

低價內捲與高質量發展背馳

投資全方位 一點靈犀

近期「反內捲」主題深獲資金追捧，不僅大宗商品價格反彈，股市相關板塊亦十分火爆。但須注意的是，本輪政策聚焦於先進製造業，旨在應對無序化競爭下的資源錯配問題。薄利多銷可以是企業的市場策略，但降低品質、惡性競爭作為代價，無力改變中國在尖端技術領域被卡脖子的局面。

李靈修

筆者於7月10日撰文《整治內捲會引發供給側改革嗎？》中，詳細地介紹了「反降價內捲」與「供給側改革」之間的區別。2016年，中央政府採取行政化手段壓減產能，主要針對的是鋼鐵、煤炭等上游行業，經營主體多為國有企業；而本輪內捲重災區集中在新能源車、光伏、儲能等先進製造業，民企成分佔比較大，難以通過行政手段落實政策，背後涉及到行業不當競爭、地方保護主義等諸多因素，導致部分企業過度依賴補貼、擠壓上下游利潤，所造成的危害不容小覷。

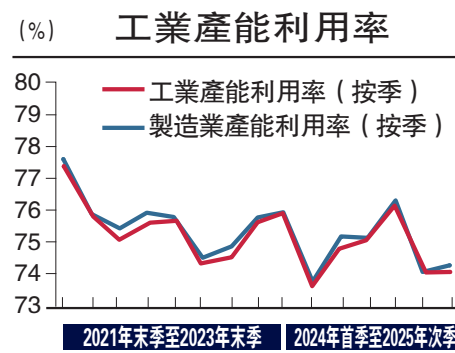


行業利潤受壓 居民收入受累

統計顯示，二季度內地工業企業盈利增速較上季的0.8%回落至-3.7%，同期PPI亦從上季的-2.5%下滑到-3.2%，並連續33個月跌入負值區間。這些數據較為直觀地反映出降價內捲的現實衝擊。為應對持續的利潤下行，企業通過削減開支的方式控制運營成本，其後果就是進一步抑制居民部門的薪資增長。

至2025年初，城鎮工資同比增速放緩至4.9%，僅略高於4.6%的名義GDP增速，兩者均處於歷史低位區間。而剔除以舊換新相關商品後，二季度社會消費品零售總額同比增速從上季的3.3%放緩至2.2%。企業部門的盈利壓力傳遞至居民部門的消費環節，不但極大消解了人民群眾的獲得感，更重要的是，與中央政府提倡的高質量發展目標相違背。這是由於低利潤商業模式會形成一個負反

饋循環：「降價內捲—犧牲盈利空間—拖累研發費用—降低市場競爭力—繼續降價內捲」，中國企業能以高性價比的商品供應全球市場，卻始終在尖端技術競賽中扮演「追隨者」的角色。



饋循環：「降價內捲—犧牲盈利空間—拖累研發費用—降低市場競爭力—繼續降價內捲」，中國企業能以高性價比的商品供應全球市場，卻始終在尖端技術競賽中扮演「追隨者」的角色。

反過來講，正是因為打造出「高溢價—高利潤—高研發」的良性環境，使得美國科技巨頭能夠在基礎研發上取得突破，持續引領全球科技消費的潮流。以蘋果公司為例，旗下iPhone、

MacBook等產品的毛利率通常超過40%，不僅是建立起高端品牌的用戶認知，也為高風險研發提供堅實基礎。

事實上，近年來中國科網公司也在奮力追趕美國同業的腳步。2024年，阿里巴巴和騰訊的資本支出同比增長率分別達到197.04%和221.27%，超出美國五大科技巨頭（亞馬遜、微軟、谷歌、Meta和Oracle）67%的平均增長率。但從絕對規模來看，中美企業的差距還是顯而易見的。2024年，美國五大科技巨頭資本支出總額高達2580億美元，平均每間公司為516億美元；而阿里巴巴和騰訊同期的資本支出總額僅為192億美元，均為96億美元，前者為後者的5.3倍。

從需求端解決結構性問題

中國科技企業的研發投入落後，其中既有全球化成色不足的原因，又與產品及服務利潤率偏低密切相關，並不符合高質量發展的目標。誠然，當前的降價內捲只是表象，深層挑戰在於需求不足等結構性問題，這也需要系統性改革去解決。

心水股 中移動 (00941) 新華保險 (01336) 美的集團 (00300)

港股合理調整 24800有支持

頭牌手記 沈金 港股昨日繼續調整，滙控(00005)、恒生(00011)的業績宣布差過預期，引發沽家拋售，亦牽動其他股份下跌。恒指由頭跌到尾，最低時直逼25000關，低見25082點，跌442點，其後略有反彈，但力度不強，收市報25176，跌347點或1.36%，是第二日下跌，兩日共抹去384點。全日總成交3197億元，較上日多527億元。



利，調整第一個支持是25000，第二個支持是24800。昨日低點25082，已初步考驗這一關，相信考驗還會繼續。七月升降韻律為先低後高，我估計八月的走勢也是如此，亦即八月初會繼續以整固為主旋律，但個別發展炒股不炒市的口訣仍然管用，對投資者而言，在調整期內對心儀好股，可以伺機低吸，經過充分調整，後市會更樂觀。

下周放榜 中移動逆市升

我的愛股中移動(00941)昨收87元，逆市升0.5%，此股已定八月七日在上海交易所舉行業績說明會，屆時有直播，股東可以收看。昨日所見，所有電訊股都升，中電信(00728)升0.8%，中聯通(00762)升0.9%，都有積極支持者。此外，中海油(00883)收19.18元，升1.4%，表現亦硬。半新股美的集團(00300)收79.9元，升1%，首程(00697)平收1.86元。據悉，首程已斥資6600萬港元作密集回購，回購區間為1.8—1.86元。

是主調。同是公布業績，恒隆地產(00101)就脫穎而出，收7.95元，升2.5%，原因是其租出率維持90%以上，收入保持穩定，而中期息0.12元並無減少，周息率近7%，所以吸引力仍在。

有一點要提出的，是滙控、恒生、恒隆地產的中期息除淨日期都非常快。如滙控除淨日為八月十四，恒生為八月十二，恒隆地產為八月十三。

很多人會問：後市如何？我認為這是遲來的一次調整。日前我已講過若大市肯適度調整，對整體市道有

經濟靠穩加息有望 歐元上望1.19

實德 郭啟倫 美國總統特朗普推動跟貿易夥伴進行的關稅談判，歐盟基本上是最後一批經過多番強硬談判仍未有達成理想結果的主角之一。然而，歐盟委員會主席馮德萊恩在最後限期前的一個星期，終於跟特朗普一起向外宣告，歐盟跟美國已達成初步貿易框架協議，美國將徵收來自歐洲的大部分商品15%關稅稅率，而歐盟換來的是歐洲企業將會在三年內購入總值7500億美元的美國能源產品，並且會對美國進一步增加6000億美元的投資。新關稅稅率生效之後，來自歐洲的汽車將會被徵收15%的關稅稅率是低於目前水平，另外，歐洲某些農產品、化學品、半導體設備、飛機及零部件將會豁免徵收新關稅。歐盟爭取過來的貿易協議，儘管明顯地已經把特朗普原先所制定的稅率打了折扣，然而，是否不會嚴峻地拖累歐盟的經濟增長步伐，暫時而言實在是言之尚早，投資者有見及此，紛紛沽售歐元，把歐元推低至六個星期以來的低位水平，暫時歐元的跌勢還未喘定，不能抹殺繼續向下發展的機會，然而，投資者也不是完全沒有趁低吸納歐元的理據，歐元可能距離完成這一輪的下挫走勢只是一步之隔。

央行已經顯示出停止寬鬆貨幣政策，或可以詮釋為減息周期已告終，在歐洲央行的存款利率已經在2厘水平見底的憧憬下，投資者應該會寄望歐洲央行跟聯儲局的利息差距，在不久的將來會明顯收窄，趁低吸納歐元的動作應該會逐步升溫，對歐元應該會構成低位反彈的利好作用。另一方面，近日出反映歐元區經濟狀況的一些數據結果也頗為理想，對歐元也應該會構成正面的推動。

這些數據包括歐元區5月份高於預期及上次的工業生產、錄得自去年8月以來高位的歐元區7月份綜合採購經理指數、自2022年7月份以來最高水平的製造業採購經理指數，以及上升至2022年2月以來高位的7月份歐元區Sentix投資者信心指數。在歐洲央行加息展望，以及歐元區經濟靠穩兩大關鍵理據下，歐元短期應該能夠逐步在1.142水平站穩陣腳，並且有望在中短期反彈回升至1.19水平。

(作者為實德金融集團首席分析師)



資金低吸 短期調整料完成

首先，歐洲央行在剛過去的議息會議上維持利率不變，並向外釋放出未來偏向鷹派的貨幣政策立場。既然歐洲

同程擬購大連聖亞 協同效應有限

大行分析 同程旅行(00780)子公司擬通過私人配售收購大連聖亞(600593)最多3864萬股，總對價約為9.56億元人民幣。交易完成後，同程將持有聖亞30.88%表決權，成為最終控制方。瑞銀發表研究報告指，考慮到目前正在進行審查和批准程序，該潛在交易最早可能在年底前完成，因此潛

在的財務影響或會在2026財年浮現。該行估計，收購事項將帶動同程明年收入提升2%至3%，並對其純利產生些微貢獻。不過，交易公布後，投資者對這項交易持審慎態度，同程的股價下跌。該行維持集團「買入」評級，續予目標價25.5元。

里昂發表研究報告指，同程旅行收購大連聖亞的消息令市場失望，並

引發爭議。該行認為，這個交易幾乎沒有協同效應，甚至可能拖累利潤，並使其戰略方向、資本配置和股東權益回報率目標面臨更多質疑，相信這將對其估值產生影響。不過，該行對集團的競爭格局及其核心OTA利潤擴張仍然充滿信心。該行將同程目標價由24元下調至20元，並將評級由「跑贏大市」降至「持有」。

航運景氣上升 中遠海控目標15.8元

股壇 魔術師 高飛 上海國際航運研究中心早前發布第二季中國航運景氣報告，第二季中國航運景氣指數為120.81點，按季上漲14.77點，升至較為景氣區間；中國航運信心指數為123.22點，按季上升12.89點，由相對景氣區間升至較為景氣區間，此數據反映出當前航運業熱度提升，從業人員對市場發展信心增強。技術上，中遠海控(01919)上周股價向上突破，創出歷史新高，現價市盈率只有4倍，息率逾11厘，仍有吸引力。

涵蓋全產業鏈的一站式跨境物流解決方案。公司新能源船隊改建年均資本支出超800億元(人民幣，下同)，綠色航運投入佔比提升至3.5%，數位化碼頭改造使作業效率提升30%。

業績方面，公司第一季淨利潤按年增加73%至116.95億元，貨櫃業務收入佔比超96%，充分受益全球貿易量回升。目前，估值具防禦屬性，吸引長線資金持續布局，資料顯示，第二季公募持倉比例較上季提升0.8個百分點。港交所最新資料顯示，7月21日，大摩增持中遠海控逾120萬股，每股作價14.08港元，總額約1689.44萬港元。增持後最新持股數目約1.45億股，最新持股比例為5.02%。

中信證券給予中遠海控15.8元目標價，對應動態市盈率修復至6倍，可以作為參考。

中遠海控業務包括國際船舶運輸公司的投資管理，提供與國際船舶運輸配套的服務、實業項目投資管理、碼頭投資管理；從事海上、航空、陸路國際貨運代理業務；船舶與集裝箱生產、銷售、租賃、維修；倉儲、裝卸；運輸方案設計、信息服務。

整體航運市場而言，中短期貨報顯示，MSC7月下半月調運價，船司報價分化，線上均價或在7月中旬上調，目前商品樂觀情緒偏強，疊加歐線旺季裝載率好於預期、歐洲港口擁堵等事件催化，市場對8月漲價仍有預期。

拓展「新三樣」物流服務

近年來，新能源車、光電產品、鋰電池等新能源產業蓬勃發展，各類新能源貨物出口需求不斷增加。為滿足此市場需求，中遠海控積極佈置「新三樣」領域物流服務，打造了多個靈活且

阿聯酋經濟多元化 投資具吸引力

貿發焦點 近年，海灣合作委員會(海合會)國家積極招商引資以發展多元經濟，務求減少依賴能源收入並實現可持續經濟增長。在亞洲大陸的另一端，中國企業正致力開發新市場以應對日趨複雜的經貿和地緣政治環境。這兩個主旋律本質上和諧呼應，可達到一拍即合的效果。再者，海合會國家人均收入高、政治環境穩定，自然成為中國企業出海熱點。

和第一大投資目的地，8000多家中國企業在迪拜投資興業，37萬華僑華人在迪拜工作生活。

同樣地，阿聯酋也是香港在中東地區最重要的經貿夥伴。截至2024年，阿聯酋是香港的第六大出口市場、在中東地區計最大的貿易夥伴，香港對阿聯酋出口額比2018年翻了一番。當然，這也受益於國家與阿聯酋日漸緊密的經貿關係，以及香港背靠祖國和作為國際金融中心的優勢。

2024年，香港出口到阿聯酋的貨物總值為122億美元，當中超過七成是原產自中國內地經香港轉口的貨物(約87億美元)。中國海關總署數字顯示，同期中國內地對阿聯酋的出口貨物總值為656億美元。換句話說，原產自中國內地經香港轉口到阿聯酋的貨物總值，相當於中國內地對阿聯酋直接出口貨物總值的13%。

非石油經濟佔比75%

發展多元產業是阿聯酋乃至整個海合會的社會經濟發展核心方針。阿聯酋非石油經濟佔國內生產總值75%，多元化程度於區內數一數二。阿聯酋非石油經濟主要由貿易活動、製造業、金融及保險、建築、地產等行業組成，合共佔整體非石油經濟逾六成。

過去數年，阿聯酋在發展多元經濟方面領先於其他海合會國家。國際貨幣基金組織數據顯示，阿聯酋實質非石油經濟增長率在2021至2023年都超過6%，而且每年皆高於海合會國家整體平均水平，以至其在能源產業增長乏力的情況下，仍能維持約4%的實質經濟增長，這數字同樣高於海合會國家整體平均水平。

(香港貿易發展局)