

加關稅反自噬 美債陷世紀熊市

投資全方位 金針集

美國總統特朗普上任數日已先後向中國、加拿大、墨西哥發出下月加徵貿易關稅的威嚇，挑動大規模貿易戰，終必自食惡果。近期美債價格跌跌不休，過去10年長期國債平均回報見紅，深陷百年未見的世紀大熊市，反映美國通脹惡化及債務違約風險高懸，嚇怕全球投資者。

大衛

特朗普重返白宮，迅即推翻前總統拜登及能源氣候等多項政策，並作出特赦國會山莊暴亂1500名參與者、廢除「出生公民權」等具爭議性的行政指令，這勢將加劇美國政治內鬥、社會對立矛盾，大大削弱美國經濟應對內外挑戰的能力。例如「出生公民權」已有逾百年歷史，在美出生可享有公民身份，政策突然改變必然引起法律訴訟，據知美國已有20多州發起訴訟，特朗普政府施政將面臨重大挑戰，預期美國股債資產難有運行，資金東移流入中國市場的積極性更大，加上中國推動中長期資金入市，包括引導保險企業每年新增保費30%用於投資A股，加速A股估值修復的



步。

債市流血不止 預示通脹惡化

特朗普2.0政策變動風險高，華爾街大行處於高度戒備狀態，慎防市場大幅波動。例如摩根大通設立「特朗普作戰室」，評估特朗普重返白宮一系列政策影響。事實上，目前全球仍在緊盯特朗普政府關稅政策，其上台數日已向中國、加拿大、墨西哥發出下月加徵關稅威嚇，其中對中國進口產品可能在下月1日加徵10%關稅，美國肆意將關稅作武

器，經貿問題政治化，挑動大規模貿易戰，最終必自食惡果。

回報見紅 凸顯美債風險

事實上，美國消費者物價已連升多月，升幅逼近3%。若然特朗普政府落實加徵關稅措施，通脹率有可能急劇惡化，高見4%、5%以上，甚至出現惡性通脹，物價呈現雙位數上升，令聯儲局沒有減息空間，更要掉頭加息。目前美債價格跌跌不休，一定程度反映美國高通脹重燃，利率易升難降。



美國30年期國債息率 (厘) 1月14日 高位4.9746厘 昨日曾見 4.8328厘 12月5日 低位4.3341厘 10月 11月 12月 1月 2024年 2025年

信息超出負荷 爆煲恐難避免

因此，本是投資寵兒美國國債，近年表現令人失望，持續跑輸其他資產，不單止不能避險，而且成為高風險資產。根據美銀研究顯示，過去10年間，年期在15年以上的美國國債平均回報率為負0.5%，這是上世紀三十年代經濟大蕭條以來最差。換言之，當前美國國債表現差劣，可以說深陷百年未見大熊市。如果美國繼續加徵關稅，導致通脹顯著急升，不排除長債息率抽升到5厘、

6厘水平，信貸融資成本必定超出市場負荷，債務違約爆煲恐無可避免。

美債表現不濟，遲早拖累美股。目前10年期及30年期美國國債息率繼續在4.6厘及4.8厘水平，為接近20年高位，企業發債融資成本高昂，對企業盈利表現、實體經濟不利，投資者自然傾向保守投資策略，寧願投入貨幣基金，也不會大手冒險高追股票，就連華爾街大仔沙對宏觀經濟前景也有保留態度。

事實上，摩根大通首席執行官戴蒙(Jamie Dimon)在業績報告中形容潛在通脹上升及地緣政治局勢會引致重大風險，目前環境是二次世界大戰以來最複雜、最危險，可知道在特朗普2.0時代，投資市場面臨諸多不明朗因素，尤其是特朗普的關稅政策，可能引爆一場債務風暴。繼富商馬斯克之後，基金界猛人橋水創辦人達里奧(Ray Dalio)也警告美國瀕臨破產。目前美國公共債務逾36萬億美元，去年債務利息支出892億美元，相當於每分鐘付息200萬美元，折合1560萬港元，實在令人咋舌。

特朗普加徵關稅政策，激發更大通脹與債務風險，令美國國債置身於危險境地，隨時驚現金融黑天鵝。

心水股 中國平安 (02318) 工商銀行 (01398) 中國南方航空 (01055)

高息國企股搶手 賺息又賺價

頭牌手記 港股昨日高開低走，恒指20000點關失而復得，但很快又得而復失。

沈金 在急景殘年下，好淡爭持激烈。好友一度使恒指上升266點，高見20044點，而淡友亦不示弱，最低時恒指報19644點，跌134點，亦即上落波幅達410點。收市報19700點，跌78點，是第二個交易日回落，兩日共跌405點。

由於好淡頻頻過招，全日總成交又告回增至1485億元，較上日多132億元。

昨市有兩個特點。一是近期升得多的科技股，獲利回吐壓力相當大。如中芯(00981)、小米(01810)、中興通訊(00763)等，跌幅2%至7%不等。撐住大市的是內銀股，真可以用「定海神針」來形容。建行(00939)及工行(01398)同升

2.6%，農行(01288)和中行(03988)升約1.9%，「追落後」的郵儲銀行(01658)繼續走入「快車道」，收4.67元，升2.8%。本欄講明首季全投內銀股的「四大商銀」，如今已穩坐釣魚船，給讀友一份不俗的春節禮物了。

除內銀股穩好外，內險股也發力趕上，本欄早前提及的中國平安(02318)昨收42.75元，升1.9%，最高時見43.85元。中人壽(02628)「拍住上」，收14.04元，升2.4%，還有更勁的是中人保(01339)，收3.91元，升5.4%，此外，財險(02328)、中太保(02601)、新華保險(01336)、中國信達(01359)均全面上揚，可以講整個「內險家族」都滿堂喜慶，提前迎春。主要是在國策支持下，內險股向央行套回大筆資金運作，賺息差又賺

股價。高息國企股如此搶手，就因為有這一批內險資金不斷吸納所致，而按監管當局的提議，賺到錢的企業應提高分紅率，估計這批金融機構在宣布末期息時，定會展示與前大不相同的作風，我頭牌敬告各位小股東：大家等着收高分紅、高派息可也！

中信股份估值低可吼

有老友提示，看好內銀內險的同時，無妨關注一下有「共和國兒子」之稱的綜合國企股。我知他講的是中信股份(00267)，有「共和國長子」之稱，昨日曾高見8.93元，收8.73元，升1%，交投活躍，劍指9元關，應不難升越。此股非常非常偏低，因屬全業務上升，資產每股值24.172元，折讓達64%，印象中，也算是折讓率最大的其中一隻國企股了。

軍工發展取得突破性成績

財經縱橫

凌昆 2024年可說是中國軍工大豐收的一年，取得許多突破性及關鍵性成績，令中美軍力競賽進入重大戰略轉捩點，其地緣政治意義非同小可，對此務必較深入理解。

珠海航展成了中國軍力飛躍的一次大宣示，出現了J35另一五代機、雙人的J-20S、無人機航空母艦等新產品。筆者前文已指出這一系列發展不單是推出新武器，還推出了新戰法，為未來戰爭模式指引前路，乃十分高超及高度的軍力自主開發，故引起了西方尤其美國的注目。到了12月，更為震撼的另一輪軍力宣示出台，包括076兩棲登陸艦下水、兩種六代戰機試飛，和空警500的出現等。076艦被西方視為「怪物」(monster)，因這乃前所未見的艦種，類似航母的甲板上電磁彈射裝置，可作小航母使用，也可載直升及定翼機，有人及無人機。其眾多功能表示可配合多種戰法，也隱含戰法創新之意。076本身便可獲首艘有定翼機登陸艦，和首艘有電磁彈射的小航母等稱號，成為先行者。兩種六代機分別由成都及瀋陽飛機廠製造，外形及功能不同，據報道還可作為電子戰平台。最重要者是中國成為首個試飛六代機和擁有兩款六代機的國家，在空軍武備及戰法上開創了先河。這也表示空軍關鍵領域的發展已領先美國，確有點令人驚訝。至少自蘇聯瓦解後，美國空軍少有敵手，更遑論被領先發展。到2011

J-20首飛後才有同級對手，故加緊開發六代機，推行「下代制空」(NGAD)計劃。但因財力不足及機種定位、技術路線等問題，如何落實還在議論中，有些意見還說要取消。在美國議而不決時，中國卻先搞出來了。看來美國要加快對NGAD計劃拍板了，以免落後太多。

實現全面徹底自主開發

無疑中國新武器如六代機等的性能如何尚待驗證，但對於一個本是一窮二白十分落後的國家來說，新突破更為難得，故應回顧軍工發展史。建國後軍工幾乎一無所有，在蘇聯協助下建立了戰車戰艦及軍機等各種生產，奠下初步基礎，其後與蘇聯不和只好自主開發，但難先進尚遠，技術含量極高的空軍尤其如此。戰機生產的另一次大提升要到蘇聯瓦解後，俄國將蘇27生產線賣給中國，但因中國電子工業當時已優於俄國，故改良後中製蘇27已被西方視為優於俄製的。其後還買了一批更先進的蘇35。中國繼而自主開發了J16等三代機和五代的J-20及J-35等，從機種上終於擺脫了仿製蘇俄路線。但在引擎上還依賴俄國供給(包括J-20)，直到最近才成功換上中國引擎，全面擺脫對俄依賴。與此同時，軍機發展仍以美軍馬首是瞻及作為追趕目標、開發藍本。到六代機出台，則連跟隨美軍也放開了，是全面徹底的自主開發。建國75年間由零到領先乃真正奇跡。

平保核心業務改善 收入增長加快

財語陸 陳永陸 在2024年，中國平安(02318)旗下的平安

財險、平安人壽、平安養老保險及平安健康原保險合同保費收入分別為約3218億元(人民幣，下同)、5029億元、166億元及168億元，同比分別增長6.5%、7.8%、-4.2%及14.9%，合計約8581億元，同比增長7.17%。平保2024年壽險及健康險業務中，個人保費收入5192億元，其中新業務達1397億元，佔比27%；團體保費收入171億元，新業務佔比更高達98%。再者，比較2023年，平安財險、平安人壽、平安養老保險及平安健康原保險合同保費收入的當年增長

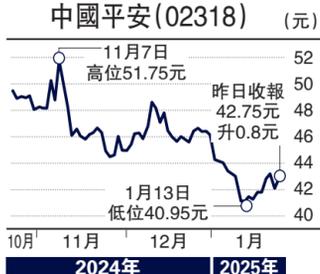
1.4%、6.2%、-6.3%及9.9%，合計約8005億元，同比只是增長4.1%，可見平保核心業務在2024年有明顯改善。

現價估值折讓明顯

對於內地保險公司，最關注的是利率下行的風險。死差、費差、利差是保險經營的三大利潤來源。利率下行帶來的利差損風險和壓力，對保險公司經營影響重要且深遠。因此，利率下行令保險資金對長期債券的配置需求強烈，不過，利率現處於極低位置，利率下行將導致存量資產收益偏低，給保險資金配置帶來較大壓力。但是，平保有較多元化的投資組合，加上利率持續下行，保險資金

運用可依賴股票市場的表現，權益類資產成為保險資金獲取超額收益的「關鍵少數」。平保現價市淨率(或市賬率)只有0.78倍，低於1倍的價值，加上息率回報有6.2%，現價的平保估值折讓明顯。

(作者為獨立股評人)



數字資產日漸成熟 OSL前景俏

慧眼看股市

馮文慧 近年加密貨幣市場發展迅速，為全球金融市場帶來深遠的影響。隨各國政府對數字資產的監管逐步清晰，市場對其接受程度亦顯著提高。目前加密貨幣已從投機性資產逐步轉變成為一種主流的投資工具。例如，美國已推出多隻現貨比特幣ETF(交易所買賣基金)，資金在短短一年內淨流入高達500億美元，反映市場對數字資產的強勁需求。此外，通脹壓力和貨幣貶值等因素亦推動了投資者對比特幣「價值存儲」的興趣。特朗普成為美國新一任總統後，他多次發言支持加密貨幣的發展，令市場對虛擬資產的熱度不斷升溫。

香港作為國際金融中心，自然成為數字資產發展的重要平台。OSL集團(00863)是首家獲香港證監會批出1號(證券交易)及7號(自動交易服務)牌照的數字資產交易平台，同時也是首家獲得「打擊洗錢及恐怖分子資金籌集條例」(AMLO)牌照的數字資產平台。OSL的行業地位和市場認可度為其吸引了眾多戰略合作夥伴。例如，

2024年4月，OSL被委任為嘉賓國際的虛擬資產交易平台及託管合作夥伴，支持其在香港推出的現貨比特幣及以太幣ETF。不僅如此，OSL還獲得了來自加密貨幣集團BGX的戰略投資，使其業務基礎更加穩固。此外，OSL積極拓展業務版圖。2024年11月，宣布收購獲日本金融廳(FSA)許可的CoinBest K.K.的近81%股權，進一步進軍國際市場，為業務增長注入新動力。

比特幣升勢料持續 有助業績增長

OSL是香港少數獲得全面監管的加密貨幣交易平台之一，在全球數字資產熱潮不斷升溫的背景下，業務具很大的發展空間。而且其業務跟加密貨幣有一定相關性，在港市場上非常罕有。在市場對比特幣需求持續上升，供應有限的前提下，比特幣價格中長期有望攀升至更高水平。如是此的話，不僅提升OSL的交易量，更能帶動其整體業績表現。

(作者為致富證券研究部分析師、證監會持牌人士，並沒持有上述股份)

南航客座率優於同業 3.7元可吸納

個股解碼 楊曉琴 中國南方航空(01055)是內地規模最大的三大航空公司之一。

在2024年前三季，公司營收同比增长12.7%至1346.61億元(人民幣，下同)，歸母淨利潤同比增长48.9%至19.65億元。公司旅客

周轉量(RPK)同比增长28%，較2019年同期增長8%，其中國內航線RPK同比增长13%，國際航線RPK同比大增52%，超過2019年同期水平。客座率方面，前三季度公司客座率同比上升6.5個百分點至83.9%，其中第三季度中國南方航空客座率為85.5%，領先於中國東方航空的84.5%和中國國際航空的80.1%。

油價降低 匯率風險可控

美國總統特朗普上任被認為將會為控制通脹壓力而壓制油價，航司原油成本佔成本比重近四成，油價中樞回落對航空公司利潤增長帶來的彈性巨大。匯率方面，雖然面對被加徵關稅風險，市場普遍預期人民幣有貶值壓力，但相對油價來說，匯率波動幅

度有限，且航司可以通過降低美元負債敞口來降低匯率波動對利潤的影響。截至2024年6月30日，中國南方航空公司帶息負債中，20.63%為美元負債，較2023年底減少1.02個百分點；78.49%是人民幣負債。彭博預期中國南方航空2025及2026年淨利潤為48.3和85.6億元。

中國南方航空公司H股當前估值為8倍遠期EV/EBITDA，較公司近5年平均估值低11%，也顯著低於全球同行，南航A/H股溢價80%，低估值加上有彈性的盈利前景，我們認為中國南航H股當前處於較好的配置位置，建議投資者可在3.7港元附近吸納。

(作者為招商永隆銀行證券分析師，證監會持牌人士，並沒持有上述股份)

