

# 如何看待張五常的「通脹救市論」

**一點靈犀** 今年有關提振中國經濟的討論頗多，但業界一直未能形成共識。上周經濟學泰斗張五常在微博發文，提出「在不約束樓價的前提下，先將通脹推高到6%左右，然後調校並維持在4%，經濟會有可觀發展」。此言一出即刻引發巨大爭議。那麼，人為造通脹真的是穩增長的「法寶」嗎？

李靈修

張五常上次公開發表意見還要追溯到4年前，他在2019年「大灣區與深圳的未來」高峰論壇上大膽預言，「深圳未來將會取代硅谷，並成為整個地球的經濟中心。」當時就招來嘩然一片，而在上周五（8日）他又拋出「通脹救市論」，如同在輿論市場扔下重磅炸彈。

外界對此感到疑惑：一是因為大家擔心通脹會對中產家庭形成「財富掠奪」，也不利於經濟高質量發展；二是因為張五常師從芝加哥學派，理應秉承「貨幣中性論」，鼓吹通脹實屬離經叛道。

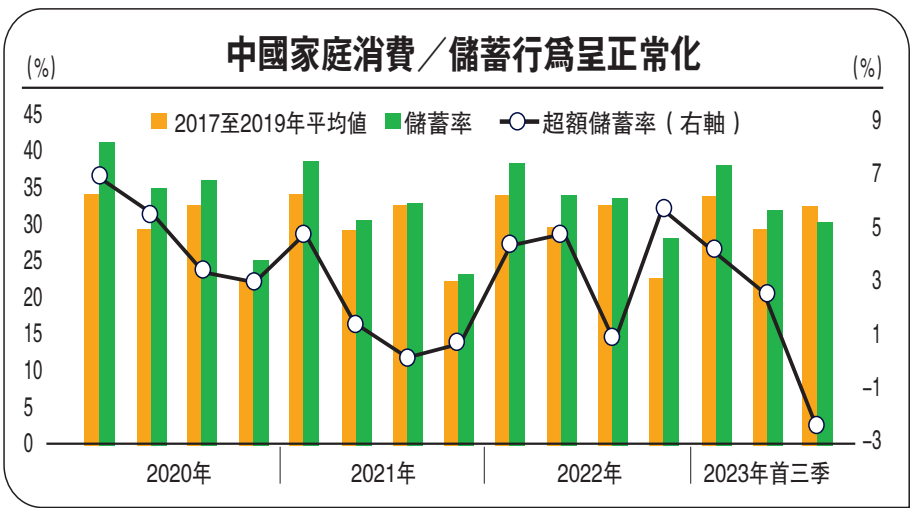
「通脹」與「通縮」誰是經濟禍首

事實上，「通脹」與「通縮」哪個才是經濟危機的罪魁禍首，長期都是

學界的爭議話題。筆者去年6月撰文《網紅股評家費雪的哀歌》就曾介紹過，美國經濟學家歐文·費雪對於1930年代大蕭條背後的貨幣邏輯論述。

在費雪看來，高通脹容易造成「貨幣幻覺」，刺激全民過度負債，從而造成大規模的資產泡沫。當危機爆發後，企業及個人會快速去槓桿，包括低價出售股票、房產，以套現償還債務。但此舉會引發一系列惡性循環：甩賣行為導致資產價格急跌，銀行擔心風險又會收縮信貸、降低貨幣供應，結果就是通縮後貨幣升值，又進一步加重還債壓力。整個社會就此陷入「債務—通縮螺旋」。

從上述理論來看，高通脹似乎是誘發市場犯錯的「禁果」，但不少學者



認為，美國大蕭條爆發的癥結，在於美聯儲面對通縮時的無所作為。也正因為如此，後續的美聯儲主席都選擇用大放水來應對市場緊縮。2008年金融危機如是，2020年疫情股災亦如是。

2020年疫情引發美國股災，八個交易日內四次熔断。鮑威爾繼承了伯南克「行動的勇氣」，快速開出「零利率+量寬」藥方，同時拜登政府向美國家庭發放現金補貼，最終形成了2.4萬億美元的超額儲蓄。但這套組合拳在保

住就業與消費的同時，也引發了史詩級大通脹。自2022年3月開始，美聯儲激進緊縮，共計11輪加息累計5.25厘。不可否認，眼下美國雖然處於「結構性衰退」階段，但經濟形勢遠超去年的市場預期。

切實增加居民收入為王道

美聯儲這輪騷操作的確讓人嘆為觀止，也坐實了「先推高通脹，再激進加息」的救市策略可行性。但必須指出



▲美聯儲「先推高通脹，再激進加息」的救市策略，恍如玩火。

的是，人為造通脹有太多不確定性。即便強如美聯儲，在2021年也曾對通脹預期出現錯判；而我們的鄰邦日本，曾有過堅持十年低利率但依舊低通脹的尷尬。

筆者認為，與其在推高通脹上「玩火」，不如切實增加居民收入，保障家庭資產負債表的健康。這也是本輪美國救市的核心思想——政府部門加槓桿，居民與企業部門穩槓桿。若政府可以通過減稅降費、財政補貼等方式「讓利」居民，就能在不超發貨幣的條件下完成貨幣轉移，即使物價上升也非真正意義上的通脹，並能夠實現促消費、穩就業之目的。

## 心水股

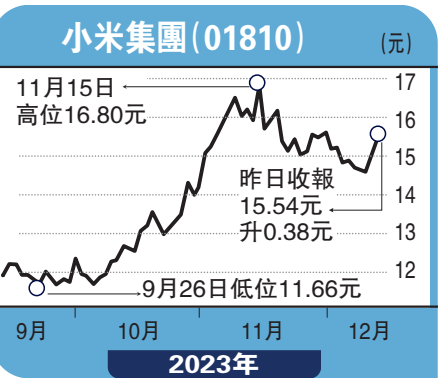
中銀香港(02388) 聯想(00992) 理想汽車(02015)

## 恒指攻防戰 萬六關口兵家必爭

**頭牌手記** 港股昨日反覆回落，反彈了一日的股市，無以為繼，淡友蠢蠢欲動，又想挑戰16000點大關，結果自然是好淡交鋒，拳來腳往。恒指最高見16326點，最低為16145點，跌229點，收市報16228點，跌145點。全日總成交再度收縮，只有729億元，較上日少137億元。

大市表現令人失望。前日好不容易在連跌三日後反彈一日，進賬173點，卻經不起昨日淡友反攻，一度將升幅所得跌回有餘，收市才略為彈一彈，令前日之升還保留26點的收益。至於成交額就日日減，同12月5日的1180億元比較，減幅38%。成交跌，反映了觀望者眾。在大市方向未明又諸多反覆波動之下，掛「免戰牌」的投資者趨增，是並不奇怪的事。

「明星股」買少見少。國泰航空（00293）表示擬與生產國產大飛機的



中國商飛合作，市場即有好反應，認為國產大飛機又平又靚，對國泰降運營成本有利。國泰收報8.08元，升2.5%。小米（01810）買意頑強，收15.54元，亦升2.5%，創出5日新高。此股是新經濟股中罕有的上升股。昨日所見，這板塊壓力沉重，似乎在估值方面，有被再壓低的可能。

從走勢看，16000點關的攻防戰仍然未完結，現時已進入「短兵相

接」階段，即高點在16400–16500點，低位移至16100–16000點，這500點將是好淡兵家必爭之地。昨日的高低指數也顯示這個波動範圍，同時更將該範圍收窄至16300–16100點約200點波幅之內。昨日有一個不大好的勢頭，就是高點和低點均低於前日的水位，反映壓力仍然大。

憧憬派息 留意傳統經濟股

傳統經濟股近日表現比新經濟股強，相信明年進入派息公布期，這一現象還會持續。新經濟股過去被批評為只識「燒錢」而不派或派很少股息，同時如何加強與實體經濟的融合方面，也未盡人意。這些弱點有必要加速糾正。傳統經濟股可以肯定，在未來派息的日子，定會傾盡全力回饋股東，高息料可維持。比對之下，無息派的新經濟股肯定面臨更大壓力！

## 「資金流」恢復增長 港明年經濟提速

**工銀智評** 2023年香港經濟整體溫和復甦，前三季度本地生產總值(GDP)同比增長2.8%，增速顯著高於2022年的-3.5%。從增長節奏看，全年復甦呈現「V形」路徑，其中第一、三季度經濟反彈力度較強(+2.9%及+4.1%)，而第二季度受基數效應影響，復甦節奏有所放緩(+1.5%)。

中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心首創「HGC三元流動模型」，從生產法核算GDP出發，聚焦影響香港經濟增長的三個重要範疇：「人流」、「物流」，以及「資金流」，預測因數包括宏觀經濟數據、行業增加值數據、市場高頻指數等。根據模型分析，全面通關後「人流」相關產業恢復性增長帶來的旅遊、餐飲、零售等

相關產業為復甦主要動力，在全球外需疲弱、資本市場寬幅波動背景下，「物流」、「資金流」相關產業活動整體偏弱。

明年GDP料3.2%至3.5%

展望2024年，香港經濟增長有望延續提速向好態勢，預期全年GDP增速可以達到3.2%至3.5%，高於主要發達經濟體增速預測值。「人流」預計仍是2024年香港經濟增長的穩定引擎。2023年前10個月，訪港旅客人次恢復至2019年同期的53%，在跨境經濟活動持續動態恢復背景下，2024年「人流」相關行業對GDP增長的拉動率有望保持穩定。伴隨海外製造業進入新一輪補庫周期，全球貿易恢復性增長有望提振香港轉口貿易相關活

動活躍度，「物流」相關行業的增長貢獻有望溫和提升，預計對GDP增長的拉動率可較2023年相應提高，其中來自內地的轉口貿易增長是重要提振動因。

截至2023年11月底，香港交易所處理中的主板上市申請個案達87個，交易數據反映香港地產市場觀望情緒較為濃厚。伴隨美聯儲開啟降息周期，內地經濟持續復甦，高利率掣肘效應減退、積極預期提振信心，香港資本市場和地產行業交投有望迎來可期的反彈空間。「資金流」相關行業的全面恢復性增長有望成為推動2024年香港經濟提速增長的重要動因。

（中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心）

## 深化中東合作 港股不宜看太淡

**實德攻略** 恒指步入12月後明顯走軟，最低曾見15972點，明顯比其他市場弱，筆者認為利率走勢是其中一大原因，雖說在美國聯儲局官員的多番努力下，投資者已經充分預期美國利率見頂，且在通脹數據公布後，投資者預期美國會在2024年更早和更大幅降息。但是香港在息口方面則完全不受美息趨勢所動，1個月銀行同業拆息在11月底曾攀升到16年高位，而踏入12月，1個月拆息未試過低於5.4厘，在市場資金成本持續高企，也不見得有利好因素之下，港股吸引力更為減低。

「油資」財力不容視

經濟前景的不確定性，多年未見的高借貸利率，配合高定存利率，大大打擊投資者入市意欲，然而在大部分人看淡的時候，也需想想港股是否真的「唔值錢」。有內地傳媒引述市場數據指出，由年初至今一共有186家香港上市的內地企業進行回購，累計金額達1113.66億元，創紀錄新高，當中騰訊回購金額更超過418億元，而友邦及滙豐控股也分別回購超過267億元及194億元，高回購金額或暗示，香港上市股

票的價值實在太被低估，也低於企業的實際業務水平的價值。

基於經濟前景不明，複雜多變的地緣政局，寄望歐美資金流入是不切實際。不過，中東投資者的導入絕對有能力取代歐美投資者，相信讀者對中東「油王」的財政實力不會懷疑，試看今年在足球市場轉會可以經常聽到不少中東球會巨額收購球員，財政實力表露無遺，恰好近年有不少歐洲老牌球會陷財困，或許也能曲線反映經濟實力的高下。

事實上，今年隨著官員們的努力下，內地及香港市場和中東的聯繫正逐漸加強，對於吸納新的資金和中東投資者的分散風險上也絕對可以造成一個互惠互利的形勢。執筆時「中國—沙特阿拉伯投資峰會」正在北京召開，據報雙邊企業已簽署超過60個備忘錄和協議，累計合同價值250億美元，涉及的行業板塊範圍廣泛，電競、能源、農業、旅遊、金融等等。而且這只是開局，內地和香港與中東之間市場認知隨時間加深，不論合作的領域和資金的額度也會繼續加大，所以投資者也需要多多留意相關報道以作部署。

（作者為實德金融策略研究部經理）

## 中銀值博率高 上望25元

**經紀愛股** 港股走勢持續波動，恒生指數一度下試16000點心理關口水平，環顧市況，交投疏落，承接力虛，為策略沽盤締造有利造淡平台，進行跨市場對沖活動。明顯在一些周期類指數成份股被銳意推低，拖低主要指數同時，影響投資氣氛，市場步入惡性循環，承接力減弱，拖累傳統經濟股份尾隨向下，導致大市連番下挫，短期累積跌幅逾2000點。港股波動，嚴重偏離個股以及行業板塊的基本分析，把一些揣測的負面因素無限循環炒作而已。

有資金趁低吸納

由於市場承接力弱，欠缺主權資金激活良性循環，因此短期港股走勢波動，在所難免，但預料超賣後在目前低位水平，出現技術反彈的機會較高。回

顧過去十多個交易日，港股大部分受周期類股份跌勢拖累，於衍生工具借勢拋售一籃子指數成份股，引致傳統經濟股份如銀行、電訊、以致綜合企業類股份均被拖低。但明顯非新經濟板塊有趁低吸納，抗跌力較強。

若從技術走勢分析而言，中銀香港（02388）受一籃子指數成份股策略沽盤拖累，下試近年低點的20元水平，不過在這個心理關口水平，明顯有趁低吸納，傳統資金作價值投資。因此預期此股可在20元心理關口水平進行鞏固。由於現水平亦遠低於50天及250天移動平均線，形成一定反向動力，配合技術反彈，目前兩線分別在21.05元及22.9元位，是短期反彈的上線目標。

市盈率僅8倍

至於中銀香港的基本分析強，市場預期集團盈利維持平穩增長，以現水平計算，此股的預期市盈率在8至9倍之間，反映股價偏低。當宏觀經濟漸露曙光時，預期市盈率更見偏低，成為投資機構趁低吸納的根據。

投資者伺機在20.5元上下水平收集，第一個反彈目標是牛熊分界線的22.9元，而中期反彈升勢可跨越25元，而下線參考位則在19.65元。

（作者為獨立股評人）



## 天韻與臨沂強強聯手 前景看俏

**股壇魔術師** 過去一年，大市反覆下跌，但天韻國際控股（06836）卻逆市上升，除了因為業績表現亮麗之外，近期持續公布利好消息，例如昨天公布，與國有企業臨沂發展成立合資，從事倉儲、農產品及加工產品銷售，動作多多，前景可以繼續看好。

入股健力寶布局健康飲料

天韻國際於10月中公布與馬來西亞熱帶水果生產商Tuah Tacunan 於

熱帶水果銷售及水果加工方面達成戰略合作。

另外，集團早前公布，以3億元認購約9.18%健力寶亞洲股份，表示將繼續維持健力寶的實際權益至20%；此舉似乎亦揭示了天韻國際有意要成為健力寶主要股東。交易揭示雙方估值均較中國及海外其他功能性軟飲同業的估值有明顯折讓。在市場競爭中，產品差異化、渠道管理精細化是有效手段。天韻國際控股與健力寶強大的品牌影響力、市場認可度以及豐

富的產品研發和技術創新能力相結合，有助於實現其不斷變化的特色飲料市場需求，為消費者帶來多元化的健康特色飲料的戰略，可說是雙方強強聯合。

集團昨天公布，臨沂政府計劃興建及營辦臨沂國際農副產品交易中心項目，該合資企業主要從事倉儲、農產品及加工產品銷售。在參與合資項目時，集團將可利用其倉存及銷售農業及加工產品的資源，並在合資企業與集團業務之間取得協同效應。