

香港會陷入「資產負債表衰退」嗎？

投資全方位 一點靈犀

特區政府土地收入大幅縮水，地產企業陷入化債困局，居民積極存錢減少支出，社會上的種種跡象與90年代的日本高度相仿，惹得近期有媒體擔心香港會遭遇「資產負債表衰退」危機。本文試圖對此疑慮做出解答。

李靈修

針對日本經濟的長期低迷，經濟學家辜朝明提出了「大衰退理論」，以獨特視角闡述底層邏輯。他認為，90年代資產泡沫破滅後帶來的債務重壓，同時衝擊了政府、企業、居民三大部門的資產負債表。即便央行採取零利率政策也無法扭轉企業的信貸偏好，由經濟上行期的「利潤最大化」轉變為經濟下行期的「債務最小化」。

房企存在減債壓力

當前香港經濟的癥結並非貨幣政策失效，而是在聯繫匯率制下出現了「高利率、弱通脹」的奇特宏觀組合。筆者多次強調，香港經濟身處的全新周期是此前未曾經歷過的，這主要源於中美金融周期的嚴重背離。（詳見去年12月16日撰文《全球化轉向全球分化的衝擊》）也因此，港元匯率相對經濟增長出現明顯「高估」，居民出售物業增持

存款，是再正常不過的套利行為。但顯然香港各界、特別是房地產商對此反應遲緩。內地樓市在2021年三季度見頂，美聯儲於2022年3月開始加息，但直到2023年8月，以長實平價出售「親海駅」樓盤為標誌，房企才着手降價去庫存。

在2024年初全面撤辣與年尾聯儲降息的雙重加持下，香港一手市場成交接近1.6萬伙。考慮到未來三至四年的私宅供應量，潛在規模保持在11萬伙左右，2024年的去化成績單難言理想，甚至未能達到回歸後年均1.7萬伙的銷售均線。

眼下市場尤為關注的是，個別發展商負債水平偏高，如果2025年激進甩貨套現，恐將帶動新盤市場的「低價內捲潮」。對於整個行業來說，爭相打折賣

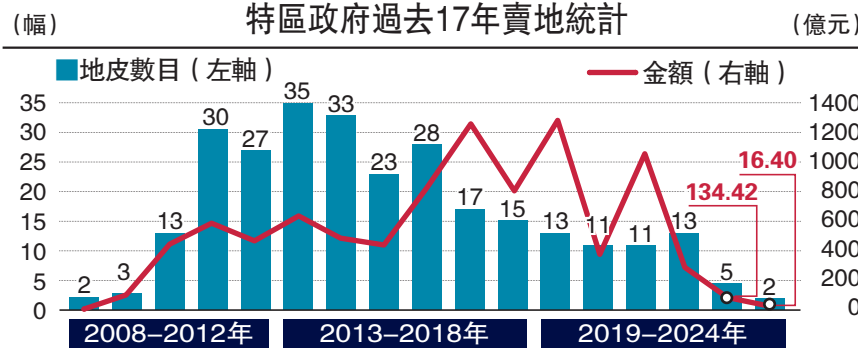
樓勢必引發資產價格急跌，又會進一步推高企業債務比重，最終形成負反饋循環，這就是典型的「資產負債表衰退」現象。

必須要承認的是，企業存在一定的減債壓力，但相關風險是否外溢至居民、政府部門，筆者又覺得不宜悲觀。

居民財務狀況穩健

先來看居民端。香港社會經歷過數輪樓市周期，強烈的風險意識不是90年代的日本可比，加之政府前幾年推出的辣招措施，銀行按揭又嚴格執行壓力測試，市面上的投機情緒被長期抑制。

另據2021年人口普查資料顯示，全港私宅供滿按揭比率高達66.1%。雖然政府這一統計口徑曾遭質疑，但從樓齡



特區政府需要在科創領域培養出新的動能，藉此逐步擺脫對於地產行業的長期依賴。

結構來看，現時私人住宅超過一半是在1980年以前建成的，亦能印證樓市的金融安全性較高。

事實上，樓市降溫本就是港人主動調整資產配置的反映。居民資金無論流向高息定存，抑或增持美債、美股，都會有不錯的收益。2024年上半年強積金回報約5.16%，也是創出近五年來最佳表現。整體來看，香港家庭資產狀況仍屬穩健。

再來分析政府端。外界最為焦慮是，政府迄今土地交易收入為37億元，僅為年初預估的一成左右，而售出的住宅地塊數已重返08年的水平（見配圖）。受此影響，2024/25年財赤預佔擴

大至1000億元，如再扣減1200億元的發債收入，賬面「虧空」又要翻出一倍。

在筆者看來，這是經濟結構轉型的必然之路。香港在新周期中，不能期待土地收入會快速反彈，但政府亦有對沖操作的足夠空間。譬如，借助金融投資對沖實體疲弱，去年前三季度外匯基金投資收入錄得2247億元、取得不俗的成績；又如，把握美國降息窗口，利用低息債替換高息債，優化自身債務結構。

當然，香港最重要的還是產業對沖。特區政府需要在科創領域培養出新的動能，藉此逐步擺脫對於地產行業的長期依賴。說到底，改革紅利才是經濟發展的最大底氣。

心水股 滙控 (00005) 工行 (01398) 農行 (01288)

外圍風高浪急 高息國企股穩陣

新年開筆，就由2025年1月面臨怎樣的一種投資環境講起吧。

沈金 港股最關注的有幾個問題：一是特朗普於1月20日履新美國總統後，中美關係會有怎樣的演變。美將大加關稅，對中國再施「制裁」之說甚囂塵上。

二是地緣政治的變化，特別是俄烏戰爭和中東的「火藥庫」如何了結，亦引人關注，因為從經濟上講，最直接牽涉到俄國石油輸歐的問題。

三是美國的通脹和利率走向。幾乎已是共識，就是今年減息最多亦只是兩次共半厘。利率居高不下，甚至可能令利率由減到加，對股市的影響會更直接。

四是中國的經濟，如何克服困難實現預期的增長。國家對經濟增長充滿信心，筆者亦相信中國經濟的增長目標一定可以實現。

五是香港本身的經濟。特區政府

非常努力應對經濟難題，效果如何，正在觀察，但「積極作為」這一點肯定比以前好得多。我期待在稍後公布的經濟數據會給大家帶來喜訊。

六是各上市公司將在首季陸續公布2024年全年業績，優劣立見，筆者的估計是：凡績佳者，一定盡量分派紅利以回饋股東。國資委已三令五申，必需如此。因而，首季業績公布對優質股的股東來講，是「珠玉紛陳」，可能予人「目不暇給」之感。

投資者有福了，這是我的估計。其實說白了，因為國企股最大股東就是中央、國務院各部委，增加分紅，國家亦實受其惠，這對資金回籠有好處。

自然，業績不佳者，有可能減派股息，甚至不派息。個別股份有可能有「供股集資」。對此，大家亦要有心理準備。這也是我頭牌強調的選股重要的原因，若只持有優質國企股，就少了這個顧慮。

銀行股逾六厘值博

對喜歡收高息的投資者而言，我提供了六隻股份，均為銀行股，包括：工行(01398)、建行(00939)、農行(01288)、中行(03988)、滙控(00005)、中銀香港(02388)，全部有六至七厘息，持有這些好股，我形容是「定過阿肥拾油」，可攻可守。面對複雜多變和確定性不高的金融環境，上述選擇起碼可以令你「瞓得覺落」吧！



憧憬央行加息 日圓有力重回150

實德 攻路 郭啟倫 日本2024年11月份整體消費物價指數與2023年同期比較錄得2.9%升幅，較10月份的2.3%高了0.6個百分點。

扣除新鮮食品及能源價格的核心消費物價指數也錄得上升，11月份核心消費物價指數為2.4%，也較10月份的2.3%為高。

通脹升溫的狀況雖然未有立即推動日本央行急需有加息的舉措，然而也奠定了日本央行在未來的利率政策方向。故此，對日本央行有機會在2025年某些時候，可能會有多於一次加息動作的憧憬下，投資者趁低吸納日圓的意欲應該會逐步升溫，問題只是在等待當有什麼突如其來的通脹攔升信號來襲的話，日本央行便應該會刻不容緩的有加息動作來穩住通脹。

通脹升溫 預期適時出手

就如日本央行行長植田和男曾經表示，他希望看到額外的一組積極數據結果，從而令到日本央行就加息作出決定。此外，當候任美國總統特朗普再次入主白宮之後，所採取的明確徵收關稅措施，有機會推動日本央行需要密切關注本土的通脹升溫情況。因為當美國徵收來自日本的商品關稅後，日本製造商不得不降價以增加出口商品的吸引

力，然而降價動作會造成骨牌效應，令到日圓貶值，當日圓貶值後日本消費者便需要面對更高的價格去獲取進口的商品及服務，這無形中會推高通脹。假如關稅貿易戰維持一段時間的話，日本便更容易暴露在高通脹的危機當中，這對日本央行適時做出加息決定，是順理成章的措施了。

另一方面，從日本央行在最新一次的議會議後所發布的政策會議觀點摘要，也透露出一些日本央行加息並不是很遠的端倪。這份總結提到，從就業相關指標看，勞動力短缺預計會加劇，因此2025年很大可能實現薪資上漲，預計與2%的物價漲幅一致，反映企業行為的模式轉變，現在企業上調工資是作為確保其勞動力，而不是作為把利潤歸還給員工的一種形式。這發展可以被理解為當日本商家，一方面受到關稅影響而要把成本轉嫁給消費者，同時消費者亦因應有薪資上調作為購買能力的補貼，在這個情況下，就算物價高漲，消費者仍然有能力作出購買，助長通脹升溫。

日本央行需慎重考慮盡快加息壓抑通脹，日圓短期間應該會逐步吸引趁低吸納的買盤進場，在2025年開局後，日圓應有力重回150水平。

(作者為實德金融集團首席分析師)

中興上季淨收入料增五成 股價望25.2元

大行 觀點 高盛發表報告表示，中興通訊(00763)因人工智能基礎設施、解決方案及設備支持其長期增長，2024年第4季亦因季節性改善而有所增長。該行上調集團H股目標價15%，由22港元升至25.2港元，維持「中性」評級。

報告指，因該行對中興通訊收入

前景樂觀，且營運費用比率低於預期，故該行維持對其2024年盈利預測不變，但將2025-2026年盈利預測上調4%、8%。又因該行預期中國對AI計算基礎設施和解決方案的需求將更為強勁，將集團2025-2026年的收入分別上調1%、2%，營運開支比率分別調低0.3、0.7個百分點。

高盛指出，企業資訊與通訊技術

(ITC)和消費電子產品仍然是中興通訊的主要增長動力，該行預期這兩類產品於2024年第4季將佔中興通訊收入的17%、25%。由於非電訊業務貢獻增加，預測第4季毛利率將輕微下降至38.6%。綜上，高盛預計中興通訊第4季的淨收入同比增長52%至23億元人民幣，並看好中興通訊在企業和消費電子領域的增長潛力。

促消費政策帶動 紙業板塊不妨留意

股壇 魔術師 高飛

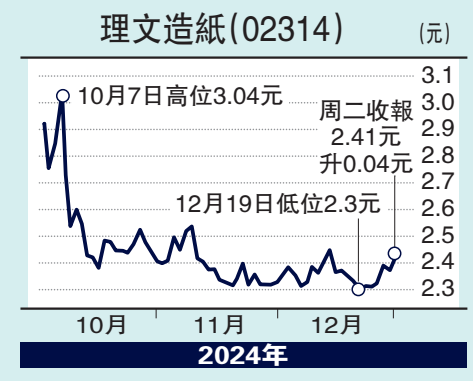
近幾年，內地造紙行業處於行業周期底部，木漿等成本居高不下、供給端大小紙企不斷擴產、終端需求不振，這三大壓力下，行業似乎還在築底。行業雖位處底部，該板塊也不妨留意。例如理文造紙(02314)，現時動態市盈率只有不足7倍，動態息率超過5厘，估值有吸引力。以技術分析看，短期向上突破2.5元，目標可以先看2.7元，中長期有望呈一浪高於一浪走勢。

造紙行業的核心指標為紙價，其中，原料支撐成本，紙價的漲跌取決於供需關係、競爭格局，盈利空間則取決於原料價格與紙價的差距，盈利向上多發生在紙漿價格和紙價同漲階段。

回顧2024年第一季到第三季，由於下游需求修復的趨勢和節奏弱於預期，大部分紙種庫存處於低位，紙漿價格自年初不斷攀升至前期高點後，6月起開始逐步下行，7月以來受供給端產能投放、歐洲補庫存結束影響進入下行通道。受庫存消化影響，企業用漿成本在第三季達到年內高點，而大部分紙種在有限需求支撐下，價格伴隨紙漿現價

同步下行，大部分紙企第三季盈利能力按季下跌。第四季為造紙行業「金九銀十」旺季，由於秋季教輔教材文化紙訂單、「雙11」生活紙與包裝紙訂單開啟，有望提振需求。預期去年9月下游紙廠排產相對正常，雖然短期內需求端支撐維持偏弱狀態，但後續紙漿需求或小幅回暖。

今年國內成品紙新增投產能或能有效承接紙漿的部分新增供應，促消費與減息降準等系列政策支持力度增強，經濟基本面與內需逐漸改善，政策支持下紙漿需求企穩回升。需求作為市場轉轉的核心要素，預計伴隨着後續需求的修復之勢，帶動行業逐步回暖。



墨西哥初創蓬勃 多元化產業具協同效應

貿發 焦點 墨西哥是拉丁美洲第二大經濟體，僅次於巴西，一直是該地區經濟發展的焦點。區內營商環境良好，吸引外商投資，而學術機構也積極促進初創企業創新，這些因素都為經濟增長帶來貢獻。

墨西哥的初創生態系統發展蓬勃，為搜集第一手市場資訊和分析，香港貿發局經貿研究到訪墨西哥，與當地初創企業和研發機構的代表會面，探討當地不斷演變的創業文化。

墨西哥的科技發展走在世界前列，創新生態系統充滿活力，為實力雄厚的工業增添優勢。全國目前共有8家獨角獸公司和眾多初創企業，其中Kavak是區內最大的獨角獸公司，2024年5月資本化價值達87億美元，力壓哥倫比亞食品配送應用程式

Rappi(52.5億美元)，以及巴西線上房地產平台QuintoAndar(51億美元)。同樣在墨西哥成立、專注於加密貨幣交易的Bitso則為拉美第九大獨角獸公司。

墨西哥政府已推出多個初創企業支援項目。例如，Startup México大力推動創新和促進初創生態系統成長，提供專項計劃和諮詢等專業服務，初創企業獲得量身訂製的支援、培訓和資助，強化其商業模式。過去數十年，Startup México已協助超過1500位創業者建立創新文化，並將初創企業與業界人士連結起來，以提升不同產業的生產力。

就城市層面的初創生態系統發展而言，首都墨西哥城和蒙特雷領先全國。墨西哥城和蒙特雷的經濟基礎強健，可支持多元化的產業發展，創造

協同效應，以營造更完善的商業環境，有利墨西哥的初創生態系統成長。

墨西哥城建立龐大人才庫

墨西哥城是眾多國際和本地企業的所在地，也是初創企業培育重鎮。該市匯聚多家國內外頂尖銀行，方便中小企業和初創企業融通資金。科技、媒體和商業服務等行業朝氣勃勃，也令企業和商務聯繫更加緊密。墨西哥城建立了龐大的人才庫，令初創生態系統的產出拾級而上。

墨西哥城有多所著名大學，培養出大批人才，大大提升初創生態系統的產出。2023年墨西哥城的科技就業人數達到30萬，5年增長88%，值得業界留意。

(香港貿易發展局)