

# 聯匯制爭議的本質是什麼？

## 投資全方位 一點靈犀

社會上有關聯匯率制的討論持續火熱，背後反映的其實是港匯高估的問題，即以香港經濟現狀難以支撐過高的匯率水平。但聯匯制自建立以來，香港曾經歷多輪美國加息，為何今次反響格外激烈？這或許與全球金融周期「反常」、中美幣策持續背離有關。

李靈修

如今香港各界的站隊情況，可以說是涇渭分明：具有零售、旅遊、地產背景的人士認為，香港應及時調整，甚至果斷放棄聯匯制，否則只會是拖累經濟；但金融人士持有不同看法，聯匯制是香港作為金融中心的制度基石，不能輕言放棄。兩類觀點的差異，折射出了實體經濟業者與金融行業的利益衝突。

香港聯匯制實行40年，不是沒有遭遇過外圍衝擊，每每都能安然度過。但眼下的宏觀環境複雜難料，似乎步入到未知領域。

### 美國通脹易升難降

先來看美國方面。自2008年金融危



▲港匯高企令更多港人北上消費，這是零售業表現下跌的原因之一。

機爆發，聯邦債務開始滾雪球。從奧巴馬到拜登，三位總統執政期間，國債規模擴大3倍，由12萬億美元增長到36萬億美元。為了給政府信用兜底，聯儲局的貨幣政策帶有明顯的不對稱性：降息周期長、加息周期短；只要通脹不明顯走高，流動性就會保持寬鬆。這也造成了近10年裏，美國經濟一直維持着三低格局（低利率、低通脹、低增長）。

但在本輪的緊縮周期中，高息不再對經濟帶來明顯的限制性作用。即便聯儲局激進加息一年半，通脹率仍未如願

降到2%的舒適區。及至美國經已開啟降息周期，強美元的勢頭依然不減，相對非美貨幣出現升值。究其原因，有專家猜測與AI（人工智能）革命有關，其提升了美國的全要素生產力，也刺激了科技公司的資本開支，變相抬高了中性利率。若果真如此，美國利率很難回到疫情前水平。

再來看中國方面。地方政府憑藉借債投資模式，在過去30年中實現了跨越式增長，但也遺留下不少的債務問題。隨着2021年「債達峰、人達峰、房達

峰」，中國經濟急需擺脫過去的土地財政，轉向發展新質生產力，完成增長動能的新舊轉換。但在此過程中，妥善處理地方債務也成為了重中之重。

### 中國化債持續寬鬆

2023年7月份，中央政治局會議提出「一籃子化債方案」，擬通過發行特殊再融資債券、擴大專項債使用範圍、人民銀行提供流動性支持等途徑，幫助「高槓桿」地方政府進行債務置換。而通常來說，降債周期會壓制家庭部門的

消費意欲，企業部門陷入低價內捲競爭，物價也可能會長期處於較低水平。

由上可見，中美周期雙雙進入拐點，導致香港經濟受到逆向拉扯。美國為香港輸入高利率，內地為香港輸入弱通脹，實體經濟在港匯高估之下備受煎熬，聯匯制自然成為矛盾的集中爆發點。

但有沒有一種方式，既能維持與美元掛鉤，又能釋放港元貶值需求呢？假設在衡量實業與金融二者的利益後，政府參考專家學者的研究論證，「更新」一版聯繫匯率區間（如調整至10.75-10.85），通過一次性貶值，減緩港匯高估壓力。

這就好比，與飛人博爾特一組玩兩人三足遊戲。以前你年輕時，能夠跟得上博爾特的節奏，自然沒有問題；如今年齡大了就把綁帶放鬆點，也不違反規則，但照樣能讓博爾特帶你跑第一。

當然，改動聯繫匯率區間會引發一定的金融衝擊，並非所有政府都願意承擔這種風險。

心水股 郵儲銀行 (01658) 順豐同城 (09699) 中芯國際 (00981)

## 短暫調整後回升 港股呈好市特徵

頭牌手記 沈金 港股上升的鑼鼓停了。前日略為回調，昨日已急不及待再上征程。這已是好市的特徵，即調整為時短暫，有時甚至是「即市完成」。昨日大市高開後馬不停蹄，以全日最高點收市，報21857，升563點或2.64%。最凌厲的是成交總額，再上一台階，達到2871億元，寫下今年單日成交新高紀錄。在這以前，最多的一日成交為2024年10月8日的6204億元。

昨市之升，可用百花齊放來形容，亦即入市的資金正在追逐不同類別和板塊的股份，雖然科技、內銀、國企三類屬優先選擇，但其他實力股也有不俗的升勢，也就是說，上升較為全面，受惠股種較為多元，此為昨市之特點，也是投資者樂見的現象。

可以大膽講一句，如果這幾天仍不升甚至下跌的，可以列入「不宜沾手」之內。

入市消息以傳阿里巴巴（09988）與蘋果合作為內地手機用戶提供人工智能服務最哄動。阿里快馬加鞭，收113.8元，升8%，成交厚利略，達241億元，居熱門股之首，離52周高點118元已不遠矣。

中芯國際（00981）是本人「十全大寶」股之一，已公布業績，本業增長符合預期，市場亦欣然受落，若要批評，則是中芯的理財令人失望，增長竟然大幅下降，這亦拖累整體盈利未上更高水平。個人建議若對理財信心不足，可以用兩個辦法處理。一是聘專業人士或委託銀行界代辦，另一就是將現金部分作紅利回饋股東。個人認為第二個辦法更佳。

作為「第二梯隊」的銀行股，昨日紛紛起航，我之「十全大寶」中最落後的中銀香港（02388）終於肯升了，收26.9元，升5.5%，相信破繭而出，不會只升一日這麼短燭。

### 郵儲行落後 有修復機會

內銀股也是隻隻生猛。我只講一隻郵儲銀行（01658）。昨日收4.78元，創3個月新高，但同52周高價5.39元比，明顯落後。這只怪被某大基金減持而馬失前蹄，經過多月回調後，應有修復機會。

由於成交額再增，短期大市繼續推上，似是不可逆轉之勢。首個大關自是22000點，現指數距之僅143點之遙，相信今日可以辦到，而最大的挑戰目標乃23099點，可能要月底至3月才見真章了。

## 即時配送需求大 順豐同城目標13.5元

股壇魔術師 高飛 今年春節期間，內地消費市場活力展現，商務部商務大數據監測，全國重點零售和餐飲企業銷售額同比增長4.1%，網上零售額同比增長5.8%。內地最大第三方即時配送平台順豐同城（09699）數據更指出，順豐同城全場景總單量同比增長72%，其中1月28日除夕當日單量同比增長81%。商超百貨單量同比增超180%，飲品配送單量同比增長106%，個人用戶單量也實現大幅增長。由此可見，內地即配行業受惠於內地整體消費發展趨勢及成長。

事實上，順豐同城早前刊發的盈喜，亦透露其預期2024年全年收入按年增長逾25%，歸屬於公司擁有的淨利潤料按年增長逾1倍，令人在意的是，其下半年收入增速更超過30%。公司將收入及淨利潤雙增，歸功於內地消費領域的發展趨勢，餐飲及零售行業的消費增長，對即時配送的需求量增加；即時配送行業快速發展，公司同城即時配送及最後一公里業務單量均快速增長，各項業務均衡高質量健康發展。

此外，順豐同城作為獨立第三方即配平台，以技術創新為驅動，持續提升其數智化能力，品牌和產品服務加速得到客戶廣泛認可，其市場份額及滲透率得到不斷提升；順豐同城為多個電商平台以至流量平台之多樣化業務提供靈

活運力承接，並配合其精細化需求，例如與抖音、阿里等達成全生態合作，接入外賣、小時達等到家場景。而且，在公司運營上提質增效下，進一步提高其網絡規模經濟效應，令其毛利率及費用率持續改善，帶動盈利穩步向上。

### 經調整淨利潤潤料增1.6倍

交銀國際於上述盈喜後發表的研報，就上調對順豐同城2024年全年收入預期，考慮關鍵客戶業務（KA業務）和最後一公里落地配業務單量增速好於預期，該行所預估的順豐同城2024年全年經調整淨利潤預期達1.3億元人民幣，同比增160%，更預期順豐同城2025年有望保持近25%的收入增長動能，規模效應下利潤持續釋放，故維持買入評級，並給予目標價13.5港元。即較昨日收市價計，仍有逾53%上行空間。



## 減息態度趨審慎 英鎊有力上試1.31

實德攻略 郭啟倫 英鎊在今年1月開局以來可以用見底回升作為貼切的形容，因為1月初於1.257水平遇上障礙後，下跌至1.21的年內低位之後曾經反彈，而觸及1.252水平後再一次展現跌勢，但這一輪的跌勢於1.224水平已經能夠靠穩下來，並且快速地回升至1.255水平。

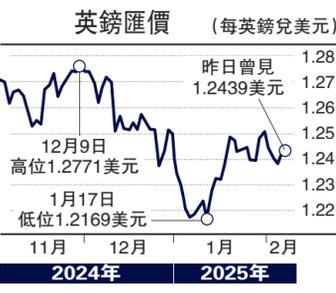
英鎊在今年第一個季度完結前的走勢，有機會呈現出反覆向好的趨勢，主要是因為市場人士對英倫銀行應該不會有大幅度下調利率空間的預期。

英倫銀行在剛過去的議息會議上減息0.25厘，貨幣政策委員會以7票對2票的多數票通過決議，將銀行利率降低0.25個百分點至4.5厘。儘管當中有兩名成員傾向將銀行利率降低0.5個百分點至4.25厘，這情況應該不會增加投資者對英倫銀行在未來的貨幣政策去向偏向特別寬鬆的預期；相反地，更有機會逐步因應通脹環境的變化，甚或有收緊政策的舉措，對趁低吸納英鎊的意欲應該有利好作用，因

為英倫銀行的貨幣政策委員會一向是基於以實現2%的通脹目標，並有助於維持增長及就業的方式來制定貨幣政策，而貨幣政策委員會採用中期和前瞻性的方法，來確定可持續實現通脹目標所需的貨幣立場。

### 通脹或回升至3.7%

英倫銀行指出，2024年第四季通脹率為2.5%。當地通脹壓力有所緩解，但仍然是處於偏高位置，部分指標放緩速度慢於預期。儘管當地潛在通脹壓力預計將進一步減弱，但預計全球能源成本上升及受管制的價格變



化，將推高2025年第三季的整體通脹率至3.7%。雖然英倫銀行預計此後通脹將回落至2%左右的目標水平，但委員會將密切關注任何隨之而來的更持久的通脹壓力跡象。

既然大環境的氛圍都是在擔心美國總統特朗普的關稅政策，除了會推高美國通脹之外，基本上任何有出口的國家應該都會受到美國加徵關稅的影響，而本身亦難以避免通脹上升的可能性，因此，在實現2%通脹目標展望並不平坦的趨勢下，英倫銀行今年應該會小心翼翼的調低利率，更有機會在某一兩次的貨幣政策會議上維持利率不變，要是投資者相信英倫銀行的基準利率有可能維持在4%水平之上一段時間的話，買入英鎊的意欲應該會增加，有利英鎊在今年上半年反覆向好。

除非打後一系列反映英國經濟的數據結果都是極為不理想，否則跟預期大致相若的經濟數據結果，應該不會影響英鎊向上發展的走勢，英鎊中短線應該有力重上1.31水平。

(作者為實德金融集團首席分析師)

## 老撾冀成物流樞紐 與港實現互惠互利

貿發焦點 老撾積極參與「一帶一路」、大湄公河次區域和東西經濟走廊等多項改善基建及加強連通的區域和次區域倡議。該國正從「陸鎖國」發展成「陸聯國」，目標是成為區域物流樞紐，特別是在陸路運輸方面。為促進貨物和人員流動，老撾已建設多個項目，包括萬象(Vientiane)至磨丁(Boten)高速公路、萬象瓦岱(Wattay)機場擴建工程、新湄公河港口，以及中老鐵路。

中老鐵路是「一帶一路」倡議下具標誌性的合作項目，自2021年12月投入營運以來，持續為區內經濟發展帶來助益。該跨境鐵路全長1035公里，連接老撾首都萬象與中國西南部城市昆明，再接通成都；貨物隨後可由貨運列車經哈薩克、白羅斯和波蘭運往歐洲。中老鐵路將以往15小時的卡車運輸路程縮短至只需4小時，估計可節省30%運輸成本。

由於物流和運輸服務成本降低，現在愈來愈多出口商採用新路線將貨物運往沿線國家，特別是在中國、老撾與泰國之間。2023年，中老鐵路的貨運量達到422萬公噸，較2022年增長近95%。鐵路自通車以來已處理超過

1000萬公噸貨物，運載的貨物種類從最初的500種增至目前的3000種，為老撾帶來了巨大的物流效益。另外，老撾正與越南探討修建跨境高速公路，連接萬象與越南港口城市永安(Vung Ang)。

### 多式聯運 港擁豐富經驗

塔納梁港(Thanaleng Dry Port)和萬象物流園都是連接老撾跨境鐵路的大型基建項目，目前正進行進一步發展工程。此外，老撾已設定目標，要推動全國75%的主要道路至少達到國際道路評估計劃所規定的三星級（表示安全性達到平均水平或以上），以及當地所有高速公路至少達到三星級，與東盟高速公路網所訂的目標齊齊。該國大興土木，為世界各地投資者提供潛在機會，為當地發展貢獻專業知識和資源。

值得注意的是，老撾與香港大可互惠互利、借鑒學習。香港地理位置優越，基礎設施高效，是極具實力的亞洲物流樞紐。此外，香港在多式聯運物流方面經驗豐富，對運用先進技術及處理具有嚴格時間和溫度要求的產品富有心得。

(香港貿易發展局)

## 中芯首季指引優於預期 股價上望58元

大行報告 中芯國際（00981）自年初至今，股價已累升逾50%。中信證券的研究報告稱，中芯國際去年第四季業績超預期，營收達22.07億美元，按季增1.7%；毛利率達22.6%，同比上升6.2個百分點。該行予中芯國際「買入」評級，目標價58元。

報告又指，中芯國際今年第一季指引優於預期，季度收入按季增長

6%至8%，毛利率介於19%至21%的範圍內，顯示獲利能力穩健。該行指出，中芯國際資本支出維持高位，2025年指引與前一年相近，市場原預期將會下調。隨着在建工程逐步轉為實際產能，後續產能釋放有望加速。

### 資本支出指引帶來正面影響

中芯里昂報告亦指，中芯國際去

年第四季股東應佔溢利季減28%至1.08億美元，較普遍預期低48%。該行認為，這或是受少數股東權益增加1.63億美元的負面影響，並暫維持目標價53.1元及「跑贏大市」評級。

中芯國際表示2025年的資本支出將與2024年的73.3億美元大致持平，較2025年一致預期的55.2億美元高出33%。該行認為，這對中國的半導體生產設備廠商具有正面影響。