場預測，內地 2021 年社會消費品零售總額增速料加快至 13.9%，增速分別較工業及固定資產投資高 2.4 及 3.8 個百分點。

- 三頭馬車中，以工業回復速度最快，規模以上工業增加值於 2020 年 4 月率先回復按年增長，累計增速於 8 月首次轉正，至 12 月累計增長 2.8%，數據反映工業生產持續向好。於 12 月份，三大門類包括採礦業、製造業及電力、熱力、燃氣及水生產和供應業均錄得按年增長，增幅介乎 4.9%-7.7%，其中高技術製造業增長 13.1%，反映工業增加值改善的主要動力來自高技術製造業。分行業看，41 個大類行業中有 35 個行業增加值保持按年增長，可見大多數產品和行業持續回升。但要留意的是，目前國內外經濟環境仍然複雜嚴峻，在鞏固拓展疫情防控和經濟社會發展成果下，工業生產可能再次面臨壓力，故中央經濟工作會議強調，下一階段要扎實做好「六穩」工作，保持宏觀經濟政策連續性，積極構建以國內大循環為主體。按 WIND 最新綜合預測，預期 2021 年工業增加值按年升幅介乎 8.6%-18.0%，平均值為 11.5%，增速較 2020 年提高 8.7 個百分點。

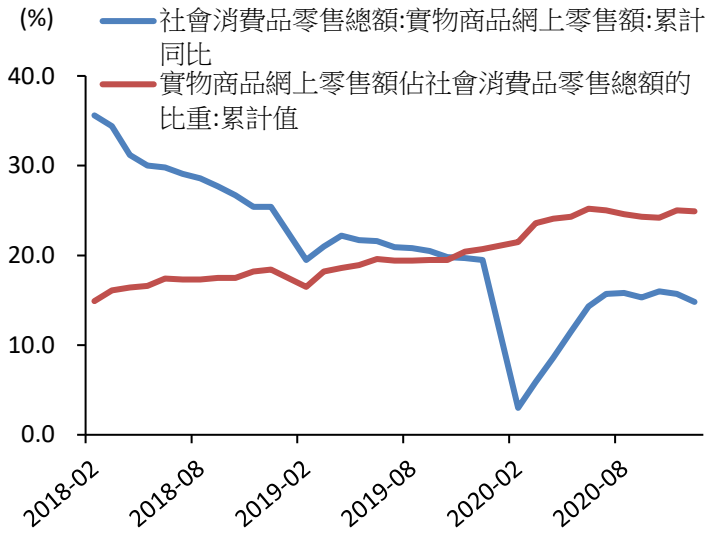
- 隨著穩投資各項政策措施持續顯效發力，重大項目建設加快恢復，中央預算內投資、專項債券、抗疫特別國債等資金於 2020 年第三季起陸續下達，項目開工和資金到位情況持續好轉，帶動固定資產投資累計增速於 9 月首次轉正，至 12 月累計增速加快至 2.9%，創年內最高。數據顯示，投資先行指標持續向好，累計全年，投資到位資金按年增長 7.8%，特別是國家預算資金增速高達 32.8%。新開工項目計劃總投資增長 11.9%，持續處於快速增長區間。投資到位資金與新開工專案保持較快增長，將對後續投資增速的進一步回升起到支撐作用。綜合市場預測，2021 年固定資產投資按年增長 10.1%，增速較 2020 年提高 7.2 個百分點。

圖7) 2020 年社會消費品零售總額按年跌 3.9%



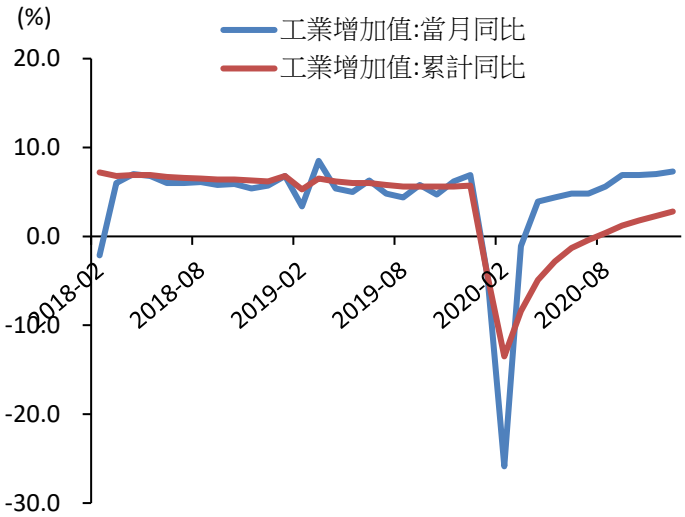
資料來源：WIND、信達國際研究部

圖8) 受疫情影響加快消費線上化推進



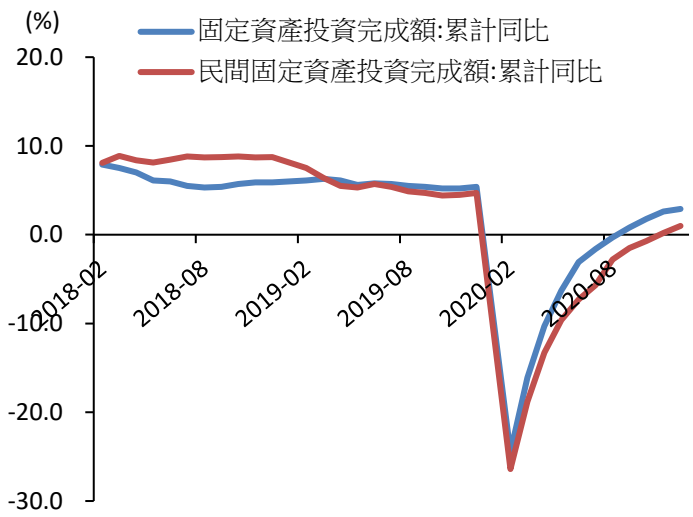
資料來源：WIND、信達國際研究部

圖9) 2020 年 4 月起工業生產持續向好



資料來源：WIND、信達國際研究部

圖10) 2020 年固定資產投資累計增長 2.9%

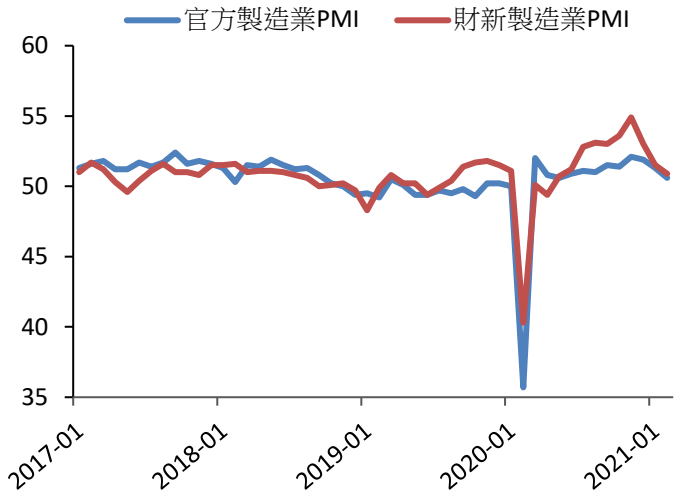


資料來源：WIND、信達國際研究部

2 月整體 PMI 回落，惟製造業及服務業企業對經營前景審慎樂觀

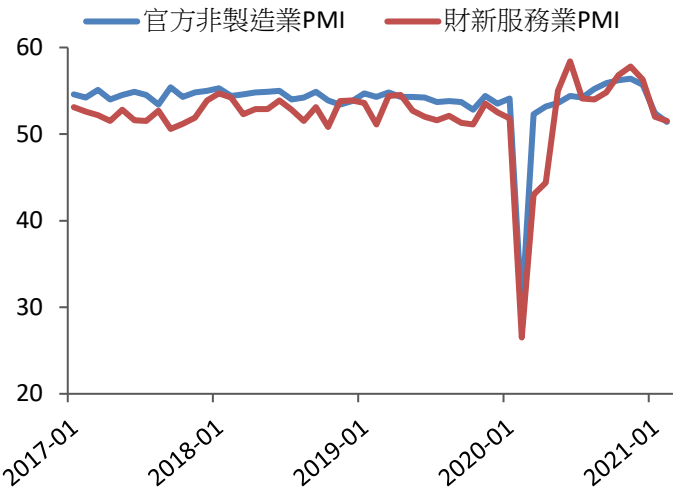
- 內地 2 月份官方及財新製造業 PMI 續雙雙按月回落，兼略遜市場預期，主要受春節季節性因素影響，然而原材料指數連跌兩個月，帶動出廠價指數按月回升，反映製造業盈利略有改善。總體製造業生產活動基本維持穩定，生產及營商活動預期指數連續兩個月後再度回升，反映在內地疫情受控下，製造業企業對前景樂觀情緒略為改善。同時官方小型企業及財新製造業 PMI 持續雙雙回落，後續須留意近日歐美疫情發展，以及人民幣走強對外需減弱的風險仍存。
- 另外，內地 2 月官方非製造業 PMI 跌至 2020 年 2 月以來低位，但業務活動預期指數及從業人員指數分別按月回升 8.9 及 0.6 個百分點，財新服務業 PMI 延續此前兩月的下降趨勢，創近 10 個月低，但服務業企業對經濟復甦總體持樂觀態度，經營預期指數較 1 月有所上升。相信受疫情防控到位，對建築及消費餐飲等服務業領域業務後續回暖預期升溫，但後續仍須抓好「六穩」、「六保」工作。

圖11) 內地 2 月官方及財新製造業 PMI 雙雙回落



資料來源：WIND、信達國際研究部

圖12) 內地 2 月服務業 PMI 持續回落

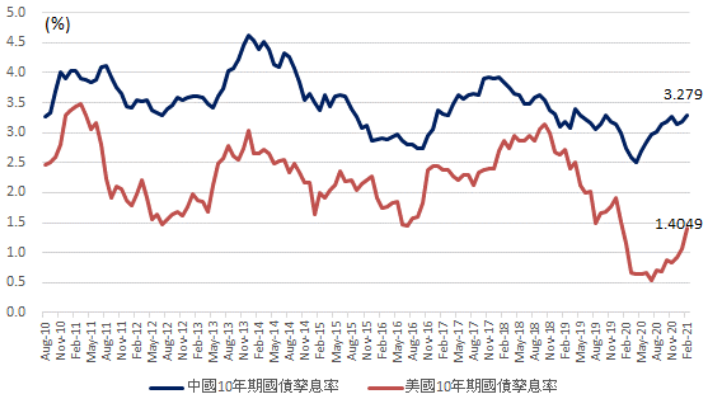


資料來源：WIND、信達國際研究部

貨幣政策逐漸步入中性，人民幣匯率總體有望維持偏強

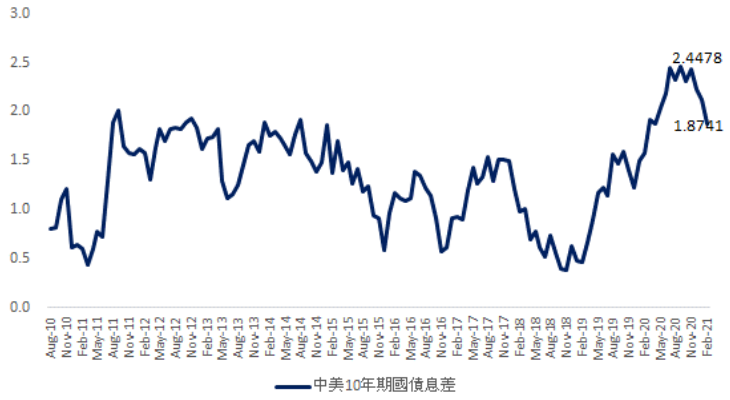
- 匯率及債市方面，美國聯儲局繼續保持寬鬆貨幣政策，加上市場憧憬美國將通過總統拜登(Joe Biden)提出的 1.9 萬美元新紓困方案，甚至憧憬有更多經濟刺激措施出台，同時，各國央行和政府為了重建經濟並援助受疫情衝擊的企業和個人，料將維持超寬鬆貨幣政策和加推財政刺激措施。另一邊廂，內地經濟活動進一步恢復，人民銀行強調要實施穩健的貨幣政策，要求靈活適度、精準導向，政策不會全面寬鬆，我們預期後續貨幣政策逐漸步入中性，人行年續透過中期借貸便利(MLF)等貨幣政策工具逐步引導市場利率下行，全面降準、甚至下調基準貸存利率機會不大。近日美國 10 年期國債孳息率急速攀升，並曾升穿 1.6%，導致中美兩地息差由 2020 年底約 223 點子，收窄至 2 月底約 187 點子，但與過去 10 年平均值 135 點子，仍有相當的緩衝空間，因此我們預期對內地債市及人民幣匯價帶來的衝激有限。

圖13) 中國 10 年期國債孳息率近日於 3.3%徘徊



資料來源：WIND、信達國際研究部

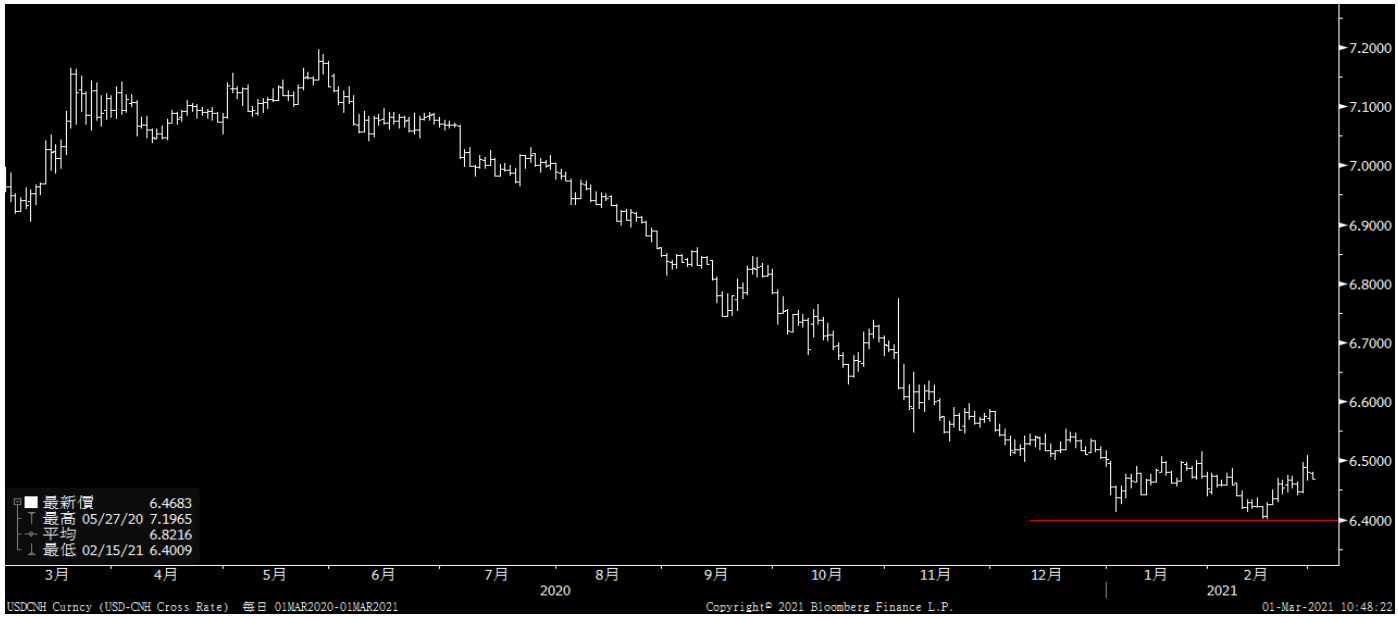
圖14) 中美 10 年期國債息差收窄



資料來源：WIND、信達國際研究部

- 人行行長易綱表示，人行將繼續堅持市場在人民幣匯率形成中發揮決定性作用，優化金融資源配置。堅持有管理的浮動匯率制度，注重預期引導，實現人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定。2021 年繼續深化利率匯率市場化改革，鞏固貸款實際利率下降成果，增強人民幣匯率彈性。中國是目前環球實行正常貨幣政策的主要經濟體之一，我們認為，在環球寬鬆貨幣導致貨幣貶值的基本預期下，人民幣相對升值空間仍然存在，2021 年人民幣匯率總體有望維持偏強。不過，礙於人民幣升值過快將打擊內地出口，若後續匯率大幅升值並增加出口企業壓力，人行可能使用調控手段，如宏觀審慎逆周期調節、預期引導、甚至使行貨幣政策工具緩解升值壓力。年初以來，人民幣匯率持續偏強，首兩個月在岸人民幣(CNY)及離岸人民幣(CNH)累計分別升 0.8%及 0.3%。短期而言，我們預料人民幣進一步升值的空間有限，CNY 及 CNH 料受制 6.40 水平。

圖15) 離岸人民幣(CNH)料受制 6.40 關口



資料來源：彭博通訊社、信達國際研究部 (截至 3 月 1 日)

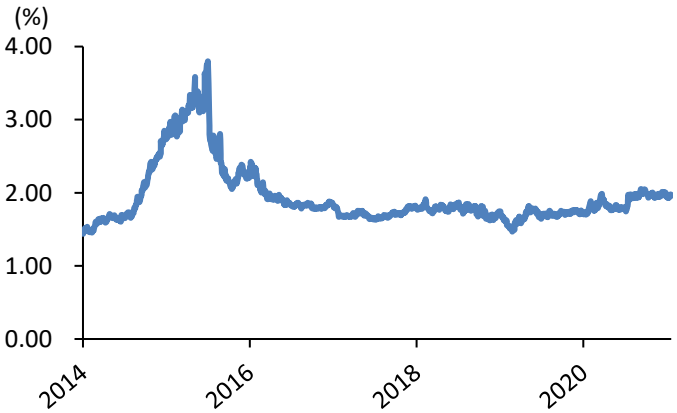
- 我們認為，拜登上任有利中美關係緩和，同時內地經濟持續復甦，人民幣匯率維持偏強，人民幣資產料成為環球投資產的避風港，外資將持續流入內地市場，預期 2021 年北上資金流入 A 股有望達到 2,000 億至 2,800 億元人民幣，有利 A 股後市表現。中長期來看，隨著投資更加便利化，海外機構投資人將不斷加大配置人民幣相關資產。外資配置 A 股渠道之一的 QFII 及 RQFII 迎來新發展，目前滬深市場 QFII、RQFII 登記結算制度改革相關業務正式上線，國泰君安、中信證券、華泰證券、中金公司等券商，已為 QFII 客戶開立 A 股市場首批信用帳戶，並完成 QFII 客戶在 A 股主機板、科創板和創業板的首次融資融券交易。我們相信，在開放融資融券業務，完善外資做多做空機制後，內地市場將進一步與國際市場接軌，加強海外機構進入市場的吸引力，從而帶來大量「活水」資金，加速外資配置 A 股資產進程。

- 國際指數公司富時羅素於 2 月 19 日公布季度調整結果，決定旗艦指數富時全球股票指數系列共納入 129 隻 A 股股票，其中 11 隻來自科創板。這次科創板股票單次以 25%的納入因子納入，將於 3 月 19 日收市後生效，預計為科創板帶來 1 億美元的增量資金。富時羅素將於 3 月召開會議，探討下一次納入情況。雖然富時羅素已向市場參與機構傳達了中國在推進金融市場開放方面的舉措，但進一步提升 A 股納入安排仍有部分問題有待解決，包括「滬港通」、「深港通」的股票範圍有待進一步放開，外資 A 股持股 30%的上限也有待放寬。

流動性邊際收緊預期打壓全球股市風險偏好，A 股短期料需要進行調整

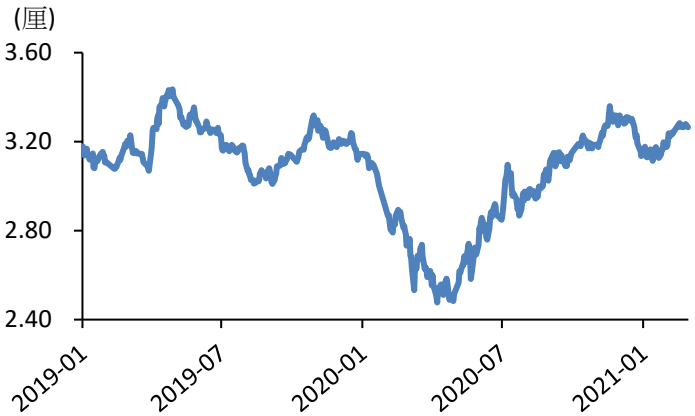
- 目前滬深兩市兩融餘額攀升至約 1.67 萬億元人民幣，其中融資餘額為 1.53 萬億元人民幣，為 2015 年 7 月以來最高，但融資餘額佔 A 股市值僅 2.0%，遠低於 2015 年升浪期間的約 4%，可見 A 股本輪升浪較 2015 年的更為健康。然而，貨幣市場流動性續受市場關注，1 月下旬，市場對流動性有相對充裕的預期，但人行罕見地在春節前回收資金，刺激上海銀行間同業拆放利率(SHIBOR)急升，其中隔夜及 7 天 SHIBOR 一度創近 6 年高位，中國 10 年期國債孳息率至今回升至 3.2 厘以上，反映市場流動性有所收緊，並拖累 A 股自高位回落。
- 春節長假期後，A 股持續調整，上證指數及創業板指數較春節後高位，分別回落 5.9%及 14.6%，主要受市場憂慮人行貨幣政策邊際收緊，導致市場整體和成長股的估值承壓。在春節後，人行在逆回購操作上淨回籠 3,500 億元人民幣。同時，隨着疫苗接種的推進，全球經濟復甦預期更為明朗。在通脹上升的預期下，美國國債孳息率近日快速上行，流動性邊際收緊預期打壓全球股市風險偏好，A 股近日回調時成交維持約 1 萬億元人民幣，較春節前 10 個交易日平均約 9,000 億元人民幣略增，預期 A 股短期續需要進行調整。
- 上證指數進行改革後，有望納入更多高增長科創板股份，優化指數構成，有助提升指數每股盈利增速及估值。另外，中國證監會於 2 月表示，批覆同意深交所合併主板與中小板，料有利優化深交所板塊結構，形成主板與創業板各有側重、互相補充發展格局，同時能夠更好滿足實體企業融資需求，協助科技創新和經濟發展。按彭博數據顯示，市場預期上證指數及滬深 300 指數未來 12 個月每股盈利分別按年回升超過 42%及 37%。
- 技術走勢上，上證指數於 2020 年 7 月起，續於 3,202 點至 3,459 點橫行，踏入 2021 年，即於成交配合下突破並站穩於橫行區頂部上，其後於 2 月進一步試穿 2015 年 11 月高位 3,678 點，高見 3,732 點後回落，預期上證指數月內或要下試早前的橫行區頂部支持(約 3,460 點)，倘若失守，上證指數於 2020 年 12 月下旬低位約 3,350 點應有不俗支持。

圖16) 滬深兩市融資餘額佔 A 股市值遠低於 2015 年升浪



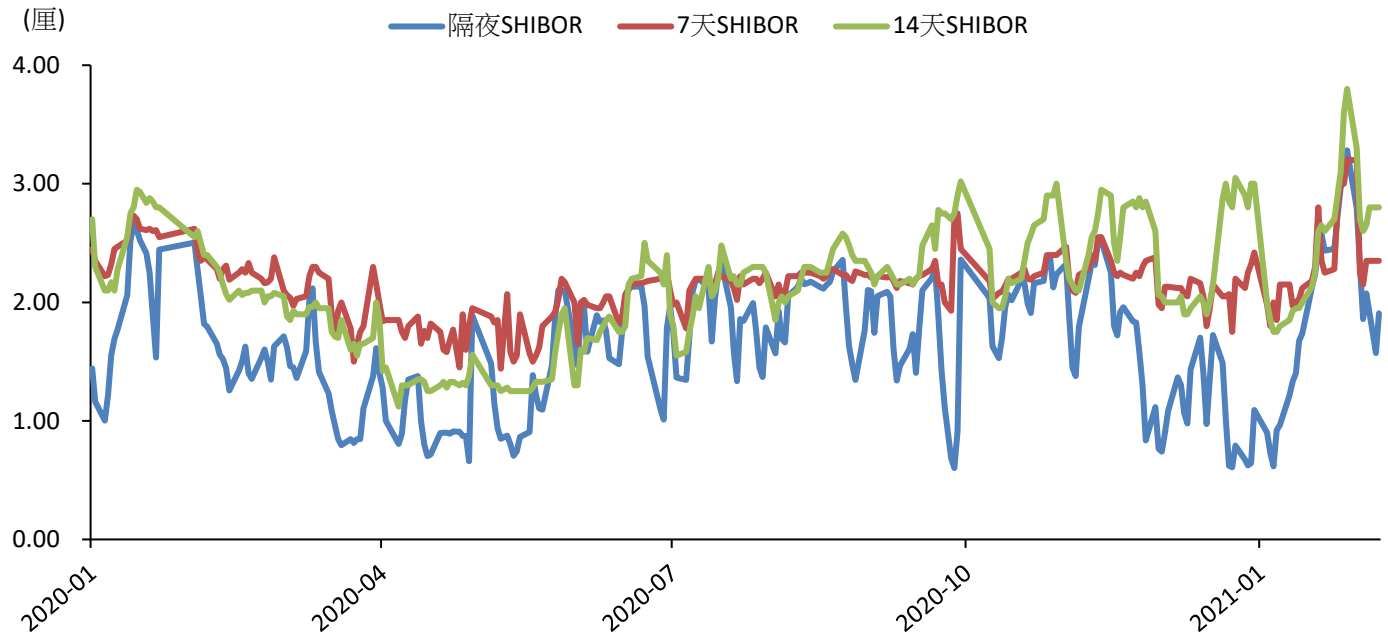
資料來源：WIND、信達國際研究部 (截至 3 月 1 日)

圖17) 中國 10 年期國債孳息率回升至 3.2 厘以上



資料來源：WIND、信達國際研究部 (截至 3 月 1 日)

圖18) 人行在春節前回收資金刺激 SHIBOR 一度急升



資料來源：WIND、信達國際研究部 (截至 3 月 1 日)

圖19) 上證指數短期或要下試橫行區頂部支持



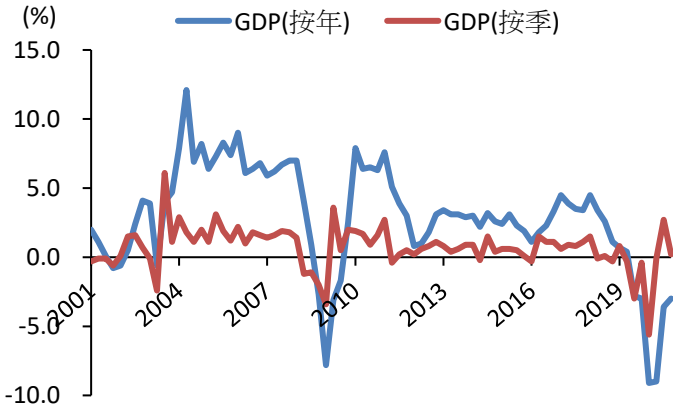
資料來源：彭博通訊社、信達國際研究部 (截至 3 月 1 日)

香港市場展望

勞工市場進一步惡化，預期下半年復甦動力增強失業率才得以改善

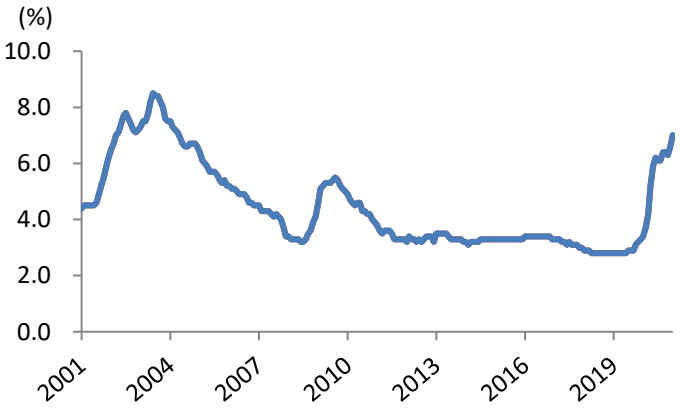
- 受新冠肺炎疫情打擊，2020 年香港本地實質生產總值(GDP)按年下滑 6.1%，屬有紀錄以來最大年度跌幅，也是首次連續兩年收縮。第四季按年實質下跌 3.0%，跌幅較第三季收窄 0.6 個百分點。經季節性調整後按季比較，第四季 GDP 輕微增長 0.2%，升幅較第三季放緩 2.5 個百分點。2020 年全年計，雖然貨品出口總額及進口分別按年下跌 0.3%及 2.1%，但受惠內地疫情受控，經濟強勁反彈，加上其他主要經濟體也在下半年逐步復甦，許多主要市場(尤其是內地)的進口需求進一步恢復，帶動香港整體貨物出口在下半年重拾增長。第四季貨品出口總額按年增長 5.5%，較第三季的升幅 3.9%擴大，貨品進口增長 6.9%，亦較第三季的升幅 1.9%擴大。
- 另一邊廂，全球各地實施旅遊限制，本地旅遊業於 2020 年大部分時間處於冰封狀態，旅遊服務輸出全年大減 90.5%，期內，金融服務輸出呈溫和增長。累計全年，整體服務輸出下跌 36.8%，是有紀錄以來最差。內部需求方面，亦因為疫情的威脅持續，以及勞工市場情況嚴峻，持續壓抑消費氣氛，拖累第四季私人消費開支按年實質下跌 7.2%。全年計，私人消費開支按年實質下跌 10.1%，投資開支則減少 11.5%。
- 展望 2021 年，政府表示上半年香港經濟仍會面對較大挑戰，但隨著環球經濟反彈，香港經濟復甦動力於下半年可望顯著增強，預測全年 GDP 將恢復正增長，增速介乎 3.5%至 5.5%。通脹方面，政府預期 2021 年整體經濟活動仍將低於衰退前的水平，相信不會對本地成本構成明顯壓力，估計整體通脹率與基本通脹率分別為 1.6%和 1.0%。
- 勞工市場進一步惡化，在第四波疫情衝擊下，2020 年 11 月至 2021 年 1 月經季節性調整的失業率由 6.6%急升至 7.0%，是近 17 年來高位，就業不足率亦由 3.4%上升至 3.8%。按行業劃分，與消費及旅遊相關行業，即零售、住宿及膳食服務業續為重災區，合計失業率上升 0.7 個百分點至 11.3%，合計就業不足率則升 0.9 個百分點至 6.6%紀錄高位，其中餐飲服務活動業的失業率升 0.9 個百分點至 14.7%。大多數其他行業的勞工市場情況惡化，教育業和藝術、娛樂及康樂活動業的失業率和就業不足率均錄得明顯增加。金融、保險、地產、專業及商用服務失業率微升 0.1 個百分點至 4.6%。
- 勞工及福利局局長羅致光表示，2020 年 12 月的失業情況明顯惡化，預計 3 月公布的 12 月至 2 月平均失業率進一步上升，並預期 3 年內失業率也難以下降至低於 5%水平。不過，隨著 2021 年下半年香港經濟的復甦動力有望增強，失業率料輕微改善，根據彭博綜合預測，預期香港 2021 年失業率介乎 4.1%至 6.3%，中位數約 5.6%。

圖20) 香港第四季 GDP 按季增速放緩



資料來源：彭博通訊社、信達國際研究部

圖21) 11 月至 1 月失業率急升至 7.0%



資料來源：彭博通訊社、信達國際研究部

預計 2021/22 年財政赤字 1,016 億元，逆周期措施對經濟有 2 個百分點的提振作用

- 香港 2020/21 財政年度赤字破紀錄達 2,576 億元，打破歷年紀錄。財政司司長陳茂波於最新一份《財政預算案》中提到，2021/22 年度將錄得綜合財政赤字 1,016 億元，相當 GDP 約 3.6%，是連續兩年出現赤字預算，若撇除未來基金、房屋儲備金的回撥，以及發行綠色債券所得，赤字更高達 1,847 億元，預計直至 2025/26 年度才能回復盈餘。
- 2021/22 年度預算將錄得 1,416 億元經營赤字，以及 1,016 億元綜合赤字，在經過 15 年錄得盈餘之後，將出現連年赤字，財政儲備縮減 11.3%至 8,011 億元，相當於 13 個月的政府開支或 GDP 約 28%。政府消息人士表示，預算案的逆周期措施，以及基建及經常開支的增加，將對經濟有 2 個百分點的提振作用，其中派發電子消費券約佔 0.7 個百分點。
- 陳茂波表示，香港經濟受疫情打擊，零售和餐飲等行業市況低迷，但隨着新冠疫苗陸續接種，經濟有望在下半年重拾增長動力，政府冀藉消費券輔助刺激市道，故提出向 18 歲或以上香港永久性居民及新來港人士，派發 5,000 元電子消費券，預計措施惠及 720 萬人，涉財政開支 360 億元。

恒指迎來五大改革，目標 2022 年中成份股增至 80 隻

- 恒指公司於 2 月 26 日公布季檢結果，連續兩個季檢增加藍籌股數量，恒生指數成份股將加入阿里健康(0241)、龍湖集團(0960)及海底撈(6862)，成份股數目將由 52 隻增加至 55 隻。截至 1 月底，追蹤恒指的交易所買賣產品(ETP)，其資金規模達 218 億美元(折合約 1,700 億元)，推算阿里健康、龍湖及海底撈染藍後，將分別有 15.1 億元、10.5 億元及 9.9 億元資金追入。
- 國企指數成份股方面，加入碧桂園服務(6098)及農夫山泉(9633)，同時剔除海螺創業(0586)、中石油(0857)、恒安國際(1044)及華潤燃氣(1193)，成份股數目由現時 52 隻重置至 50 隻。恒生科技指數方面，加入海爾智家(6690)及萬國數據(9698)，另剔除丘鈦科技(1478)、貓眼娛樂(1896)、心動公司(2400)及易鑫集團(2858)，成份股數目由現時 32 隻重置至 30 隻。所有變動將於 3 月 15 日起生效。此外，有 36 隻股份獲納入為恒生綜指成份股，以物管及生科股為主，當中撇除兩間屬第二上市及一間為外國公司，餘下 33 隻股份有望晉身「港股通」，上述變動將於 3 月 15 日生效。
- 2020 年 12 月，恒指公司就優化「恒生指數」展開為期約 1 個月的公眾諮詢，其後於本周一(3 月 1 日)公布諮詢結果，當中包括 5 大改革重點。

  i) **恒指成份股目標於 2022 年中前，由目前的 52 隻增加至 80 隻**，最終數目將固定為 100 隻，大幅高於諮詢原建議的 65-80 隻。計及最新一輪恒指季檢結果生效後，成份股數目已達 55 隻，由現時到 2022 年中，恒指公司將有 5 次恒指季檢(2021 年 5 月、8 月、11 月、2022 年 2 月、5 月)，若要成份股達至 80 隻，即每次檢討將平均納入 5 隻股份，至於增加至 100 隻，恒指公司於諮詢結果中表示未有確實時間表。

  ii) **選股方面，恒指成份股將從 7 個行業組別選出**，包括金融業；資訊科技業；非必需性消費、必需性消費；地產建築業；公用事業、電訊業；醫療保健業；能源業、原材料業、工業、綜合企業。目標是使每個行業組別的市值覆蓋率不低於 50%，行業組別的構成會至少每兩年檢討一次，自 2021 年 5 月的指數檢討起生效。恒指成份股增至 80 隻後，資訊科技業、醫療保健業及消費(包括非必需性消費、必需性消費行業)將明顯受惠，其成份股數目及權重佔比將增加，其中，消費行業權重佔比將較現時增加 3.8 個百分點至 14.2%，醫療保鍵及資訊科技緊隨其後，權重分別增加 2.8 和 1.7 個百分點，分別達到 7.4%及 28.6%。至於金融業的權重佔比將較現時下降 7.5 個百分點至 32.8%。

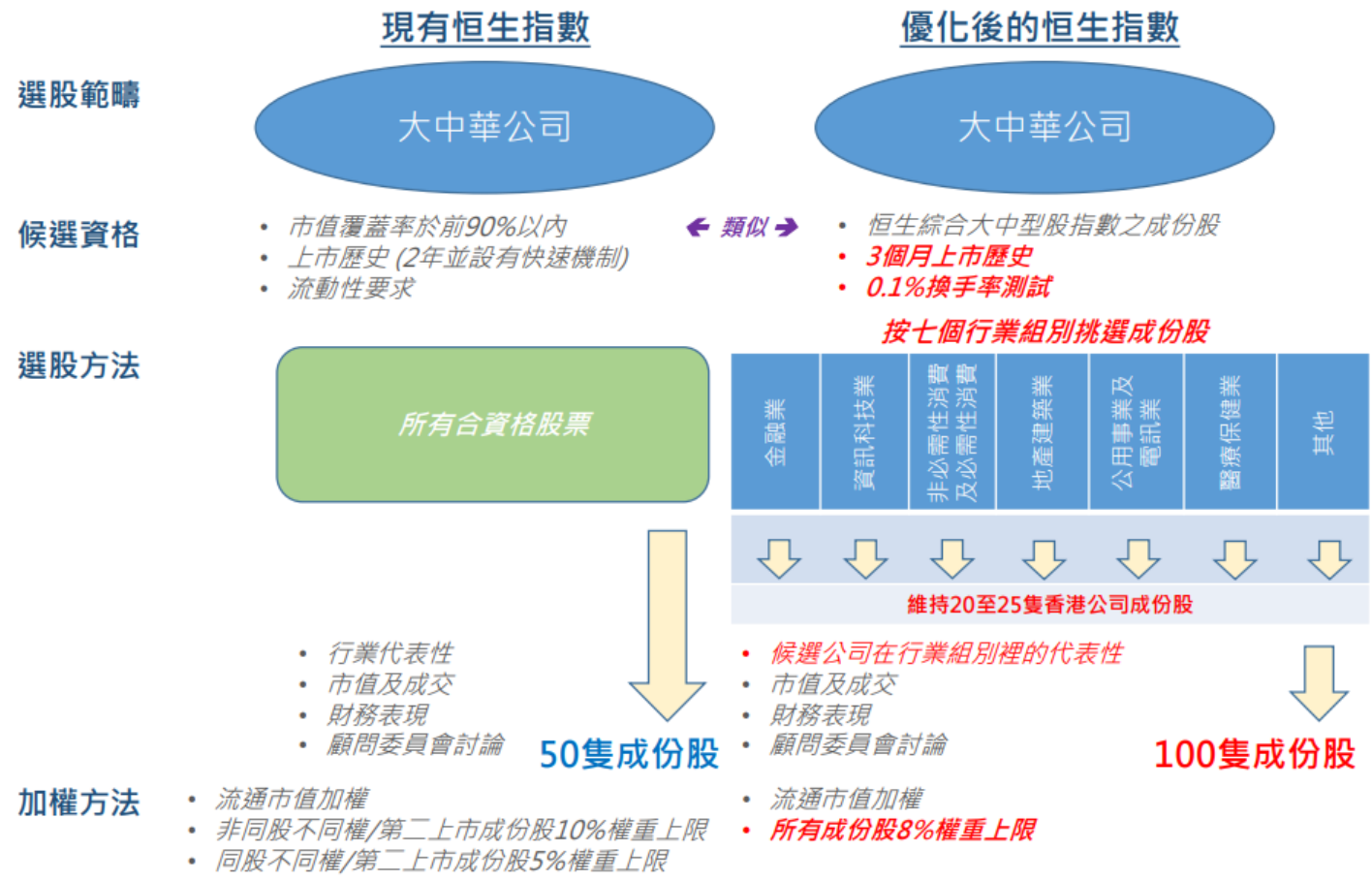
iii) **恒指公司放寬上市歷史要求，將上市歷史要求縮短至 3 個月**，為指數適時納入新上市股份提供靈活性，意味將為新經濟股快速染藍開綠燈，同樣於 2021 年 5 月的指數檢討起生效。

iv) **為保持香港公司代表性，維持 20 至 25 隻香港公司成份股於恒生指數**，香港公司成份股數目會至少每兩年評估一次。現有恒指港資企業比例為 41.5%，但根據達至 80 隻成份股時的指數模擬結果，港資公司將佔恒指組成比例約 33.1%；如成份股數目為 100 隻，港資比例將進一步壓縮至最低的 20%。

v) **改善成份股權重分布方面，對所有成份股採用 8%的權重上限，同時適用於恒生中國企業指數**，2021 年 6 月的指數調整開始實施。在新安排下，原本長期佔指數權重維持於 10%上限水平的騰訊控股(0700)及友邦保險(1299)，將面臨被動沽售壓力，原來權重上限設定於 5%的阿里巴巴(9988)、美團點評(3690)等第二上市或同股不同權股份的比重則有望調升，預料相關股份受惠被動買盤增持。

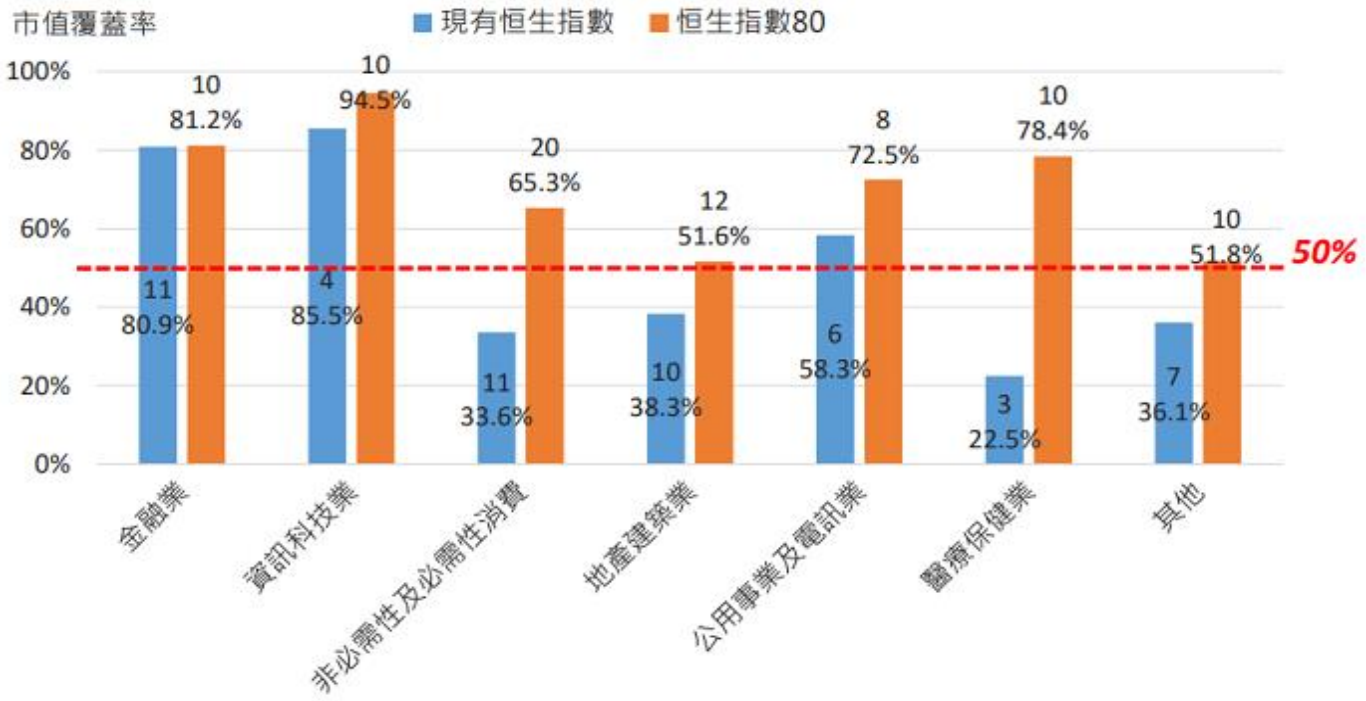
- 根據恒指公司對 80 隻成份股的模擬結果顯示，恒指市值將由現時的 26.7 萬億元，增加 25%至 33.4 萬億元，企業平均市值將由 5,140 億元，下降至 4,170 億元，而五大成份股權重則由 41.1%下降至 36.1%。覆蓋率方面，由現時的 56.5%上升至 71.2%，成交額佔比則由 50.2%上升至 66.0%。基本指標方面，市盈率由 15.7 倍升至 19.1 倍，股息率則由 2.6%降至 2.1%。根據內部粗略的模擬結果，恒指公司表示，「新恒指」的波動性和現時相若。

圖22) 優化「恒生指數」方案結果概要



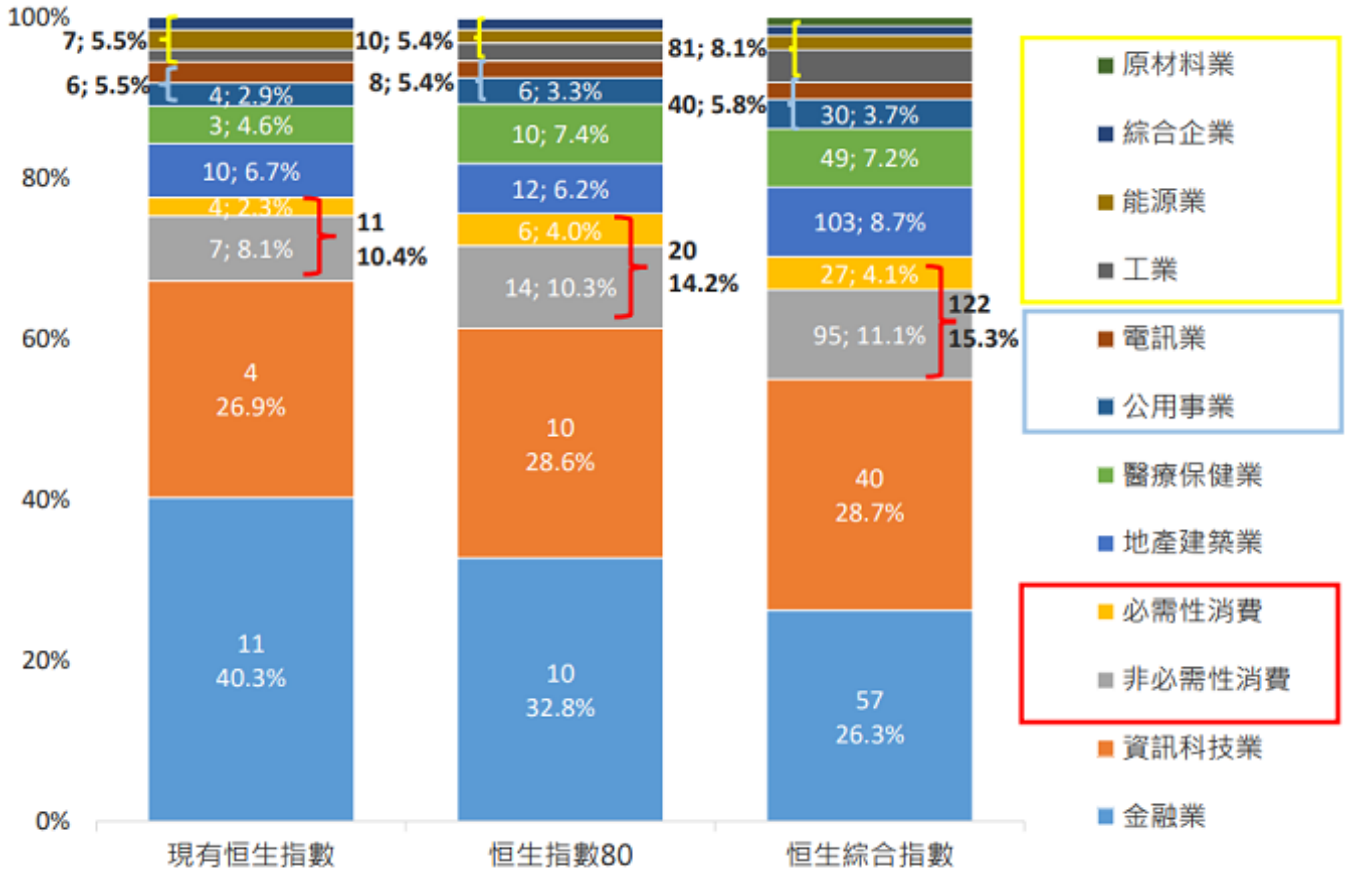
資料來源：恒生指數公司

圖23) 按行業組別的市值覆蓋率 (模擬結果)



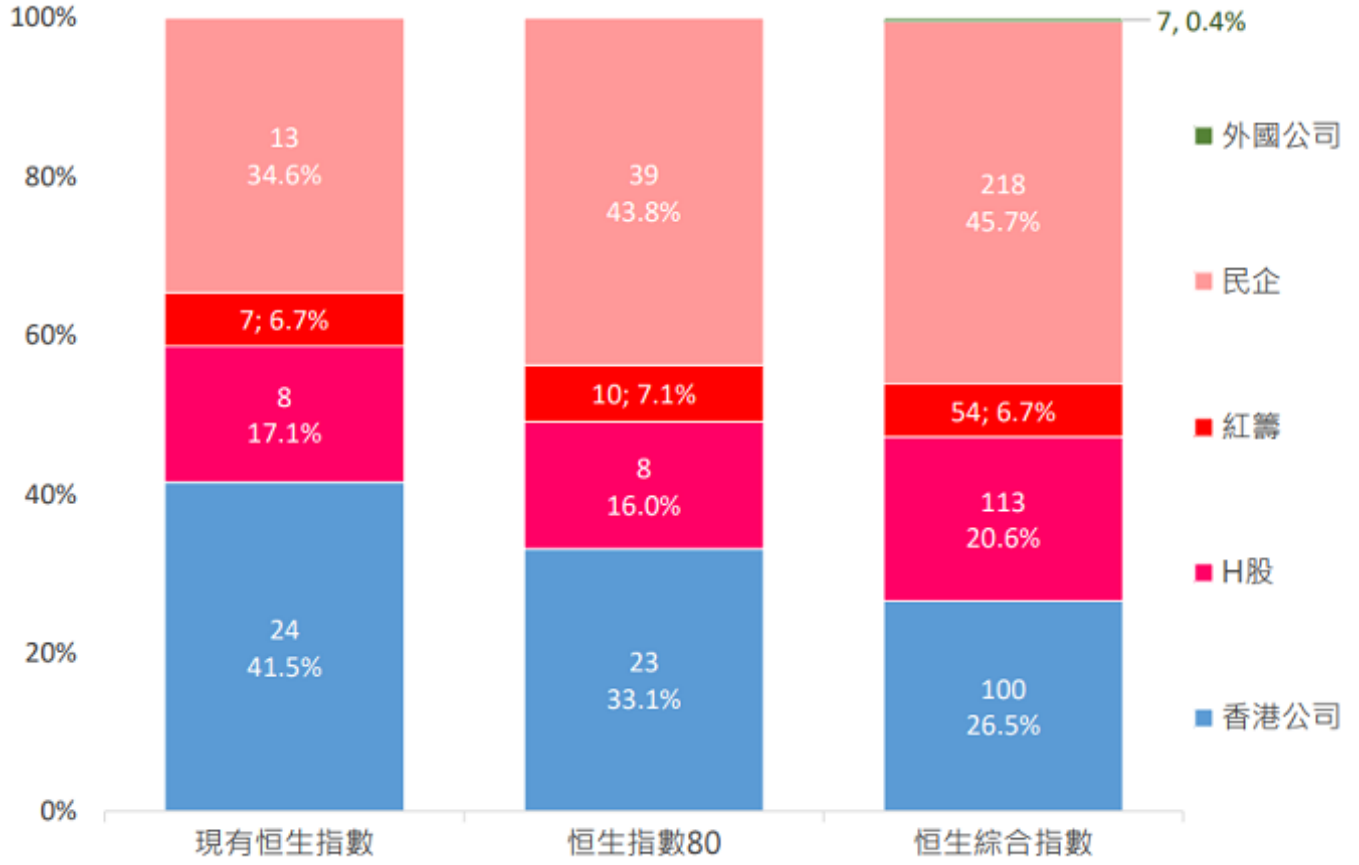
註：假設成份股數目，行業組別市值覆蓋率
資料來源：恒生指數公司 (截至 2 月 11 日)

圖24) 按行業的成份股權重分布 (模擬結果)



註：假設成份股數目，行業權重
資料來源：恒生指數公司 (截至 2 月 11 日)

圖25) 按股份類別的成份股權重分布 (模擬結果)



註：假設成份股數目，股份類別權重
資料來源：恒生指數公司 (截至 2 月 11 日)

新冠疫苗接種計劃已經展開，利好本地地產、零售股

- 香港的新冠疫苗接種計劃於 2 月 26 日起展開，首批向市民提供的是中國產科興滅活技術疫苗，根據官方消息指，首兩周接種預約已爆滿，合共涉及 7 萬餘人，佔香港總人口 0.01%。另外，首批復星/BioNTech 新冠病毒疫苗「復必泰」已於 2 月 27 日運抵香港，合共有 58.5 萬劑，政府本周開放網上預約接種。若然香港疫苗接種計劃順利進行，並於短時間內有大部分人口接種，形成社區群體免疫，意味政府將有條件放寬多項防疫措施，並且恢復跨境人員往來，香港經濟有望於下半年恢復活力。經濟活動恢復，率先利好的將是本地相關股份，特別是本地地產、零售及餐飲股。

- 中資股方面，我們預期新舊經濟板塊輪動持續，前總統特朗朗普(Donald Trump)於 11 月 12 日簽署行政命令，由 2021 年 1 月 11 日起，禁止美國機構及個人投資於被國防部列為與解放軍有關連的中國企業及其子公司的證券、相關交易所買賣基金(ETF)及指數基金，最遲須於 2021 年 11 月前沽清相關投資產品。名單涵蓋的企業涉及不少於香港和內地的上市公司，包括中國移動(0941)、中國電信(0728)、中國聯通(0762)、中國鐵建(1186)、中國交通建設(1800)、中國中車(1766)等；在深交所上市的視頻監視設備製造商海康威視(002415.SZ)亦在名單上。美國強逼基金在指定期限內沽清相關持股；此外，一些國際的重要指數把部分中資股剔走，追蹤相關指數的 ETF 公司變相需跟隨沽貨，導致部分被制裁股份大幅下跌。美國新任總統拜登(Joe Biden)上場至今，仍未表態會否繼續執行相關禁令。待外資沽清後，相關股份有望回升至合理水平，由於上述股份有不少為恒指或國指成份股，後續有望為港股注入動力。

調升股票印花稅加上美債息急升，2 月北水流入速度顯著減慢

- 港股 3 月踏入業績，部分不受疫情影響的行業，如科網、物管等，不少相關公司已於 1 月至 2 月發盈喜。另一邊廂，憧憬環球經濟復甦，受疫情嚴重打擊的行業的估值，料具備修復空間，如本地地產、零售、澳門博彩、內銀、國際銀行等。3 月重磅股業績將影響恒指走勢，若然企業業績勝預期，或是對 2021 年抱樂觀展望，將觸發市場上調企業今明年盈利預測。此外，內地全國兩會召開，「十四五」規劃相關概念股有望跑出，如內需、消費、新能源汽車產業鏈相關等，也可能為港股注入上升動力。

- 2021 年起，北水繼續南下，而且於多個交易日裡，南下資金的淨流入金額接連創新紀錄，反映南向資金加速流入香港市場。不過，新一份《財政預算案》提出調升股票印花稅，計劃於 8 月 1 日起實施，由買賣雙方各支付 0.1%，上調至 0.13%，觸發北水一度大幅流走，於 2 月 24 日北水深淨走 199.6 億元，創下 2014 年 11 月互聯互通開展以來最大單日淨流出紀錄。其後，北水大致轉回淨流入，2 月全月淨流入 749.3 億元；2021 年首兩個月，南下資金累計淨流入 3,855.5 億元，大幅高於 2020 年同期的 885.7 億元。

- 港股現行印花稅不算便宜，現時交易港股買賣雙方均須分別繳納每宗交易金額 0.1%的股票印花稅(買賣合計為 0.2%)，內地則是只有賣方須繳納 0.1%，而美國早前宣布下調股票交易徵費，美國證券交易委員會(SEC)公告，自 2 月 25 日起，美國證監會的賣出股票收費標準，將由 0.00221%降至 0.00051%，不排除部分資金或轉投交易成本較低的市場。我們認為，調升股票印花稅主要對量化基金(Quant Fund)交易、高頻交易和短線投機交易造成較大影響。據大行估計，量化或程式交易佔港股日均成交量約 10%至 20%，一旦上調股票印花稅，將令其整體交易成本上升約 6%至 15%，部分資金或轉投其他市場，導致港股交投量有所下降，小幅影響港交所(0388)交易及結算業務的收入來源。

- 不過，港股有大量 A 股沒有的稀缺核心資產，包括大量新興科技成長型企業(如互聯網龍頭、創新藥龍頭)及消費龍頭(包括可選消費、消費必需品)等，同時，新股市場料於 2021 年保持暢旺，後續將更多新經濟公司來香港上市。在有更多的投資機遇或標的下，相信港股續為內地投資者尋求 A 股以外投資渠道的首選。故印花稅的提高，長線對港交所不會有太大影響。

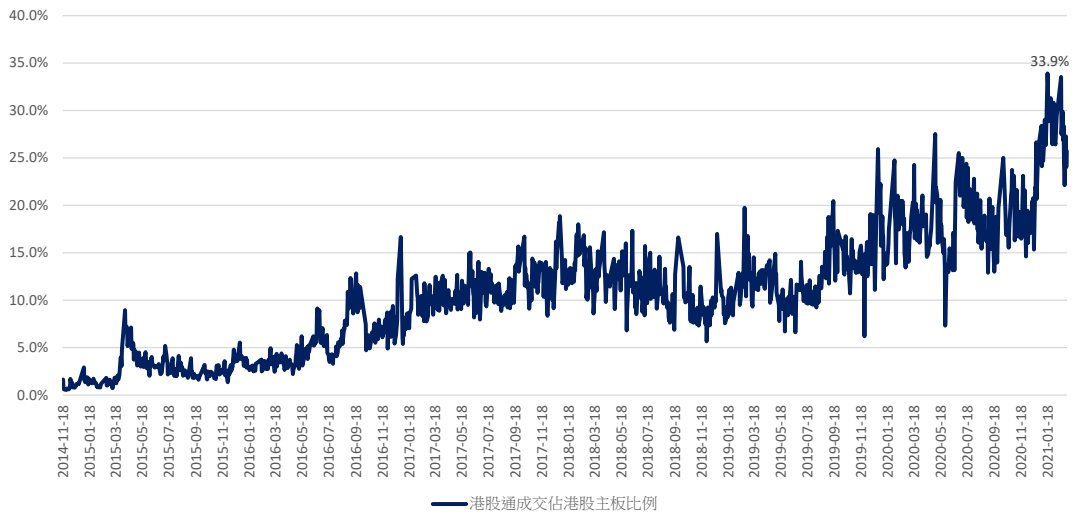
- 2020 年是新基金發行的大年，發行數量及規模均創下歷史新高。按成立日計算，2020 年公募新發基金合共有 1,472 隻，規模高達 3.1 萬億元人民幣；至 2021 年 1 月，公募基金發行熱度不減，新發基金有 132 隻，募集規模達 4,901 億元人民幣。不過，2 月新基金發行明顯降溫，只有 39 隻新基金發行，按月大減 70%，發行規模亦下滑逾 70%，相信是受春節假期休市及 2 月下旬市場氣氛轉差所致。細看 2 月基金產品銷售表現，出現「冷熱不均」的情況，既有「日光基」頻出，百億級爆款基金不斷，同時卻有 3 隻新發基金募集失敗，相信是由於市面上有過多同質化基金產品，加上資金熱衷追求明星基金產品。若後續市場回暖，預期基金發行市場將再次火爆。公募基金作為目前「北水」的主力，相信後續有更多資金流入港股市場，長遠為港股注入流動性。與全球其他市場比較，港股估值並不貴，料會繼續吸引資金增持港股。

- 技術走勢上，恒指自 2020 年 9 月低位 23,124 點起逐步回升，於 11 月突破 50 天線後進一步向上，於 2021 年 2 月高見 31,183 點，創逾兩年半高位，惟面對美國通脹預期升溫，美國 10 年期國債孳息率急劇上升，拖累環球股市於高位回軟，尤以科技股為首的高增長、高估值板塊面臨較深的回吐壓力。恒指 14 天 RSI 及 MACD「牛差」均現「頂背馳」回落，恒指於 2 月下旬先後跌穿 10 天線及 20 天線後，近日於 50 天線(約 28,800 點)附近現初步承接，惟續受制 20 天線。倘恒指短期確認失守 50 天線，按調整黃金比率 0.382 倍計(由 2020 年 9 月低位 23,124 點，升至 31,183 點的累積升幅)，恒指將要下試約 28,100 點，此與 1 月份低位 28,260 點相若。

潛在下行風險：

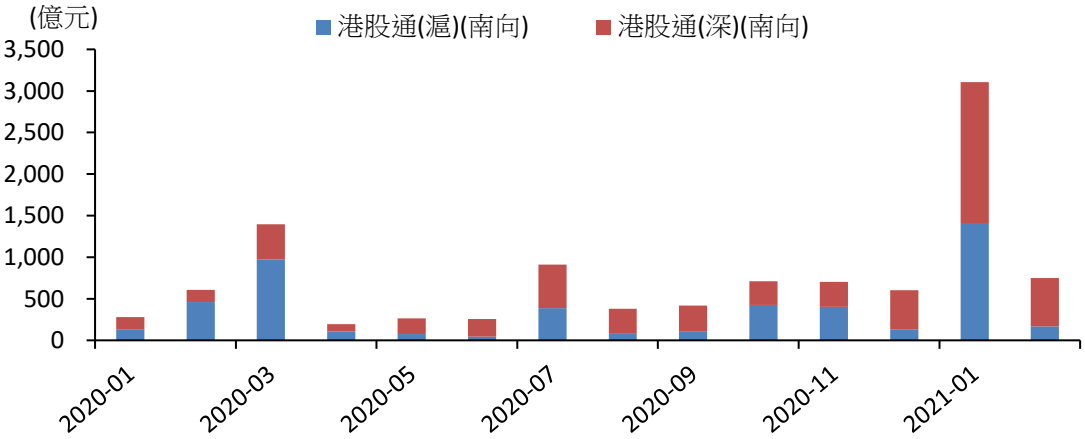
- 美國長年期國債孳息率急速上升，高增長板塊估值續下修
- 美匯指數進一步反彈，新興市場股匯債受壓
- 香港疫情持續，疫苗接種進度不如預期
- 海外重啟經濟後再現新一輪疫情，疫苗接種進度不如預期
- 地緣政局再趨緊張 (包括中美關係、中印關係)

圖26) 港股通佔港股主板成交比例近日持續回落



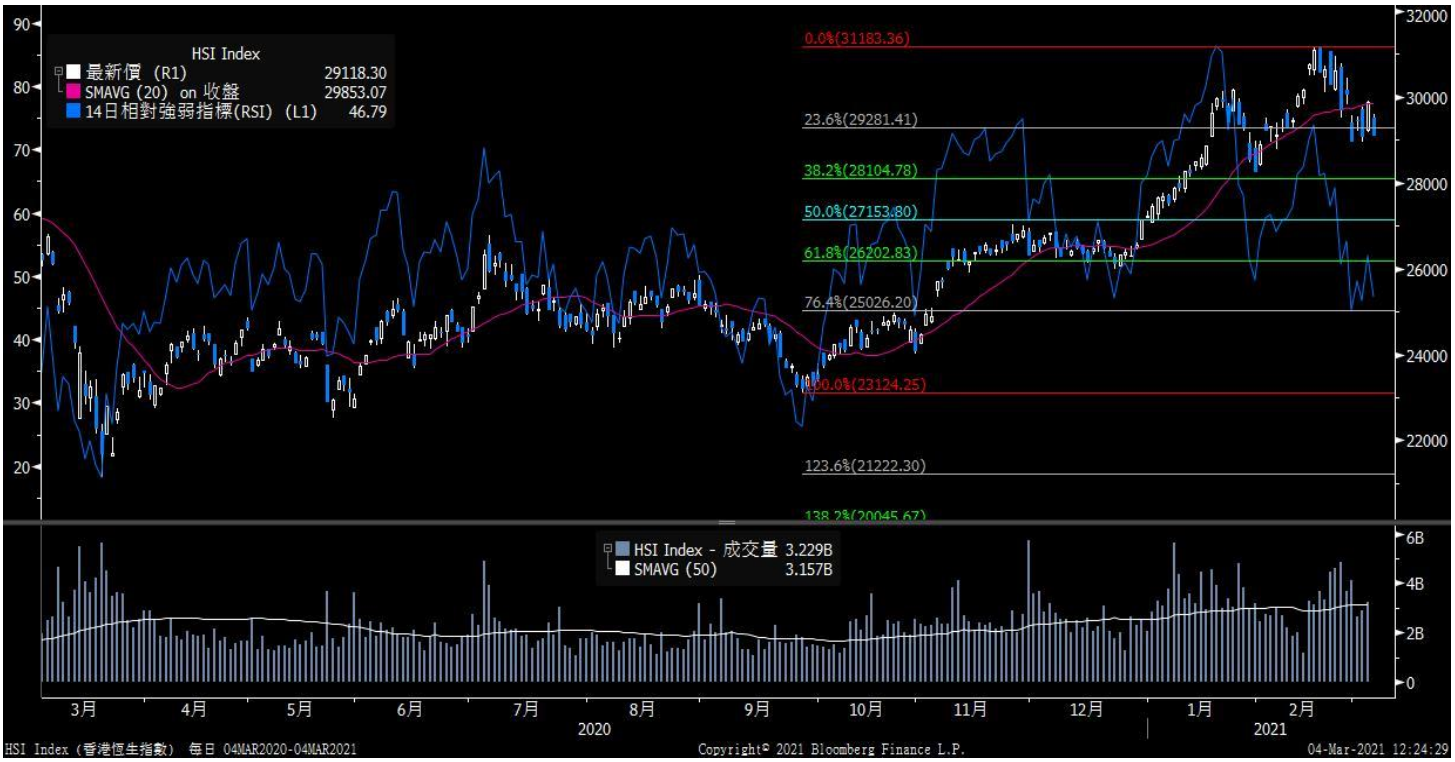
資料來源：WIND、信達國際研究部 (截至 3 月 3 日)

圖27) 北水流入港股速度於 2 月驟減



資料來源：WIND、信達國際研究部 (截至 3 月 1 日)

圖28) 恒指近日反彈頻受制 20 天線



資料來源：彭博通訊社、信達國際研究部 (截至 3 月 4 日)

短期焦點板塊

焦點板塊	原因
本地零售、地產	香港疫情緩和，政府於 2 月陸續放寬多項防疫措施，包括恢復晚市堂食及容許 4 人一枱，重開美容院、主題樂園、健身室等，其後進一步放寬 2 人限聚令至 4 人。隨著防疫措施放寬，加上新冠疫苗接種計劃已於 2 月 26 日展開，若接種進度良好，有利本地地產、零售及餐飲股表現。 **地產：**以收租為主的地產商，2020 年受疫情影響較大，既要補貼租戶，而且減租壓力也增加。展望 3 月，在防疫措施放寬及開始疫苗接種計劃，商場人流、銷售額料會大幅反彈，收租股將成為主要受惠者。估值而論，本地地產股並不昂貴，每股資產淨值(NAV)較股價折讓約 45%，息率平均約 4 厘。若然內地和香港恢復通關，料進一步刺激行業修復估值。 **零售：**在防疫措施放寬下，本地消費有望報復性回升。與此同時，財政司司長陳茂波於 2 月 24 日宣讀新一份《財政預算案》，提出派發電子消費券，政府會向每名合資格的 18 歲或以上香港永久性居民及新來港人士，分期發放 5,000 元電子消費券，料大幅帶動本地消費。另外，憧憬中港通關，訪港旅客人數回升，本地零售業將加快復甦。 **餐飲：**餐飲股亦受惠疫情緩和，恢復晚市堂食及容許 4 人一枱後，香港餐飲聯業協會預期，餐飲業整體生意額有望提升 30 至 40%。我們預期，餐飲業有望出現報復式消費現象，加上在 2020 年低基數效應下，餐飲股的同店銷售有望回復增長，特別是品牌多元化及相對高端的餐飲股，受惠程度料較高。
澳門博彩	據澳門旅遊局公布的春節黃金周統計數據顯示，由年三十(2 月 11 日)至年初六(2 月 17 日)期間，到訪澳門的旅客僅得 9 萬人次，按年急跌 65.3%。當中內地旅客約有 8.2 萬人次，較 2020 年農曆新年同期減少 44.9%。相信是受內地「就地過年」政策影響，到訪澳門的日均旅客人次只有約 1.2 萬人次，遠遜於 2020 年十一黃金周及聖誕假期前後日均旅客人次分別逾 1.8 萬及 2.4 萬。2 月份博彩收入按年升 1.35 倍，升幅略遜市場預期。不過，隨著澳門於 2 月 22 日起開始第二階段疫苗接種計劃，讓一般居民免費接種國藥新冠疫苗，並宣布自 3 月 3 日起開放預約接種復星/BioNTech 新冠病毒疫苗，澳門政府表示，截至 2 月 26 日約 1.2 萬人已經接種，同時，澳門亦自 2 月 23 日起取消所有自內地入境澳門人士須隔離的措施，並於 3 月 3 日起放寬進入賭場的防疫限制，進入娛樂場所無須再出示核酸檢測陰性證明。我們預期，3 月起訪澳旅客人數有望回升，並帶動博彩收入上升，濠賭股估值有望獲市場上調。
國內旅遊相關	隨着內地疫情受控，但另一邊廂，海外疫情依然反覆，與此同時，內地兩會召開，預期內循環是主題之一，國內旅遊有望回暖。中國旅遊研究院最新報告分析，2021 年居民出遊意願將保持在 85%以上，預計全年國內旅遊人數達 41 億人次，國內旅遊收入達 3.3 萬億元人民幣，分別按年增長 42%和 48%。我們預期，與國內旅遊相關的行業，如在線旅遊平台、經營旅遊景區、酒店、零售、餐飲、航空等，均有望受惠。

焦點板塊	原因
水泥	2021 年為「十四五」開局元年，規劃建議稿提出要保持投資合理增長，加快基建補短板及推進新型基礎設施、新型城鎮化及交通水利等重大工程建設，料帶動水泥需求。另外，供給側改革依然是行業主基調，錯峰生產和產能置換兩大政策將繼續發揮控產能及穩價格的作用，尤其是對水泥淡季價格起一定支撐作用，並有助穩定行業營運效益。2 月下旬，內地有報道指，多個地區供應緊張，推動價格加速上升，加上兩會召開，預期內地 2021 年繼續加大基建投資，預期水泥股續受追捧。
新能源汽車及相關產業鏈	雖然 2021 年新能源汽車補貼標準在 2020 年基礎上退坡 20%，但我們預期，內地將從新能源汽車的相關周邊配套入手，完善整個新能源汽車產業鏈，藉此推動新能源汽車的銷售。早前，國務院辦公廳印發《新能源汽車產業發展規劃(2021－2035 年)》，《規劃》提出，到 2025 年，新能源汽車新車銷售量達到汽車新車銷售總量的 20%；到 2035 年，純電動汽車成為新銷售車輛的主流，公共領域用車全面電動化。市場預期到 2025 年，新能源汽車保有量超過 2,500 萬輛，銷量佔比約 15%至 25%；2030 年保有量會超過 8,000 萬輛，銷量佔比提升至約 30%到 40%。初步計算 2025 年至 2030 年間，內地新能源汽車保有量年複合增長達 25%，利好新能源汽車產業鏈發展(包括上遊鋰電池及相關原材料、汽車生產商及充電樁等周邊配套)。我們預期，新能源汽車產業的發展將繼續成為 2021 年全國兩會關注的熱點，資金料繼續追捧相關行業。
內銀	內地經濟持續復甦，加上市場憧憬新冠疫苗加快經濟回暖，預期內銀 2021 年盈利迎來轉折點，估值可望修復，同時資產質素亦可望改善，料吸引資金流入。此外，環球近期投資風格轉換，資金棄新經濟股轉投傳統價值股，目前內銀股估值處於歷史底部，2021 年行業平均預測 PE 約 5 倍，平均預測 PB 約 0.5 倍，平均周息率高達 6 厘。對於市場悲觀預期的修復，將會加快推升行業估值。
本地及國際銀行	美國總統拜登上場後，加快推進 1.9 萬億美元的新紓困方案，財長耶倫表示，如果新紓困方案規模足夠，美國將可在 2022 年恢復全民就業，市場對經濟前景樂觀，並對通脹預期升溫，促使美國 10 年期國債孳息率一度升穿 1.6 厘，創 2020 年 3 月以來的新高，30 年期國債孳息率亦突破 2.39 厘，創逾 1 年新高，另一邊廂，短期債息變動不大，拉動長短債息差進一步擴闊，孳息曲線亦更趨陡斜。對本地及國際銀行而言，孳息曲線愈陡斜，將擴闊銀行的淨息差，提升行業盈利能力。與此同時，兩大英資銀行匯豐控股(0005)及渣打集團(2888)獲准恢復派息，料吸引部分中長線資金流入。

資料來源：信達國際研究部

港股 3 月業績公布時間表	
日期	公司
01/03/2021	信義玻璃(0868) (FY 20)、信義光能(0968)(FY 20)、信義能源(3868) (FY 20)
02/03/2021	中煙香港(6055) (FY20)、理文造紙(2314) (FY20)、寶龍地產(1238) (FY20)、寶龍商業(9909) (FY20)
03/03/2021	創科實業(0669) (FY20)、保誠(2378) (FY20)
04/03/2021	信達國際控股(0111) (FY20)、寶尊電商(9991) (FY20)、中信國際電訊(1883) (FY20)、IGG(0799) (FY20)、IMAX CHINA(1970) (FY20)、九龍倉置業(1997) (FY20)
05/03/2021	華顯光電(0334) (FY20)、通達集團(0698) (FY20)、中國宏橋(1378) (FY20)
08/03/2021	海豐國際(1308) (FY20)
09/03/2021	越秀交通基建(1052) (FY20)、東岳集團(0189) (FY20)
10/03/2021	國泰航空(0293) (FY20)
11/03/2021	港鐵公司(0066) (FY20)、太古 A(0019) (FY20)、太古地產(1972) (FY20)
12/03/2021	友邦保險(1299) (FY20)
18/03/2021	中國光大控股(0165) (FY20)、九興控股(1836) (FY20)、特步國際(1368) (FY20)
19/03/2021	統一企業中國(0220) (FY20)、中升控股(0881) (FY20)、紫金礦業(2899) (FY20)
23/03/2021	吉利汽車(0175) (FY20)、閱文集團(0772) (FY20)、眾安在線(6060) (FY20)、裕元集團(0551) (FY20)、寶勝國際(3813) (FY20)、H&H 國際控股(1112) (FY20)
24/03/2021	騰訊控股(0700) (FY20)、安踏體育(2020) (FY20)
25/03/2021	美圖公司(1357) (FY20)、中國龍工(3339) (FY20)
26/03/2021	新城發展(1030) (FY20)、江蘇寧滬高速公路(0177) (FY20)、南京熊貓電子(0553) (FY20)
29/03/2021	江西銅業(0358) (FY20)、申洲國際(2313) (FY20)
30/03/2021	中國南方航空(1055) (FY20)、中車時代電氣(3898) (FY20)、威高股份(1066) (FY20)

資料來源：港交所

- 新股市場料於 2021 年保持暢旺，德勤預期，新股市場的集資額有望突破 2010 年的水平(4,450 億元)。在美國針對海外公司監管環境變化、內地經濟復甦帶動估值提升、更多類型更加豐富的投資產品帶來的市場擴容，以及更多海外資金尋求更高回報而帶動整體市場流動性，德勤預計 2021 年將有 120 至 130 隻新股來港上市，其中超過 10 隻第二上市新股、集資額料超過 1,000 億元，並有 4 至 5 隻來自新經濟公司的巨額新股上市，每隻最少集資 100 億元。
- 「債券通」北向交易於 2017 年開通後，市場一直關注「債券通」南向交易的啟動時間。至 2020 年底，「債券通」南向交易終於有新進展，人民銀行與香港貨幣當局研究探討「南向通」框架性方案。財政司司長陳茂波 2 月下旬宣讀《財政預算案》指出，香港債券市場持續增長，債券發行總額在除日本以外亞洲地區排行第三，政府落實「債券通」的南向交易將更便利內地投資者作多元化資產配置，也為香港金融業帶來新機遇。金管局與人民銀行已成立工作小組推動「債券通」南向交易，目標爭取在年內開通，意味著境內投資者即將多添一個新的資產全球化配置途徑。政府將促進香港債券市場的多元化發展建立路線圖，強化債券市場的功能。香港將提升本地債務工具中央結算系統(Central Moneymarkets Unit, CMU 系統)的效率和容量，並引入新功能，應付「債券通」北向交易下與日俱增的市場需求，同時支持將來開通南向交易，為內地投資者提供風險可控的渠道參與本地及海外債券市場，長遠會將 CMU 系統發展成亞洲以至國際主要的中央證券託管平台。

2021 年新股焦點			
預計招股時間	**公司**	**行業**	**集資規模(美元)**
3 月	嗶哩嗶哩*	科技	傳 25 至 30 億美元
	百度*	科技	傳最少 35 億美元
	汽車之家*	科技	約 10 億美元
	嘀嗒出行	科技	傳 5 億美元
	朝聚眼科醫療	醫療	傳最少 2 億美元
	朝雲集團	消費	約 3 至 4 億美元
4 月	百奧泰生物*	醫療	-
	億騰醫藥	醫療	-
	攜程*	消費	傳最少 10 億美元
	滴滴出行	科技	傳數十億美元
	奈雪的茶	消費	傳 4 至 5 億美元
	喜茶	消費	傳 4 至 5 億美元
	唯品會*	消費	傳 20 億美元
5 月	知乎	科技	-
	愛奇藝*	科技	-
	中原建業	建築	-
	拼多多*	消費	-
	京東物流	物流	傳最少 40 億美元
6 月	58 同城	科技	-
	順豐速運*	物流	傳 50 億美元
	衛龍食品	消費	傳 10 億美元
	抖音	科技	-
	融信服務	物業管理	傳約 5,000 萬美元
-	微醫	科技	傳 20 至 30 億美元
-	騰訊音樂*	科技	傳 20 億美元
-	今日頭條	科技	-
-	歡聚集團*	科技	傳 12.5 億美元
-	容聯易通信息技術	科技	傳 5 億美元
-	新浪微博*	科技	傳 7 億美元
-	科濟藥業	醫療	傳 3 億美元
-	堃博生物	醫療	傳 3 億美元
-	雅城	物業管理	傳 3 至 4 億美元
-	東莞農村商業銀行	金融	傳 9 至 10 億美元
-	頂級手套集團*	消費	傳最多 19 億美元

資料來源：綜合市場消息 (*為第二上市)

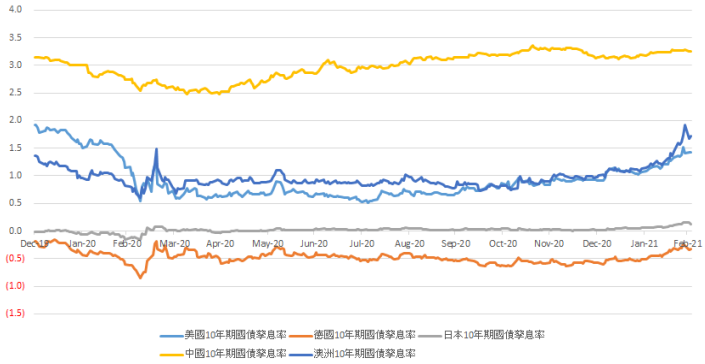
外圍市場焦點

美國長債息急升引發市場恐慌，風險資產或有調整風險

- 美國眾議院上周六(2 月 27 日)以 219 票比 212 票，通過 1.9 萬億美元刺激經濟方案，內容包括直接向美國人派發 1,400 美元，以及每周向合資格人士派發 400 美元聯邦失業補助金，直至 8 月 29 日。法案將會交由參議院審議，由於民主黨希望能在部分聯邦失業援助在 3 月 14 日到期前，完成立法程序，屆時或要剔除提高最低工資這項較受爭議的內容，讓方案能以簡單多數表決，才有望如期通過。由於法案涉及全民派錢及補助金，會短暫刺激消費物價指數(CPI)和個人消費開支上升，但美國失業率仍處於高位，就業市場未完全復甦，預料政策會帶動通脹短暫上升，但不會出現過熱情況。

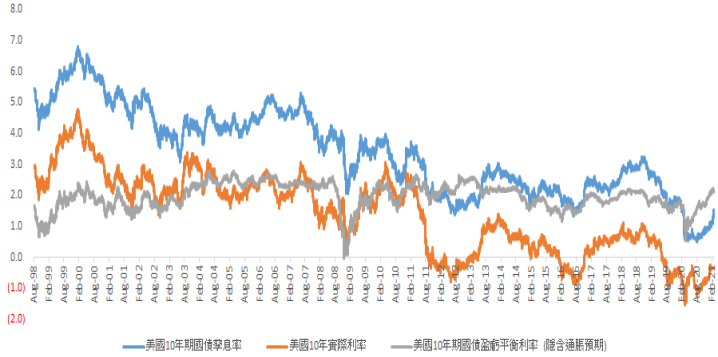
- 聯儲局主席鮑威爾(Jerome Powell)上周指，將繼續買債並維持目前利率水平，但市場對美國通脹預期升溫，美國 10 年期國債孳息率上周曾升穿 1.6 厘，並創超過一年高位。美債息率上升造成連鎖效應，德國、日本及澳洲的長債息率亦出現急升，澳洲央行上周五(2 月 26 日)及本周一(3 月 1 日)，分別購買 30 億澳元短期國債及 40 億澳元長期國債，以穩定孳息率。鮑威爾周四(3 月 4 日)指，並不認為近期債息波動失去秩序，重申政策目標是保持通脹穩定，目前通脹仍低於 2%的聯儲局目標，言論令債息持續上揚，資金流出高增長、高估值板塊，反映恐慌情緒的 VIX 指數亦一度升至 31.9，為近 1 個月高位。現時美國 10 年期債息處 1.5 厘以上，反映未來 1 個月美國國債引伸波幅的美銀美林美國國債波動率指數(MOVE Index)續處近 5 個月高位，意味美國國債短期波動性續高。美國 10 年期國債孳息率作為全球金融資產定價錨，其波動性續困擾金融市場，加上市場擔憂實際利率持續回升下，為風險資產帶來的回調風險不容忽視。

圖29) 美、德、日、澳四國 10 年期國債孳息率急升



資料來源：彭博通訊社、信達國際研究部 (截至 3 月 2 日)

圖30) 美國實際利率回升



資料來源：彭博通訊社、信達國際研究部 (截至 3 月 2 日)

圖31) 美銀美林美國國債波動率指數(MOVE Index)仍處近 5 個月高位



資料來源：彭博通訊社、信達國際研究部 (截至 3 月 2 日)

- 美股三大指數 2 月升至歷史高位，大宗商品價格上升及通脹預期升溫，增加市場對經濟復甦憧憬。此外，聯儲局 2020 年 12 月允許銀行業在壓力測試之後，在今年第一季度有條件地恢復股票回購。消息公布後，摩通宣布該行董事會授權總值 300 億美元股份回購；花旗及高盛等大銀行隨後亦表示第一季度會重啟股份回購計劃，我們預期股份回購將利好銀行股，同時有助支撐股市，在銀行股第一季尾至第二季初回購期間，道指有望再次挑戰 32,000 點水平的歷史新高。

- 鮑威爾早前提到，經濟增長的後續發展，仍要視乎美國疫情及疫苗接種情況。美國疫情正持續好轉，上周每日平均新增確診個案已跌至約 6 萬宗，較 1 月份大幅減少，主要與當地疫苗接種速度加快有關。截至 2 月底，美國疫苗接種量突破 7,500 萬，接種比例上升至 22.5%，白宮亦表示，美國新冠疫苗供應量將增加至每周 1,350 劑。此外，美國勞工部公布，截至 2 月 27 日止當周，首次申請失業救濟人數達 74.5 萬人，較市場預期 75 萬人為低。若新冠疫情進一步受控，加上新一輪財政刺激政策落地，帶動當地就業及消費有改善，推升通脹至 2.0%以上並維持數月，預料聯儲局最快於下半年進行市場期望管理，透過不同方式，包括聯儲局會後聲明、會議紀錄及委員公開發言，向市場釋放逐漸減少買債規(tapering)的信息，或成為風險資產中期回調的藉口。

圖32) 道指仍處 2020 年 3 月至今長期升軌上



資料來源：彭博通訊社、信達國際研究部 (截至 3 月 2 日)

圖33) 納指下試 13,000 點關口



資料來源：彭博通訊社、信達國際研究部 (截至 3 月 4 日)

歐美製造業復甦步伐持續，基本金屬價格料延續上升勢頭

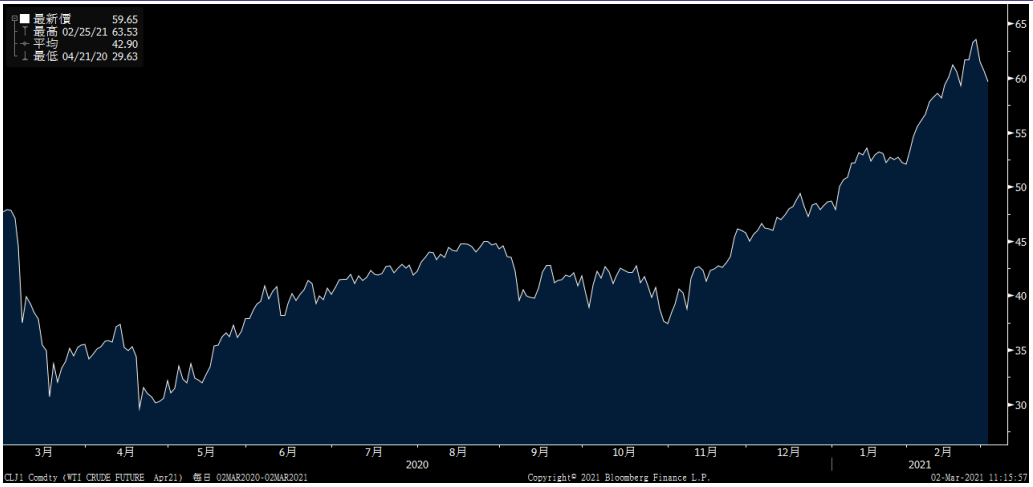
- 國際油價今年首兩個月顯著反彈，紐約期油年內累積升幅超過 20%，原因與主要產油國沙特阿拉伯在 2 月及 3 月份，自願每日減產 100 萬桶石油有關，加上美國 2 月中旬產油進度受嚴寒天氣影響，刺激紐約期油曾高見每桶 63.81 美元的一年高位。石油輸出國組織及產油盟國組成的 OPEC+於本周四(3 月 4 日)舉行部長級會議，決定 4 月份維持減產 700 萬桶，為市場意料之外，其中沙特仍然自願在 4 月每日減產 100 萬桶石油，反映該國希望油價保持穩定，也反映 OPEC+對需求復甦採取謹慎態度。美國石油協會(EIA)上周公布的原油庫存意外增加 2,156 萬桶，加上航空業客運市場需求仍未恢復，但隨著供應量未有繼續增加，預料紐約期油短期可挑戰每桶 66 美元水平。
- 歐元區 2 月份製造業採購經理人指數(PMI)終值 57.9，遠超市場預期的初值 54.3，另外，居家工作帶動電子與傢俱等產品需求強勁而刺激製造業景氣，美國 2 月份 ISM 製造業 PMI 從 1 月 58.7 升至 60.8，除創三年新高外，同時亦高於市場預估的 58.8，數據顯示美國經濟增長和就業前景非常樂觀，同時支付價格與投入成本連續上漲，美國通脹壓力繼續上升。歐美製造業復甦，對原材料需求持續強勁，加上全球流動性充足引發大宗商品價格上升，基本金屬如銅價及鋁價 2 月份分別突破每噸 9,000 美元及 2,000 美元。隨著製造業復甦步伐持續，市場對通脹預期升溫，預料基本金屬價格可延續上升勢頭，銅價有機會挑戰每噸 10,000 美元水平。

圖34) 現貨銅價有望挑戰每噸 10,000 美元



資料來源：彭博通訊社、信達國際研究部 (截至 3 月 2 日)

圖35) 紐約期油短期挑戰每桶 66 美元



資料來源：彭博通訊社、信達國際研究部 (截至 3 月 2 日)

圖36) 現貨金價料下試 1,689 美元支持



資料來源：彭博通訊社、信達國際研究部 (截至 3 月 2 日)

3 月份環球焦點事件		
日期	**事件**	**焦點內容**
3 月 1 日	恒指公司公布優化恒生指數諮詢結果	恒指改革 5 大重點：目標於 2022 年中前將成份股數目增加至 80 隻，最終固定為 100 隻；按 7 個行業組別選出成份股；縮短上市歷史要求至 3 個月；維持 20 至 25 隻香港公司成份股於恒生指數；對所有成份股採用 8%的權重上限
3 月 1 日	中國公布 2 月財新製造業 PMI	中國製造業活動持續放緩，財新中國 2 月製造業 PMI 較 1 月回落 0.6 個百分點至 50.9，遜於市場預期的 51.4，顯示製造業復甦動能減弱
3 月 2 日	澳洲央行公布議息結果	澳洲央行維持利率於 0.1 厘不變，符合預期，並保持彈性的買債計劃，預期 2024 年前都不會加息
3 月 3 日	中國公布 2 月財新服務業 PMI	財新中國 2 月服務業 PMI 延續此前兩月的下降趨勢，較 1 月下降 0.5 個百分點至 51.5
3 月 3 日	香港公布 1 月零售數據	1 月零售業總銷貨價值按年跌 13.6%，跌幅較 12 月擴大 0.3 個百分點，亦遜於市場預期下跌 11.7%；扣除價格變動後，1 月零售業總銷貨數量的臨時估計按年下跌 14.5%，跌幅較 12 月擴大 0.5 個百分點，亦遜於市場預期下跌 12.5%
3 月 3 日	聯儲局發表褐皮書	根據報告，美國經濟持續溫和增長，勞動市場輕微改善，大部分地區的經濟活動在 1 月至 2 月中期適度地擴張，商界人士對未來 6 至 12 個月的經濟前景感到樂觀
3 月 3 日	英國公布財政預算案	延長多項紓困計劃外，亦把調高企業利得稅至 25%的措施，延至 2023 年 4 月實施
3 月 4 日	中國召開全國兩會	2021 年全國兩會於 3 月如期召開，十三屆全國人大四次會議於 3 月 5 日在北京召開，全國政協十三屆四次會議於 2021 年 3 月 4 日在北京召開，市場關注兩會期間公布的 2021 年政府工作報告，對經濟、就業、物價等其他綜合指標的設定，以及對財政及貨幣政策的安排
3 月 11 日	歐洲央行公布議息結果	市場預期維持貨幣政策不變
3 月 15 日	中國公布 1-2 月固投、工業、零售等數據	根據 WIND 綜合預測，市場預期 1-2 月固投按年增長 34.3%，工業及零售分別升 32.6%及 31.8%
3 月 16 日	香港公布 2020 年 12 月至 2021 年 2 月失業率	政府預期，12 月至 2 月經季節性調整的失業率進一步上升
3 月 17 日	美國聯儲局公布議息結果	市場預期維持聯邦基金利率目標區間在 0 至 0.25 厘不變
3 月 18 日	英倫銀行公布議息結果	市場預期維持指標利率在 0.1 厘不變，同時，資產購買規模維持在 8,950 億英鎊不變，其中包括政府債券 8,750 億英鎊，以及企業債券 200 億英鎊
3 月 22 日	中國公布 3 月貸款市場報價利率(LPR)	市場預期 1 年期 LPR 維持在 3.85 厘，5 年期以上 LPR 維持在 4.65 厘，連續 11 個月保持不變
3 月 25 日	香港公布 2 月進出口	香港 1 月進口及出口表現均勝預期，但某程度上是受農曆新年因素影響，故須合併 1、2 月份數據才能確定香港進出口情況是否改善

資料來源：WIND、彭博通訊社

分析員名單

姓名		電話	電郵
趙晞文	研究部董事	(852)2235 7677	hayman.chiu@cinda.com
彭日飛	聯席董事	(852)2235 7847	lewis.pang@cinda.com
李芳芳	分析員	(852)2235 7617	farica.li@cinda.com
李芷瑩	分析員	(852)2235 7515	edith.li@cinda.com

分析員保證

本人趙晞文、李芷瑩僅此保證，於此報告內載有的所有觀點，均準確地反映本人對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。本人亦同時保證本人的報酬，與此報告內的所有意見及建議均沒有任何直接或間接的關係。

免責聲明

此報告乃是由信達國際研究有限公司所編寫。本報告之意見由本公司雇員搜集各數據、資料等分析後認真地提出。本公司認為報告所提供之資料均屬可靠，但本公司並不對各有關分析或資料之準確性及全面性作出保證，客戶或讀者不應完全依賴此一報告之內容作為投資準則。各項分析和資料更可能因香港或世界各地政經問題變化時移而勢異有所調整，本報告之內容如有任何改變，恕不另行通知。本報告所載之資料僅作參考之用，並不構成買賣建議。公司對任何因依靠本報告任何內容作出的任何買賣而招致之任何損失，概不承擔任何責任。本報告之全部或部份內容不可複製予其他任何人仕。