

把脈中國經濟 辜朝明藥方有效嗎？

一點靈犀

上月底，野村綜合研究所首席經濟學家辜朝明在東吳證券（香港）策略年會上為中國經濟「把脈」，預警了資產負債表衰退的風險。同時，他又給出了自己的「藥方」：不要把時間浪費在貨幣政策及結構性改革上，而應該將所有精力放在財政刺激上，以保持經濟的運轉。

李思修

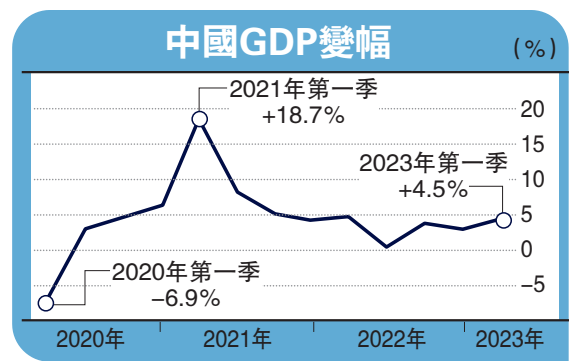
辜朝明出生於日本，早年美國求學後曾在紐約聯邦儲備銀行工作，之後任職野村並親歷了日本資產泡沫爆破。辜朝明自創「資產負債表衰退」理論，對日本經濟衰退做出系統性解釋。2008年金融危機爆發後，他又將該理論擴展至對經濟大蕭條的成因剖析，並順勢出版了《宏觀經濟學的聖盃》(The Holy Grail of Macroeconomics)一書。眾所周知，有關經濟大蕭條的研究被視作宏觀經濟學的「聖盃」。業界早有共識，該領域必會誕生諾貝爾獲獎者。辜的書名揭示了自己的學術野心。

然而，去年諾貝爾經濟學獎頒給了伯南克的「金融加速器」理論——同樣是關於經濟大蕭條的學術研究。這多少對辜朝明有所打擊。但西邊不亮東邊亮，「資產負債表衰退」概念開始在中國坊間流傳，特別是財經自媒體多引用

其論點。在此背景下，辜朝明來香港「傳道」，也就不足為奇了。

我們先來看一下「資產負債表衰退」的內容。1990年日本經濟泡沫破滅後，辜朝明觀察到，企業不再追求利潤最大化，而集結轉向債務最小化。即便利率跌到零附近，企業也只是拚命還債，貨幣政策似乎失效了。在1997年至1998年期間，辜朝明將此類現象歸納為「資產負債表衰退」，並在此理論基礎上為日本首相提供政策諮詢，儼然以「日本國師」自居。

其實啊，大蕭條的親歷者——美國經濟學家歐文·費雪，早在90年前就提出了「債務—通縮螺旋」理論。費雪指出，當危機爆發後，企業及個人會快速去槓桿，低價出售股票、房產，以套現償還債務。但這種趨勢又會引發惡性循環：甩賣行為導致資產價格急跌，



辜朝明的「資產負債表衰退」理論，在中國經濟上並不適用。

銀行擔心風險又會收縮信貸，結果又進一步加重了還債壓力。一旦通縮環境形成，企業會攥緊現金，不再投資於擴大再生產；居民則會「窖藏貨幣」，減少消費行為。到最後大蕭條無可避免，直到市場風險完全出清。

費雪在大蕭條前借債炒股，身家一度超過千萬美元，成為那個時代全球最富有的經濟學家。但股災後至死都未還清債務，晚年窮困潦倒，只留下著作《繁榮與蕭條》傳世。有關這段歷史，筆者在《網紅股評家費雪的哀歌》一文中，有過詳細介紹。

對比「債務—通縮螺旋」可知，

辜朝明更像是對費雪理論的微觀表述，洞察力極強、但原創性不足，而且學術界對其邏輯推理也多有質疑。那麼，辜朝明為中國經濟開出的「藥方」是否有效呢？

貨幣政策支持不可缺

辜朝明否定了現階段貨幣政策的作用，但人民銀行恰巧在上月減息。今年以來，內地價格指數一路下行，若政策利率維持原有水平，市場等同於「反向加息」。這是因為在價格下降周期，企業傾向於主動去庫存，並壓縮人力成本開支，直接導致家庭收入的減少。如

果銀行利息沒有相應降低，居民部門的債務/收入佔比其實是在增加的。特別是內地存量房貸利率，每年僅限調整一次，利率的「年性」造成債務的「黏性」，急需政府出手減輕家庭負擔。也因此，貨幣政策不是「有沒用」的選擇，而是「不得不做」的問題。

至於結構性改革，更是關乎中國經濟長久之計，不能因為經濟波動而半途而廢。李強總理上任後首次亮相記者會，就明確提出要「吃改革飯、走開放路」。中國經濟走上高質量發展之路，也要進一步釋放改革紅利，在轉方式、調結構、增動能等方面下更大功夫。

心水股

阿里巴巴(09988) 騰訊控股(00700) 理想汽車(02015)

淡友動力漸弱 恒指關鍵位萬八點

頭牌手記

沈金
港股昨日繼續探底，恒指習慣的「套路」是甫開即挫，先穿18500點，繼而落到18400點之下，最低連18300點也不保，低見18279點，跌253點，然後有小小反彈，在18300點以上反覆，收市報18365點，跌167點，連跌三日，共抹去1050點。昨日成交額994億元，較上日多21億元。三日連挫，成交一日比一日增，說明沽壓沉重。好友一方暫處守勢，採低位接貨策略。

大部分股份下挫，但開始有異軍突起，便是阿里巴巴(09988)，曾漲至86.7元，大升6.4%，收市報84.3元，仍漲3.4%，是二十大熱門股中唯一的上升股。入市消息有二：一是外電報稱阿里附屬螞蟻將被罰款至少80億元人民幣以結束監管整頓。市場人

士馬上聯想到完成整改後，會否重提獨立上市的事。

另一個消息是，阿里會同華為、百度(09888)成為內地首個國家級人工智能標準化總體組的成員，顯示國家對阿里科技成就的認同，亦令阿里有更大的底氣。由於早前阿里錄得較大回調，這次刺激，正合時宜，昨日成交有6900萬股，涉資58.08億元，排成交榜第四位。看來，下周還有可以再彈的空間。

大摩唱好 聯通中電信逆市場

內地三大電訊股昨日升了中國聯通(00762)、中國電信(00728)，獨跌了中國移動(00941)。大摩出報告，看好三大電訊股，預測至2025年其複式收入年均增長率達14%，而論增長率，則以聯通、中電信最高，分

別達14%和13%。中移動體積大，增長率為8%。至於目標價方面，中電信為5元，中移動75元，聯通7.5元。

騰訊控股(00700)昨日波動頻仍，高位331.6元，低位320元，收326.6元，微跌0.2元，成交金額70億元，次於盈富基金(02800)排第二。作為領導股，已漸見支持，估計下周若反彈，騰訊應有上揚機會。

恒指18300點關算是守住，希望能守穩。不過從沽盤看，似漸呈乾涸。淡友將恒指推低，旨在「屠牛」，18300點的牛證已宣布死亡，剩下較多的牛證在18000點關，淡友自然想將之推倒，殺入「無人之境」，但好友答應嗎？昨日下跌的速度在減弱，說明了三日的淡友，也已活到「手軟」吧！下周若證實18000至18300點區間能守，便是雙底，反彈亦將孕育中。

放寬按揭 港股勢受惠

政經才情

容道
周五，A股及港股在前一晚美股跌市後仍然維持半死不生的悶局，收市皆微跌收場，但實際市況遠較正在水深火熱之中的歐洲差，這或許就是西方的金融操控力量了。對此等局面，本欄完全不意外，早預計兩市仍會在一個安全的區間內震動，耗着大部分人的時間、資金和精力，而對策不是先做費心思和時間的個股選擇，反而是在資產的源頭做好：把資產配置三分天下，股匯商品三分，既平衡風險，也不失捕捉相關資產潮起潮漲的機會！

美匯及人民幣在過去一周相對平靜，但商品市場，尤其是稀土及稀有金屬的價格就曾經風起雲湧，隨着中國落實對某些商品進行出口限制後，相關商品及資產都給抬高，當然，大部分投資者不會有太大實質感受，但局中者很可能會被一兩個突如其來的漲停所感動。

另外，香港金管局周五突然宣布對物業按揭的新措施，具體內容對現時地產市道來說是十分進取，其中最重要的訊號是特區政府對地產市場和價格的真實態度，若再深一層就是香港在中國金融版圖上的重要性了。簡單而言，就是香港的金融屬性是不能變也不會變，特區政府和財金當局這次主動出擊是值得

欣喜的，既防患於未然，也能從核心重振香港的生機，引發久壓的資產價格反彈和重估，再從而引導一個良好的資產價值循環！

新措施最直接受益的肯定是一眾業主及地產股了，相信下周港股會在這場景下有一波反彈；就算反彈後再跌，下探空間將會比之前大幅降低，去年恒指14597點肯定不會再見了，最差的也就是16500點，有了這個底線後，對實操交易策略來說就相對有利了。我會先設17500點為第一支持位，然後是16500點，而向上則是風光無限了。此刻更堅定了我上月判斷：今年的高位還未見！若升破年初高位22700點，以現在萬八點水平看，上望是近5000至6000點上升空間呢！故此，結論是港股值得也！

A股年內必再創新高

至於A股，若港股大升，則無論是南水還是北水，在現時雙向有效融通情況下，必定更能使活水加速流動，A股生水不斷，自然就會風生水起了，再補一句就是：A股必會再創今年新高！

最後，大家不妨把美國財長到訪中國和金管局舉措的時間節點及目標連在一起，或許，就會發現更大的想像空間和投資機遇呢！

阿里布局國際業務 前景看俏

經紀愛股

鄧聲興
近日，中國國家標準化管理委員會指導的國家人工智能標準化總體組在2023世界人工智能大會(WAIC 2023)上宣布，中國首個大模型標準化專題組組長由上海人工智能實驗室與阿里巴巴(09988)、百度(09888)及華為等企業聯合擔任，現場進行證書頒發並正式啟動大模型測試國家標準制訂。同時，阿里旗下阿里雲亦在WAIC 2023上宣布推出通義大模型家族新成員，一款支持文生圖的進化中AI繪畫模型通義萬相。

阿里近期利好消息不斷，其國際業務的發展頗具想像。據傳集團創辦人馬雲現身巴基斯坦，且先後到訪多個阿里旗下電商平台Daraz所布局的地區，有分析相信阿里或將在巴基斯坦拓展電商業務。

此外，集團旗下菜鳥國際快遞宣布在西班牙核心城市陸續開通周末派

件及同城配送服務。據數據顯示，目前菜鳥國際已覆蓋西班牙30多個城市。針對外貿旺季，菜鳥繼續優化海外倉供應鏈的各環節要素，3月西班牙和法國兩地海外倉入庫體積按年增長100%以上，訂單覆蓋歐盟全境。據集團2023財年第四季度及全年業績顯示，主要受惠於對消費者物流服務需求及國際物流履約解決方案服務每單平均收入的雙雙增加，菜鳥2023年1至3月營收為189.15億元人民幣，抵銷跨分部交易影響後，外部營收按年增長18%至136.19億元人民幣。

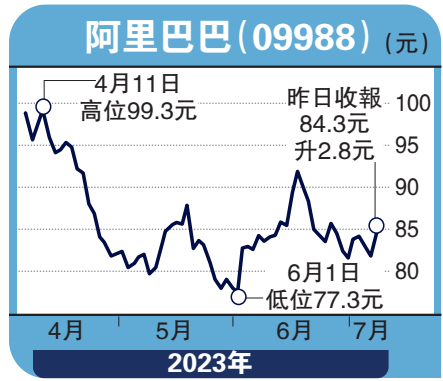
得益於海外環境持續復甦和各平台積極調整策略，相信阿里國際商業收入或回歸增長。

受惠市場持續復甦

結合集團「618購物節」數據來看，旗下淘寶天貓今年618的成交額、用戶數、商家數均實現正增長。在商

戶及用戶規模領先同業，且雙邊網絡效應能形成更好的商品豐富度於消費者體驗的促進下，預計憑藉該等平穩穩固的核心競爭力，以及市場宏觀層面的持續復甦，集團下半年商品銷售總額和客戶管理收入均有望延續增長，不妨關注。

(作者為香港股票分析師協會主席、證監會持牌人士，並未持有上述股份)



加息預期升溫 金價恐失千九關

金日點評

彭博
本周黃金走勢不穩，俗稱「小非農」的美國6月ADP就業人數暴增，同期美國供應管理協會(ISM)非製造業採購經理指數(PMI)上升，數據表明美國經濟進一步回升。此外，美聯儲會議紀要顯示，幾乎所有官員認為2023年將有更多的利率上調。消息推升了市場對美聯儲進一步加息的預期，令金價本周受壓，低見1902美元，並有機會失守1900美元大關。

基本分析方面，美聯儲維持對2023年「溫和」衰退的預測。主席鮑威爾在6月會議後聲稱，下半年至少還會加息兩次。但筆者預計，美聯儲僅會在7月加息0.25厘，然後至2024年中減息前將利率保持在5.25至5.50厘區間。目前市場對加息滯後效應的重大影響持懷疑態度，還對通脹能否迅速降溫非常擔憂，引致可能要進一步加息。這都加強了市場對美聯儲進一步加息的預期，對黃金產生下行壓力。

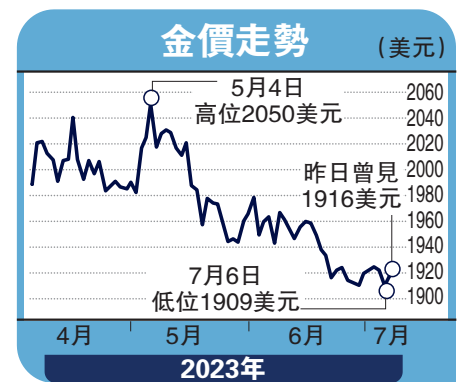
美就業數據優於預期

數據分析方面，本周一些重要數據對市場構成影響，最引人注目的是6月ADP就業人數和ISM非製造業PMI。ADP就業人數增加49.7萬人，遠超市場預期；ISM非製造業PMI升至53.9，創

4個月最大增幅。這些數據表明美國就業市場正在穩步恢復，經濟也進一步回升，加息預期也隨之升溫，這對金價增添壓力。此外，美國5月貿易逆差縮小，進口商品價值降至2021年10月以來最低水平。

技術分析方面，金價支持位分別是1904、1898及1890美元，上方阻力位分別是1916、1924及1932美元。目前市場普遍認為美聯儲本月會再度加息0.25厘，投資者需密切留意美國6月失業率及6月季調後非農就業人口。筆者認為，如數據超預期，可能會提振美聯儲在7月之後再次加息，並令美元受支持。一旦非農數據也表現強勁，金價或將正式打開下方的空間。

(作者為彭博環球創富學院創辦人 @ppgpahk)



理想汽車增長跑贏同業 上望165元

毛語倫比

毛君豪
近期內地公布一系列6月製造業、非製造業及服務業指數，雖然都處於盛衰分界線50以上，但都只是符合預期或比市場預期遜色。內地擴張速度放緩，製造業生產經營活動修復減速，市場信心繼續回落。儘管如此，上半年新能源車銷量合計125.56萬輛，按年增長95.8%，這賽道仍然是值得關注的一塊。本周筆者以汽車新勢力小鹏汽車

(09868)、蔚來(09866)及理想汽車(02015)的6月份交付數據去分析哪一所企業較值博。小鹏6月交付新車8620輛，按月多15%，惟按年計下降43.6%；蔚來交付新車10707輛，按年下跌17.39%，按月則增加74%；理想上月交付新車32575輛，月度首次突破3萬輛，按年大增1.5倍。另外，理想上半年交付量已超過2022年全年。

數據可見，理想增長較小鹏及蔚來快得多，亦是唯一一月份交付量超

過3萬輛的中國豪華品牌。今年第三季度，理想L8和理想L9的目標是每月交付過萬輛，理想L7則欲挑戰1.5萬輛月交付目標。理想股價自去年11月初的52元起步，股價較小鹏及蔚來強得多，短至中期有機會挑戰歷史高位165元水平，以此為目標，調整至20天線134元買入，跌穿50天線117元止蝕。

(作者為富途交易部高級分析師、證監會持牌人士，並未持有上述股份)