

# 中國債券穩定性強 成避險首選

## 金針集

由於美歐利率、通脹、經濟存在很大不確定性，以致今年環球股匯債市場上落波動特別大，投資風險比之前進一步增加。對比之下，中國債券表現相對穩定，受惠於經濟基本面長期向好及貨幣政策趨向寬鬆，走勢持續跑贏全球債市，堪稱是首選避險資產，今年來全球資金繼續大買中國債券，華爾街大行花旗看好中國債券表現，上調評級展望，令穆迪即時遭打臉。

### 大衛

近期美國股市、債市反彈，收復了早前失地，但不代表雨過天晴，多間華爾街大行紛紛發出警告，市場對美聯儲局掉頭減息過度樂觀，其中最樂觀估計是明年大幅減1.25厘。不過，若然真的如此，恐怕美國經濟陷入嚴重衰退，美元資產必將爆發惡性拋售，出現美元、美股、美債同時暴瀉的恐怖場面，甚至觸發金融危機。

## 表現優於全球 萬億資金增持

近日全球最大資產管理公司貝萊德向市場大潑冷水，認為美聯儲減息預期有可能落空，原因地緣政治因素影響供給，加上人口老化、低碳經濟轉型，將不利經濟增長與推高通脹，預期通脹率持續高於政府目標水平。因此，目前市場投資情緒並不穩定，美國經濟硬著陸與軟著陸之間搖擺不定，今年

環球股匯債市場上大落的走勢有可能延續至明年，形成對表現穩定性高的資產有強大需求，令中國債券持續成為波動市況中避險首選。

今年來境外投資者大買中國債券，連續九個月於在岸債券市場淨買入金額接近萬億元人民幣。全球去美元化之下，相信不少買盤來自中東、金磚國家。目前已逾1100間境外機構進入中國債券市場投資，涉及70多個國家與地區，當中包括了美國、加拿大、英國、法國、德國、意大利等西方國家。換言之，中國債券成為全球增持吸納目標，這是中國債券表現優於全球的主要因由。標普中國政府債券指數今年來、過去三年及五年分別上升3.6%、13.6%及21.5%。對比之下，富時環球政府債券指數今年來只升1.6%，而



▲今年首三季中國經濟增長5.2%，增幅處於全球最前列位置。外資睇好中國經濟發展前景，是有確實的理據。

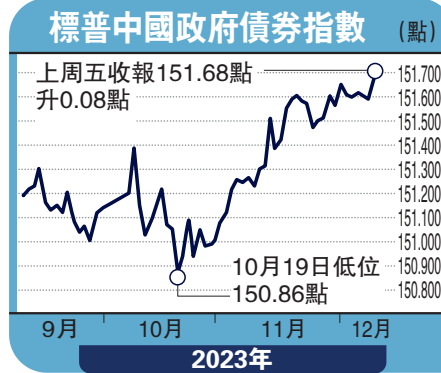
過去三年分別錄得22.3%與8.4%的跌幅。

## 花旗上調評級展望 穆迪被打臉

中國債券表現比美歐債券更具穩定性，可說經得起環球市場震盪的考驗，加上受惠貨幣政策趨向寬鬆，走勢將持續向好。現時境外投資者持有在岸中國債券3.3萬億元人民幣，較2017年增加近200%，可見外資增持中國債券

成為長期趨勢，以實際行動看好中國經濟前景。

近日被市場質疑調低美國信用評級三拍的穆迪，以經濟與財政風險為由突然將中國A1信用評級展望由穩定降至負面。不過，全球兩大評級機構標普及惠譽投下信心票，確認中國長期信用評級為A+，展望穩定，預期全球對中國債券保持殷切需求。花旗更將中國投資級債券評級展望調高，預期表現優



於美債，令穆迪遭打臉。

## 人民幣需求增 全球吸引力提升

其實，今年首三季中國經濟增長5.2%，增幅處於全球最前列位置，創新發展拉動與內需能力釋放，繼續成為世界經濟最大引擎。內地防範化解地方債務風險的制度體系已建立，房地產下行對地方公共預算的影響是可控的。目前中國政府債務餘額61萬億元人民幣，負債率（政府債務餘額與國內生產總值（GDP）之比）為50.4%，低於國際通行60%的警戒線，穆迪降低中國信用評級展望的舉動實在令人費解，別有用心，與惡意做空中國的炒家為虎作倀。

外資對中國經濟保持坚定信心，從人民幣兌美元轉強可以反映出來。同時，今年國家在港發行國債金額增加至500億元人民幣，反映中國債券需求增，在國際市場吸引力不斷提升，避險資產功能尤其突出。

## 心水股

中信銀行(00998) 中遠海能(01138) 快手(01024)

# 恒指萬六關 成重要支持位

## 頭牌手記

港股上周錄得四跌一升，恒指一再創全年「雙新低」，收市報16334點，較前周跌496點，是第二周下跌，兩周共失去1225點。12月份過了8個交易日，同11月底恒指17042點比較，這個月上月共抹掉708點，可以形容為「開局失利」。大市疲弱，主要原因是港股長期走勢欠佳，今年由8月計到11月，已連跌4個月共抹去3036點，加上12月上旬所失的708點，則自7月31日以來，恒指已跌去3744點或18.6%，使得投資者損失慘重。這樣的弱勢很自然地嚇怕不少投資者。與此同時，美國的過華政策無所不用其極，破壞了全球供應鏈，亦使不少中國企業處於風口浪尖之中，加上「唱衰中國」以及「唱衰香港特區」成為西方主調，令一些不明真相的基金加速撤退或減



持，最後便是淡友的落井下石，沽空率一度大增，令大市直接受到衝擊。不過，上述的不利因素部分已經有所改變。例如香港的經濟，在特區政府的不斷努力下，「搶人才」、「搶企業」取得一定的成績，期待稍後還會有更多的成果公布。儘管部分外國基金選擇減持港股，但內地資金卻繼續支持港股，不斷增持，據統

計，今年來北水淨流入港股3000多億元，可見絕對不是小數目。這場好淡的「盤腸大戰」打足四、五個月，恒指16000關已成為好友必守之地。本地財團、華資大企這段期間動態趨趨積極，紛紛宣告回購股份，也是真金白銀買貨。近期不少傳統經濟股大放異彩，正是這一增持行動的結果。

## 伺機吸納中信銀行

2023年還有二十多天就過去，對即將到來的2024年，不少大行都對來年投下信心一票，預測恒指可在目前低位有2000點左右的回升，我認為這不是無的放矢。在16000關吸納優質股，只要有耐性持有，應錯不到哪裏去！近日我留意到中信集團動態積極，建議可伺機吸納中信銀行(00998)，是表現最強的内銀股之一。

# 油輪運輸需求增 中遠海能目標10元

## 券商觀點

摩根士丹利發表研究報告指，預計中遠海能(01138) 2023至2025年的油輪有效運力將分別增長2.7%、1.4%和1.3%，有效極大型油輪（VLCC）運力將分別增3.4%、1.1%和-0.1%。該行認為，在燃油價格上漲和去碳要求的推動下，2024至2025年報廢活動仍有上升空間。該行表示，雖然石油輸出國組織及其盟友（OPEC+）減產的消息不斷，但自2021年以來，在疫情後全球重新開放的推動下，全球海運原油貿易穩步增長。該行強調，非OPEC成員國

產能增加將有利於海運需求，因為從美國、加拿大和巴西到亞洲的原油運輸距離更長，而屆時預期船運需求將會上升。該行看好油輪運輸股表現，認為估值仍然有吸引力。

## 玻璃出貨量向好 信義光能上望11元

該行提到，今年的產能利用率較高，穩健的資產價格亦顯示市場對上行周期的信心。該行分別上調中遠海能2024及2025年淨利潤預測10%和9%，並將目標價由9.2元上調至10元，評級「增持」。摩根士丹利另一份研究報告稱，予信義光能(00968)「增持」評級，目標價11元。基於10、11月經營數據，管理層指出第四季玻璃出貨量會較上季好，雖預期第四季利潤率將按季下降，但仍會高於上半年水平。報告中稱，公司預計明年太陽能玻璃整體供需保持相對平衡，並計劃於今年底前啟動3條生產線，明年上半年啟動5條生產線。整體而言，管理層認為2023年季度毛利率表現依次為第三季、第四季、第二季、第一季。



# 盈利增幅改善 BRO企穩76美元可吸

## 集股淘

美股幾隻保險股連年破頂創新高，例如Brown & Brown, Inc. (US: BRO) 經過在2022年調整18%後，2023年再展升浪，首11個月累升32%。BRO業務覆蓋美國、加拿大、愛爾蘭、英國等地。BRO銷售產品包括財產、傷亡、員工福利保險產品、個人保險產品。另外，為牙科、法律、醫生、房地產等行業專業人士提供專業責任保險產品。BRO歷年業績方面。BRO於2021年、2022年收入30.5億美元（下同）、35.7億元，分別增加16%、

17%；而過去5年收入年複合增長14%，過去10年收入年複合增長12%。調整匯率影響後，2021年、2022年每股攤薄盈利2.15、2.28元，分別增加29%、6%；過去5年收入年複合增長18%，過去10年收入年複合增長14%。

## 74至75美元為阻力位

BRO去年經調整每股攤薄盈利只有單位數升幅，增速顯著減慢，所以翻查今年首三季情況，了解其盈利是否繼續放慢。截至9月底止第三季，經調整每股攤薄盈利0.71元，按年有

42%增幅；首三季盈利增幅則有25%。BRO盈利能力暫時未見轉弱。最後，看圖定入市。BRO股價在今年8月底收報74.1元，突破2022年3月底即市高位74元；可惜見頂回落至66元。11月下旬股價再次破位，收報74.97元，並多次升至75元以上，可惜未能企穩，每次皆回落至74元左右。上周五收報74.15元。若果BRO股價未能在75元以上企穩，恐怕會有回調風險。因此，如果股價能企穩76元，投資者不妨入市吸納；止蝕位為股價低於買入價10%沽出。

# 減息預期增 歐元下望1.056

## 商品動向

美國就業數據有驚喜，消費者通脹預期急降，增強市場對經濟軟着陸信心，降低減息憧憬。上周五道指反覆曾升178點，收市36247點，仍漲130點或0.36%；標普指數躍高0.41%，收報4604點；納指上揚0.45%，收報14403點。美國勞工部11月非農職位增19.9萬個，預期增18萬；失業率3.7%，預期增0.3%。密歇根大學12月消費者信心指數初值報69.4，預期62；消費者一年通脹預期初值3.1%。美匯指數上周五收市，在103.98水平整固，下方支持103.20、102.60、101.80。今年第三季歐元區經濟意外放緩。國內生產毛額年率為0%，前值為0.1%，低於預期。今年第三季歐元區季率為-0.1%，符合市場預測。歐洲央行執行委員會成員施納貝爾表示，若通脹不能短時間內恢復到

2%的目標，加息必須仍然是一個選項。然而，連續三次出現通脹意外處在低水平後，或改變了她的看法。市場對歐央行提前減息的預期十分激烈，目前認為歐央行最快將於2024年3月首次減息。

市場預期，歐洲央行將從明年4月起在每次會議上減息25個基點，到2025年初利率將降至2.25厘。歐元上周五收市，在1.0757水平整固，下方支持1.0710、1.0625、1.0560。

## 金價支持位1860美元

紐約期金跌1.56%，每盎司收報2014.5美元；現貨金一度跌1.7%，低見1993.5美元，收市報2004.5美元，下滑1.16%。現貨金價下方支持2000美元、1920美元、1860美元。

紐約期油彈2.73%，每桶收報71.23美元，上周累計回落3.83%，連跌第7周；布蘭特期油收市漲2.42%，報75.84美元。

數據顯示，11月中國石油進口量為每日1033萬桶，較10月的每日1153萬桶減少100多萬桶。石油輸出國組織（OPEC）發布11月石油市場報告中估計，10月至12月中國石油需求將增加到每日1629萬桶，這是2023年最大的季度消費規模。紐約期油上周五收市，在每桶71.23美元整固，下方支持68.20、65.40美元。（作者為獨立外匯分析員）



▲現貨金價上周五收市報2000美元以上。

# 利率環境改變 固定收益產品可取

## 宏觀洞察

固定收益市場在2023年面臨壓力，彭博美國綜合債券指數可能第三年錄得負回報。市場前景暗淡，導致固定收益資產加劇波動，但對於中等存續期固定收益資產仍然維持高的確信度，認為其具有吸引優勢，足以應對未來市場變化。首先，投資者現時可鎖定正處於十多年來最高水平的債券利率，同時，固定收益市場多個領域的價格亦相當吸引，甚至遠低於歷史平均水平。其次，利率急升亦意味著，經過多年極低的利率後，現時債券已成為代替股票的吸引選擇。假如經濟衰退的憂慮成真，債券的優勢將尤其明顯，但即使經濟前景保持相對穩定，利率持續在較高位維持較長時間，因此認為債券利率將保持在中至高單位數的範圍內窄幅上落，並繼續為投資者提供吸引的收益來源。綜觀固定收益，對中等存續期固定收益資產仍然充滿信心，認為投資機會優於短存續期固定收益資產。鑒於今年的利率率經常大幅波動，如能把機會鎖定未來數年的利率，投資者將可顯著受惠，同時避免短存續期和貨幣市場工具所帶來的再投資風險。留意按揭抵押證券現時投資組合配置應保持審慎，轉向固定收益市場內防守性較強的領

域。機構按揭抵押證券是看好的投資領域之一，原因是美國政府提供充分信譽保證的優質證券；然而，機構按揭抵押證券仍存有信貸風險。鑒於經濟可能轉弱，亦看好美國國庫債券。過去數月，多項技術因素推高利率，包括惠譽調低美國債務評級、高度兩極化的政治環境持續帶來政府停擺風險、美國債務的外國買家減少，以及美國財政部不斷增大債券拍賣規模。這些因素或會導致國庫債券市場在短期內持續波動。（作者 Howard Greene 及 Jeffrey Given 為宏利投資管理高級投資組合經理兼美國核心及核心增益固定收益聯席主管；Connor Minnaar 為核心及核心增益固定收益組合經理）

域。機構按揭抵押證券是看好的投資領域之一，原因是美國政府提供充分信譽保證的優質證券；然而，機構按揭抵押證券仍存有信貸風險。鑒於經濟可能轉弱，亦看好美國國庫債券。過去數月，多項技術因素推高利率，包括惠譽調低美國債務評級、高度兩極化的政治環境持續帶來政府停擺風險、美國債務的外國買家減少，以及美國財政部不斷增大債券拍賣規模。這些因素或會導致國庫債券市場在短期內持續波動。（作者 Howard Greene 及 Jeffrey Given 為宏利投資管理高級投資組合經理兼美國核心及核心增益固定收益聯席主管；Connor Minnaar 為核心及核心增益固定收益組合經理）

現時投資組合配置應保持審慎，轉向固定收益市場內防守性較強的領