

A股失守2900 瑞銀：最壞時間已過

短期宜選價值股 大市轉勢可換馬成長股

A股開年以來持續偏軟，滬綜指昨日跌1.42%，失守2900點大關，深成指及創業板指分別挫1.85%及1.76%。不過，瑞銀證券認為，A股最壞時間已過，因企業盈利開始反彈、政策繼續發力，以及投資者信心將有望改善，A股今年的走勢已變得樂觀。短期宜選擇價值股，當市場逐漸擺脫弱勢環境，可換馬至成長股。至於高息股可作為防禦性持倉。

大公報記者 許臨



▲A股雖然疲弱，不過瑞銀證券認為已經見底，全年走勢樂觀。

瑞銀對A股市場展望

機構重倉股

由高點下跌的時間已經接近兩年半，估計跌勢已進入尾聲

企業盈利

去年第三季企業盈利已回升，料今年滬深300指數盈利增長8%

短期部署

由於目前市場仍疲弱，短期優先選擇價值股，特別是高息股

中長期部署

只要看到市場擺脫弱勢的環境後，可逐漸換馬至成長股

瑞銀證券中國股票策略分析師孟磊表示，A股開年以來的下跌是機構抱團瓦解的結果，但可以看到機構重倉股雖然下跌，市場熱度卻遷移到高分紅股份。但抱團股瓦解或已接近尾聲，下行空間有限，而且目前商品市場、債券市場等走勢都反映中國經濟企穩往上，至於股票市場的信心低迷，主要原因在於偏股基金指數過去兩年大幅跑輸萬得全A指數，前者是透過選股策略投資，後者則代表所有在上海、深圳證券交易所上市的A股股票，意思就是大部分機構投資者的虧損幅度都較大市更差。

▲瑞銀證券孟磊表示，今年滬深300指數盈利料增長8%。



孟磊認為，這情況之前曾發生，如2015年以前的科技股和創業板、2017年以後的白馬股，以及2020年以後的新能源，每次走勢都比較接近，產業浪潮起來之後，大量投資者開始關注，帶動估值提升，直到產業浪潮接近高點，開始出現投資者撤離、然後抱團離開這個板塊。一般來說，抱團的高點到低點平均時間約兩年多，這一輪的抱團股瓦解實際上由2021年年中開始，至今已約兩年半，所以才預計已到尾聲。由於抱團股瓦解對市場的影響特別大，若這輪瓦解結束對大市是利好消息。

今年有降準減息空間

此外，孟磊預期，今年中國名義國內生產總值（GDP）增幅將由去年的4.6%，進一步升至5.3%，同時CPI（居民消費價格指數）及PPI（工業生產者出廠價格指數）將會反彈，這將會傳導至企業盈利之中。事實上，去年第三季中資企業的盈利已觸底回升，預期今年滬深300指數盈利增長8%。

孟磊認為，投資者目前最為關注的是財政及房地產兩大政策，內地額外發債1萬億元人民幣，同時新增信貸方面積極，反映政策正在發力，預料今年還會有降準減息的空間，而房地產政策也有望進一步加碼，由於房地產佔經濟增長約30%，佔居民資產約50%，若內房市場表現靠穩，政策又更明朗及明確，這將對市場有正面作用。

高息股作防守性持倉

不過，孟磊建議，由於目前市場走勢仍然疲弱，短期來說應優先選擇價值股，但只要看到市場擺脫弱勢環境，就可逐漸換馬至成長股。另外，短期高息股依然可以作為防禦性持倉比較重要的一部分。

此外，過去不少外資都是從市場走勢驅動，歷史上外資大幅撤離的時間，普遍在A股偏低位的水平。但隨着美債利率、美匯指數下滑，會有更多資金關注新興市場，如果A股8%的盈利增長可以兌現，北向資金全年來看會逐步回歸。

瑞銀看好中國 擴大財管業務

做大做強

近年中國一直加快向投資銀行巨頭開放市場，允許外資資控股在中國的合資公司。銀行高層希望這些業務能與強大的總體實力珠聯璧合，伴隨中國經濟不斷成長，提高競爭力。不少外資大行看好今年中國經濟增長，陸續宣布擴充中國業務。瑞銀看好中國經濟及股市，更以實際行動證明其觀點。瑞銀中國區總裁錢于軍在瑞銀大中華區會議在上海舉行期間表示，中國是重要的全球戰略市場，所以希望在中國做得更多，並計劃擴大在中國的財富和資產管理業務。他表示，瑞士信貸去年解僱了其在中國的整個財富管理團隊，因為瑞銀在兩家公司合併後決定不聘用這些員工。而去年瑞銀已與工商銀行簽署

一份合作備忘錄，為其全球和在岸客戶提供服務。

傳花旗年底設全資投行部門

此外，瑞銀在整合瑞信業務方面也取得良好進展，為抓緊未來機遇做好準備。目前瑞銀尚未合併瑞信在中國的實體，因為瑞銀已經在中國控制一家證券合資企業，不能同時持有同一業務的兩個牌照，故此必須先出售這家證券合資企業。除了瑞銀決定在中國擴充業務外，上周也傳出花旗集團計劃於年底前在中國成立全資投資銀行部門，並招聘約30名員工。全資投資銀行部門將側重中國資本市場，未來幾年將通過當地招聘以及從香港等其他市場調入的方式，將員工人數增加兩倍到近100人。

併購潮料活躍 提升國際競爭力

強強聯手

隨着中國經濟增長加快，瑞銀預期資本市場也會出現變化。瑞銀全球投資銀行部中國區主管朱正芹預期，今年中國企業併購活動逐漸活躍，但行為會有變化，估計會傾向透過買入控股權等方式進行，而且會有企業藉收購同業以進行整合，由多元化轉向核心產業發展，剔走部分非核心產業，從而提升效率。朱正芹認為，行業整合會加快，以提升產業，相信在海外已有發展優勢的企業會參與，規模較小的企業則會退出市場。他甚至預期，大型企業會強強聯手，如去年滴滴和小鵬汽車（09868）合作、極克（01519）收購順豐旗下部分產業等，這類活動將會增加，除了有助提升行業效率，更能加強企業的國際競爭力。另一方面，朱正芹表示，併購活動

不會只由中國企業參與，跨國企業及海外資金會有動作，如中東的投資近年不斷增加，去年阿布扎比投資機構CYVN Holdings與蔚來（09866）簽訂新一輪股份認購協議，以及金蝶國際（00268）獲得卡塔爾投資局（QIA）投資約2億美元，作為對價認購金蝶國際根據一般性授權發行的普通股。朱正芹又舉例，全球最大的快餐連鎖品牌麥當勞，自2017年把內地、香港和澳門業務八成股權以21億美元售予中信資本和凱雷集團後，其快餐店在中國市場的分店由2400間，增至現逾5500間，不過，麥當勞去年決意重返中國市場，以18億美元回購28%股權，較當初出售股權時貴得多，除了看好中國市場外，亦反映管理層在戰略上的轉變。事實上，在後疫情時代，全球企業均重新審視營運策略，並相信中國企業有很多併購機會。

內地企業加快外闖 港IPO將回暖

否極泰來

香港IPO市場受到全球激進的加息周期及持續通脹困擾，截至2023年12月29日，全年新上市企業只有70家，集資總額僅462.94億元，較2022年全年的996.18億元大幅減少54%。不過，瑞銀全球投資銀行部中國區主管朱正芹預計，2024年隨着更多高質量的內地企業走向海外市場，香港IPO市場將會回暖。朱正芹表示，香港去年新股募資規模大跌，主要由於缺乏大型項目，對投資者的吸引力不足。但事實上，投資者對項目仍有很大需求，如去年4月安踏體育（02020）增發股份籌15億美元，當時認購反應非常踴躍，因而相信優質企業的認可度仍

非常高。而且美元利率穩定向下，將為新興經濟體發展帶來較好的信號，預期今年整體IPO市場表現將優於2023年。翻查數據，2023年港股前五大新股只有三隻大型股和兩隻中型股，而首發募資額超過50億元的公司只有珍酒李渡（06979）。若以行業分類，2023年港股IPO市場上，新經濟等成長型公司融資佔比減少，取而代之的是消費類、製造業、醫藥等傳統行業。資金回流新興市場 港股受惠



▲今年香港IPO市場表現料優於2023年。

聯儲3月減息預期降溫 摩通料美債息升見4.3厘

【大公報訊】美國就業數據強勁，聯儲局最早於3月減息的預期降溫。摩根大通估計，美國10年期國債利率經過前輪調整後，在數周內將會回升至4.3厘水平。美股方面，道指早段曾跌160點，報37306點，主要受到波音股價急挫近9%的拖累。10年期美債息早段曾微跌至4.03厘。摩根大通全球市場策略師Marko Kolanovic表示，按趨勢及經紀拋售的影響，10年期美債息將會由現水平上升至約4厘左右，然後回落整固，待超買情況消退，債息會再次攀升，預期數周內升到4.25至4.3厘，而這個水平會造成巨大的購買壓力。10年期美債息在2023年介乎3.25至5.02厘，一度短暫升越5厘，為2007年以來首見。主要量度國庫債券期權波動情況的洲際交易所美國銀行

MOVE指數，去年曾升至16年新高，即全球金融危機以來最高水平。高盛估徘徊4厘水平 與此同時，由高盛首席利率策略師Praveen Korpaty帶領的團隊上周五發布的報告中預期，10年期美債息將會徘徊於近4厘水平，不會顯著上升，原因是本季經濟反彈，加上通脹率進一步回落，以及市場估計再有新一輪發債數量增加。Praveen Korpaty在報告中表示，這一系列的因素，將會令到10年期美債息在窄幅水平交易，即約4厘左右。然而，摩根大通的技術走勢卻預計，債息今年將會下跌，該行策略師認為，未來數月會回落到3.65至3.7厘水平，今年底更會見3.245厘的去年3月後低位。

AI監管的他山之石

財經分析 李靈修

前海管理局於1月2日發布2024年「一號文件」，聚焦於「建設深港人工智能產業集聚區，加快前海人工智能企業集聚」。但在大力發展人工智能（AI）產業的同時，AI監管亦不容忽視。而美歐在此領域的嘗試，具有一定借鑒意義。2023年10月末，美國白宮發布拜登簽署的《關於安全、可靠和可信的AI行政令》。具體來看，美國對人工智能發展採取了一種去中心化、針對具體行業、非強制性的監管方式。鑒於美國的行業監管法律是自下而上形成的，各行業團體首先提出法律草案，隨後通過立法機構進行反覆修訂和完善，聯邦政府要求AI領軍公司自願承諾管理相關風險。例如，Meta（Facebook母公司）就成立了AI責任團隊，並且啟動「生成式AI社區論壇」，以透明方式徵求公眾對AI產品的

反饋。但上述方法也存在自我監管的任意性和由幾家主導企業控制規則的風險。鑒於AI的變革性影響和迅速普及，需要警惕過分依賴「善意」的做法，以及少數行業和企業在規則制定上可能佔據的主導甚至壟斷的地位。相對而言，歐盟採取一種全面、橫向、基於風險的AI監管方式。2023年12月初，歐盟就《人工智能法案》達成協議。為了執行該法案，歐盟採取了自上而下的雙重監管結構，歐盟層級將設立人工智能辦公室以監督最先進AI模型標準與測試，成員國層級的市場監督機構則負責執法。監管範圍上，並未區分具體行業，而是對AI技術在具體應用場景的風險進行分級並採取相應的舉措。監管宜緊跟技術步伐 但這種監管方法過於簡化了AI產品的多樣化風險。最近的研究表明，大量



▲中國大力發展人工智能（AI）產業，對於有關監管亦與時並進。

AI系統可能被歸類為高風險，這可能會導致歐盟內部過重的監管負擔。目前來看，中國監管部門在美歐之間取得折中，採用了一種分散、垂直、迭代的監管方式。在監管範圍上，對技術的特定應用或表現形式進行針對性監管，包括推薦算法、深度合成技術與AIGC技術。至於監管方式則側重迭代，即通過更新法規來完善監管機制或擴大監管範圍，便於監管能夠跟上技術進步速度。