致富CHIEF



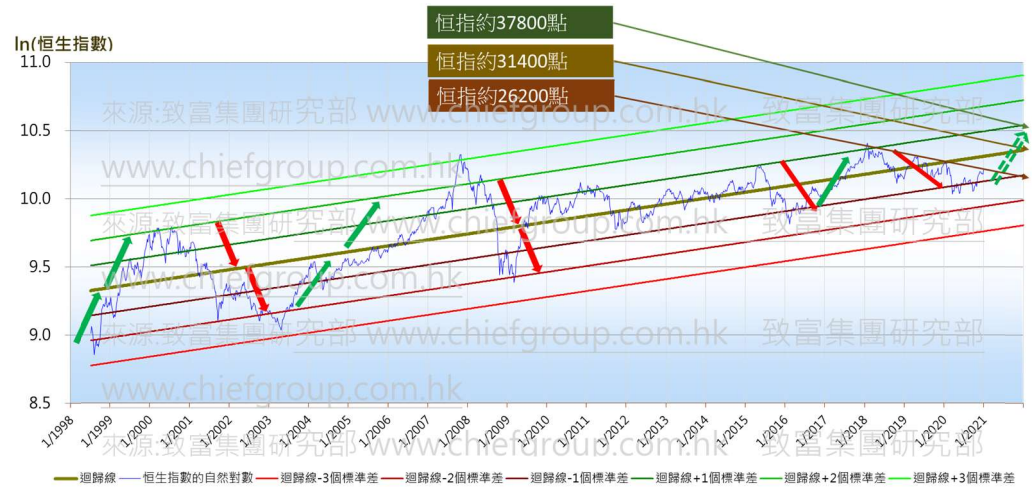
2021 年大市前瞻

22/1/2021

理財重質 創富重量

2021 年恒生指數表現預測

圖 1：經自然對數化後的恒生指數周線圖



資料來源：致富集團研究部

我們於去年中刊載有關 2020 年宏觀事件分析及港股投資展望的報告(「2020 年報告」)，繪畫了自 1997 年 7 月 1 日起經自然對數化後的恒生指數周線圖(下稱「**恒指對數**」)。對數化的目的是為令 Y 軸每一條格線的距離可反映一個固定的回報率，而非單純地反映恒生指數點數升跌幅。**恒指對數**(Y 軸)每升 0.1 點，意味恒指上升 $e^{0.1} - 1 = 10.52\%$。將恒指對數畫成圖中的迴歸線。而**圖 1** 進一步將恒生指數每周收市點數更新至去年底。

圖 2：理論恒指對數相對於迴歸線的分布



資料來源：致富集團研究部

在 2020 年報告中提到，過往恒指對數與反映長線走勢的「迴歸線」之間的距離呈現出正態分布(Normal Distribution)。情況如**圖 2** 所示，恒指對數離「迴歸線」越遠，發生的可能性越低。

表 1 統計 1997 年 7 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日間 1,227 個星期恒指對數處於各區域的次數：

表 1：恒指對數的分布

區間	恒生指數於一周收市時，恒指對數停留於該區間的發生次數	概率
恒指對數≧ 迴歸線 + 3 個標準差	3	0.2%
迴歸線 + 3 個標準差 ≧ **恒指對數** > 迴歸線 + 2 個標準差	29	2.4%
迴歸線 + 2 個標準差 ≧ **恒指對數** > 迴歸線 + 1 個標準差	150	12.2%
迴歸線 + 1 個標準差 ≧ **恒指對數** > 迴歸線	442	36.0%
迴歸線 ≧ **恒指對數** > 迴歸線 - 1 個標準差	423	34.5%
迴歸線 - 1 個標準差 ≧ **恒指對數** > 迴歸線 - 2 個標準差	144	11.7%
迴歸線 - 2 個標準差 ≧ **恒指對數** > 迴歸線 - 3 個標準差	36	2.9%
恒指對數 > 迴歸線 - 3 個標準差	0	0.0%

資料來源：致富集團研究部

因此，恒指有如鐘擺般，沿著「迴歸線」上下擺動，而擺動的幅度甚為對稱，如**圖 1** 中的箭咀所示，往往恒指獲得了多少條格線(亦即多少個標準差)，便會再失去多少條格線，然後又再重拾多少條格線... 正如 2015 年恒指從「迴歸線 + 1 個標準差」跌至「迴歸線 - 1 個標準差」，失去了兩個標準差，然後 2016 年至 2018 年，恒指又再反彈至「迴歸線 + 1 個標準差」。

隨後三年港股市場所經歷的艱難時光，相信各位讀者仍然歷歷在目，但其實恒生指數的調整幅度，僅是兩個標準差，故技重演。這亦意味著，按照現時慣性，恒生指數有頗大機會繼續維持這種簡諧運動，在今年牛年呈現牛市姿態，逐步邁向「迴歸線」(即約 31400 點水平)，甚至衝上「迴歸線 + 1 個標準差」(即約 37800 點水平)。

圖 3：近年影響恒指走勢的主要因素

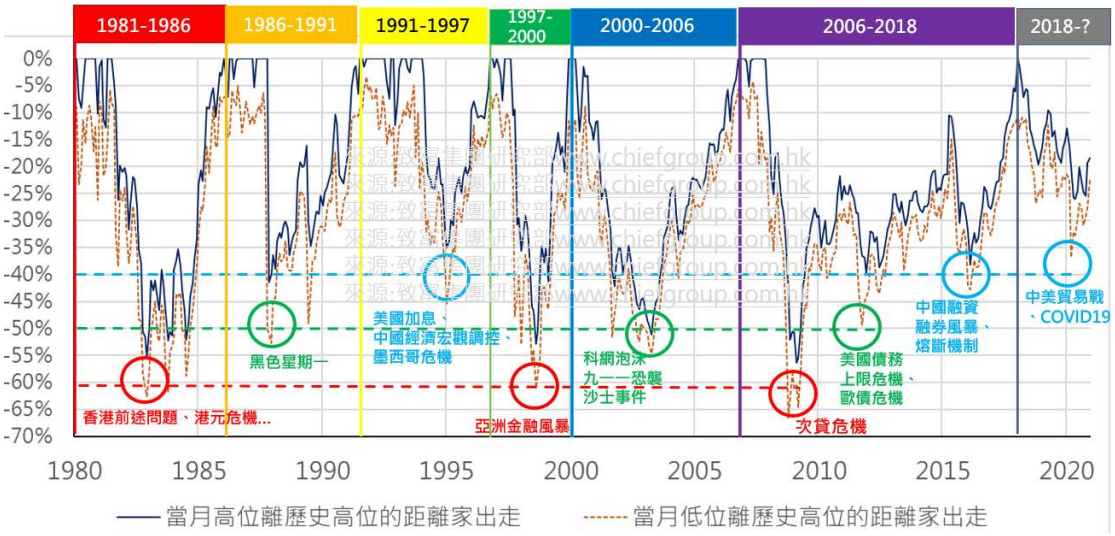


資料來源：致富集團研究部

以上單靠歷史數據的推論，其實並不偏離現實。如上文所述，2020 年的跌浪是由 2018 年開始，當時恒生指數曾經創下歷史新高。過去三年，美中對峙局面及新冠肺炎疫情讓投資者感到恐懼，恒指因而徐徐下滑，曾低見 22000 點水平。然而，從心理學的角度看，恐懼感往往產生自人面對陌生罕見的情景時擔心受到傷害。但是，隨著時間過去，人熟識了此等具挑戰性的場景，懂得如何避免受到傷害，恐懼感亦隨之退卻。再者，數款疫苗已成功研發並上市，及下屆總統換人，有望改變對華態度，恒指繼去年底攻破 27000 點阻力後，今年絕對有望延續這股反彈勢頭。

不過，金融市場裡，黑天鵝事件常常出現。踏入 2021 年的一刻，全球的局勢仍然紛擾多變，存在一定機率出現無法預測的恐慌事件，令恒指年內走勢偏離上述樂觀的預期。若然 2021 年意料之外的悲劇真的出現，我們應如何調整恒指預期，或許從恒指的成長片段中覓得一些端倪。

圖 4：恒指與同期歷史高位的距離



資料來源：致富集團研究部

事實上，相比起以往的大調整期，近三年恒指由歷史高位開始計算的最大跌幅並不算太大。**圖 4** 回顧了自八十代開始恒指約六次高低周期，當中所謂的周期是以恒指再度創新高開始，接著出現明顯的大跌市，到最後又回復新高水平。這些高低起落，尤如司空見慣的電影情節：主角由平常生活，陷入一場天崩地塌的災難，然後便是主角的絕地反擊，峰迴路轉之下，主角又回復平靜生活。

至於這些恒指的高低周期，一般以大約 5 至 6 年時間完成，除了「1997 年至 2000 年」(3 年左右，即一半的周期時間)及「2006 年至 2018 年」(12 年左右，即一倍的周期時間)。這意味著，上一次恒指於 2018 年創歷史高位後，有可能需要 5 至 6 年，即約 2023 或 24 年才有機會回到歷史高位。但以現時全球極度寬鬆的財政及貨幣政策下，大量新增的流動性湧入股市，或能讓恒指如 1997 年那次，僅花三年更完成是次升跌週期，亦即今年有可能重見新的歷史高位。

但投資者宜緊記，恒指回升的路途上，有可能再度出現新危機，造成數輪大震盪。回顧歷史，恒指最壞的情況，可從高位下跌五至六成。不過，這些情況一般是牽涉金融系統性危機，資金鏈斷裂的情況。至於現時面對的中美貿易戰及新冠肺炎疫情，不太像是資金鏈斷裂的情況，畢竟各地政府積極地推出極寬鬆的財政及貨幣政策，短期難言出現系統性危機。

萬一今年真的出現系統性危機，若以**圖 4** 所示的邏輯推論，最悲觀情況，恒指或會觸蹤歷史高位的 40%至 50%位置，即約 13300 點至 16600 點左右；若是非

系統性危機，單是投資者信心問題，參考近期中美貿易戰及新冠肺炎疫情的跌幅，恒指或再錄得「歷史高位的 20%」跌幅，即跌約 6600 點左右。不過，從年均線角度看，恒指的下行空間或許並沒有這麼大。

圖 5：恒指與十年平均線



資料來源：致富集團研究部

有危，亦有機。恒指大跌之時，或許是吸納機會。如**圖 5** 所示，回首過去四十年，恒指較少機會停留在十年平均線之下，就算當年失守了此線，往往在同年重返此線之上；而二十年平均線更是牢不可破，唯一一次失守二十年平均線的經驗僅發生在 2008 年次按危機之時。

因此，若今年跌至十年平均線約 24600 點，投資者不妨考慮趁低吸納 (以 2020 年收市 27231 點計，跌幅約為 9.6%；亦即**圖 1** 中介乎「迴歸線 - 1 個標準差」及「迴歸線 - 2 個標準差」之間)。而恒指極少機會跌穿二十年平均線約 21000 點水平 (亦即**圖 1** 中稍低於「迴歸線 - 2 個標準差」)。

那麼，今年有哪些可預見的事件，為恒指帶來影響呢？

下屆總統對華態度

如**圖 3** 所示，美中緊張關係壓抑恒指走勢。執筆時，美國總統當選人拜登的就職典禮即將進行，同時，民主黨取下參眾兩院的控制權，拜登在任內更容易推行政策。不過，市場對拜登打算推行的政策，心情七上八落，既期待其大型新紓困計劃，又擔心其有可能增加稅項，以減輕聯邦財政赤字。預期美股交投氣氛，將受其祭出的新政所左右，的確為美股前景添上不明確性。相對而言，亞洲市場的能

見度似乎較高，尤其疫情控制上，或許能夠繼續吸引更多資金流入亞洲股票市場，包括港股市場。

不過，美國對華強硬立場，未必因新政府上任而有天翻地覆的轉變。畢竟，這立場是民主及共和兩黨的共識。再者，當年任命拜登成為副總統的前任總統奧巴馬，去年十一月接受雜誌採訪時指出，若然當年在任期時金融海嘯並沒有出現，在貿易議題上或會對中國作出更強硬的招數。

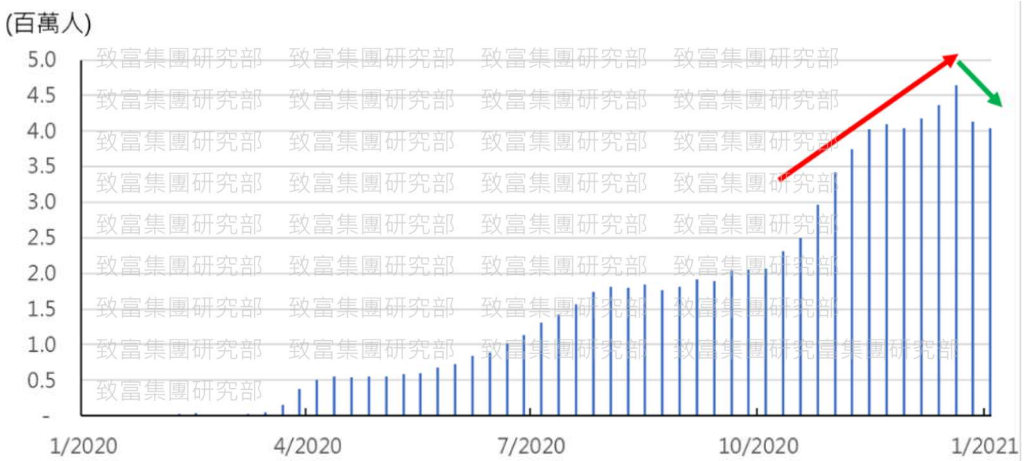
然而，美國對華強硬的態度並非全然負面，部份更能受惠其中。尤其，優質的中概股加快回歸香港上市，執筆時**嗶哩嗶哩(BILI)**、**百度(BIDU)**等傳出籌備在香港第二上市的消息，同時亦有**滴滴出行**、**快手**等獨角獸公司上市，料將繼續提高本港成交額，利好了藍籌股如**港交所(388.HK)**。同時，這些科技類股份群英薈萃，自然引來觀者雲集，海外資金聚首於本地上市的科技板塊。再者，內地股民對於這些企業應更感到親切，有可能願意給予更高的估值。北水來港購物，或可順便帶旺其他板塊的交投氣氛。

因此，早前因美中之間的磨擦對恒指所造成的損傷，可修復大部份失地。若然新一屆美國政府對華態度比上屆稍為寬容一點，或會更為錦上添花，恒指能夠全然修復貿易戰所造成的跌幅。

新冠肺炎疫情

圖 3 亦反映新冠肺炎疫情是另一個造成恒指跌勢的主要因素。全球抗疫的成果，可大致分為兩部份：防止疫情擴散的成果，及疫苗研發成果。前者的目標是阻止患病人數出現加數，後者則在死亡率受控下，將患病人數減至零。

圖 6：全球每周新增確診個案

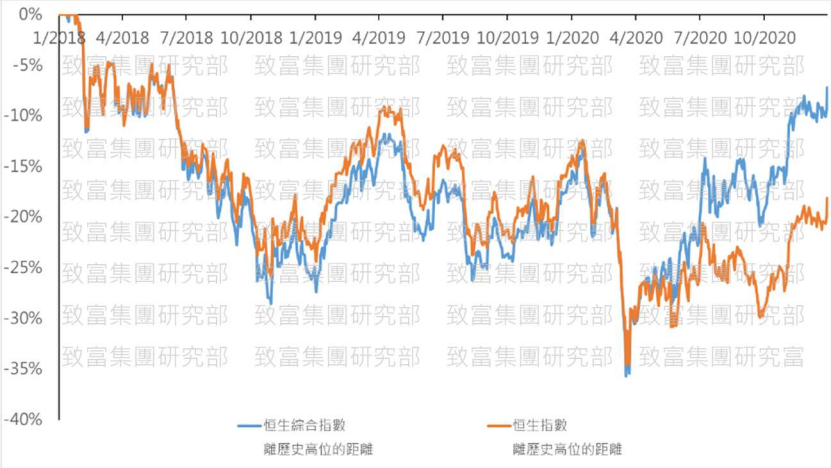


資料來源：世界衛生組織、致富集團研究部

執筆時，全球每周新增確診數字仍處於高位水平，但較為慶幸的是，該數字在去年底稍為出現下降的趨勢。或許，隨著新冠疫苗在今年大規模接種，新增確診數字或許能夠進一步受控。

事實上，新冠病毒病為股市帶來的恐懼，或者早已消失，尤其大部份疫情較為受控的亞洲市場，包括本地市場。而恒生綜合指數可能已經提供了一點端倪。

圖 7：恒生指數及恒生綜合指數相對當期歷史高位的距離



資料來源：致富集團研究部

雖然恒生綜合指數早前亦受到美中貿易戰及 2019 冠狀病毒病所打擊，但 2020 年美國對中資企業所作出的制裁措施只是針對有限的大市值企業，恒指成份股較受到打擊。然而，對於絕大部份的中小型企業，根本不牽涉在美中對峙之中。因此，恒生綜合指數在去年下半年，比較不太受到美中緊張關係的影響。反之，不少產業更受惠於疫情所帶來的環境轉變，例如遊戲類股份、航運股等等。

值得注意的是，截至去年底，恒生綜合指數收報 4294 點，比起 2017 年底的 4140 點高出 3.7%，反映出港股市場實際上並不遜色。更甚的是，美中貿易戰及疫情所造成的傷害已全然康復過來。截至 2020 年底，恒生綜合指數離其歷史高位 4594 點，僅差 6.5%，隨著美國因疫情而帶來的超寬鬆流動性，最終流至疫情較受控的亞洲地區，繼而再流向香港市場，相信恒生綜合指數再創新高的時日不會太遠。

換另一個角度看，截至去年底，恒生指數相對 2017 年底的 29919 點，仍存在 9.0%跌幅，比起恒生綜合指數的 3.7%升幅，相差了約 12.7 個百份點。若然市場已經對疫情的恐懼及 2018 年美中貿易戰的回憶已全然消除，那麼這 12.7 個

百份點的差距，或者反映著美方於去年下半年制裁個別藍籌所帶來的影響，以及上文未有提及的「其他因素」(如內地反壟斷政策、去槓桿政策等)。

如果相信「其他因素」部份受控，而美國下任政府放寬針對個別藍籌企業的制裁措施，預定恒指可逐步跟上恒生綜合指數的升幅。

通脹及貨幣政策

疫情下各國寬鬆的貨幣政策，暫時仍然未有為社會帶來惡性的通貨膨漲，或可歸因於大部份消費者未能步出家門，財富待在家中有關。但當疫情過去，抑壓已久的消費力隨之釋放，旺盛的消費者或會瘋狂消費，需求超過生產者的出貨能力，或會導致價格上漲。去年，紐約期銅價格狂升兩成半；貨運成本急增；晶片因供應緊張而漲價等等，或已預示著猛烈的通脹即將來臨。

雖然全球多個國家出現人口老齡化情況，老年人消費意欲低，理論上可壓制長期通脹。不過，同時亦令勞動力短缺，有可能令供應下降的速度快過需求的，反而帶來通脹壓力。過去多年，這些國家依賴著全球化的體制下，讓年輕而又低廉的勞動人口，尤其是中國勞工，補上生產缺口，才得以讓各國央行肆意推出貨幣寬鬆政策的同時，惡性通脹未有出現。但中國在以往的一孩政策的背景下，未來人口亦會老化，世界將面對生產力不足的風險，通脹或難以控制。

人口老化亦衍生醫療開支上漲問題，政客為了在這個老齡化後的社會中，取悅民眾歡心，以延長自身的政治壽命，勢必增加財政開支。但部份國家本已債台高築，毫無財政盈餘，又不敢增加稅收，意味央行需要進一步擴大資產負債表規模，買入大量國債，以滿足政府財政需求，難免削弱貨幣的購買力，掀起偏向惡性通貨膨脹。

執筆時，美聯儲局官員料 2023 年底前利率維持近零水平；每月最少購買 800 億美元國債和 400 億美元按揭抵押證券；美國候任總統拜登亦表示了，將與參眾兩院磋商規模為數萬億美元的刺激方案。這些政策措施，有可能會令美滙指數越走越弱。相對而言，內地的貨幣政策的寬鬆程度暫時較為克制，近期人民幣滙價相對美元亦較為強勢，增加了人民幣資產吸引力。但面對國內目前的債務水平，仍有可能往後時間增發人民幣，提高流動性。大量資金進入市場，在低息環境下，優質而固定收益的資產甚為貧乏，難免流入高風險資產，如股票市場。

以美國市場作例子。截至去年底美國十年期國債孳息率為 0.9132 厘，而十二月

份的消費價格指數按年升了1.4%，意味著實際息率約為負0.48厘([1+0.9132%] / [1+1.40%] -1)，即是定息工具賺取的息率，根本追不上通脹，投資者的購買力實際上是被削弱。更遑論美國經濟重啟後，消費力推高通脹，加上國際油價開始正常化，通脹料更為急速。

雖然美股已錄得頗高的升幅，但截至去年底，標普 500 指數的市盈率約為 29.9 倍，亦即是收益率仍有 3.3 厘，算是仍高於通脹，資金難免從定息金融產品，轉投股票產品，儘量保存資產價值。不過，這些所謂收益率，並非固定，而是建基於企業的盈利能力，備受多種風險所影響，如經濟環境、科技、行業競爭等等。因此，這些高估值的股票，對消息更加敏感。若然部份風險因素出現，令市場質疑其盈利能力，及其收益率，資金會瞬間逃離，股市將更為波動。

除非這些超買的企業盈利的確能夠滿足投資者所預期的增幅，令高估值變得合理。可是，在高通脹的環境下，部份企業如工業，生產成本或會隨著原材料價格的升幅而上漲，或會影響盈利表現。若能夠將上游的物價轉嫁給下游消費者，這將不成問題。因此，消費狀況十分重要，而消費狀況仍然視乎就業狀況、股市表現等。

就業狀況隨著疫情好轉，或可恢復原貌，居民收入增加，消費力隨之提升；至於股票市場則透過財富效應，增加市場消費意欲。回到起點，若然市場真的如上文所言，「大量資金進入市場... 難免流入高風險資產，如股票市場」，然後股票市場造好，消費者願意消費，生產者能夠轉嫁成本至消費者，從而令其盈利增長符合投資者預期，便能吸引資金進入股市，然後繼續這個循環。相信短期內財富效應帶來的消費力，暫時應可對沖生產成本上漲對企業所帶來的影響。

十四五規劃

今年是十四五規劃的開局年，相關的完整內容預期在今年三月在「兩會」(全國人大、政協會議) 期間公布。而從去年十月的五中全會上，透露了十四五規劃的主要內容包括：增強內需體系；及提升科技創新能力。

在美中貿易磨擦和全國爆發疫情下，國內生產受到阻礙，海外需求亦下降，為國內經濟造成考驗。權宜之計，需要將經濟結構向內需傾斜，由產品的生產到消費的整個循環，儘量在國內完成，從而減少對外國的上游資源及技術依賴，降低因被禁運而釀成產業鏈斷裂的風險，尤其戰略品—芯片。國內的芯片自給率目標定於 2025 年達至 70%，這的確需要提升科技創新能力。

過往內地過度強調透過基建投資，以滿足短期的國內生產總值(GDP)增長目標，

但卻為此加重了全國的債務負擔，且有可能忽略了向一些有助於長線經濟發展的投資，如醫療及教育，前者可延長居民壽命，以及消費時間；後者增加人均收入，同時提升創新能力。兩者均有助於增加消費，帶動經濟。因此，在強調內需的情況下，是次「五年規劃」估計不如以往般重視經濟增長目標。

不過，這不意味內地不會增加基建，而是將發展重點由「傳統基礎設施」轉至「新型基礎設施」，如數據中心、5G 基建、新能源汽車充電樁等等，部份基建更與達成「內地 2030 年前達二氧化碳排放達峰值，2060 年前實現碳中和」目標有關。

回歸正題，十四五規劃對恒指的影響，既有正面的，亦有負面的。正面的是，生物科技、資訊科技、體育、汽車生產（尤其涉及電動車）等類型股份或許較為有利；對於一些傳統建設類如內房，則未必太能受惠其中，而未來 GDP 增長目標，有可能稍為向下調整。詳盡細節，有待「兩會」上公布。

2021 東京夏季奧運會

奧運會，理論上能為主辦國帶來經濟效益，例如奧運會為主辦城市提供誘因改善交通及基建設施，提升現代化水平；奧運會匯聚全球注意力，為品牌商帶來品牌經濟價值；等等。過往奧運會舉辦年，舉辦國的股市通常都會有正回報。詳情如下：

表 2：奧運會舉辦年的股市表現

年份	奧運會舉辦國	當地指數*	MSCI 世界指數	恒生指數
2016	巴西	61.3%	5.3%	0.4%
2012	英國	5.9%	13.2%	22.9%
2008	中國	-52.2%	-42.1%	-48.3%
2004	希臘	31.1%	12.8%	13.2%
2000	澳洲	3.7%	-14.1%	-11.0%
1996	美國	21.4%	11.7%	33.5%
1992	西班牙	-9.9%	-7.1%	28.3%
1988	韓國	67.7%	21.2%	16.7%
1984	美國	1.0%	1.8%	37.2%

註：除西班牙參考 IBEX 35 指數外，其餘參考代表該國的 MSCI 指數。

資料來源：致富集團研究部

另一個更為明顯的奧運經濟效益，必然是其能推動旅遊事業，提升區內的消費力，拉升國內生產總值。可是，2020 年東京奧運會因疫情而延遲至今年 7 月下旬揭幕，執筆時，全球疫情依然嚴峻，日本更發現全新變種病毒，難言能否趁此靠旅遊業拉動經濟，甚至未必能夠如期舉行，因此不花太多筆墨描途。

圖 8：恒生指數及恒生綜合指數相對當期歷史高位的距離



資料來源：致富集團研究部

若然幸運來到，奧運會如預期般舉行，日本股市有望報捷，帶旺東亞地區股市交投。**圖 8** 顯示，過去日經指數與恒生指數的走勢某程度上頗有相關性，因此港股市場或能夠間接受惠奧運會舉行。

小結：恒指有望於年內挑戰 31400 點

過去三年，美中關係及新冠肺炎疫情壓抑了恒指表現。但隨著市場對這兩個負面因素的恐懼感逐漸消退，恒指應可由「迴歸線 - 1 個標準差」重返「迴歸線」，即 31400 點位置；更樂觀者，更有望挑戰「迴歸線 + 1 個標準差」，約 37800 點位置。

不過，金融市場裡，黑天鵝事件常常出現，恒指或者將再面臨新一輪危機，錄得顯著跌幅。惟恒指過往不大機會長期停留十年平均線之下，每每跌穿此線，通常會隨即失而復得，因此不妨在十年平均線(約 24600 點)之下考慮吸納。

未來恒指的走勢，除了視乎下屆總統對華態度，及疫情受控情況，更會留意通脹情況。另外，亦留意內地的十四五規劃相關細節公布。若然東京奧運會慶幸地能夠如常舉行，或能為恒指升勢再帶來多一點支持。

補充：

- **圖 1** 中迴歸線的斜率約為 8.391x 10-4，按此計算，意味恒生指數長線以每年 4.46%的幅度增長。但該斜率依賴歷史數據，意味未來斜率有可能會變動。假設未來恒指對數長期處於現時迴歸線之下，迴歸線的斜率將會下跌，所反映的恒生指數年增長率將會下降；
- 上述立論高度依賴過去標本的波動規律。若未來恒指對數不再呈現正態分布，或出現嚴重的偏態性(skewness)，宜再度審視新一套恒生指數的波動法則。

焦點板塊分析

大型新經濟股

短線 – 政策風險高 股價表現或極波動

1. 受內地加強監管，反壟斷等消息影響，特別是《關於平台經濟領域的反壟斷指南(徵求意見稿)》的出台(詳見第 12 頁的特別專題)，令新經濟板塊面臨重大的政策風險，當中尤以龍頭大型新經濟股受影響最深，**阿里巴巴(9988.HK)**、**美團(3690.HK)**及**閱文集團(772.HK)**等已先後被處以罰則。

   雖然內地監管行動暫時消歇了，但是在今年 1 月 18 日在北京召開的全國市場監管工作會議指出，要做好 2021 年的市場監管工作，當中包括：要鞏固深化市場准入制度改革，令暢通市場准入作為激發各類市場主體活力的首要環節；加強反壟斷和反不正當競爭，堅持支持和規範並重，治「果」和治「因」並重、監管執法和制度建設並重，切實提高維護市場公平競爭的能力。

   而分析認為，內地今年有機會修訂反壟斷法，以及推出互聯網監管相關的法規，並相信對互聯網領域的執法力度會加強。因此，預期未來一年，或會有更多監管政策出台，亦有機會對更多企業立案調查。屆時，板塊的股價表現會受消息影響而變得波動。

   另外，受中美關係緊張影響，特朗普政府加強對在美上市的中國企業的監管，令很多已在美國上市的、或計劃赴美上市的中國企業，選擇來香港上市或進行第二上市，這些企業熾熱了香港的 IPO 市場，預期今年將繼續有不少的中概股來港上市。當中傳聞指內地短視頻企業快手，最快於 1 月底開始接受認購，並於 2 月初上市，計劃集資約 50 億美元，相信又會帶來一翻認購熱潮。

   而傳聞指亦有不少知名企業，計劃今年內來港上市或第二上市，當中包括百度、滴滴出行、嗶哩嗶哩、京東物流等。這些受市場注目的企業來港上市，相信會引來資金追捧，帶動板塊交投。在資金追捧下，雖然有監管的陰霾影響，但仍相信板塊表現不會太差。

長線 – 增長潛力大 中長線仍可憧憬

1. 針對互聯網行業的壟斷監管，並不是中國獨有，很多外國政府亦針對蘋果公司、谷歌、亞馬遜等知名企業提起反壟斷訴訟，可見反壟斷是目前世界的一大趨勢，旨在防止這些行業巨頭損害競爭，損害消費者利益。而且互聯網及電子商貿等新興領域，目前法例未必能夠有效涵蓋行業所帶來的風險，因此修訂法例防患於未然也是大勢所趨。

   相信待法例修訂後，加入互聯網行業相應的規管，行業或需要作出相應的整改，短期或有需要對企業估值及未來盈利進行調整，對股價或有一定負面影響。但隨著監管界線明確後，掃除營運上的灰色地帶，將有助企業避免未來再面臨重大政策風險的機會，預期行業長線可以有序發展。

2. 而相對於舊經濟板塊，新經濟板塊的可期待性更高，因為科技領域發展日新月異，令到新經濟領域的潛在增長空間超乎想像，投資者憧憬新經濟股的未來發展，均希望捕捉到爆發性增長的機會，故願意付出較高的風險溢價，有利行業的股價表現。惟需要留意新經濟板塊有較高回報的同時，亦面臨更高的風險，當中很多中小型新經濟股仍未有盈利能力，因此選擇業務發展已趨向穩定，並已具盈利能力的大型新經濟股較為穩妥。而由於今年行業仍需面對政策風險，股價表現或會較波動，卻反而是長線持有的入市機會，建議可以分注購入，以平均成本法降低風險。

表 2：焦點科技股 2020 年表現

股份	股份編號	31/12/2019 收市價	31/12/2020 收市價	2020 年內變動
騰訊	(0700.HK)	375.6	564	50.16%
小米集團-W	(1810.HK)	10.78	33.2	207.98%
美團-W	(3690.HK)	101.9	294.6	189.11%
京東健康	(6618.HK)	---	150	---
京東集團-SW	(9618.HK)	---	342	---
阿里巴巴-SW	(9988.HK)	207.2	232.6	12.26%
網易-S	(9999.HK)	---	147.6	---

銀行股

無論國際銀行及內地銀行，今年皆可望受惠於預期的上升息口以及復甦的經濟。

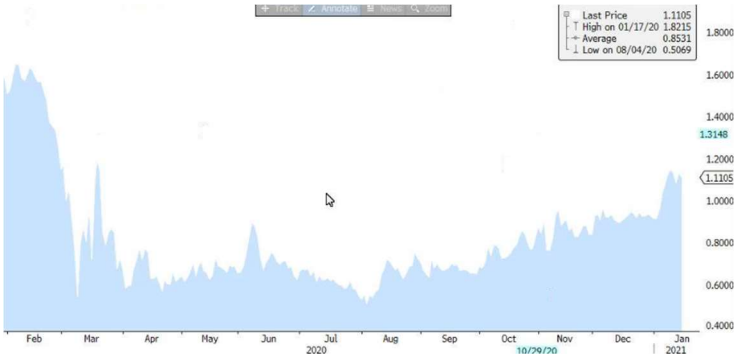
國際銀行股

隨著新型肺炎的疫苗不斷生產並且愈來愈多人接種，企業生產及服務將會逐步回復，預期環球經濟將會復甦，投資需求上升，帶動國際銀行的貸款業務及理財業務。

現時美國民主黨同時擁有參議院及眾議院的控制權，國會日後將更容易通過議案，例如增加撥款用作抗疫紓困及基建等，如沒有相應的加稅措施，則美國政府發債的可能性上升，令債價下跌而孳息率上升。

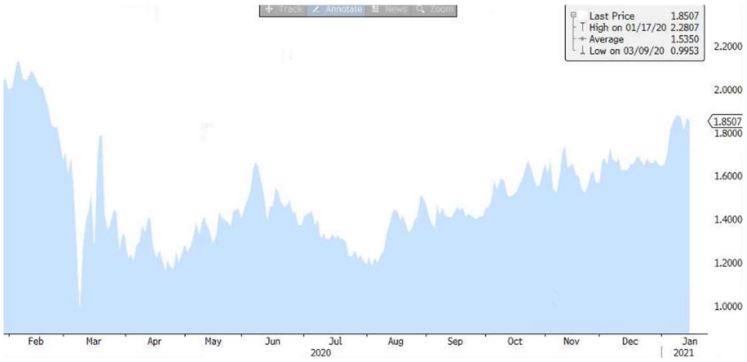
美國 10 年期國債孳息率 1 月初升穿 1 厘，為美國 3 月疫情惡化以來首次重返 1 厘以上水平。美國 30 年期國債孳息率亦升至 1.8 厘，亦為去年 3 月之後的新高。

圖 9：美國 10 年期國債孳息率



資料來源：致富集團研究部

圖 10：美國 30 年期國債孳息率



資料來源：致富集團研究部

另外，美國的財政刺激措施和預期更高的增長前景，亦影響歐洲市場，令歐洲的國債受壓。基於美國國債孳息率提升，部分投資者或會出售孳息率較低的歐洲債券(歐洲債券令孳息率上升)，並增持美國國債以獲取額外收益。歐美息口上揚，利好銀行息差。

國際銀行可望恢復派息。

今年 4 月，受新型肺炎疫情衝擊，英國政府為預防進一步衝擊金融體系，於是要求多家英資銀行暫停派息，以便儲備多些現金以應付可能出現的危機。

經過 9 個月的限制後，英倫銀行在去年 12 月宣布，容許英國大型銀行恢復部分派息及分發花紅，條件是這些銀行擁有充足資本，能有效對抗新冠疫情引起的市場波動。預期銀行恢復派息之後，股價將再有投資者追捧。

內地銀行股

中國在控制疫情與經濟復甦速度遠勝其他主要市場。在內地經濟復甦步入正軌下，投資需求增加，有利內銀貸款需求。同時，隨著內地企業盈利或出現反彈，人行貨幣政策或將回歸正常化，貸款市場報價利率(LPR)繼續下跌的可能性降低，有利內銀息差穩定。另外，內銀把利潤轉移至實體經濟的壓力亦將慢慢降低，相信純利不難錄得增長，核心資本亦會增加。

政策面上，人行與中銀保監於去年 12 月宣布，將制定系統重要性銀行附加監管要求，以降低複雜性和系統性風險。監管機構對進入名單的系統性重要機構的資本要求提高，不過，相信市場對此已有充份預期。

2021 年是中國「十四五」規劃的開始，十四五規劃以內循環及外循環為主。內循環旨在釋放潛在內需，並穩定供應鏈，而外循環旨在開放市場並與全球經濟體互相合作，改善與國際市場的互聯互通。雙循環戰略旨在重塑並協調國內與國際供應鏈，特別是以內需為主線的消費、科技和金融行業的供應鏈。

「十四五」規劃之下，市場將持續深化改革，亦將變得更加開放。支持性措施或包括進一步放寬外資進入國內市場的條件、加快資本市場改革、擴大進口、降低進口關稅以及縮短負面清單等等，利好包括銀行、券商及保險等金融行業。

表 3：焦點國際銀行股 2020 年表現

股份	股份編號	31/12/2019 收市價	31/12/2020 收市價	2020 年內變動
匯豐控股	(0005.HK)	60.85	40.75	-33.03%
渣打集團	(2888.HK)	72.5	49.1	-32.28%

表 4：焦點內地銀行股 2020 年表現

股份	股份編號	31/12/2019 收市價	31/12/2020 收市價	2020 年內變動
建設銀行	(0939.HK)	6.73	5.89	-12.48%
農業銀行	(1288.HK)	3.43	2.84	-17.20%
工商銀行	(1398.HK)	6	5.03	-16.17%
郵儲銀行	(1658.HK)	5.3	4.38	-17.36%
交通銀行	(3328.HK)	5.54	4.1	-25.99%
中國銀行	(3988.HK)	3.33	2.65	-20.42%

特別專題

《互聯網行業強監管時代》

近二十年，中國互聯網企業由無到有，由弱到強。與之前所有中國企業不同，他們從一開始就是民營企業，由個人發展，從政府監管的隙縫中野蠻生長，後來得到國際風險投資及資本市場的支持，透過收購合併，形成今日引領中國經濟的引擎，並深刻改變了中國各行各業及十幾億人民的生活方式。可是他們任意發展的時代要結束了。

螞蟻「今」服

近來一連串的互聯網監管風暴可以從螞蟻集團上市的失敗說起。2020 年 10 月份，正當螞蟻集團的上市計劃進行得如火如荼，有望成為史上全球最大規模 IPO 之際。

2020 年 11 月 2 日，中國人民銀行、中國銀保監會、中國證監會、國家外匯管理局對螞蟻集團實際控制人馬雲、董事長井賢棟、總裁胡曉明進行了監管約談。同日中國人民銀行聯同中國銀保監會發布關於《網絡小額貸款業務管理暫行辦法（徵求意見稿）》(下稱《網絡小貸暫行辦法》)公開徵求意見。

翌日反高潮的一幕上演，螞蟻集團接獲監管機構通知，由於金融科技監管環境發生變化等重大事項事項，可能會使得公司不符合相關發行上市條件，因此決定暫緩公司的 A 股上市，同時 H 股亦將暫緩。

要明白《網絡小貸暫行辦法》如何影響螞蟻的上市大計，我們先要了解一下螞蟻的商業模式。截至 2020 年中期，螞蟻的最大收入來源並不是按支付寶交易額收取的服務費，而是來自微貸科技收取的技術服務費，佔總收入 39.4%，而且還在急速增長中。

微貸科技的高明之處在於，金融機構基於支付寶促成的信貸規模，向螞蟻支付技術服務費，而螞蟻本身並不利用自身的資產負債表開展業務並且不提供擔保，簡單來說，貸款金額不用螞蟻出，壞賬風險不用螞蟻承擔。截至 2020 年中期，螞蟻促成的信貸餘額中，由金融機構合作夥伴進行實際放款或已實現資產證券化的比例合計約為 98%，螞蟻只出資 2%，槓桿 50 倍。

可是其高明之處正正是監管之痛。在監管方的角度看，螞蟻微貸的商業模式可能會引來嚴重的道德風險，螞蟻有可能因為這種輕資產模式而放鬆借貸門檻，令到潛在壞賬風險增加，甚至引起系統性風險。另外，監管方尤其忌諱將貸款打包成資產證券化產品(ABS)出售，因為 ABS 是 2008 年金融海嘯的原兇之一。

《網絡小貸暫行辦法》有兩條例對螞蟻構成重大打擊

第十二條：經營網路小額貸款業務的小額貸款公司通過銀行借款、股東借款等非標準化融資形式融入資金的餘額不得超過其淨資產的 1 倍；通過發行債券、資產證券化產品等標準化債權類資產形式融入資金的餘額不得超過其淨資產的4倍。

第十五條：單筆聯合貸款中，經營網路小額貸款業務的小額貸款公司的出資比例不得低於 30%。

以上兩條均對準螞蟻的槓桿倍數，如果落實，將徹底破壞了螞蟻微貸科技輕資本的商業模式，令其股本回報率大幅下降，因此螞蟻不得不暫緩上市。

互聯網行業不是法外之地

螞蟻上市觸礁餘波未平，2020 年 11 月 10 日，市場監管總局發布《關於平台經濟領域的反壟斷指南（徵求意見稿）》，重點針對互聯網平台的壟斷行為，防止"二選一"、差別待遇等問題。此外，徵求意見稿也將涉及協議控制（VIE）架構的經營者集中納入經營者集中反壟斷審查的範圍，為緊隨的反壟斷處罰預熱。

2020 年 12 月 11 日，中共中央政治局罕有提出強化反壟斷和防止資本無序擴張。幾天後，市場監管總局對**阿里(9988.HK)**收購銀泰、**閱文(772.HK)**收購新麗傳媒、豐巢收購中郵智遞科技等三起未依法申報違法實施經營者集中案進行了調查，並對三家公司分別處以 50 萬元人民幣的頂格處罰。

罰款 50 萬元人民幣對上述的互聯網龍頭只是九牛一毛，不足掛齒。可是在罰則裏，除了罰款外，政府還可以還原收購交易前的狀態，意謂取消交易。幸運的是，市場監管總局評估認為上述三單案均不具有排除、限制競爭效果，因此併購不需要取消或修改。

今次高調的罰款是意義大於實際。市場監管總局於記者會上明確指出上述三個案件的處罰可以向社會釋放加強互聯網領域反壟斷監管的信號，打消一些企業可能存在的僥倖和觀望心理，產生相應的威懾效果。互聯網行業可能將迎來反壟斷監

管時代。

打破互聯網行業競爭規律

在中國互聯網行業，任何新興市場最初階段都是無序發展，任意生長。無論是互聯網巨頭還是大量的新興公司都在這個階段大灑金錢，瘋狂補貼，以期盡快搶用戶、上規模。經過殘酷的流血競爭之後，市場上只剩下不多的玩家，背後的資本就會開始推動收購合併，最終只剩下幾個巨頭瓜分市場。這個時候，市場回復理性，贏家開始研究如何賺回之前下的血本。

2015 年四大合併案，滴滴合併快的、58 同城合併趕集網、美團合併大眾點評、攜程合併去哪兒，都是以上的競爭模式。若然如今再有大型併購案發生，恐怕不易過關。互聯網巨頭靠著併購發展的路徑恐怕愈走愈難。

恆生指數及其成份股 2020 年股價變動

股份	股份編號	31/12/2019 收市價	31/12/2020 收市價	年內變動
恆生指數	HSI	28189.8	27231.1	-3.40%
長和	(0001.HK)	74.3	54.1	-27.19%
中電控股	(0002.HK)	81.9	71.7	-12.45%
香港中華煤氣	(0003.HK)	14.495	11.58	-20.11%
滙豐控股	(0005.HK)	60.85	40.75	-33.03%
電能實業	(0006.HK)	57	42	-26.32%
恒生銀行	(0011.HK)	161	133.7	-16.96%
恒基地產	(0012.HK)	38.25	30.25	-20.92%
新鴻基地產	(0016.HK)	119.3	100	-16.18%
新世界發展	(0017.HK)	42.72	36.1	-15.50%
太古股份公司'A'	(0019.HK)	72.4	43	-40.61%
銀河娛樂	(0027.HK)	57.4	60.25	4.97%
港鐵公司	(0066.HK)	46.05	43.35	-5.86%
恒隆地產	(0101.HK)	17.1	20.45	19.59%
吉利汽車	(0175.HK)	15.24	26.5	73.88%
中信股份	(0267.HK)	10.42	5.49	-47.31%
萬洲國際	(0288.HK)	8.05	6.5	-19.25%
中國石化	(0386.HK)	4.69	3.47	-26.01%
香港交易所	(0388.HK)	253	425	67.98%
創科實業	(0669.HK)	63.55	110.6	74.04%
中國海外發展	(0688.HK)	30.35	16.86	-44.45%
騰訊	(0700.HK)	375.6	564	50.16%
中國聯通	(0762.HK)	7.34	4.45	-39.37%
領展房產基金	(0823.HK)	82.5	70.6	-14.42%
中國石油	(0857.HK)	3.91	2.4	-38.62%
中國海洋石油	(0883.HK)	12.96	7.18	-44.60%
建設銀行	(0939.HK)	6.73	5.89	-12.48%
中國移動	(0941.HK)	65.5	44.2	-32.52%
長江基建集團	(1038.HK)	55.45	41.65	-24.89%
恒安國際	(1044.HK)	55.5	54.9	-1.08%
石藥集團	(1093.HK)	9.677	7.93	-18.05%
華潤置地	(1109.HK)	38.8	32	-17.53%
長江實業地產	(1113.HK)	56.25	39.8	-29.24%
中國生物製藥	(1177.HK)	7.267	7.5	3.21%
友邦保險	(1299.HK)	81.8	95	16.14%
工商銀行	(1398.HK)	6	5.03	-16.17%
小米集團	(1810.HK)	10.78	33.2	207.98%
金沙中國	(1928.HK)	41.65	34.05	-18.25%
九龍倉置業	(1997.HK)	47.55	40.35	-15.14%
碧桂園	(2007.HK)	12.48	10.72	-14.10%
瑞聲科技	(2018.HK)	68	43.4	-36.18%
藥明生物	(2269.HK)	32.883	102.8	212.62%
申洲國際	(2313.HK)	113.9	152	33.45%
中國平安	(2318.HK)	92.1	95	3.15%
蒙牛乳業	(2319.HK)	31.5	46.8	48.57%
舜宇光學科技	(2382.HK)	134.9	169.7	25.80%
中銀香港	(2388.HK)	27.05	23.5	-13.12%
中國人壽	(2628.HK)	21.65	17.1	-21.02%
交通銀行	(3328.HK)	5.54	4.1	-25.99%
中國銀行	(3988.HK)	3.33	2.65	-20.42%
阿里巴巴	(9988.HK)	207.2	232.6	12.26%

恆生科技指數及其成份股 2020 年股價變動

股份	股份編號	31/12/2019 收市價	31/12/2020 收市價	年內變動
恆生科技指數	HSTECH	4714.81	8425.9	78.71%
恆騰網絡	(0136.HK)/ (2982.HK)	1.11	2.65	138.74%
阿里健康	(0241.HK)	9	22.9	154.44%
金蝶國際	(0268.HK)	7.79	31.6	305.65%
比亞迪電子	(0285.HK)	14.98	40.6	171.03%
ASM PACIFIC	(0522.HK)	108.1	102.3	-5.37%
騰訊控股	(0700.HK)	375.6	564	50.16%
中興通訊	(0763.HK)	23.85	19.5	-18.24%
閱文集團	(0772.HK)	32.5	60.85	87.23%
網龍	(0777.HK)	18.32	17.38	-5.13%
同程藝龍	(0780.HK)	13.98	15	7.30%
中芯國際	(0981.HK)	11.94	22.1	85.09%
聯想集團	(0992.HK)	5.23	7.32	39.96%
華虹半導體	(1347.HK)	17.72	44	148.31%
丘鈦科技	(1478.HK)	12.9	13.14	1.86%
新東方在線	(1797.HK)	18.6	27.9	50.00%
小米集團 - W	(1810.HK)	10.78	33.2	207.98%
平安好醫生	(1833.HK)	56.85	94	65.35%
貓眼娛樂	(1896.HK)	14.34	12.24	-14.64%
微盟集團	(2013.HK)	3.39	13.94	311.21%
瑞聲科技	(2018.HK)	68	43.4	-36.18%
舜宇光學科技	(2382.HK)	134.9	169.7	25.80%
心動公司	(2400.HK)	17	46.85	175.59%
易鑫集團	(2858.HK)	1.73	3.1	79.19%
美團點評 - W	(3690.HK)	101.9	294.6	189.11%
金山軟件	(3888.HK)	20.102	50	148.73%
眾安在線	(6060.HK)	28.1	36.2	28.83%
FIT HON	(6088.HK)	2.62	2.69	2.67%
京東集團 - SW	(9618.HK)	---	342	---
阿里巴巴 - SW	(9988.HK)	207.2	232.6	12.26%
網易 - S	(9999.HK)	---	147.6	---

免責聲明

本報告由致富集團(“致富”)之附屬公司致富證券有限公司及致富期貨商品有限公司聯合提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富擁有此報告內容之版權，在未獲致富許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員(“此等人士”)均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中所推介的股份存有權益。