

# 美債大跌之謎逐步揭開



金針集

大衛

美國長債孳息由今年八月開始緩緩上升至最近三厘二三的七年高位。隨着今年八月包括中國、日本等全球多個央行減持手上美債組合獲得證實，美債大跌之謎將會逐步揭開。

## 全球央行紛減持美債

美國債券一直作為全球外匯儲備的重要组成部分，凸顯美國金融霸權地位。不過，特朗普推行美國優先政策，肆意向別國實施制裁，包括推出投資與貿易限制措施，到頭來得不償失，與全球為敵，結果逼使全球進行反擊，減少對美元依賴、降低美債佔外匯儲備比重，繼而削弱美元國際地位。

事實上，美國推行貿易保護主義，令貿易夥伴出口美國的商品大減，意味獲取美元數量亦同時急降，隨之必然減少購買美債的規模。在買家減少之下，美債價格自然下跌、債息顯著上升，美國這回真的自討苦吃。

## 兩大債主沽貨受關注

根據今年八月全球央行對美債持倉數據顯示，全球央行身體力行減持手上美元資產，不僅俄羅斯近乎將手上美債組合清倉之外，美國兩大債主中國與日本，在八月分別減持五十九億美元與五十六億美元的美債，手持美債組合

降至一點一萬億美元與一點零二萬億美元。

值得留意的是，中國已連續三個月減持美債，持有量為一年來最低，而日本持美債規模，更是七年來最少。目前美國兩大債主不斷沽貨備受市場注視，憂慮燃起大規模美債沽售潮，更大拋售可能還在後頭。

## 更大沽壓料還在後頭

從九月、十月美債跌幅急勁、債息升勢加劇來看，不排除全球央行沽售美債行動已進一步升級。一旦消息確實，美債跌勢恐會加劇，其中十年期長債債息隨時上破三厘五大關，勢必令美國政府與企業債務利息支出大增，隨時掀起新一波金融風暴。

事實上，美國減稅措施惹出大禍，本年度財政赤字預算達到七千七百九十億美元的六年高位，未來一兩年更有可能升破一萬億美元，必須大幅增加發行國債規模，才能填補赤字，問題是美債供應大增之餘，買家卻在不斷減少，美國以債償債伎倆不可能持續下去，主權債務危機隨時一觸即發。

美元資產在全球外匯儲備佔比已降至百分之六十二點三，為二〇一三年以來新低。反之，歐元、日圓以及人民幣資產在全球外匯儲備比佔卻上升，全球去美元步伐加速是有跡可尋。

## 以債償債不可能持續

值得留意的是，中美貿易戰升級之際，中國發行三十億美元的美元債券，市場反應不俗，獲得一百七十多億美元認購，即超額認購五倍，可見中國資產受到追捧，而且獲得頗高信用。

三十億美元債券中，有十五億美元為五年期債券，息率為三厘三三，僅比美國同期債券高出約零點三個百分點而已，中國發行債券，吸引力不下於美債。

目前美國國債總規模已突破二十一萬億美元，佔GDP比重百分之一百一十，而財赤佔GDP比重亦上升至百分之三點九，雙雙升越警戒線。若然特朗普繼續推行貿易保護主義，進一步損害美元儲備地位，無疑是自毀長城。



心水股

當代置業 (01107)  
中國建材 (03323)  
京信通信 (02342)

## 十月股市再評估



頭牌手記

沈金

還有十個交易天，十月股市就成過去了。迄今為止，十月市可以講令投資者相當失望，同九月底恒指收市的二七七八點比較，跌了二二二六點，並且再創出今年以來恒指收市及中段的雙新低。這就是收市新低二五二六六和分段新低二五一二五，兩個數據均創於十月十一日。

從另一個角度，自從十月十一日創出雙新低後，已過去的多個交易天，均未有再創新低，因而，上述的低位在十月餘下的日子裏能否守得住，就更加惹人關注。

不少人曾預期，二五〇〇〇關不易守，甚至不可守，但結果是：仍然守住。如果在十月份內，二五〇〇〇關不被戳穿，則對整個大市的抗跌力和防守力，值得重新評估。

以前我講過，去年有三個月指數是在二五〇〇〇關內上上落落，可見這一關是早為投資者所認識，而重見這個關口，相信不少人所持有的股份，均無利可獲，除非要後市「徹底失望」，又或企圖偷步「先佔後補」，否則這個水平

的沽壓應該不大。何況，以傳統智慧而言，太多人預期二五〇〇〇關不保，則最終來個拍案驚奇，也說不定啊！

當然，上述估計是在中美貿易戰仍處僵持局面時作出的，若出現急劇升溫，甚至擴散至其他戰線，這就是另一回事了。當前，成交額降低，投資意欲不高，要害正是這個因素。

再從技術因素看，恒指短期的下限仍是二五一二五，上限則是二五八三五，短線而言，是二五〇〇〇至二六〇〇〇，一〇〇〇點之內上落，就看好淡角力下誰可以打破這個上落市的規範。

美股因企業業績佳而大升，料對港股有刺激，今日假後重開，向上的機會較大。



## 中建材技術走勢改善 6元可吸



投資人語

金利豐證券研究部執行董事 黃德凡

年末為水泥行業的旺季，隨着秋冬季限產政策陸續出台，水泥價格有望進一步攀升。中國建材（03323）與中材母公司集團的交易，合併下的H股換股及非上市換股已於今年5月2日完成，以去年產能計，集團為全球最大的水泥生產商。

集團日前發盈喜，預期截至今年9月底止九個月應佔利潤將按年大增，因主要產品水泥的價格上漲，但因為集團按公允值於損益帳確認的金融資產公允價值大幅下降而部分減少。另外，集團在今年6月，以總代價19.18億元（人民幣，下同）向中海信託收購西南水泥的18.7%股權，令集團在西南水泥的股權由70%增至88.7%。在供給側結構性改革的推進，西南地區市場續向好，具發展潛力，料西南水泥未來效益可觀。

今年上半年，集團收入按年上升22%至952.28億元，純利升1.6倍至38.12億元。整體毛利率由去年同期的24.5%，增加5.4個百分點至29.9%。期內，集團水泥熟料銷量1.61億噸，按年下降5.6%，惟水泥熟料平均售價按年增加28.5%至每噸310.9元；水泥分部收入按

年增加22.2%至503.85億元，佔總營業額的52.9%，分部溢利增加37.8%至141.84億元。

今年6月底，經營活動淨現金流增加86.8%至158.07億元，手持現金261.22億元，淨債務比例達到148.1%。走勢上，8月1日升至8.9元（港元，下同）遇阻回落，形成下降軌，目前失守各主要平均線，惟STC%K線續走高於%D線，MACD熊差距收窄，短線走勢有望改善，可考慮6元吸納，反彈阻力7.2元，不跌穿5.5元續持有。

（筆者為證監會持牌人士，並無持有上述股份）



## 專注綠色 當代置業增長動力足



聚焦中環

甄榮

據中國指數研究院數據顯示，今年首九月，隨着各地調控政策的不斷落實，房地產市場逐漸趨穩，受監測的百家房企銷售業績整體出現正增長，其中前十大房企的銷售總額達2.9858萬億元。目前各地調控政策進入微調階段，主要針對投機炒房，核心目的則是求「穩」。

2018年上半年，伴隨城市群產業聚集力的凸顯，部分二線需求快速釋放，成為房企業績主動力。同時，在三四線熱度釋放因素下，房企搶收基本面良好的三四線城市的銷售業績，銷售規模繼續快速提升。

中長期來看，隨着房地產多元供給體系逐步完善、长效机制加速建立以及資金面繼續收緊，房地產行業市場集中

度將跳躍式提高。

在此市場情形下，二線城市仍是房企爭奪的主戰場。當代置業（01107）作為一家在港上市並傾注於「綠色科技+舒適節能+移動互聯」的全生命周期生活家園的地產開發商，在近期的路演中也表示，公司2018年下半年預計拿地目標人民幣260億元，主要集中在西安、太原及合肥等強二線城市，權益佔比維持在大約65%左右的比例。

值得一提的是，集團截至2018年9月30日止九個月之合約銷售額約人民幣228.28億元，對比上年同期有高達79%的增長，且前九個月累積合約銷售額已達成全年目標320億的71%。

在數字互聯、高增長、高聚焦、高淘汰的市場環境中，當代置業一直保持着高速增長，增速發展。相信當代置業未來能繼續保持增長，投資者留意。

## 中資藥企機會與挑戰並存



市場脈搏

工銀國際研究部醫藥行業副總裁 張佳林  
分析員 顏涌林 趙嘉楠

國家醫療保障局近日公布抗癌藥醫保准入專項談判結果。17種（15種來自外資藥企，2種來自中資藥企）藥品接受醫保局支付價（較平均零售價低約57%），獲納入醫保藥品目錄，主要涉及非小細胞肺癌、腎癌、結直腸癌等多個癌種。

醫保局將17種抗癌藥納入國家醫保乙類目錄，同時設定支付標準（至2020年11月30日），由醫保基金和患者共同支付（分擔比率由各地區確定）。

另外，醫保局要求各省（區、市）醫療保險主管部門不得將談判藥品調出目錄，也不得調整限定支付範圍，並確保11月底前開始執行採購。

因談判藥品納入目錄導致醫療機構2018年實際發生費用超出總額控制指標的，醫保局將於年底清算時給予合理補償，以鼓勵醫療機構使用這些藥品，提高這些藥品的可及性。

我們認為，此次談判結果反映出醫保局作為最主要支付者以更靈活、有效的方式在醫保資源分配過程中承擔更重要的角色。政府降低患者用藥負擔的決心也是談判背後的主要動力。

本輪談判藥品平均降價約57%，高於去年上輪36種談判藥品44%的降

幅。

不過，17個抗癌藥品中有10種藥品為2017年或之後在內地上市的品種，因此降價前基數較高，而2017年36種談判藥品則是基於已調整的價格降價，換言之，在仿製藥上市前，這些藥未來兩年面對較小省內招標降價壓力。同時考慮到以往贈藥情況，本輪談判降價幅度並沒有看起來那樣高。

我們認為，醫保局未來將延續此類談判，以提高新藥可及性。臨床價值將是藥企參與談判的入場券。

參考上輪的36種談判藥品中23種於2017年銷售額同比增加超過30%，整體上可以預期本輪入圍的抗癌創新藥將實現放量增長，蠶食低質藥品市場。

不過，我們建議關注該政策在省級的落實情況。同時競爭態勢也同樣值得關注，例如NSCLC就是藥企競爭非常激烈的領域（本輪談判有5種NSCLC藥物，以及已上市／即將上市的PD-1抑制劑）。

對於中資藥企，我們認為機會與挑戰並存：外資藥企的創新藥以較便宜的價格迅速進入中國市場，中資藥企必須以真正好藥加以應對。

## 添新增長動力 京信通信最壞時刻已過



股壇魔術師

高飛

高鐵香港段在9月23日通車，京信通信（02342）為西九車站大堂提供免費WiFi服務，因此而讓香港市民較為熟悉這間公司。雖然公司近年來業績及股價表現不理想，但相信最壞時刻已過，因為公司有新增增長動力，以及在成本上可以有較大的調整空間，短期為業績帶來支持；而將來而言，4G後期網絡擴容、5G的推出等均可推動公司增長。

京信通信是一家全球領先，集研發、生產、銷售及服務於一體的通信與信息解決方案和服務提供商，為全球客戶提供無線接入、無線優化、天線及子系統、無線傳輸等多元化產品及服務。總部設於香港，營運網絡遍布全球，包括設於中國的生產基地、設於中國和美國的研發中心，以及全球超過40間辦事處。

公司已獲納入多項指數，包括MSCI中國小型股指數、恒生綜合指數（資訊科技業指數、中小型股指數及小型股指數）、恒生環球綜合指數、恒生互聯網科技業指數，以及恒生可持續發展企業基準指數，可見公司規模不小。

不過，由於內地近年來通訊建設投資放緩，影響到公司的業績及股價表現。今年上半年業績仍受影響，收益24.94億元，按年下降8.4%；純利2103萬元，倒退77.7%。

然而，相信公司最壞時刻已過，因為公司有新增增長動力，如國際及核心設備製造商業務上半年收入增長48.3%，佔整體37.9%，公司預期有關收入將持續增長，並會佔整體收入一半或以上；另外，4G後期網絡擴容、5G的商用推出等均屬於未來主要增長點。



▲京信通信為高鐵香港西九龍車站大堂提供免費WiFi服務。圖為西九龍車站大堂擠滿大量旅客

中通社