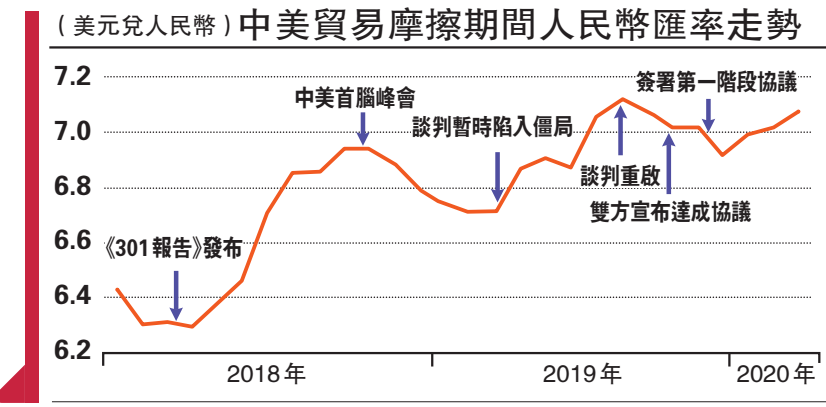


# 引導市場預期 需超預期政策

投資全方位 一點靈犀

日前召開的中央政治局會議定調最新貨幣政策立場，由延續十四年的「穩健」轉向「適度寬鬆」，調整力度不可謂不大。過往中央政府的幣策立場較為克制，主要源於兩方面因素掣肘：人民幣匯率與銀行淨息差。如今政策方針突破了舊有觀念束縛，真正做到了「以我為主」。

李靈修



▲中美關稅戰對於人民幣匯率的壓制，心理衝擊大於實際的影響。 AI製圖

儘管美聯儲已開啟降息周期，但難阻美元的強勁勢頭，特別是近期人民幣波動明顯放大，反映出市場對於特朗普「關稅戰2.0」的憂慮。回顧首輪中美貿易戰，2018年3月，美國貿易代表辦公室發布「301調查報告」，人民幣匯率明顯走軟，並於2018年10月與2019年5月兩次逼近七算，最終在2019年8月跌破這一關口。即期匯率最低曾跌至2019年9月初的7.1785，較2018年初高點下跌近13%。

因此，市場擔心人行貿然降息，會

進一步強化人民幣的貶值預期。但事實上，關稅戰對於人民幣匯率的壓制，心理衝擊大於實際的影響。從整體來看，人民幣匯率正處於被低估的狀態。

## 人民幣低估反映信心不足

社科院世經所徐奇淵團隊研究就認為，從物價來看，過去兩年美國通脹率比中國高出10個百分點。根據購買力平價計算，人民幣應該對美元升值10%，但實際上人民幣反而貶值了11%。從這個角度看，人民幣相對美元低估了

21%。而人民幣被低估的核心原因在於資金外流。過去兩年間，直接投資、證券投資兩項的資金累計淨流出超過5000億美元。由此可見，穩匯率的關鍵在於穩信心。如果放任市場形成一致性貶值預期，很可能會引發匯率超調風險。今年9月底，政府各部門出台一攬子增量政策，改善了市場對於中國經濟的預期，其間人民幣匯率一度走強，這就是最好的例證。

再來看銀行淨息差的問題。自去年

三季度以來，商業銀行淨息差就一直處於1.8%的「警戒線」以下，今年三季度更是跌至1.5%的水平。業內反對降息的聲音認為，降低政策利率將擠壓銀行的盈利空間，甚至會對金融穩定性產生威脅。

## 降息對沖經濟放緩衝擊

不過，我們需要將具體問題放在當今的經濟環境下進行分析。由於中國通脹數據持續低迷，截至今年三季度，名義GDP增速已連續六個季度低於實際

心水股 中移動 (00941) 工行 (01398) 泡泡瑪特 (09992)

# 港股整固 二萬關不容有失

急升後的港股，昨日繼續整固。恒指曾高開93點，並推上20481點高位，漲170點，不過至此就乏力，回吐加強下，恒指逐步回落，最後由升轉跌，低見20100點，跌211點，收市報20155點，跌156點，是第二日下跌，兩日共抹去258點。成交額縮減，只得1416億元，較上日少1059億元。大市回調，交投下降，屬正常現象。

這次恒指抽升，始於上週四的19560點，三扒兩撥最高升至21070點，共漲1510點，如此升幅必有調整，實屬預期之內。計及昨日低位20100點，即調整幅度已有970點，共回調了64.24%，技術上看，已頗為足夠，亦與「神奇數字」0.618非常接近。我頭牌認為在正常情況下，恒指20000點大關是不應該再失守的。而從另一個角度看，當恒指回到昨日低位20100點時，便意味着這次升浪的收益僅為540點，相當溫和，是不是呢？

還有，就是投資信心問題。今次多方設計「組合拳」，目的是令投資者對中國經濟的穩定增長有信心，對一年大約5%的經濟增長率有信心，對內地調控政策克服困難有信心，為此，一些具指標性意味的關卡，是要堅守的。恒指20000點就是這一個要守的關口。如無意外，今日好友將會增添守土兵力，對後市有信心的投資者，可考慮在現水平加倉。

對今日的市況，我頭牌作「沙盤推演」，認為有兩個可能。一是先跌後升，即初段還跌一跌，甚至破一破20000點關，以達到最終「清除瘀

血」的作用。不過收市應在20000點關之上，以證實這個關口守得穩。

另一個可能是已不再考驗20000點了，因為昨日已到達該水平，為了不使小戶感到驚嚇，恒指亦有可能在20100點水平逐步回升。

## 商湯半年兩度配股集資

上述乃從好友的預期作出的猜想，實際情況如何，仍要拭目以待。不要忘記，從成交額看，也有故事可講。蓋大市起步前，日均成交為1093億元，非常淡靜。第一日上升，成交1627億元，大幅增加，第二日上升成交2065億元，更上一層樓，第三日的成交高達2475億元，到昨日又縮至1416億元。本人有句口訣，謂「市一靜就定」，成交大減，是大市回復正常的信號。

昨日可一談者是商湯(00020)，在隔了半年後再配股集資。上次配股價1.2元，今次為1.5元。股市其中一個功能就是給企業集資，現在「功能」恢復，我認為絕對是好事。



# 港經濟較上季改善

宏觀經濟數據顯示，2024年第三季度香港本地生產總值(GDP)同比增長1.8%，增速較第一及第二季度的2.8%與3.3%有所放緩。結合中國工商銀行(亞洲)東南亞研究中心的「HGC三元流動模型」(Human人流、Goods物流、Capital資金流)具體分析，第三季度香港出口、進口貨值同比分別上升7.9%和6.2%，與進出口貿易相關的行業延續增長趨勢，對GDP的拉動力(該行業增長反映在GDP同比增速的百分點)小幅減弱，但仍是增長的主要拉動因素。

另一方面，受到消費者在港消費模式(包括本地以及來港消費者)有所調整的影響，目前香港居民北上消費意願提升，中國內地旅客消費貢獻有所降低，因此與零售銷售

相關的行業增長動力偏弱。數據顯示，第三季度訪港旅客人次雖然增速強勁，但與旅遊相關的餐飲旅遊行業表現偏弱。

## 地產及金融交投回暖

與資金流動相關的地產及金融交投均回暖，第三季度港交所共15隻新股上市，募資總額逾422.2億元、同比增5.2倍；恒生指數第三季度累升19.27%，位居全球主要股市指數前列，連續兩個季度收漲。期內港股本板日均成交額達1188億元，同比增加21%。內地居民保單需求持續增加，保險就業人數有所上升，截至9月末升至約6.6萬人，較6月末增加4.6%。

展望未來，在全球多家央行或會陸續減息刺激需求，美國新一屆政府高關稅政策可能引來訂單前置現象等

因素的影響下，「Goods物流」預期仍是今年內香港經濟增長主引擎。美聯儲開啟減息周期、內地及香港積極政策相繼落地等，有助提振地產和資本市場交投，「Capital資金流」亦會成為重要增長動力。由於訪港旅客處於高基數和上述消費模式的調整，「Human人流」增長動力可能稍弱，但2024年末節假日料有一定提振效應。

綜合來看，第四季度香港經濟表現環比有望提升，但2023年第四季基數保持較高水平，可能限制2024年第四季GDP同比增速讀數。市場亦會繼續關注美聯儲減息路徑、「特朗普2.0政策」、地緣形勢變化等不確定性所帶來的影響。

(中國工商銀行(亞洲)東南亞研究中心)

# 中化化肥業務穩健 目標1.6元

中化化肥控股(00297)是主要銷售化肥及農業相關產品，以及從事開採和勘探磷礦以及生產鈣鈣，產品包括鉀肥、氮肥、複合肥及磷肥等。公司深耕行業多年，是化肥行業的「國家隊」，是鉀肥進口談判小組核心成員之一，保障國內鉀肥進口。公司產品種類齊全、渠道覆蓋廣泛、研發能力突出，盈利能力穩健，上半年淨利潤為10.51億元，

(人民幣，下同)，按年升近5%，分紅穩健，2023年派息比率50%，穩定可取。

公司在磷肥業務方面掌握2億噸磷礦儲備量，在中化涪陵、中化雲龍建設磷化工生產裝置，具備磷礦浮選、磷肥等生產能力，持續推進降本增效，同時提升高附加值的新型磷肥銷售佔比。相信鉀肥、磷肥剛性需求下，公司通過降本增效、新型肥料推廣的方式，可持續提升盈利能力。

中信證券發表首次覆蓋中化化肥的研究報告指出，公司在磷肥方面立足磷礦資源和產業鏈一體化優勢，持續推進降本增效和新型磷肥推廣。公司基礎業務穩健，通過在研產銷等環節的全方位賦能，高附加值的差異化產品銷量佔比逐年提升，現已接近30%。預計「生物+」戰略將有效提升公司盈利能力，業績具備長期成長性。給予「買入」評級、目標價1.6元。

# 內地穩經濟 留意三大板塊

實德攻略 梁延斌

港股在11月跌穿兩萬點以後，感覺就像等「收爐」一般，大部分時間在19300至19800點徘徊，不過可以見到派息較高股份在一段時間相對「硬淨」，意味着投資者認為港股有一定的吸引力，但又不願冒太大風險。估計也是想等特朗普明年正式就任總統後，才作更長遠部署。

執筆時大部分投資者也在等待中央經濟工作會議過後，會否有更進一步的政策落實，但相信在12月9日的中央政治局會議中，大家已經對下年政策有一定的期待。單是政治局會議發布僅僅半小時多，恒指就漲超600點，從中可見投資者對政策信心是充足的，縱使近兩日大市開始有所調整，相信最大原因都是假日臨近，投資者情願在高位減倉再謀後動。

## 泡泡瑪特受惠強大IP

會議過後，有幾個板塊可以持續注意，第一個就是內需和消費板塊，會議中重申要提振消費、擴大內需，相關

股份理應受惠，但在選股方面還是需要下一些功夫，穩健派可以選擇市佔率大，毛利穩定，最好有定期派息的必需品類股份；但若想找到更具爆發力的消費股，就要在IP上下功夫了，近年泡泡瑪特(09992)的成功離不開旗下的IP，近期上市的毛戈平(01318)成為今年的凍資王之餘，上市首日更大升76%，可以見到IP文化對股價的影響力非常大。

第二個是金融證券板塊，會議中提到要穩住樓市股市，穩樓市對內房股來說很重要，但穩住以後「房住不炒」還是會持續，對內房股份長遠發展不太有利；但股市就不一樣，上證PE才14倍多，對比道指的44倍還是十分便宜，而且隨着一些大型企業增加派息，對機構投資者的吸引力和長期持貨的誘因也提高了，也會提升A股的穩定性，同時內地存款利率已經十分低，相信投資者會更多的選取A股或相關金融股份作為長線資產組合，變相也對金融券商的發展更為樂觀。

第三個是公路鐵路股，會議中提到要促進城鄉融合，現實是現在城鄉的距離已經十分之近，隨着高鐵路線的增加，各地高速公路網絡發達，大型橋樑越來越多，交通物流鏈已為各地區的聯繫做好基礎，只欠城和鄉之間的產業鏈如何連接，但不論怎樣連接，高速公路和鐵路的使用肯定會增加，也對相關股份有利。

(作者為實德金融策略研究部經理)



# 減息周期 明年亞太地產受捧

高見遠識 羅聰

2024年步入尾聲，環球經濟環境隨着美聯儲連續減息，為2025年奠定新的投資格局，據高力公布的《全球投資者展望報告2025》調查，投資者對新一年的信心增強，68%的亞太區受訪者預計地區經濟增長會帶來正面影響，並有69%的亞太區受訪者有意於未來五年將逾30%的全球管理資產總值配置到房地產，而因應各地不同的經濟與政策發展方向，提供了不同種類的新興房地產投資機會。

在通脹放緩、利率下降，從而使得經濟形勢向好，融資規模得以擴大的背景下，促使長期觀望態度的亞太區投資者，對於2025年的後市心態，帶來更正面積極的態度，包括將債券等較低風險的投資取向，轉向更進取的多元化投資，其中房地產在減息預期，加上定價和估值差距持續收窄，推動亞太區投資者對於房地產投資的信心，預計有助提升亞太區的成交量。據報告所指，67%的受訪者計劃於2025年在亞太區進行投資，當中以工業物業和寫字樓成為他們2025年的

首選投資項目。

## 港樓市供需將趨平衡

香港方面，近年發展商因庫存壓力，對傳統的土地投資取態保守，預計未來在各房地產板塊中，供需將趨於平衡而使得資產價格回復穩定狀態。但隨着特區政府在「北部都會區發展」、「高才通」、「按揭放寬」、「引入家族辦公室」及「新資本投資移民計劃」等政策措施多管齊下，越見深入的發展成效下，可預見包括學生宿舍、高端長者房屋等價值及需求導向的相關資產配置，將蘊含巨大的投資潛力，同時成為香港房地產投資者主要關注的替代投資。

最後，由於各類型的新興產業需求愈發複雜，對於相關的房地產選址、規模配置要求也更趨專業，例如數據中心與能源供應及技術的配套具關鍵作用，故相關的專業諮詢和估價以至到項目管理，成為未來資產價值高低的重要決定因素，投資者宜在投資前選取專業人員作用全面規劃。

(作者為高力香港資本市場及投資服務部主管)