

# 做大國債市場的現實意義

【一點靈犀】本週三(22日)首批超長期國債上市,開盤一小時內兩次觸發漲停,反映出市場認購情緒熱烈。事實上,近年來國內金融焦點始終未離開過「國債」二字,無論是此前萬億國債的增發,還是眼下關於「人行購債」的討論。國債為何變得越來越重要了呢?

李聖修

從種種跡象來看,中央政府有意做大國債市場,背後有多重目標的考量,筆者也數次撰文做過分析。一是從地方化債的角度看,以高信用的國債替換低信用的地方債,可實質扭轉債務期限錯配的頑疾。二是從經濟結構的層面說,為應對房地產下行,中央發債後拉動新質生產力投資,能有效對沖增長放緩的勢頭。

筆者於本文試圖從第三個方向進行剖析,來解釋「做大債市」的必要性,那就是重塑金融體系的底層資產,為貨幣發行打造新的信用錨。

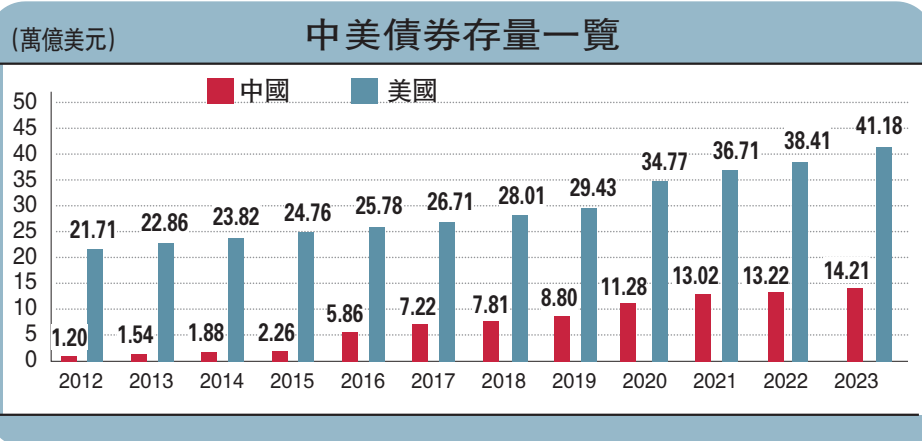
## 銀行信貸「去地產化」

自上世紀九十年代,外貿出口數據井噴,人民銀行積累了龐大的外匯儲備,至2013年12月達到峰值83.29%。

在這一階段,基礎貨幣發行的信用錨於外匯佔款綁定。但從2014年開始,人行着手調整外匯資產的比重,甚至直接取消了強制結匯要求。外儲下降造成的「缺口」由一種名為「對其他存款性公司債權」的資產填補,其實就是人行通過中期借貸便利(MLF)、常備借貸便利(SLF)、抵押補充貸款(PSL)等流動性工具向商業銀行舉債。

那麼,商業銀行相應的增量資產來自哪裏呢?主要就是房地產相關的信貸擴張。數據顯示,2016年至2021年,房地產貸款年均複合增速超過10%,在新增貸款中的佔比一度達到45%。此外,商業銀行近一半的抵押資產是土地與房地產。

商業銀行通過房地產抵押投放信貸,而貸款又會派生出大量存款,成為



廣義貨幣供應(M2)的主要組成部分。由此可知,房地產即是信貸擴張的重要抵押物,也是貨幣發行的關鍵信用錨。

然而,隨着土地與樓市價格的下滑,造成信貸抵押物的價值縮水。映射到貨幣流動性領域,就出現了「類通縮」現象,為金融市場帶來的新挑戰。更嚴峻的問題是,在經濟「去地產化」的同時,金融也在「去地產化」。在新增銀行貸款結構中,明顯由房地產業轉向先進製造業與現代服務業。統計顯示,房地產貸款在人民幣貸款餘額中的佔比,已從2020年末的28.7%回落6個

百分點至2023年9月末的22.7%。

## 金融底層資產換馬

在此背景下,我們再來審視超長期國債計劃,隨着金融機構大量增持國債,部分替代了過去房地產在信貸體系中的角色,也是重新為貨幣發行「下錨」。

環顧全球,主要發達經濟體的金融底層資產通常都是國債。以美國為例,布雷頓森林體系時期,美元發行的基石是黃金,美聯儲按照黃金儲備規模印鈔。但在布雷頓森林體系解體後,美聯



▲中國「做大債市」就是重塑金融體系的底層資產,為貨幣發行打造新的信用錨。

儲的主要資產逐步「換馬」至美國國債與房地產抵押債券。美債正式成為了美國金融的底層資產,又由於「美元霸權」的存在,10年期美債儼然是全球金融的定價之錨。

反觀中國的債市規模,與美國差距明顯。截至2023年底,中國債券規模14.21萬億美元,約為美國債券市場規模(41.18萬億美元)的1/3。該年中國債券發行1.58萬億美元,僅為美國債券發行量(5.35萬億美元)的30%。

展望未來,中國須大規模發行國債,為商業銀行緩解資產端壓力之餘,也解決了貨幣發行「信用收縮」的問題。

## 心水股 農業銀行(01288) 快手(01024) ASMP(00522)

# 趁大市調整吸高息股 農行值博

## 頭牌手記 沈金

港股昨第四日下跌,恒指繼續低開低走,最低時跌至18532點,跌336點,收市報18608點,跌259點或1.38%。連跌四日共抹去945點。若計及昨日的最低點,則總跌幅更達到1021點。全日總成交1267億元,較上日少32億元。

20隻成交額最多的熱門股僅2隻上升,18隻下跌。上升的是中海油(00883)和前日大跌的網易(09999)。下跌股中,以康方生物(09926)重挫22%最令人吃驚。其餘有小米(01810)、快手(01024)、京東(09618)的跌幅在3%至5%之間。

對於大市的連續滑落,有投資者感到沮喪,亦有些人表示惶恐。我對上述的情形早有預期和準備,所以並

不覺得有什麼出人意表的狀況。迄昨為止,回調均在本欄預計之內。我講過18500有支持,而昨日跌至18532就止步。當然,還要看下周的情況才知道這個低點是否今次調整的底點,但無論如何,跌了四日失去近千點,成交又告減少,均表示大市回調已漸漸到支持水平,起碼拋售不構成重大壓力,市場好友正在有序吸納。我可以透露本人昨日亦在低位18500至18600區間開始買點心儀的靚股,至於買什麼,下周再講,並聲明只是披露個人投資選擇,並無叫大家跟買的意圖。

內銀股是我認為最宜投資的高息股,但有一點要講清楚,就是買內銀股不要心存「炒念」,因為這是投資選擇,不是短炒項目。昨日所見,農行(01288)收3.81元,無升降,而上

周也是收這個價位,亦即在今次大市跌近千點時,農行全無影響,一個仙也不肯跌!持有農行的朋友,可以飲得杯落,也怪不得農行成為社保基金持股的首選也。

## 恒指18300有強大支持

有人問:如果18500點守不住,那又如何?我認為能守的機會頗高,就算破一破,18300點的支持更強,我是「依書直說」的。現指數乃5月9日收報18537點之後最低,無獨有偶,昨日最低點是18532點,與上述低點非常接近,說明有人專門等這個低位出現就買貨。至於5月8日的收市指數就是18313點,亦即我估計另一支持位。再講農行,5月9日收市3.56元,現時卻是3.81元,大大強勢有數得計矣!

# 高位徘徊終下墮 道指下試38500點

## 政經才情 容道

周四晚美股大瀉,除了道指成份股的波音股價迭迭不休的問題,更有再奏起不減息魔笛的作用;周五早段仍在三萬九橫行。當然,以筆者看來,都是從高位徘徊已久,抵抗不住地心吸力的自然下滑,實在是自然不過的事,現在市場的說法不乏「馬後炮」和西方媒體自圓其說之嫌也。

由上,本人去周於4萬點以上的沽空真是正當其時!現在已錄得不錯的超短期收益,更令我高興的不只是利潤和味,更在意的是能成功再次沽空美股那考眼光的愉悅!誠如上期一文所預計,我預計的38800點已基本上達標,故此會按早前的策略先獲利一半;等待美股再深探至38500點左右就全面套利出清!

因為美股周四大跌,周五的亞太股市全面告跌,表現最差的是越南,其次就是香港;至於A股,則一如我所料,比港股強,香港恒生指數周五跌1.38%,而滬綜指數則跌0.88%,雖說跌破3100點,收報3088點,但A股總體氣氛不是太差,回吐較多的都是一陣亂炒的房地產相關股份(前兩期已在本欄敬告大家不要沾手了),

後市只要守住3030點,則仍算守在上漲通道之上,而我對應的操作仍是以密密低吸為主,適度地買回早前沽出的愛股,慢慢增倉,做好下一輪爆升的前期準備!

其實,現時我對港股比較忍手,雖有在低位買貨,但就不如對A股積極極了,因為投資系統看恒生指數的技術分析很有機會回到17800點,距離現水平仍有近千點的空間,而且還有一個場中炒友容易忽略的因素,就是未來一個月都是除淨的高峯期,這在技術上更使指數有急跌的風險。總之,除非對某些個股很有信心,否則建議暫隔岸觀火是最恰當的買賣姿勢!

## 中東局勢堪憂 黃金適度加倉

另外,近數日美匯指數升穿105,黃金則急回,跌近2300美元邊緣,這主要是釋放了上一段時間市場對中東情勢惡化的憂慮,黃金暫沒有了避險資金的加持,量能都有所縮減,下跌就是自然的事了。

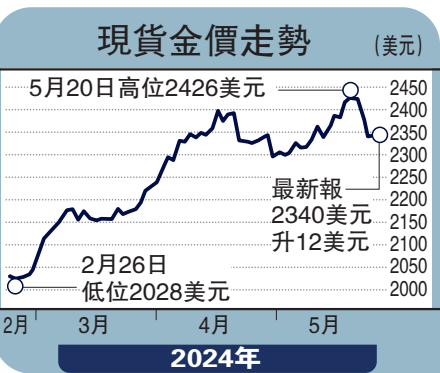
不過,我建議大家如黃金跌至2250左右,不妨適度建倉或加倉,最簡單的理由就是中東的事哪有這麼容易解決呢!?再爆發是必然的事!(微博:有容載道)

# 儲局鷹聲嘹亮 金價考驗2300美元

## 金日點評 彭博

黃金本周初衝破2400美元大關後連續上揚,曾一度上探2450美元關口,刷新歷史新高。基本上,美聯儲會議紀要鷹聲嘹亮,配合強勁經濟數據又給降息預期潑冷水,加劇黃金重挫至2325美元水平的最近新高。美聯儲5月會議紀錄中多位官員表明,必要時再度收緊政策。對此,筆者認為,未來三到五個月疲軟的通脹數據,將讓美聯儲考慮在更長時間內維持高利率,甚至到年底才能降息。

數據方面,美國5月標普全球綜合採購經理指數(PMI)初值超預期上升至54.4,顯示商業活動以兩年來最快的速度加速,同時製造業、服務業PMI初值均高於預期。數據公布後,市場



將美聯儲首次降息時間預估由11月延至12月,利率期貨市場亦削減美聯儲全年降息押注至34個基點。

本周末段市場基本面依然十分關鍵,尤其是耐用品以及密歇根消費者的公布,都對美元和黃金產生重要影響,除此之外美聯儲官員的講話也需

要繼續留意。

技術分析方面,隨着投資者獲利了結,黃金兩個交易日的連續大幅下跌回調,導致形態上產生了明顯的見頂信號。如周線未能收於2330美元之上,結束兩大陰燭則令黃金下調空間將有機會大幅打開。從長線的節奏來看,如果繼續回落並失守2275美元附近的關鍵支撐,那麼可能會形成雙頂格局,屆時下跌的空間可能會直接打開。金價上方2336美元成壓力點,其次於2350美元,現階段短期均線組拐頭向下並快速跟進價格,這會在後市形成較大的反壓力度,短期可先重點關注10日移動平均線的壓力狀況,直指2300美元下方。

(作者為彭博環球創富學院創辦人@ppgpahk)

# 熱壓焊接拓新存儲客戶 ASMP(00522)宜關注

## 經紀愛股 鄧聲興

據SEMI最新報告,以300mm晶圓當量計算,料每季季度晶圓廠產能將超過4000萬片晶圓,今年首季產能增長1.2%,預計第二季度增長1.4%。隨着電子板塊銷售額的上升、庫存的穩定及晶圓廠產能的增加,2024年首季全球半導體製造業出現改善跡象,預計下半年或錄得更強勁增長。另據半導體行業協會統計,全球半導體銷售額在過去三個月持續保持雙位數增長,3月同比增長15.7%,顯示行業將進入上行周期。

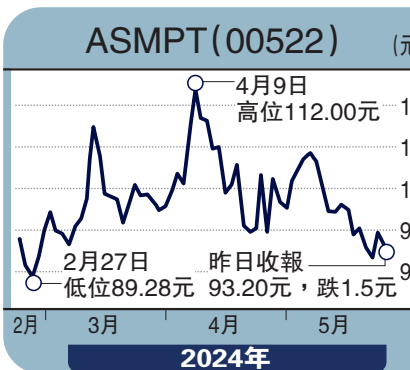
## AI領域需求 市場潛力厚

此外,科技龍頭英偉達(US:NVDA)2025財年第一財季業績再超预期,營收和數據中心收入均實現數倍

同比增長並創新高,對下季度的收入指引亦超预期,有望推動人工智能(AI)算力板塊發展,料AI核心標的有望受惠。相信在AI領域需求帶動下,行業上下游有望在未來數月錄得更增長。

ASMP(00522)是全球唯一為電子製造過程所有主要步驟而提供高質量解決方案的企業,是半導體行業上游龍頭設備供應商。在AI及高性能計算領域擁有來自領先晶圓代工、半導體專業封測代工(OSAT)和集成器件製造商(IDM)訂單,並在高頻寬記憶體(HBM)領域持續與多家存儲客戶合作。

現今ASMP的先進封裝(AP)發展持續向好,是推動期內新增訂單總額增長的主要因素。今年首季,集團的熱壓焊接(TCB)設備已開拓新存儲客戶,首季持續獲得IDM、OSAT訂單,並且在晶片到基板(C2S)獲得了領先晶圓廠的訂單,在晶片到晶圓(C2W)和客戶共同開發新品,HBM又獲得兩個主要邏輯客戶的訂單。現今生成式AI持續發展下,TCB的市場潛力持續增長,該業務在集團先進封裝新增訂單總額及銷售收入中貢獻顯著,相信有望受惠相關領域發展,為集團未來發展持續帶來動力,不妨留意。(作者為香港股票分析師協會主席,並未持有上述股份)



# 拼多多長揸之選 待回至142美元吸納

## 毛語倫比 毛君豪

拼多多(US:PDD)、阿里巴巴(09988)、京東集團(09618)、字節跳動等電商平台加碼跨境電商業務競爭不斷白熱化。

## Temu商品成交金額冀翻番

拼多多今年第一季的業績繼續遠勝市場預期。其中收入868.121億元(人民幣,下同),按年大增1.31倍;調整後淨利潤306.018億元,按年大增2.02倍。業務細則方面,來自在線營銷服務及其他服務的收入為

424.562億元,按年增長56%;來自交易服務的收入為443.558億元,按年大增3.27倍,兩者均比預期優勝。

拼多多旗下跨境電商平台Temu已於2022年9月開始在美國發展,經常在全球APP下載量長期居於高位,近年在歐美市場迅速竄起。Temu今年第一季度應用全球月活躍用戶按年大升6.14倍,達1.67億,其中美國月活躍用戶按年增長1.34倍,達5040萬人。Temu在全球站點快速地擴張,Temu定了2024年年底目標是商品成交金額(GMV)至少翻一番,達到300億美

元。

拼多多的業績確實可觀,但面對歐美及韓國的監管,未來增長空間也增加了不少不確定性。技術走勢方面,股價由上年9月份75美元開始穩步上升,反覆上升至156.5美元水平。投資者若相信業績能夠維持的話,可待股價回落至10天線142美元吸納,中長線上望至212美元元水平歷史,跌穿130美元(100天線)止蝕。

(作者為富途證券高級策略師、證監會持牌人士,並無持有上述股份)