

美國經濟「非典型」衰退

一點靈犀

回顧去年資產價格走勢，市場誤判主要集中在兩大「高估」，其中之一就是高估了美國經濟的衰退速度。也因此，只有認清美國本輪衰退的非典型性，方能對後市行情有深刻認識。

李靈修

須指出的是，對於美國經濟的誤判，本土專家亦在被「打臉」的行列。早在2022年底，彭博社就曾發布經濟模型預測，「美國經濟在未來十二個月內陷入衰退的機率已經達到100%」。但直到次年9月的議息會議上，聯儲才暫停加息進程，高通脹持續時間顯然超出彭博預期。那麼，為什麼今次經濟周期如此不同？一切都要從疫情期間的救市政策開始說起。

宏觀層面：財政資金市場化

美國經濟在2022年遇到重大挫折，不僅疫情造成失業人口飆升，美股亦在十天之內熔断四次。在此背景下，聯邦政府啟動2.1萬億債務融資，以現金補貼方式發給家庭部門。這一資金規模相當於該年GDP的9.8%。

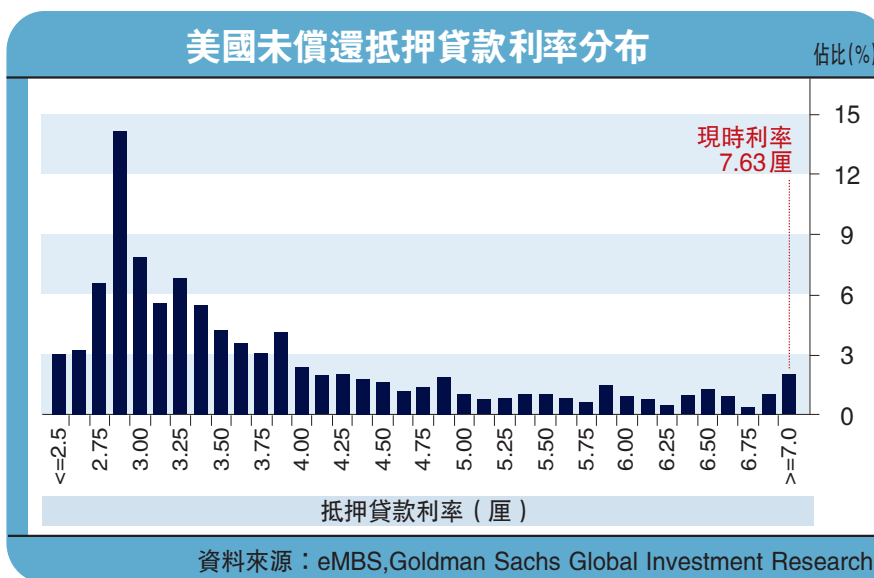
表面上來看，此舉像是「直升機撒錢」的加強版，但從經濟學角度來

說，這種救市方式是「史無前例」的。以往凱恩斯主義者強調的是，面對經濟危機，政府要擴大自身負債、實行逆周期政策，以解決有效需求不足的問題。

新自由主義者則認為，政府要縮減開支，通過減稅讓利給居民，以確保價格機制的運作。上世紀80年代，里根政府就是踐行這一理念並取得成功。

但今次救市政策的效果，如同將凱恩斯主義與新自由主義進行了結合。雖然也是政府擴表、聯儲量寬，但將財政資金轉移給家庭部門進行分配，而非行政機構主導，間接推升了資金配置效率，也大幅推高了全社會的通脹水平。

鑒於美國徵稅機制的規則，每年個稅繳繳門檻會根據前一年的通脹水平進行調節。由於疫情期間通脹數據居高不下，導致近兩年美國財政的個稅收入快速下滑，相當於為家庭部門進行了廣泛減稅，造就了美國居民的資產負債表強勁十足。



微觀層面：美國民眾學精了而針對聯儲局的「量寬一收水」把戲，美國人民早已熟稔至極。家庭部門趁着低息階段置換債務，將負債利率鎖定在低利率區間。以至於聯儲激進加

息階段，家庭部門的利息支出升幅較慢。數據顯示，美國家庭部門80%貸款利率都低於5%，30%貸款利率不超過3%。(見配表)

與此同時，由於拜登政府推動「製造業回流」計劃，刺激美國勞動力需求升溫，提高了勞工的溢價能力。自去年開始，本土罷工運動此起彼伏，導致居民工資性實際收入大幅增長，甚至高於通脹率的上升。



▲數據顯示，美國家庭部門80%的貸款利率都低於5厘，另外，30%貸款利率不超過3厘。

此外，金融資產的上漲也產生了財富效應。去年的美股牛市與美元升值都讓美國居民大賺一筆，而在疫情期間，家庭部門與聯儲在美債配置上也在做對手交易——美國個人投資者在前兩年聯儲量寬時，高價賣出美債；去年又在聯儲激進加息時抄底美債。

過去每逢聯儲放水，都會造成美國結構性通脹，即「富人通脹、窮人通縮」，但這次由於獨特救市方式，居民財富增長較為平均，資金湧入消費領域，最終形成全面通脹的格局，也使得衰退速度低於市場預期。而這一反變是否也會緩和美國政治極化的趨勢，也將成為觀察今年美國總統大選的看點之一。

心水股

騰訊(00700) 粵海(00270) 中移動(00941)

恒指合理回吐 16500點成支持位

頭牌手記

沈金 港股昨日繼續整固，但個別發展的基調明顯。恒指低開再低走，最低回至16564點，跌224點，最高為16657點，跌131點，收市報16646點，跌142點。全日總成交793億元，較上日微增27億元。

熱門股上升的是騰訊(00700)、網易(09999)、比亞迪(01211)、建行(00939)。下跌的有小米(01810)、舜宇(02382)、百度(09888)、阿里巴巴(09988)等，跌幅在2%至3%。上升板塊有公路股，江蘇寧滬(00177)、越秀交建(01052)、灣區發展(00737)等，其中大落後的灣區發展上升4.3%，走勢轉強。

實力股追落後 粵海飆4%

本欄提及的粵海(00270)、上實(00363)開始發力追落後。前者收6.08元，升4.6%，成交額達3千萬



股，值1.8億元，少見的熱鬧。上實收9.98元，升1%，乃以全日最高價收市，估計升穿10元水平已屆水到渠成時候。

內房股、本地地產股同呈弱勢。市場消息是內房的12月銷售仍弱，看勢頭仍需要更多的政策支持。昨日所見，內房三大龍頭均跌，包括中海外(00688)、華潤置地(01109)、越秀地產(00123)在內。本地地產股也

有壓力，主要是專家多預期今年樓價仍要下跌約一成，尤其受壓的是「納米樓」，有某地產界知名人士提議持有這些「納米樓」者，即使跌二、三成也要沽之。言論罕見偏淡。

恒指已連跌二日，共調低400點，為過去連升三日累漲707點的57%，並已抵達預期調整支持位16500水平，我相信已經差不多了，蓋若一月份上升，由16500點起步（只較低點高約300點），十分安全也。

可以參考者為昨日內地股市指數多數上升，跑在恒指的前面。恒指並未跟隨，留下若干差距，我認為只要內地股市企穩，早晚會起引領作用。

今日恒指升降，對短期市況會有一定影響，基於好市「市無三日跌」的口訣，今日恒指不宜低於16500水平，否則就要重新估計去留了。個人相信守穩這一分水嶺不應是件困難的事。

按企業屬性 選對估值方法

趨勢投資的秘訣

胡總旗

垃圾企業不投，看不懂的企業不投。價值投資是大原則、大前提，根本毋須刻意標榜。價值投資強調要買便宜的好公司，那麼什麼樣的公司又好又便宜呢？便宜是怎麼衡量的？這就要通過估值來判斷。

在選擇個股的時候，估值是大家最關注的。一般來說估值方法通常分為兩類：一類是相對估值法，它的特點是比較簡便，比方說PE估值法、PB估值法、EV/EBITDA估值法、PEG估值法、市銷率估值法等；另一類是絕對估值法，如股利貼現模型、自由現金流模型等。

這些估值方法各有優劣之處，不同的行業應用不同的估值模型，以適應其行業特徵。例如，市淨率PB估值法適用於固定資產數量較大且賬面價值較為穩定的企業，或在企業盈利狀況不穩定時使用，如銀行、地產等；市盈率PE估值法適用於盈利相對穩定且受周期影響小的行業，如食品行業、工業、公共服務業、道路運輸業；不適用於強周期性行業，如煤炭、鋼鐵等；市銷率PS估值法適用於尚未盈利但企業營業收入穩定、持續增長的企業，處於成長期、業務規模正在擴張的企業，如互聯網、創新型高科技企業；PEG估值法適用於盈利能力較好且成長性較高的企業，如互聯網、創新型高科技企業；EV/EBITDA估值法適用於資本密集型、折舊攤銷費用佔比較大的企業，如基礎設施、核電行業等。

股利貼現模型通過預測上市公司未來盈利能力，將未來股利按確定的投資回報率折現得到公司價值，適用於股利發放穩定或規律的公司，如公共事業股票；自由現金流貼現模型是先根據公司的財務數據對未來的自由現金流量進行估計，根據確定的加權平均資金成本

折現求和，即為公司價值，適用於白酒、食品等現金流穩定的行業。

價值投資充滿理性思維，易懂且易於接受，古往今來，投身於價值投資的人不計其數，但為什麼只有巴菲特、彼得林奇等少數人獲取成功了？我想很多投資者進行價值投資受創，主要是投資周期、人性急功近利的弱點以及對企業動態變化掌握不足等所致。

價值投資首要看企業品質

我對價值投資的切身體會是，企業的經營是動態的，企業本身的品質永遠應該放在第一位，而決定企業品質的關鍵因素，是這家企業所處的行業和其行業地位，以及大股東和管理層的能力和道德水平。投資者不應孤立地看待一隻股票，而要把一個公司放到行業的上下游產業鏈和行業競爭格局的大背景中分析，重點搞清：公司對上下游的議價權、與競爭對手的比較優勢、行業對潛在進入者的門檻以及盈利模式的持續性。

對行業格局的分析和對公司核心競爭力的理解是「道」，財務分析只是「術」，但是後者對前者起着驗證和把關的作用。所以我們應該優先選擇好的企業、好的企業家，然後才是進行靜態的估值。投資中應該遵循的核心標準是好行業、好公司、好價格。好行業和好公司是前提，好價格是根本，這三者一個都不能少。

另外，確定性比成長性更重要，成長性比低估值更重要，商業模式比財報更重要，現金流比利潤更重要，淨資產收益率比每股收益更重要。

我們必須把握投資中的變與不變。變的是開放包容的胸懷和機動靈活的技术，以應對瞬息萬變的金融市場；不變的是投資的本質，即以價值投資為王道，以不變的本質去應對變化的現象。

日央行擬收水 日圓上望136

實德攻略

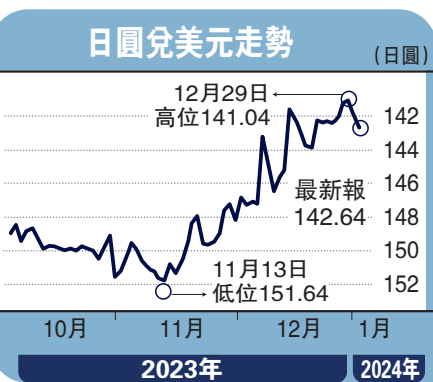
郭啟倫

日圓兌美元在2023年全年錄得19.28%的高低位波幅，去年一月，日圓已經升見127.27水平，全年最高的位置，其後十個月持續積弱，反覆下跌至151.82水平這全年低位才獲得支持。

自從2021年過後，市場人士一直都預測日本央行應該會因應日本通脹急速升溫，而開始考慮收緊貨幣政策，然而，跟其他G7發達國家的通脹狀況相比，日本央行又似乎在避免一旦過早加息，便會打擊從疫情復甦過來的日本經濟。日本去年11月份核心通脹錄得2.5%，已經遠低於2023年年

初的4.2%，基本上只是輕微高於日本央行預設的2%通脹目標水平。故此，日本央行積極加息的機會不大，削弱投資者追捧日圓的興趣。

自從日本央行新行長值田和男履新後，已經對收益率曲線控制政策(YCC)作出輕微的調整，故此，市場憧憬日本央行在2024年會放棄負利率政策。今年另一個能夠對日圓提供重要推動力的主題，當然是來自日本央行跟美國聯儲局的利率差距開始逐步縮小的進程。假若聯儲局的減息步伐較預期為快，而日本央行又有積極發放出收緊政策信號的話，投資者在美日兩國利率差距肯定會收窄的情況



下，投資者應繼續而追捧日圓，日圓在2024年第一個季度完結前，應該有力上試136.00水平的阻力。

(作者為實德金融集團首席分析師)

法國循環經濟：推動可維修產品

貿發焦點

隨著各國致力建設可持續未來，循環經濟已成為一個廣獲支持的理念。這種經濟模式奉行減用、重用、維修、翻新、再造和回收的原則，務求使資源在使用過程中發揮最大價值，並盡可能保留在循環系統內。這種做法旨在創建一個系統，讓資源於使用壽命結束時可被回收，從而實現材料和產品再生。

現時，全球有許多有關實施循環經濟的討論和倡議，可是理念與實踐之間往往存在鴻溝。為了解法國企業如何為轉型至這個模式作好準備，香

港貿發局經貿研究於去年9月在該國進行訪問，探討當地商界採取了什麼新措施，把循環原則融入業務營運中。

法國正致力從線性消費模式轉向循環經濟，這一決心可從該國實施的各項措施和政策反映出來。法國於2020年通過《反浪費及循環經濟法》，其中包括推行一系列措施，旨在促進循環性和可持續性，限制廢物量，以保護生物多樣性和自然資源。這些措施包括訂明生產者責任、禁止使用用完即棄塑膠產品和丟棄未售物品，以及推出可維修指數等工具。

維修是循環經濟的重要環節之一，可確保產品、材料和資源的價值盡可能長時間地保持。產品經維修後，使用壽命得以延長，從而減少浪費，並推遲生產新產品的需要。此舉不僅可保護自然資源和能源，也能減少生產過程相關的排放。此外，產品可以維修，既鼓勵可持續的消費行為，還能推動維修業的技術發展，創造就業機會。因此，產品可維修性在實現循環經濟目標，促進經濟、環境和社會可持續發展方面發揮不可或缺的作用。

(香港貿易發展局)

垃圾徵費利回收業 碧瑤前景佳

股壇魔術師

高飛

碧瑤綠色(01397)的核心業務包括清潔、廢物處理及回收、園藝及蟲害管理。公司客戶廣泛，涵蓋各行各業及不同類型機構，如政府部門及跨國企業集團等。

2022年，碧瑤推出綠色科技業務，提供各項生物科技、智能化、物聯網、大數據和人工智能解決方案。透過科技賦能，公司贏得多份政府合約。截至2023年10月5日，公司的手頭合約增至約47.4億元，達到歷史新高，未來有望持續轉化為公司收入和利潤。

碧瑤的策略及投資總監周桐桐預計，公司下半年收入維持上半年增速。特區政府將於4月推出都市固體廢物收

費計劃，並預計於兩年內推出塑膠飲料容器生產者責任計劃，相信在政策推動下，回收市場將在3年內增長2至3倍，並成為公司的增長動力。

方正證券日前發表研報表示，公司具競爭優勢，過往3年快速獲取多個政府合約。公司部分回收合約按回收物轉化為可再利用材料(如PET瓶蓋轉為再生物料)後的重量計算，向政府收取費用，香港環保回收行業加速發展，回收量大幅提升，為公司業績帶來增量。該行預測，公司2023及2024年純利分別為4140萬及5811萬元，對應每股盈利0.1及0.14元，按2024年盈利的8倍市盈率為目標，給予碧瑤「強烈推薦」評級，目標價1.1元。