



▲中國與塞爾維亞在基建領域緊密合作，斯梅戴雷沃鋼廠是兩國合作的項目。來自中國的投資方，為塞鋼輸入了20多項知識產權技術，讓百年老鋼廠重煥生機。

國家主席習近平出訪法國、塞爾維亞和匈牙利等歐洲三國，是近五年來中國國家元首首次訪問歐洲，更是中國面向歐洲的一次重大外交行動，備受國際社會關注。在當前全球經濟復甦乏力、地緣衝突不斷的背景下，中歐維護穩定良好的雙邊關係，不僅能夠持續推動歐洲經貿發展，更對維護全球戰略穩定與和平發展具有積極意義。

中歐經貿合作成果豐碩

明觀四海

海南大學「一帶一路」研究院院長
梁海明、名譽院長 馮達旋

位於歐洲東南部、巴爾幹半島中部的塞爾維亞，是中國在歐洲的首個全面戰略夥伴。該國民眾對中國毫不陌生，甚至早在18世紀末塞爾維亞人就對孔子有所了解。當時塞爾維亞王國第一任教育部長D.奧布拉多維奇在其1788年編寫的《寓言集》發表了兩篇有關孔子的教育故事，後來又在1793年編寫的《各類教學法合集》中收錄了九篇有關孔子的教育故事。

到了19世紀末，塞爾維亞出現了本國人寫作的中國遊記。作者是塞爾維亞科學藝術院院士約萬諾維奇，他曾到訪中國並將見聞收錄在《東方漫遊記》一書中，他在書中詳細描寫了普通中國人的日常生活、文化習俗。

塞爾維亞作為「一帶一路」倡議的重要合作夥伴，是最早同中國簽署「一帶一路」合作文件的歐洲國家之一，也是參與共建「一帶一路」最積極的歐洲國家之一。

中企助塞鋼重煥生機

在經貿領域，中塞兩國於2023年簽署自貿協定，這是中國與中東歐國家簽署的第一個自貿協定，隨著「一帶一路」助力中塞經貿合作不斷深化，中國在過去十年對塞爾維亞投資增長了60倍，不僅成為該國第二大投資來源國，也是第一大進口來源國。

在民生領域，塞爾維亞與中國交往頻密。該國在新冠疫情爆發期間深受其害，總統武契奇向歐美國家四處求援無果後，曾在電視鏡頭前哽咽，公開表示「唯一的希望在中國」。當時中國政府迅速響應，派出大量醫療物資和專家團隊協助塞爾維亞，成功抗擊了疫情。

值得一提的是，中國與塞爾維亞在基建領域的緊密合作。兩國合作的一個鋼廠項目，更是讓武契奇總統感嘆道：「一個個希望變成失望，最後是中國的合作夥伴給我們帶來了真正的希望。」

塞爾維亞東北部城市斯梅戴雷沃，十五世紀中葉時曾是國家首都。如今，它仍是塞爾維亞重要的工業城市。該市的斯梅戴雷沃鋼廠成立於1913年，鼎盛時期為斯梅戴雷沃市貢獻約40%的財政收入，帶動1600餘家當地供貨商，不僅決定了斯梅戴雷沃市的興衰，更被譽為「塞爾維亞的驕傲」。但由於國際市場競爭激烈、管理不善等因素，該廠於2002年7月宣布破產。美國鋼鐵聯合會隨後以2300萬美元收購該廠，希望利用自己的鋼鐵技術和管理能力，重新經營斯梅戴雷沃鋼廠。但在接手後的十年裏，美國投資者未能扭轉局面，最後宣布撤資，並將該鋼廠以1美元的象

徵性價格賣回給塞爾維亞政府。

數年過後，在遍尋歐美國家的鋼鐵企業無果下，塞爾維亞政府轉向中國求援，來自中國的河鋼集團伸出援手，於2016年4月以4600萬歐元的代價收購了這家百年鋼廠，並成立河鋼塞爾維亞公司（以下簡稱「塞鋼」），除了保留該廠的5000多名員工之外，還每年為當地提供200個新就業崗位，以及為鋼廠供貨商間接提供1.6萬多個崗位。

更為重要的是，中國作為世界上最大的鋼鐵生產國，不但鋼鐵產量佔到了世界的50%以上，而且擁有世界上最先進的鋼鐵製造技術，有18家世界級的鋼鐵企業，掌握着世界上最先進的生產技術和銷售渠道。因此，來自中國的投資方，不僅為塞鋼輸入了20多項知識產權技術，累計投入超過2億美元實施軋機等100多項綠色高效生產工藝技改項目，還創新提出了利益本地化、用人本地化、文化本地化的海外經營策略，讓百年老廠重煥生機。

公開數據顯示，收購當年（2016年），塞鋼即扭轉連續多年的虧損局面。運營八年以來，塞鋼累計營業收入超過60億歐元，其間連續四年蟬聯塞爾維亞第一大出口企業。

塞爾維亞官員表示，塞鋼可為塞爾維亞GDP貢獻4.5%左右的增長，並已成為貢獻最大的外國直接投資項目。武契奇總統為此還專門向習近平主席當面表達謝意，並表示：「斯梅戴雷沃鋼廠起死回生是個成功的典範。它有力地證明「一帶一路」倡議給塞爾維亞帶來的是就業的增加和經濟的增長。」

另一個讓武契奇總統稱奇的項目是匈塞鐵路。該鐵路連接塞爾維亞首都貝爾格萊德和匈牙利首都布達佩斯，不僅是中國與中東歐國家共建「一帶一路」的旗艦項目，也是中國鐵路技術裝備與歐盟鐵路互聯互通技術規範對接的首個項目。

歐洲為「一帶一路」添力

匈塞鐵路線路全長341.7公里，其中塞爾維亞境內長183.1公里，設計時速200公里，貝爾格萊德至諾維薩德段已於2022年3月開通運營，兩個城市的路程時間從90分鐘縮短為30分鐘，短短兩年已運送旅客超過500萬人次。塞爾維亞也由此成為中東歐地區首個擁有高鐵的國家，且隨著境內高鐵全線貫通，該國終於能夠連入歐洲快速鐵路網，不僅促進了物流產業發展，也讓塞爾維亞的商品得以更加快捷地銷往歐洲其他國家。作為盤活經貿往來的國際大動脈，正如武契奇總統所說：「匈塞鐵路對未來的發展意義深遠，是留給子孫後代的禮物。」

匈塞鐵路連接的另一個國家，則是習近平主席此次出訪歐洲三國中的匈牙利。今年是中國與匈牙利建交75

周年，匈牙利作為共建「一帶一路」的重要合作夥伴，創造了多個「第一」：第一個同中國簽署「一帶一路」合作諒解備忘錄的歐洲國家，第一個設立人民幣清算行的中東歐國家，第一個發行人民幣債券的中東歐國家等。

中匈兩國的經貿合作成果也非常豐碩，中國現已成為匈牙利在歐洲以外的最大貿易夥伴，也是匈牙利在投資領域最重要的合作夥伴。2023年，中國對匈牙利直接投資達76億歐元，佔外國對匈直接投資總額58%，創造就業崗位超過1萬個，匈牙利連續多年為中國在中東歐地區的第一投資目的國。

相信隨着習近平主席的到訪，兩國將在基礎設施、貿易投資、金融、通信、化工、物流、電動汽車等領域持續深化合作，以此助力匈牙利國家發展進程，從而推動兩國全面戰略夥伴關係邁上新台階。

法國作為中國在歐洲的另一個全面戰略夥伴，不僅是第一與中國建立外交關係的西方大國，也是第一個與中國建立全面夥伴關係的西方大國。雖然在形式上，法國暫未加入共建「一帶一路」，但法國與中國的經貿合作關係不斷加強，已通過各種形式間接參與了共建「一帶一路」。

中國是法國在亞洲的第一大貿易夥伴，法國則是中國在歐盟內第三大貿易夥伴。2023年，在全球經濟不確定性增加、地緣政治衝突加劇的背景下，中法貿易額仍達789億美元。如今，抓住中國機遇成為越來越多法國企業的共識，習近平主席此次訪問法



▲匈塞鐵路貝爾格萊德至諾維薩德段於2022年3月開通，塞爾維亞由此成為中東歐首個擁有高鐵的國家。

國，不僅為兩國經貿合作帶來更多發展機遇，也能夠吸引到更多法國企業參與共建「一帶一路」的「第三方市場合作」。在當前紛繁複雜的國際形勢下，中法關係升溫即可以引領中歐關係行穩致遠，也能向世界傳遞穩定與和平的信息。

習近平主席此次訪問歐洲三國，顯示中國始終將歐洲視為中國外交最重要、最優先的方向之一，塞爾維亞和匈牙利兩個「一帶一路」共建國家的案例也反映出，歐洲國家加強與中國合作，有助於建設一批有力推動當地經濟社會發展的重大項目。這也讓西方所謂中國借「一帶一路」倡議令其建國掉入「債務陷阱」的無端指責不攻自破。

美歐市場風險增 現金流重獲青睞

中金點睛 張峻棟 艾澤文

中金公司分析師

近年來，全球宏觀經濟格局發生巨大變化。新宏觀範式下的逆全球化和去金融化趨勢，正在深刻改變經濟運行和資產定價的邏輯。

首先，逆全球化加速全球產業鏈生產國與消費國的結構性供需失衡。二戰後，全球貿易開放程度不斷上升，中國加入WTO進一步加速了全球化進程。在供給側，中國日益強大的製造業生產有助於降低可貿易品價格；在需求側，美歐等發達國家消費快速增長。國際供應鏈不斷延長，實體經濟的效率提升、供需互補，增強了全球對宏觀波動的抵抗力。而過去一段時間以來，貿易保護主義逐步抬頭，全球化減速並向着區域一體化方向發展，供需錯位風險上升。

其次，去金融化抬升融資成本。過去發達國家的宏觀與政策預期較為穩定，金融資本的跨國流動相對通暢，開啟了金融深化與全球「便宜錢」時代。中美金融行業產值對GDP的貢獻在過去二十年間趨勢上漲，至新冠疫情期間達到各自高點。但金融化過程並未帶來經濟發展質量的相應抬升，在美國，低廉的融資成本助長了行業龍頭企業透過融資擴張對中小企業的擠壓，長期不利於行業生產力的提升。

往前看，全球去金融化趨勢已初見端倪，「便宜錢」時代畫上句號。逆全球化帶來的供給衝擊、疊加發達國家再次做大財政和產業政策的趨勢，推升通脹中樞，低利率時代難再現；同時，加強金融監管的呼聲再起，特別是在長期缺乏監管的非銀金融領域，或將進一步限制廉價流動性的供應。中國地產周期的下行也導致金融業開始去產能，體現在中美兩國金融業產值佔比同步下行。

宏觀範式的轉換，有助於實物資產超級周期的重啟，並從結構上擴大超級周期利好的資產類譜。1990年代起，中國逐漸成為「世界工廠」，其產能建設過程帶來了大量的投資和實物資產消耗需求，是推動上一輪超級周期上半場（1996-2010年）的重要需求側推手。現階段，逆全球化降低供給效率，而為突破供給不足的困局，各國經濟和產業政策推動去金融化和經濟結構「脫虛向實」，着力投資高階製造業，加大了實物資產需求，有助於新一輪超級周期的到來。

超級周期伴隨的供給不足可倒逼技術進步。歷史上看，超級周期上半場往往伴隨全球勞動生產率增速的提升，其

抓手就是製造業的做大做強與升級換代，以提升產能的供給效率，這一點在當下尤為明顯。這使得新一輪超級周期的利好範圍超越傳統的能源資源領域，涉及人工智能、芯片、機床、新能源設備等高效的生產性資產。

在美歐「便宜錢」遍布全球主要市場的時候，華爾街流行一句話：「Cash is trash（現金是垃圾）」，資金充裕而好項目好資產稀缺。一個必然的結果是，投資者為了追逐收益率，不惜加槓桿去投資高風險、高成長、長久期的資產，人為壓低其風險溢價，久而久之，在定價體系中忽視了穩定現金流的確定性溢價。

投資者看重資金回籠周期

新宏觀範式下，資金更貴更稀缺，全球宏觀波動加劇。在此背景下，企業和投資者將更看重資金回籠周期，以提升其盈利與抗風險能力，因此我們判斷全球範圍內能夠產生穩定現金流的資產正在且將持續打開估值重估空間。

在中國資本市場上，除了傳統觀念中的紅利股集中行業外，一些硬科技和必選消費的公司也呈現出較高的現金流質量。硬科技方面，中國金融周期下半場，資源配置向更高效領域傾斜，製造業的韌性和規模經濟正在孕育符合高質量發展的硬科技企業，體現為其盈利質量的韌性。必選消費方面，中國鄉村零售市場的規模與很多新興市場總GDP的規模是相近的，所帶來的消費屬性下沉、性價比消費等，使得部分消費品及相應盈利質量展現出了韌性。

美國自由現金流充裕的企業集中在能源、硬科技及可選消費。其中，硬科技佔比高是美國「現金牛」區別於其他市場「現金牛」的最明顯特徵。美國市場投資者對於以AI為代表的新技術帶來的勞動率提升和產業前景更為樂觀，美國「七巨頭」也貢獻了納斯達克指數的大部分漲幅。從股價分解的角度看，過去兩年七巨頭以及納斯達克指數的上漲更多歸因於盈利的貢獻。從現金流的角度看，七巨頭的收入佔標普500非金融比例持續上升。

美國自由現金流組合的配置價值正在回歸。自1991年12月31日以來，觀察基於價值類指標構建的投資組合的表現情況，自由現金流比率（自由現金流/企業價值）為投資者提供了較高的回報以及較少的負收益時間。在「便宜錢」時代，高自由現金流比率組合並未跑贏大盤。從這個意義上講，筆者認為自由現金流正在重新獲得投資者的青睞。

中美歐市場「現金牛」指數(本幣計價)



樓市訊息兼聽則明



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

中原集團創辦人施永青先生日前撰文指：「世上存在着一股惡勢力。他們不想看到香港欣欣向榮，而是希望看到香港走向沒落頹敗。」他並稱，「惡勢力叫那些留港生活的人，寧願租樓，也不要買樓。這樣市場就會形成負面互動，即使香港的經濟有改善，樓市亦會難現起色。」

施生的有關表述是嚴肅的，筆者作為樓市評論員，認為的確有這股惡勢力存在，而且很「做緊嘢」。當中有沒有外國勢力參與唱衰香港？筆者相信有，但是難以證明。每當筆者發表樓市正面評論的時候，竟然比2019年提出「擦警」時面臨的網上攻擊更多。

部分港人離開香港後，立場上偏向偏激，甚至仇視別人的成就。他們往往列舉虛假的數據，或者斷章取義。筆者作為評論員其實早已習慣了這種情況，

相關做法對財務穩健人士沒有影響，但若是財務緊細人士便會感到困擾，亦會影響到銀行對欠債人的判斷。這是不公義的行為。

謠言會向公眾傳遞錯誤的市場訊息。這歪風如何處理？筆者認為最重要的是，大家要認清楚這個負面現象。香港特區政府亦應知道有此情況，然後去留意箇中是否平衡發展。因為不論是唱好或唱淡的觀點，只要各有理據就好，但偏側一方是危險的，不要讓有心人傷害社會，特別是公眾要知道市場的真實情況。

至於是否需要推出措施去確保樓市撤辣後的形勢持續？筆者反而覺得，政府自有分寸，大家靜待政策的進一步安排，但既然樓市發展方向已確定，我們就要確保運作暢順，內地客戶來港買樓遭遇資金出境問題，會有改善空間的。

當下香港樓市有充裕的資金，住宅市場的租金及收租回報率都節節上升，這是個好的勢頭。如果港股市場真的可以穩固地拾級回升，香港的社會是充滿希望的，的確不應讓負面因素主導。