

# 人行或調整貨幣調控方式

【一點靈犀】人行購債話題發酵多日，現已成為市場最熱焦點。筆者此前已撰文探討過「中國版QE」操作性的可能，今日再談談人行態度轉變的原因。

李靈修

有關「財政赤字貨幣化」問題，內地曾展開過多輪激辯，最近一次發生在2018年7月。彼時擔任人行研究局局長的徐忠指出，為應對「有效需求不足」帶來的經濟下行挑戰，中央財政可考慮進一步提高赤字水平。而貨幣政策應保持獨立性，不能為財政政策「補位」。其後化名「青尺」的財政相關人士刊登文章，對徐忠觀點進行逐一反駁，並引發市場廣泛討論。

拉動基建投資進行對沖，同時地方化債也步入關鍵階段。也因此，財政發債壓力較往年更大。截至目前，中央政府已計劃發行4.06萬億元（人民幣，下同）的一般國債、1萬億元超長期特別國債；同時地方政府計劃發行3.9萬億元專項債。兩者合計總規模超過9億元。

通常情況下，伴隨着發債高峰期的到來，人行會通過降息的方式，緩解財政付息壓力，但現時金融環境出現變化，主要體現在兩個方面：

首先是銀行淨息差壓力。去年為配合化債進程，人行兩次下調中期借貸便利（MLF）利率及貸款市場報價利率（LPR）。為了保住淨息差，商業銀行也連續四次降低存款利率。

即便如此，商業銀行目前的淨息差



人行現在要防止利率過低導致內卷式競爭加劇。

已持續低於1.8%的合意臨界值，甚至在2023年末下滑至1.69%的歷史低位。內地商業銀行80%左右的收入來自於淨利息，持續降息對其經營造成很大壓力。

其次是利率傳導機制不暢。2015年四季度開始，人行開始着手打造「利率走廊」，旨在推動貨幣政策調控由數量

型轉向價格型的轉變。「利率走廊」是以常備借貸便利（SLF）為上限，7天拆借回購利率為下限的目標區間，而銀行間7天質押式回購利率（DR007）在這一走廊內震盪。

但從後來的走勢看，作為基準目標



數據來源：國盛證券研究所，Wind

利率的DR007波動過大，無法全面體現人行的調控意圖，有時還會出現信號混亂的現象。去年人行通過MLF和PSL等工具投放的資金，沒能產生足夠的市場流動性，甚至造成了嚴重的資金空轉問題。

基於以上種種，後市貨幣調控方式可能會發生轉變。本周四（18日）下午，在回應「實際利率過高」提問時，人行貨幣政策司司長鄒瀾表示，不同行業和企業感受不一樣，現在要防止利率過低導致內卷式競爭加劇。

筆者認為，官方表態可能意味着降息周期或告一段落。接下來，人行大概率會在二級市場購買國債，採取定向發行的方式向市場輸送流動性，該舉措對人幣匯率的擾動也相對較小。

## 心水股 建設銀行（00939）騰訊音樂（01698）中國聯通（00762）

### 精明買國企強勢股 穩坐釣魚船

【頭牌手記】沈金

港股昨日又演一場激烈攻防戰，這一次淡友直搗黃龍，企圖插穿恒指16000點心理大關。大好友亦知戰情緊迫，需要嚴陣以待，而初段之放軟手腳，乃是誘敵之策，直至恒指低見16044點時，才群起禦敵，再度「保衛家園」。此役好淡刀來劍往，互不退讓，國企股繼續發揮中流砥柱之功效，收市時恒指報16224點，跌161點或0.99%。全日總成交1061億元，較上日多108億元。

內銀成港股「定海神針」

參與守土的國企股數目增加，這是昨市得以「絕地」反彈的主要原因。內銀股繼續是港股的「定海神針」。農行（01288）收3.48元，升

1.4%，再創52周新高，而中行（03988）、建行（00939）、中信銀行（00998）、郵儲行（01658）等，齊齊逆流而進，成為打主力的第一方面軍。

第二方面軍是「三桶油」。中石油（00857）升2.3%，中海油（00883）升1.2%，中石化（00386）升1.5%。

第三方面軍乃電信股。中移動（00941）重上69元，聯通登上6元關，都有里程碑的意義。

第四方面軍是地方政府的「部隊」。北京控股（00392）、上海實業（00363）都表現堅挺。

自然，儘管有這四方面的力量，淡友造淡之狠勁，仍然未有退縮。一大批民企，包括科技股，便成為淡友沽空攻擊的目標。更甚者，是將矛頭指向傳統經濟股的公用股，原因相信

是容易借貨沽空。由此可見，淡友已殺紅了眼，不顧一切地要推倒大市了。我舉個例子，港鐵（00066）昨日的沽空率高達47%，中電（00002）沽空35%，煤氣（00003）沽空37%，都是很高的比率。

還有，本地地產股亦繼續受壓。唯一逆市上升的是恒隆地產（00101），昨收8.21元，升1.2%，此股周息高達9.5厘，因大部分是商場和寫字樓的出租物業，內地和香港各佔一半，收入穩定，這樣的高息估計可以維持。

恒指16000關昨日再一次守住，雖然低點較上次的為低，但無礙守土的信心和決心，對投資者來講，堅持炒股不炒市，作出精明選擇，買國企強勢股，可以講是任憑風浪起，穩坐釣魚船也！

### 拓算網數智業務 中聯通可長揸

【經紀愛股】鄧聲興

國務院近期公布資本市場新「國九條」，涉及新股發行上市准入、上市公司持續監管、退市監管，以及推動中長期資金入市等九大部分，證監會及交易所亦緊隨發布系列配套文件。相信隨着資本市場「1+N」政策體系陸續落地，加強現金分紅監管、完善減持規則體系、推動中長期資金入市及持續壯大長期投資力量等各項措施將對市場有益，高景氣、高ROE（淨資產收益率）、業績表現良好的國企高息股有望受惠。

首季雲收入大增逾30%

中國聯通（00762）最新公布，2024年今年第一季度業績，純利56.13億元（人民幣，下同），按年升8.9%。稅前利潤72.39億元，同比增長

10.6%。營業收入994.96億元，按年升2.3%。當中服務收入達到890.43億元，增長3.4%。期內移動用戶規模達到3.37億戶，其中5G套餐用戶2.69億戶，5G套餐滲透率提升至80%。物聯網連接數達到5.29億個，淨增3460萬個；固網寬帶用戶達到1.15億戶，其中千兆用戶淨增211萬戶，千兆寬帶滲透率提升至23%。首季聯通雲收入達到167億元，較去年同期增長30.3%。

集團表示，着力發揮算網一體差異化能力，聯通雲收入達到167億元，同比增長30.3%；着力夯實算網數智能力底座，數據中心收入達到66億元，同比提升4.1%。經營收入穩步增長，盈利水平快速提升，用戶規模持續擴大，網絡基礎不斷夯實，改革創新再上台階，為實現全年業績增長奠定了良好基礎。

集團近年重點推動兩大主業協調發展，隨着5G網絡覆蓋日益完善，將投資重點由穩基礎的聯通通信業務轉向高增長的算網數智業務。相信中國聯通有望憑藉自身優勢及堅實的業務基礎，以創新轉型拓寬增長，更好的把握政策及行業紅利，中長期具吸引力。

（作者為意博資本亞洲有限公司管理合夥人、證監會持牌人士，並未持有上述股份）



### 騰訊音樂開展AI業務 博中線破頂

【毛語倫比】毛君豪

騰訊音樂（01698）2023年全年業績總收入277.5億元人民幣，按年下跌7.2%；經調整淨利潤增長12.5%，勝預期。

夥長汽探座艙AI領域創新應用

騰訊音樂也開始涉足AI範疇。近日騰訊音樂與長城汽車（02333）將在音樂內容創造、AI大模型等音樂類垂直領域展開深度合作，共同探索AI技術在座艙生態領域的創新應用。另外，騰訊音樂宣布與作為荷里活電影製片廠環球影業旗下的NBC環球娛樂日本有限公司達成戰略合作，預料有更多動漫、音樂和電影領域上的合作。此外，上年7月，騰訊音樂娛樂旗



下的天琴實驗室表示受到Sora進展的啟發而決定開源虛擬人視訊模式MuseV。天琴實驗室也表示即將發布一個實時高質量的唇同步模型名為MuseTalk，可與MuseV一起作為完整的虛擬人生成解決方案。

騰訊音樂線上音樂服務商業化進展良好，令公司盈利可見度提高，加上最近新添了AI元素，但於社交娛樂直播方面卻遇上樽頸。騰訊音樂將於5月11日發布今年第一季業績，值得留意業務變化。股價走勢方面，騰訊音樂由上年10月24元左右起開展升浪，升至近期49元左右略為回吐，但整體仍屬強勢。

投資者若看好未來騰訊音樂線上音樂業務及AI前景的話，可於今年2月頂部43元左右買入，由阻力變支持，博股價中線能破歷史高位，止蝕位可放於100天線37.7元。

（作者為富途證券高級策略師、證監會持牌人士，並未持有上述股份）

### 美延遲降息 金價高位震盪

【金日點評】彭博

黃金本周保持高位震盪節奏，主要在2360至2380美元。先前未能衝擊2418美元，回撤震盪區間的2380美元水準。美國聯儲局突然釋出鷹派態度，再加上中東局勢暫未有進一步惡化，均制約黃金上漲力度，因而未能成功突破2400美元上方。

基本上，美聯儲褐皮書指美國經濟略有擴張，企業轉嫁成本顯著上升，薪資壓力緩和，市場對經濟持謹慎樂觀態度。美聯儲官員繼續打壓市場的降息預期。

美聯儲主席鮑威爾也表示，最近的數據顯示今年通脹進展不足，通脹信心的恢復可能需要更長時間，暗示美聯儲短期內沒有降息計劃。儘管鮑威爾試圖削弱市場的降息預期，但避險情緒限制了金價跌幅。接下來市場會繼續從通脹數據，及就業指標來繼續尋找美聯儲的降息預期時間點，不過與此同時投資者目前亦需留意中東局勢帶來的避險情緒持續支撐金價。

數據方面，美國3月零售銷售較上季成長0.7%，超出預期的0.4%，創去

年9月以來新高，前值由0.6%大幅上修至0.9%。數據曾令市場對美聯儲降息預期有可能再延後。美國截至4月13日當周新申領失業金人數21.20萬，低於預期的21.50萬，續申請失業金人數181.20萬，高於預期的181萬。四周均值21.45萬，較前值21.43萬變化不大。美國上週新申領失業金人數維持在較低水平，顯示勞動市場持續強勁。

宜高拋低吸 上望2418美元

再從技術分析方面，對比前兩周最近金價走勢波動並不算特別激烈，整體以高位震盪的節奏為主，這也給到了日線指標跟進到位的機會，所以目前多頭的信號還是佔據優勢，不過如果2400美元大關遲遲無法突破站穩的話，那麼MACD指標就有機會延續死亡交叉開口，屆時短期可能會暫時陷入調整，操作方面暫時建議保持高拋低吸的思路為主，上方目標2418美元，下方支撐點在2374美元及更低的2358美元。

（作者為彭博環球創富學院創辦人 @ppgpangk）

### 日股殺跌 港股下周有望反彈

【政經才情】容道

周五，最大的新聞就是以色列疑似反擊伊朗，中東的緊張氣溫立馬上升；全球的地緣政治風險高懸，美匯指數跟黃金就在上午上衝了一波，雖然下午有點回調，但是美匯指數還是站在106之上，而黃金也是緊守2400美元的關口！至於亞太股市的恐慌指數就立馬有所反應，以日股跌得最慘烈，最低的時候日經指數跌到36733點，最後收市也大跌了1000點左右到37068點，同步的日圓匯價仍然維持在154.5的低位；所以最近投資日本資產的投資者，無論是在股票和匯率兩方面的下跌夾擊之下，就成了最慘的一員。

反觀港股的表現，相對來說還是可以接受，港股即市下跌到16044點，跟着立馬反彈，收市回到16200以上；雖然仍錄得跌幅，但是以整個情勢看，基本上已完成了這一波下跌浪的探底，相信如果中東的形勢不再惡化的話，港股會在下周預定的交易區間的底部反彈，以現在的技術分析來看，恒生指數回到16800點，應該不是大問題。所以按着上邊的判斷，筆者周五全程都是持續低價吸納，對一些前期在高位賣走的愛股重新再補倉；其實在收市的時候，不少優質股份已經從底部出現了一個比較明顯的反彈，只要未來兩三天國際形勢有所緩和，最快下周初就會有一個比較明顯

的收成！投資A股要有耐性

至於A股，最近的波動比較猛烈，基本上有上衝滬綜指數3100點的量能，只是大家對政策的演繹有比較大的不同，所以在市場裏面有任何一點風聲傳出來的時候，無論買方或者賣方都會出現用力過度的情況而使到指數出現激烈的上躡下跳，不過只要是方向和理解正確的話，每次錯殺都是一個很好的增倉儲貨好時機；所以，大家對A股一定要有耐性，對題材的炒作不要太執著，偏向價值投資則比較安全！

（微博：有容載道）