

2021 年 1 月 8 日

高級經濟研究員 蘇傑

2020 年港股回顧及 2021 年走勢展望

摘 要

2020 年受多重利空因素影響，香港恒生指數全年收跌 3.4%，相較其他主要市場中表現遜色。與此同時，日均成交額在反復波動中顯著提升。展望 2021 年，在新冠疫苗日漸成熟並在全球普遍使用，疫情有望得到有效控制的預期之下，受惠於主要央行貨幣政策持續寬松、流動性充裕、利率仍低以及經濟表現觸底反彈、企業盈利恢復增長等利好因素，港股或將延續溫和反彈，呈現向好態勢。同時，疫情走向仍存不確定性、中美博弈常態化以及地緣政治等利淡因素亦將持續為港股前景帶來變數。新股集資方面，2021 年可望延續 2020 年全球領先態勢，維持全球集資中心地位穩步發展。

2020年港股市場自年初沖高後反復下挫，下半年則自低位波動反彈，恒生指數全年按年下跌3.4%；日均成交一改2019年下半年以來的頹勢，持續顯著上揚；IPO集資規模受惠於新經濟上市和中概股回歸表現強勁。本文擬從2020年港股總結入手，分析未來影響港股走勢的六大主要因素（疫情發展、利率與資金、中美博弈、基本面與企業盈利、外圍市場、技術及其他因素），以期對2021年港股走向和IPO活動發展作出基本判斷。

一、2020年港股總結

回顧2020年，儘管新冠疫情全球蔓延，但在歐美日等主要經濟體貨幣政策趨於寬松、刺激性措施陸續出臺的背景之下，市場流動性充足、利率低企，追蹤全球股市行情的MSCI AC世界指數全年上漲14.34%，MSCI新興市場指數更上漲17.15%。反觀港股市場，儘管資金持續流入推高成交，但在疫情反復衝擊經濟表現與歐美針對港區《國安法》實施制裁等負面因素疊加之下，恒生指數全年收跌，與其他主要市場背道而馳。具體可從以下幾個方面來看：

1、主要指數表現。2020年底恒生指數收報27231點，較2019年底的28190點下跌3.4%；恒生國企指數收報10738點，較2019年底的11168點下跌3.85%。2020年開年港股延續2019年下半年的反復向好態勢，1月17日恒生指數收盤於29052點的年內高位；在疫情爆發衝擊之下，恒生指數步入調整，並隨全球市場大幅下挫，3月23日恆生指數收於21696點的年內低位；隨後數月，恒生指數大都在23000-26000點區間反復膠著，直到9月下旬才呈現漸次溫和反彈，最終突破27000點。從恆生指數按月表現來看，截至11月僅3個月上升，7月呈現環比最大跌幅11.5%；國企指數同期則錄得4個月按月上升，3月環比大跌18.8%。

2、成交情況。與指數表現持續下跌不同，2020年港股日均成交額則受惠於流動性充裕以及資金持續注入，全年顯著提升，每月始終位於1000億港元以上水準。其中，6月和11月日均成交均高於1600億港元。統計顯示，2020年前11月日均成交1284億港元，較2019年同期的882億港元大升45.6%。

3、其他指標。從大市沽空率走勢來看，自2019年最後一個交易日收於12.15%後，2020年呈現波動加劇態勢，5月29日沖至20.63%的年內最高，12月28日低見10.00%，最後一個交易日再次升至21.10%；從反映未來30天趨勢的波幅指數來看，全年表現也隨市況大幅波動，在2019年年底收於15.61點後，2020年1月17日回落

至年內最低 14.44 點，之後反復沖高，3 月 16 日觸及年內最高 64.8 點，年底則漸次回落，12 月 31 日收於 19.28 點；從主板市盈率指標來看，自 2019 年 12 月 31 日位於 13.28 倍之後，除 2020 年 3 月 23 日和 8 月 19 日位於 10.69 倍和 10.57 倍的低位外，總體呈現反復上揚態勢，12 月 31 日升至 17.55 倍。

4、**港股 2020 年表現落後全球市場。** 從 2020 年全球主要股市指數表現的對比可見，港股跌幅雖較輕微，但相較於過往對其影響較大的美股、內地 A 股大為遜色，或反映本地因素在港股走勢中的角色有所增強，值得留意。

表 1：2020 年全球主要股票市場指數升跌 (%)

主要股市指數	升跌(%)	主要股市指數	升跌 (%)
上證	13.87	德國 DAX	3.55
深成指	38.73	法國 CAC	-6.33
內地創業板指	64.96	韓國 KOSPI	30.75
美國標普	15.52	印度 SENSEX	15.74
美國道指	6.56	巴西指數	2.92
美國納指	43.44	俄羅 RTS	-10.42
中國臺灣加權指數	30.75	香港恒生指數	-3.4

資料來源：中銀香港金融研究院綜合整理

5、**香港與內地互聯互通機制運行平穩。** 在市況波動下行背景之下，2020 年滬深港通機制總體運行平穩。一方面，從互聯互通機制下每月日均成交額變化來看，北上資金量遠大於南下資金量（詳見表 2）。其中，7 月滬股通與深股通更創下日均 651.55 和 843.76 億元（人民幣）的月度歷史紀錄，與內地 A 股市場表現優於港股不無關係；另一方面，從透過互聯互通機制南下資金來看，2020 年全年除 5 月 11 日和 9 月 8 日分別錄得 3.24 億和 1.3 億元資金淨流出外，其餘所有交易日均為淨流入，10 月 29 日更創 115.07 億元的年內高位。平穩且源源不斷的南下資金，成為港股市場的“活水”，為成交提升提供有力支持。

表 2：2020 年滬深港通每月日均成交額（人民幣元/港元）

	滬股通	深股通	港股通（滬）	港股通（深）
2020 年 1 月	278.86	329.45	95.72	67.93
2 月	361.29	483.12	123.24	82.85
3 月	363.56	483.28	156.42	102.41
4 月	275.62	372.44	100.78	79.96
5 月	274.03	388.78	112.34	86.30
6 月	316.86	465.92	104.90	97.13
7 月	651.55	843.76	188.90	172.04
8 月	481.60	643.22	122.68	124.37
9 月	367.88	519.07	106.31	99.17
10 月	386.44	546.39	125.18	119.16
11 月	424.31	556.09	151.96	147.50

資料來源：香港交易所，上海交易所，深圳交易所，中銀香港金融研究院

二、影響港股未來發展的主要因素分析

步入 2021 年，恒生指數在開年第一個交易日上升 0.89%，成交 1826 億港元。接下來港股將呈現何種走勢？從正面的因素來看，新冠疫苗日漸成熟並在全球普遍使用，疫情有望得到有效控制的預期增強，再加上主要央行貨幣政策持續寬松、流動性充裕、利率仍低以及經濟表現觸底反彈、企業盈利恢復增長等，可望支持港股維持溫和向好。從負面因素來看，疫情走向仍存不確定性、中美博弈常態化以及地緣政治等利淡因素亦將持續為港股前景帶來變數。可從六個方面進行重點分析。

1、疫情發展。 一方面，全球新冠疫情仍未受控。截至 1 月 4 日，全球感染個案累計 8570 萬宗，死亡個案 185 萬宗。其中，美國、印度、巴西感染個案分別達 2090 萬、1030 萬和 773 萬宗。另外，英國、南非等地發現變異病毒並迅速向全球傳播，導致情勢更為嚴峻；另一方面，隨著全球各國陸續啟動疫苗接種計畫，新冠疫情逐漸受控的預期正在增強，但疫苗接種速度及有效性等不明朗因素仍未消除。近期本地第四波疫情回落緩慢，何時清零言之尚早，內地零星疫情時有發生，局部惡化的可能性或會出現。疫情發展與疫苗進展將成為 2021 年市場最為關心的重要因素。

2、利率與資金。利率方面，全球主要央行延續貨幣寬鬆政策，並出臺刺激經濟措施，利率低企、流動性充裕狀況料將持續。市場預計，美國在新總統上臺後，除繼續維持低利率外，將全面強化現有刺激措施，並提出大規模基建投資、增加住房供應、促進清潔能源等政策，總額或將超過10萬億美元；歐元區方面，鑒於通脹預期仍低，歐央行料將延續寬鬆貨幣政策；日本為重振被疫情衝擊的經濟，料將維持低利率，不排除採取更大規模財政刺激政策的可能性。相較而言，中國貨幣和財政政策在經濟快速復蘇背景之下，料將在刺激經濟、維持穩定以及防範風險三方面取得平衡，政策空間更為充足。2020年11月香港市場綜合利率為0.30厘，雖結束連續下跌，但仍處歷史低位。因此，2021年香港市場流動性應可維持充裕。

資金方面，隨著風險偏好上升、風險資產看漲，截至12月31日彭博全球主要股票基金連續三個月淨流入2207.78億美元，新興市場同期淨流入176.36億美元。新興市場經濟表現與資產走向被市場普遍看好；香港市場持續錄得資金流入，銀行體系收市總結餘從1月2日的544.02億港元升至12月31日的4574.66億港元。另外，相信透過滬深港通機制南下資金在2021年亦可持續維持淨流入，為港股成交提供支持。

3、中美博弈。中美關係走向仍是影響市場走向的重要因素。從目前來看，拜登近期接受採訪時曾表示美國不會取消貿易協定，也不會取消對中國出口商品加征的關稅；美國國會已通過對中資企業在美國上市的限制性法案，拜登上任後短期內作出修改的可能性不大。另外，拜登多次強調將就中美知識產權、傾銷和補貼行為作出回應，並會更多地與盟友協調行動。因此，預期美國新政府上任後，中美之間以貿易為先導，圍繞經濟、科技、金融等領域的鬥爭基調並未改變。在此背景之下，作為中美角力的主要戰場，香港在《國安法》實施過程中，仍將持續面臨以美國為首的西方經濟體各種制裁，國際問題、中美關係以及本地疫情及政治爭拗相互交織，勢必成為2021年影響市場的負面誘因。

4、基本面與企業盈利。一方面，在全球經濟可望實現疫後復蘇的背景之下，預期2021年香港經濟將擺脫衰退，走上復蘇之路，但經濟增長力度與速度仍受疫情、中美關係及其他內外因素影響；另一方面，企業盈利總體或逐步回升，但仍存變數。鑒於目前內地企業占港股市值及成交的比重均超過八成，內地企業盈利表現備受關注。2020年前11月規模以上工業利潤增長2.4%，2021年可望延續增長態

勢。但是，截至 2020 年 12 月 20 日，滬深兩市共有 635 家上市公司披露年報業績預告，業績預喜公司占比 34.02%，遠遜前兩年五至八成的水準。本地企業方面，自 2019 年本地政治事件疊加 2020 年因疫封關，受影響較大的零售、旅遊、航運等本地企業前景仍將不容樂觀。

5、外圍市場。 港股表現歷來受美股、內地 A 股影響較大。2021 年隨著美國新總統上臺，受到政策預期、利率低企、資金充裕、企業盈利恢復增長影響，美股平添向好動力，但受制於估值高企、金融泡沫風險上升和疫情等因素，三大指數升幅或將放緩；內地股市方面，2021 年是“十四五”開局之年，中國經濟增速全球領先，疊加財政貨幣政策支持、內部改革與對外開放進一步升級以及防範金融風險政策及行動持續深化等，全年 A 股或維持平穩向好。

6、技術及其他因素。 目前港股主板 PE 基本位於 17 倍左右，雖擺脫長年 10 倍左右的低位，但與其他成熟市場以及歷史上逾 20 倍相比，仍有上升空間；近期恒生 AH 股溢價指數普遍位於 140 點左右，顯示港股估值較內地 A 股更具吸引力；預期兩地市場聯通機制將持續優化，推進港股市場縱深發展。

綜上所述，預估 2021 年港股在波動中，總體溫和上揚，恒生指數或突破 30000 點，全年成交料保持高位企穩，日均約 1200 億港元。

三、IPO 市場總結及展望

在全球主要股市普遍向好的背景下，資料顯示，2020 年全球 IPO 活動創十年新高，融資規模和數量分別達 3310 億美元和 1591 宗。在此背景之下，2020 年前 11 月港股 IPO 集資 3050 億港元，較 2019 年同期上升 6%。市場預計港股 2020 年全年集資近 4000 億港元，較 2019 年上升 25%，繼續穩居全球前茅。

回顧 2020 年香港 IPO 活動的情況，有三個主要特點：一是集資規模前低後高。全球 IPO 活動在經歷前兩季度增速放緩之後，自第三季開始強勁增長。與此相對應，港股 IPO 亦自 6 月開始反彈，當月集資 623.32 億港元；二是內地企業仍是來港上市主力軍。2020 年前十大 IPO 項目，包括京東、京東健康、網易、百勝中國、渤海銀行、萬國數據、恒大物業、泰格醫藥、華潤萬象及新東方無一例外均是來自內地的企業（含美國中概股）；三是新經濟公司占比提升。上市新規實施以來，新經濟公司占 IPO 市場總集資額比重近 60%，有 47 家醫療健康和生物科技公司成功上市。

展望 2021 年，除市況向好提振外，其他主要支持因素還包括：一是上市資源充足。截至 2020 年 11 月底港交所已原則批准上市申請 161 宗，已批准未上市的公司有 145 家；二是在美國上市的中概股退市或返港第二上市陸續有來；三是新經濟上市制度日趨完善，香港作為生物科技企業集資中心角色正在形成；四是海外推廣與行銷持續，東盟新經濟企業或成重點。粗略計算 2021 年全年港股 IPO 集資金額或不低於 3000 億港元。

近期報告

1.	2021 年香港樓市：有望溫和回升	蔣天驕	01.07
2.	曙光初現 挑戰仍多--2021 年香港經濟展望	陳蔣輝	12.31
3.	2021 年全球經濟金融展望	國際經濟與金融處 課題組	12.28
4.	2021 全球經濟金融週期、格局與政策外溢	鄂志寰	12.28
5.	離岸人民幣快報(2020 年 12 月號總第 82 期)	張華琳、曾綺珺、梁紹仁	12.21
6.	境內相對高息環境下的人民幣國際化發展要點	梁紹仁、張華琳	12.17
7.	離岸人民幣快報(2020 年 11 月號總第 81 期)	張華琳、曾綺珺、梁紹仁	12.03
8.	施政報告致力提升香港金融競爭力	張文晶	12.03
9.	施政報告後兩地合作新動向	蔣天驕	12.03
10.	在國家新征程中再造香港新輝煌-香港如何配合國家『十四五』規劃	王春新	11.25
11.	RCEP 的意義與香港的機會	陳蔣輝	11.24
12.	“十四五”規劃與香港融入“雙循環”的幾點思考	柳洪	11.20
13.	RCEP 正式簽署，區域經濟一體化建設進入新時期	李睿正、譚愛璋	11.19
14.	拜登當選美國總統的政策初步分析	蔡永雄	11.16
15.	十四五對外開放新趨勢及香港的功能角色	陳蔣輝	11.13
16.	“十四五”規劃推動高質量發展與香港的機遇	蔣天驕	11.13
17.	內地“十四五”的綠色發展與香港角色探討	張文晶	11.12
18.	“十四五”規劃金融改革要點及香港的角色優化	蘇杰	11.12
19.	土地管理制度改革如何助力深圳先行示範區建設	蔣天驕	11.05
20.	離岸人民幣快報(2020 年 10 月號總第 80 期)	張華琳、曾綺珺、梁紹仁	10.29