

黑暴重現 經濟難復甦

疫情受控、限聚令放寬，加上近期股市反彈，市值大增近五萬億港元，按理帶動零售消費止跌回升，惟黑暴攪炒有捲土重來的跡象，憂心阻礙重振內需，經濟復甦將更加困難。

金針集

大衛



香港今年首季經濟錄得破紀錄百分之八點九跌幅，反映新冠肺炎疫情與黑暴攪炒雙重夾擊下，經濟出現前所未見危機，尤其是作為主要增長動力來源的內部需求，可以一潭死水來形容。今年二、三月零售銷售額跌至二百二十多億港元，返回2008至2009年金融海嘯時期的低水平，消費惡劣程度可見一斑。

經濟復甦要靠內需

當前香港經濟可說水深火熱，陷入深度衰退，若要避免演變成爲長期衰退，必須設法走出谷底、重振經濟，主要還是依賴內需，包括重振本地消費與企業投資。

事實上，香港疫情基本受控，為經濟復元提供有利條件，只要做好內防反彈、外防傳入的工作，疫情對經濟衝擊可望逐步消退，加上三月底至今，恒生指數反彈約一成二，港股市值大增近五萬億港元，今年股市大

跌產生負財富效應顯著縮減，按理有利本地零售消費止跌回升。

消費信心有待恢復

不過，正如財政司司長陳茂波在網誌中指出，雖然近期疫情受控讓經濟稍為有喘息的空間，但社會事件似乎有捲土重來的跡象，可能會干擾經濟的恢復。其實，母親節本可刺激餐飲、零售消費，但多區大型商場出現非法示威活動與人群聚集，可見黑暴攪炒又再蠢蠢欲動，恐怕疲乏的私人消費與企業投資信心不易重振起來，經濟復甦更加困難。

零售額難返高峰

若然本地消費信心未能恢復，又遇上外圍經濟環境轉壞，擔心香港經濟不單止反彈乏力，還有進一步惡化的可能。事實上，外部需求如外貿出口存在更大的不確定性，主要端視歐美疫情與中美經貿關係發展。



◀本港疫情基本受控，但全球不少地區仍然處於爆發高峰期，作為外向型的香港經濟難獨善其身

即使香港疫情基本受控，但全球不少地區仍然處於爆發高峰期，其中美國單日確診人數接近三萬人，加上歐美過早放寬家居令與社交隔離措施，憂心會爆發第二波疫情。因此，現階段不宜對歐美經濟強勁反彈過度憧憬，隨時長期受困於疫情。事實上，社交隔離與旅遊限制不可能全面放寬，歐美經濟將持續一段時間呆滯不前，作為外向型的香港經濟將難以獨善其身。

更重要的是，美國經濟受到疫情嚴重衝擊，失業率上升至上世紀三十年代大蕭條以來最高，善變的美國總統特朗普隨時會推翻早前達成中美首階段貿易協議，令香港外貿前景更加不明朗。

總之，黑暴攪炒重現，消費信心難以提振起來，零售銷售額要返回去年六月以前每月約四百億港元的水平，可說是困難重重，意味香港經濟復甦之路漫長。

再戰二四八〇〇關

頭牌手記
沈金

上周股市三升二跌，恒指二四〇〇〇關失而復得，收市報二四二三〇，較前周跌四一三點，表現尚可。

升降韻律處平勢。五周為：升升跌升跌，三升二跌，稍強。十周為：升跌跌升跌升跌升跌，五升五跌，打成平手。不過，短期偏好，則是事實。是以踏入五月下半月，估計港股仍有機會維持這種穩中帶俏的走勢。

美股指上周五大升四五五點，收二四三三一，而與之「叮噹馬頭」的港股，則收二四二三〇，較之低一〇一點，相信這兩種指數的比拼還會持續。

現時，環球股市都在炒作「預期」，即「預期」疫情放緩，「預期」疫後經濟可以復甦，「預期」不正常可以回復「正常」等等，例如上周五美國公布失業數字，失業率飆升至歷史高位達百分之十四點七，但股市照升如儀，何解呢？因為較「預期」的失業率百分之十六為低。港股的情形相若。「限聚令」由四人放寬至八人，食肆和公共娛樂場所人流增加，於是刺激經濟有成效，大家心情好轉，連帶股市也以上升為主導。所以，炒股要顧及群眾心理，這也是一條經驗。

從上周恒指的走勢觀察，可以有如下結論，就是：二三五〇〇有支持。上周一大跌一〇二九點，似

乎反應過度，現在回升六〇〇餘點，有理有據，相信最終完全收復失地，即重上二四六〇〇水平，應有機緣。

我講過，二四六〇〇至二四八〇〇，是挑戰二萬五關的前哨戰。恒指二萬五是在三月十二日失守的，該日重創九二二點，由二五二三一跌至二四三〇九收市，最高的指數只達二四八五五，出現於四月二十九日中段。所以，現時目標第一為進逼二四八五五，第二再吹響二五〇〇〇關的進軍號。

我頭牌不寄望大市扶搖直上，但高點上移多些，應不是奢望吧！

心水股

保利物業(06049)

平安好醫生(01833)

騰訊(00700)

中概回歸預期增 新經濟當炒

拔萃觀點
趙嘉陽

踏入「五窮月」首日，由於五一假期期間，美國總統特朗普藉口中國隱瞞新冠肺炎疫情，在公開場合聲稱正考慮針對中國進行制裁和關稅等行動，市場憂慮中美貿易戰加快升級，美股在5月1日當日已經先跌為敬，港股受此影響單日更是急跌約1000點，遭遇「開門黑」，也印證了人們對「五窮月」本就有的擔憂。好在周邊市場情緒很快開始修復，科技股表現強勢，而A股於長假後復市也未表現出受到拖累，加上本港疫情形勢也進一步緩和，政府放寬部分防疫措施，港股在隨後四個交易日的走勢略為轉好，可謂「先抑後揚」；全周累挫413點或1.68%，高低波幅進一步收窄至不足700點。

美國方面，2年期美債收益率在上周五盤中一度觸及0.1032%的創紀錄低點，因期貨交易員正在消化幾個月內美債出現負利率的可能性。美聯儲主席鮑威爾一直堅決反對負利率，但這並未阻止交易員投機。就業報告顯示4月美國非農就業崗位銳減2050萬個，該數據已在投資者預料之中，因此沒有對周五的市場造成衝擊。標普500和納斯達克指數周五分別上漲1.69%和1.58%，凸顯在史無前例的非常規貨幣寬鬆和財政刺激下市場與基本面的極度脫節。

歐美復工後的疫情長尾風險仍然存在，加上低油價影響，需要持續關注因債務違約「壓力測試」、經濟衰退和盈利下修帶來的海外波動風險。在美股動態PE估值快速修復至歷史上限之後，其反彈的速度和空間都將顯著放緩、收窄，但後市再現暴跌的概率也不大，取而代之的是幅度相對較小的波動。這雖然對港股可能產生階段性干擾，但港股極低的估值已隱含了海外「危機模式」和基本面下行的悲觀情景，經歷暴跌之後伴隨利多因素的積少成多，若出現估值回調後亦無必要過度悲觀，港股配置價值仍較為突出。故不必對「五窮月」魔咒過於擔心。

行業配置方面，建議繼續關注三條主線：低估值、低波動和稀缺性。首先，對於長期資金而言，港股高股息是一個極佳的配置方向，如銀行、地產；其次，考慮到疫情對基本面的拖累開始體現，疫情「低敏感」的醫藥、必需消費「抱團」效應有望繼續，但估值的壓制使得精選個股的重要性抬升。最後，個股層面，持有港股的優質「稀缺資產」是長期不變的投資主題，隨着中國電商巨頭京東將在香港進行二次上市的消息流出，相信接下來市場會進一步關注中概回歸預期增強下的軟體互聯網等「新經濟」領域。（作者為拔萃資本集團副總裁兼高級分析師，為證監會持牌人士，以上僅代表個人觀點。）

避險需求增 金價走勢看俏

商品動向
徐惠芳

美國利率期貨市場開始消化美國利率為負的環境，雖然美聯儲主席鮑威爾曾表示，美國實施負利率並不合適，但新冠疫情導致的經濟下滑，可能會迫使美聯儲有更多措施出台。

上周美國聯邦基金期貨2021年1月合約價格，曾升至100以上水平，合約報價反映政策利率為-0.025厘。美債債息亦下跌，2年期美國國債息跌至0.13厘；5年期美國國債息跌至0.29厘，同創紀錄新低，市場預期，美國基準利率很快會轉為負值。另外，中美緊張關係再度升溫，令市場避險需求大增，美匯指數走強，曾經升至100以上水平。美國持續擴大的債務水平和美

聯儲的資產負債表規模，可能意味着美國財政壓力加大，以及通脹飆升，長遠支持黃金。金價目前在1720美元水平左右上落，趨勢往上，下方支持1700、1675美元。

歐洲各國安排開始放寬活動限制，市場憧憬經濟活動再啟，帶來經濟復甦預期。早前推出的歐洲央行貨幣政策和刺激經濟措施，相信各歐洲貨幣普遍能穩定下來。技術上，歐元兌美元若可以守穩1.0770至1.0720水平，後市有機會突破1.0870及1.0905阻力，並且可能延伸升幅至1.10水平。市場重點觀望德國CPI和歐元區公布的首季GDP及3月貿易帳。

日本公布3月受薪者現金收入，按年微升0.1%符合預期，而家庭

支出則按年下跌6.0%，但跌幅少於預期。日本宣布延長「緊急事態」到月底，日本每周新增新冠肺炎確診人數連續三周減少。美元兌日圓曾跌至106左右，目前在106.4水平整固，上方阻力106.90、107.45。（作者為國泰君安外匯分析員）



糧食價升 食品相關資產料吸資

帷幄之妙
郭奉孝

全球疫情趨向穩定，最快控制下來的是中國和韓國，然後是歐洲和日本，再來是美國和英國。即使目前印度、巴西、俄羅斯尚未達到疫情拐點，但相信已不遠，同時這些經濟體對全球經濟相對影響較輕。故此，作者認為全球進入疫情過後的經濟復甦期。

當然各國政府會努力確保不要出現二次復發，暫時只得日本出現較差情況。各國正加強檢測能力，美國計劃將目前每日10餘萬的檢測能力提升至2000萬，英國計劃提高至每日10萬例，德國則為每2萬人口配備一個追蹤團隊，加大病毒接觸追蹤力度。

防疫措施方面，歐美國家放鬆

封鎖後仍然實行社交疏遠措施，包括禁止社交聚會、暫緩開放酒吧餐館、公共場所佩戴口罩等。未來一至兩年，全球經濟體雖然都會努力拚經濟，但也是摸着石頭過河。未來經濟走勢，作者認為更像是L形而不是V形。因為今年經濟基數較低，明年較易出現反彈，卻難言是一次大復甦。美國以至全球，更像是L形經濟走勢。

同時，因為今次各國央行一起印銀紙，對抗金融危機，卻大量消耗了金錢購買力。對上十年，即使因為全球量寬，額外產生的金錢衍生出資產泡沫。今次全球集體大量寬，有機會推升全球通脹。除了早前作者認為的科網新潮流外，作者反而認為未來糧食價格有機會較大幅度上升，因為即使疫情，人們也

不能不進食，並因為更多人在家工作，令大家對家中自己煮食新鮮食材的需求反而增長。

這樣的變化，與過去十年單單出現的資產泡沫完全不同。打個比方，若認為金錢購買力因量寬而下跌，那為何油價過去十多年沒有因為量寬而上升？在2007年金融危機前，油價卻是全球的資金熱錢寵兒。很多趨勢在沒有形成之前，人們會覺得很合理，但當資金新形勢出現後，才明白過去只是生存在泡沫中。今天，只要能上網，與世界保持連接，再確保有足夠糧食，居住在哪一城市差別也就變得微不足道。特別是今次疫情為大家訓練了一次在家網上工作的演習。故此，作者認為未來資金流入食品相關項目，多於過去十多年流入物業中。

「特」風險升溫 反向ETF值博

集股淘
子石

本周繼續討論恒指反向ETF的應用方法。愛因斯坦是否講過複利（Compound Interest）是世界第八大奇跡？沒有人查證知道。這句說話背後語境應該是「積少成多」，提醒大家不要嫌棄小利。在投資世界裏，有「90/10」策略的觀念，配置九成資產於穩陣型股票，一成（或者更小比例）配置於風險較大的股票。這種操作策略背後目的是：穩中求進，賺取小利，而非謀求一朝飛黃騰達。

經測試，恒指反向ETF對沖投資組合的能力不足。雖然未能「掩護」持有資產在跌市的損失；可是反過來思考，投資者以「穩守突擊」態度，由投資組合所得股息，撥出少量金額，買入反向ETF。當股市下跌，便獲取利潤。當股市長升長有，導致反向ETF跌價九成九，投資者既不會傷及本金，當然還可得到組合升值的收益。這種「穩守突擊」的入市方法，與「黑天鵝

效應（The Black Swan）》作者 Nassim Nicholas Taleb 在另一著作《反脆弱》所提出的啞鈴策略相似。這裏必須強調，投資者入市前緊記一個原則：先評估能夠損失多少金錢，筆者認為注碼應該限於3000、4000元，而潛在利潤可能是1000餘元，這確實是小數目，但風險與回報算是匹配。

投資講求贏面，5月份應該是吸納反向ETF的時機，因應美國總統特朗普為爭取連任，勢必對中國發表攻擊性言論，港股恐怕易跌難升。風險方面，人大、政協在5月下旬舉行會議，在兩會行情下，內地A股可能撐起港股。筆者認為，港股即使五月窮，「特朗普風險」在6月份只會增無減。基於大家買的是期貨ETF而不是熊證或認沽輪，哪怕持貨兩三個月，單位價值也不會歸零。至於買入有槓桿的反向ETF，抑或無槓桿反向ETF，這要視乎入市時間；大家若耐心等待恒指升穿25000點，可考慮買入反向槓桿產品。