



高利率持續 提防美股黑天鵝

金針集

美國體育用品龍頭耐克及物流運輸巨企聯邦快遞相繼下調營收預測，折射美國經濟疲弱不振，暴露美股創歷史新高缺乏基本因素支持，只是市場一窩蜂狂炒聯儲局減息，實際上華爾街股市位高勢危，危機四伏，令人憂心高通脹、高利率情況比預期為長。踏入2024年，環球投資市場依然是動盪之年，投資者更要提防美股黑天鵝突然來襲。

大衛

在美股帶動下，全球股市去年大反彈，MSCI環球(股市)指數勁升22%，收復了2022年全部失地，創下四年來最大升幅，其中美國道指、納斯達克指數更創出新高，歐股亦見兩年高位，市場憧憬年內聯儲局、歐央行、英倫銀行相繼減息，但目前市場預期的減息行動仍是空中樓閣，是否落實存在很大變數，小心美股炒過龍，隨時急速回調。

美股嚴重高估 暗藏暴跌危機

更重要的是，若然聯儲局真的如市場預期般在年內減息，恐怕美股不升反跌。根據過往數據，一旦進入減息周期之後，美股便會出現大調整。因此，

今年美股很大機會出現拐點，升勢無以為繼。事實上，美股創新高只是表面風光，但實際上暗流洶湧，潛藏崩跌危機。美股缺乏良好基本因素支持，企業業績已呈現轉壞跡象，折射美國實體經濟脆弱，難以支撐華爾街股市在現水平企穩，目前美國科技股平均市盈率接近40倍，處於史上最貴，未來下跌空間大，難怪商品大羅傑斯有意做空七隻龍頭科技股，包括蘋果公司、亞馬遜、Alphabet、Meta、微軟、特斯拉及英偉達。

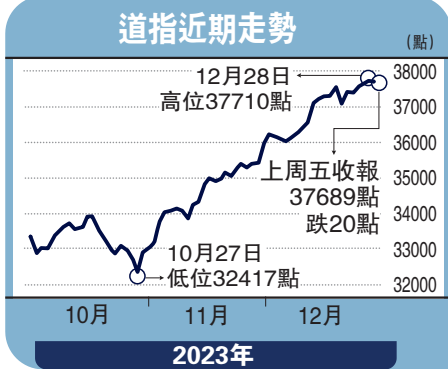
企業業績轉弱 下調營收預測

事實上，美股早已拉響危險警報，近期美國企業頻發業績預警，聯邦



快遞下調營收預測，原因是快遞及貨運需求比預期疲弱。與此同時，耐克向下修訂營收預測，由原本的中個位增幅調整為微增約1%。由此可見美經濟動能不足，消費購買力受高利率、物價高漲影響而轉弱，不少分析質疑美國通脹受控而不會出現經濟硬著陸的樂觀看法。需要留意的是，聖誕新年假期，美國零售消費出現旺丁不旺財的景象，

市道比往年遜色。根據萬事達卡的數據顯示，從11月至12月24日購物旺季，不包括汽車銷售的零售銷售金額增長3.1%，比2022年同期的7.6%增幅，大幅收窄五至六成。若計入3%以上通脹，零售銷售實際上沒有增長，美國購物季節其實大吹冷風，衰退風險揮之不去。禍不單行的是，美國企業面對經



美國經濟環境消息陸續有來，隨時成為美股暴跌導火線。

濟轉弱、業績走下坡之餘，更要承受融資成本上升之苦。事實上，過去一年多，美息大幅上升，產生負面衝擊未完全浮現。有分析估計今年美國企業到期信貸而需要再融資規模接近萬億美元，部分企業可能出現債務違約，甚至走上破產路，預計今年中，美債債務違約及破產將達高峰，美國銀行業面臨千億美元計信貸撥備。美國經濟環境消息陸續有來，隨時成為美股暴跌導火線。

加息衝擊浮現 違約破產增

其實，美國企業信貸已呈現急速惡化，據穆迪數據顯示，去年上半年企業信貸違約宗數已超過2022年全年總數，而標普數據亦指出，截至去年9月底止，累計有510多宗破產申請，均較2021年及2022年疫情期間為多，可知美企承受不了高利率衝擊，隨時飛出意想不到的金融黑天鵝。

心水股

中移動(00941) 中海油(00883) 滙控(00005)

首季選股 業績及派息為先

頭牌手記 沈金

2024年元旦開筆，先同各位讀友拜年，祝願國家和香港今年經濟蓬勃，百業興旺，人人身壯力健，幸福安康。由於港股已跌得夠重夠長，不少實力股呈超賣，個別的更是「嚴重超賣」，為此，大家都預期新的一年將以炒經濟復甦，上市公司業績比預期好，派息比想像的多為主，這一主題將為港股在第一季度的升降定調，也將左右投資者的預期心理，所以非重視不可。

已大幅下調，但因為無業績和不派息，令人無法準確預測其基本數據，而僅憑想像和印象，並不靠譜。所以今年首季，大家要以投資統帥一切，不宜有太多的臆測和投機。其實，以業績作選擇已是最穩健的投資法門，經歷去年的風風雨雨，每次大震盪，被淘汰出局者大多是投機者，這一點難道不昭然若揭嗎？從投資出發，穩字當頭十分重要。這也是內地經濟「穩中求進」的要旨所在。任何投資都有風險，但穩健者在於能「風險可控」，這就立於不敗之地了。

線看，17800-18000會有阻力，故可以作短線回吐，但當大公司公布的業績以及展望令市場信服今年會好過去年時，港股的騰飛階段即告開始。恒指阻力位17800點 有人擔心本港樓市，怕會累及股市，我頭牌認為大可放心。一來是香港的地產商多久歷沙場，見慣風浪，未聞有「唔掂」的事發生。二來不少投資者都多元化，大地產商旁及公用、能源、基建者不少，可在此消彼長中求得平衡。當然，樓價作適度回落，對整體經濟只有好處而無壞處。有人問我：今年高點會見20000嗎？我認為可能性甚大，也是起碼的目標！

從財報入手判斷投資價值

趨勢投資的秘訣 胡總旗

價值投資理念深嵌在我的心裏。我對價值投資的理解是，企業價值是其生命週期內所有自由現金流的折現，必須用長期思維來看待。這個長期有多長？我的看法是投資週期最少是10年甚至更長，大牛股蘋果、微軟、輝瑞、英特爾都有10年股價不漲的煎熬期。事實上，巴菲特投資比亞迪獲得百億收益也熬了快10年。如果你的投資週期是以周算、以月算，那麼如何侈談價值投資？根本就不在一個維度上。股市從來不缺價值股，也不缺發現價值的眼鏡，缺的是堅守價值的心。此外，大家一定要清楚，估值是一個很寬的區間，受到很多不確定性因素和市場環境的影響，可以有10倍的差距，這也是巴菲特尤其注重安全邊際的原因。就如凱恩斯所說：「我寧願對得迷迷糊糊，也不願錯得清清楚楚。」

每股收益、淨利潤增長率、每股淨資產、淨資產收益率等少數指標，對財務報表不做深入研究。實際上，如果公司有粉飾報表的動機，這些指標都很可能被操縱。由於資本家貪婪自私的本性，市場盛產財報「化妝師」，甚至財報造假師。財報坑人大法古今中外都有，美股有安然、世通、美國在線；A股有樂視網、康得新、康美藥業、德隆、藍田股份、獐子島、宜華生物、銀廣夏以及綠大地等；港股有輝山乳業、中國高精密、中國森林控股、天合化工、漢能薄膜發電、洪良國際以及金盾控股等。欺詐手法五花八門，無所不用其極，投資者不可不防！

價值評定包含三方面

對於任何一家股權可用於交易的公司來說，對其價值的評定都包含3個方面：市場價值、賬面價值以及內在價值。賬面價值是會計學名詞，記錄了資本與積累盈餘的財務投入；內在價值則是經濟學名詞，是估計未來現金流入的折現值。投資者應當清楚公司的市場價值、賬面價值和內在價值之間的區別。價格是你付出的，價值是你得到的。我們要了解一個企業的投資價值，最直接的就是先審視企業發布的三大財務報表：資產負債表、利潤表和現金流量表。這三張表涵蓋了一個企業大部分的財務信息。一般而言，董事長報告書很重要；上市公司年報最前面幾頁的數據很重要；上市公司年報中找不到的數據更重要；上市公司年報中本應找得到的數據最重要。大部分投資者習慣於查閱公司的

用常識為投資排雷

為更好地判斷公司狀況，投資者可利用簡單的財務指標倒推財務可信度，用常識為投資排雷。我們將該企業的幾個重要比率分析指標與同類型企業進行比較就可以大概了解其行業地位。重要的比率分析指標有：盈利能力比率、營運比率、收益率等。專業投資者可以更細緻地用財務比率分析法、期間分析法、表間分析法、公司或行業間比較法等進行交叉論證。如果一個上市公司的報表「好到失真」，則我們須加倍小心。投資者通過大量的財報閱讀和分析，不斷訓練自己對數據的敏感度，不斷訓練自己抓住主要矛盾的能力，久而久之價值投資的能力就會大大提高！

美住宅市場出現見底

財經分析 李靈修

美國息口見頂，全球資產狂歡，利好本土樓市。如今美國業主換樓積極性不高，就是因為擔心置換物業後月供壓力陡升，開發商也承擔着超高的貸款利率(年利率最高可達8-9厘)，預計2024年降息周期開啟後，房地產市場將顯著上行。去年11月份富國銀行住房市場指數錄得37，係近四個月來首次上升(上月為34)。全美住房建築商協會(NAHB)指出，鑒於抵押貸款利率有望下調，有助刺激未來幾個月購房需求。從需求端來看，美國住房需求的確持續走高。作為回聲嬰兒潮

(70-80年代嬰兒潮的子女)的千禧一代開始步入購房年齡段，加之「再工業化」進程的推進，以及遠程辦公習慣的普及，都使得美國人口在疫情期間快速向低成本地區遷徙，刺激當地的住房需求。需求存在 供給不足 從供給端來看，美國住房保有率與房屋空置率均處於歷史低位。截至2022年末，美國平均每家庭戶保有的住房套數為1.12，低於上世紀60年代以來的均值。而近十年來，年均房屋開工量的水平僅有60至90年代的75%左右。這也就解釋了，為什麼聯儲激進加息階段，美國房地產價格未有大的

跌，蓋因房屋供給確有不足。隨着聯儲連續暫停加息，房屋抵押貸款已出現鬆動。從美國地產高頻數據來看，自2023年11月初開始，30年期抵押貸款固定利率開始逐漸回落，截至12月21日已由最高點7.8厘回落至6.7厘。與此同時，美國成屋銷售有所回升。數據顯示，11月美國成屋銷售382萬套，中斷了自2023年5月以來的連跌趨勢。成屋銷售同比增速為-7.3%，較10月回升7.4個百分點，但已連續27個月處於負增長區間。成屋銷售也帶動了新開工住宅的回暖，11月美國已開工新建住宅同比增速為9.3%，較10月回升14.4個百分點。

利率見頂 政府債券續帶來分散投資作用

基金人語 施羅德

從歷史角度看，現在可能是將現金投放於政府債券的最佳時機。近期金融市場的變化反映利率有可能出現變動，目前有幾個具有說服力的理由，支持投資者重新考慮買入政府債券。以下我們將討論其中三個最重要的理由。一，政府債券估值偏低。經歷過去具挑戰的數年後，無論是與過往價格相比，抑或是相對於股票等其他資產類別而言，政府債券目前的估值處於偏低水平。票面利率上升，導致政府債券多年以來首次能夠替代股票及其他收益類資產，帶來避險作用。二，宏觀經濟前景，以及從歷史數據可觀察債券在利率見頂時的表

現。由於政府債券對通脹及利率變化敏感，因此環球經濟環境變化是影響其走勢的主要因素。通脹及利率持續出現令人鼓舞的消息，有助消除政府債券近年來面臨的兩個主要阻力。同時可以留意到，市場開始消化利淡消息時，會為政府債券帶來支持。更重要的是，投資者毋需等待環球央行放寬貨幣政策才能投資於政府債券。有證據顯示，在加息周期內最後一次加息後的一段時間，政府債券的表現持續優於現金。三，股票與債券的關聯性將會發生什麼變化？從歷史角度看，政府債券與股票呈反向關係，這反映當股票回報率為負數時，政府債券回報通常為正數，反之亦然。然而，在利率上

升期間，兩者更有可能呈正向關係。近期，由高通脹驅動的加息周期影響了這種正常關係，並導致債券和股票的關聯性出現轉變。有跡象顯示，政府債券與股票有望恢復傳統的反向關係。在失業率開始上升時(就如目前市場情況)，股票與債券的關聯性往往會轉趨負面。這是由於環球央行可能會透過減息作為回應。如果這個趨勢持續，政府債券將會再次帶來良好的分散投資作用。綜上所述，為應對未來金融市場風險的關鍵是採取靈活的投資方法。(作者為施羅德環球無基準約束固定收益副投資總監Karen Wright、固定收益投資總監Michael Lake、固定收益投資總監Jonathan Snow)

港股基本面好轉 今年行情看俏

拔萃觀點 譚曠明

2023年收官，上週僅三個交易日，恒指連升三日站上一萬七，最終全周漲4.3%或706點，收報17047點，全周成交額2843億港元。恒生科指也有可觀的升幅。相較此前的低迷，市場情緒於周內有所好轉。2023年是恒指連續下跌的第四年，全年收跌13.82%，且近三年的跌幅均超過10%，在主要市場排名中屬於墊底。辭舊迎新，投資人一定是對新的2024年滿懷希冀。目前，港股普遍處於低位而基本面已經開始好轉，與此同時人幣匯率企穩並於近期回升，市場預期美加息周期近尾聲，新興市場的流

動性因局有望改善，有利新一行情，要扭轉趨勢仍需各方合力。中國官方公布的12月製造業PMI數據滑落至49，低於預期和前值，仍處於榮枯線以下，顯示經濟復甦的基礎仍不牢固，需求不足依舊是「攔路虎」，市場期盼更多的刺激性政策出爐提振需求端，以及春節來臨帶動消費品行業。市場期待強刺激扭轉短期預期並最終形成新趨勢。回首2023，雖然並不如意，但仍有很多理由可以保持樂觀；啟航2024，願美好如約而至！(作者為拔萃資本集團高級副總裁，證監會持牌人士，以上僅代表個人觀點)