

經濟轉型中的債務經濟學

投資全方位

一點靈犀

每逢財政預算案出爐，各界圍繞發債的爭議頗多。今年雖然政府賬面上「扭虧為盈」，但若減去發債收入，其實仍未擺脫赤字困擾。在此背景下，官方調撥外匯基金支持北都建設，以及面向市民派糖，背後的邏輯是什麼？

李靈修



▲當前香港要尋找經濟新增長量，實現「騰籠換鳥」轉型，很考驗政策制定者的勇氣與智慧。

長期以來，香港財政預算都遵循「量入為出」原則。這在持續增長時期無可厚非。但如今內外環境都有變化，政府一邊要直面社會老化挑戰、另一邊須應對全球化退潮威脅。即便香港樓市去年已企穩反彈，但大家心裏都清楚，過去「土地財政」的黃金時代一去不返，如何尋找經濟新增長、實現「騰籠換鳥」轉型，這都考驗着政策制定者的勇氣與智慧。

政府資源跨期配置

因此，緊盯債務絕對規模意義不大，更應關注的是債務可持續性。即借債用於生產與創新的投入，只要保證新增財富超過債務利息，政府財政就是健康的。且不論，當前正處於美元降息周期，官方發新債（低息）還舊債（高息），本就是優化負債結構的良機。單從資源跨期配置來講，政府發債也是必

要的手段。

古往今來的成功改革，無一不是依賴於存量權益的釋放。這是因為改革需要冗餘的政策空間，既要在未知領域大舉投入，亦要安撫舊有利益群體。事實上，不論政府信用支撐的債務收入，還是外匯基金賺來的投資盈餘，都屬於可被釋放的存量權益。當然，改革都有風險，除了要找準方向、下定決心，也要學會高效利用資源達成目的。

心水股

匯控 (00005)

恒地 (00012)

阿里巴巴 (09988)

兩會料釋利好信號 恒指望27000

沈金 頭牌手記

港股昨日再次證明恒指26300關可穩守之後，即反覆向上，最高為26701點，最低為26375點，收市報26630點，升249點或0.95%。日升日降的「單跳」走勢持續。全日總成交2879億元，較上日多287億元。昨市有兩個鮮明特點。一是績優股上升，以匯控(00005)、新地(00016)、港交所(00388)為代表。二是近日飽受沽壓的科技股，終於反彈，以騰訊(00700)、商湯(00020)為代表。我不提阿里巴巴(09988)，因為表現仍弱，收報142.9元，仍跌一格。新世界(00017)宣布業績，有三大看點。一是業務持續向好，二是完成200億元債券交換計劃，三是虧損收窄，財務成本下降。雖然不派息，但市場仍然受落。該股昨收10.86元，升3.6%，較52周最低的4.14元

已回升不少。事實上，本地地產股這一段日子的表現是相當亮麗的，無異議地跑贏大市。恒地(00012)是另一隻強勢股，昨收35.44元升2.9%。

五個低位聯成一條防守線

二月股市昨日收市。一如預期，這是一個下跌月。本月恒指由一月底的27387點開出，可以講處「捱打」地位，首日即棄守27000點關，而以收市指數計，本月最高為27266，中段最高點為27398，仍受制於27400關。至於低點，就是26295，見於二月六日，而26300的低位曾有四個交易日出現過，即連同26200的最低點，一共有五個低位聯成一條防守線。這是低點得以固守而被屢攻不下的主要原因。展望三月份，內地開「兩會」，市場期待有刺激內需新舉措。港股在穩守之下，將再度挑戰27000關。我相信應是首季度的「終極一擊」，成



功與否要看投入的能量有多大。近期北水的策略是沽多買少，此為大市被壓抑的因素，估計北水調節過後，仍會重新部署吸納。三月及四月是內銀、內險及國企公布業績的時候，對這些板塊值得加以關注。還有是科技平台股，輾轉調整了一段日子，三月能否翻身，仍看業績。領導股騰訊已訂三月十八日公布業績，孰優孰劣，備受注目。阿里的表現似落後於騰訊，並已重回142元「起步位」，下周如何，當是關鍵。

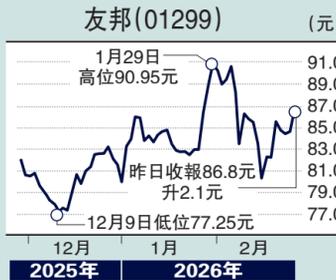
受惠減息周期 友邦估值料修復

鄧聲興 經紀愛股

市場對美聯儲減息預期近日持續升溫。彭博數據顯示，交易員押注2026年減息三次的概率已升至50%，高盛亦預計6月及9月將分別減息25點子。中信銀行(國際)更指，不排除在美國總統特朗普影響下，最終減息次數超越經濟基本預期。保險股對息口敏感，減息周期延續意味着債券投資收益企穩、保單吸引力提升，同時融資成本下降，為板塊估值修復提供有利宏觀環境。友邦保險(01299)在2025年第三季度交出亮麗成績單，按固定匯率計算，新業務價值同比大幅增長25%至14.76億美元，創下第三季度歷史新高；新業務價值利潤率提升5.7個百分點至58.2%，年化新保費亦增長14%至25.50億美元。在集團經營的18個市場中，多達11個錄得雙位數增長，香港業務增40%；中國內地增27%，保障產品上升20%；泰國業務亦增長20%，表現穩健。在減息預期升溫的背景下，友邦

的投資組合優勢愈發凸顯。固定收入投資組合平均信貸評級保持在A級，公司債券組合涵蓋超過1700名發行人，有效分散風險。隨着利率趨穩，保險公司的新錢投資收益率壓力緩解，存量債券組合估值提升，有利於內含價值穩定增長。同時，減息環境下傳統儲蓄產品相對銀行存款吸引力回升，有望帶動保單銷售向好。綜合而言，友邦在減息周期中具備多重利好催化，估值修復空間值得關注。

(作者為香港股票分析師協會主席，證監會持牌人士，未持有上述股份)



黃金高位橫行 短線阻力5200美元

彭博 金日點評

本周黃金市場在高度政治與政策不確定性下維持高位震盪格局，價格重心整體上移但波動幅度顯著放大。上周五在美國最高法院駁回特朗普部分關稅主張後，市場一度重新評估全球貿易框架，疊加GDP走弱與通脹資料回升的交錯信號，資金快速流入避險資產，推動金價重返5100美元上方。隨後數個交易日內，特朗普一方面釋放可能提高全球進口關稅至15%的信號，並考慮對多個行業徵收「國家安全關稅」。另一方面，美國對與伊朗達成協

議表達傾向，使地緣政治風險現拉鋸狀態。美伊談判在日內瓦展開並傳出「取得進展但仍存分歧」的訊息，短線緊張情緒有所緩和，但美方向時釋出不設到期條款的新協議立場，並傳出若衝突升級沙特可能大幅增產石油的消息，令能源與通脹預期再度成為潛在變數。在此背景下，美元因政策路徑反覆與利率預期修正而出現劇烈波動，黃金多次上探5200美元關口卻未能有效站穩，呈現典型的高位換手特徵。撰文時即時黃金價格約5175美元，顯示資金在避險配置與高位獲利了結之間反覆博弈，市場正處於風險溢價重新校準階段。

美息走向未明朗

資料層面則構成更為複雜的宏觀背景。美國2025年GDP同比僅增長2.2%，為2021年以來最低水準，第四季環比折年率預估值僅1.4%，顯示經濟動能趨緩；然而通脹壓力並未同步降溫，12月整體PCE按月升0.4%、

按年升2.9%，核心PCE年率升至3%，創近月新高，均高於市場預期。增長放緩與核心通脹回升並存，使美聯儲官員在表態上普遍偏向審慎，交易員因此下調對年中快速寬鬆的押注，目前預計6月降息25個基點的概率約五成，顯示市場對利率拐點的定價轉為保守。技術分析方面，對黃金而言，短線缺乏一錘定音的重大催化劑，導致走勢只能以橫盤消化為主，接下來得等待晚間美盤時段的關鍵經濟資料公布。實質利率預期的韌性構成上方壓力，而增長放緩與地緣風險則提供下方支撐，形成典型的「滯脹式不確定」環境。若後續通脹資料持續高企且美元維持強勢，金價或延續5200美元關口下方的高位震盪；反之，一旦經濟資料進一步走弱並強化政策轉向預期，資金配置邏輯將再度偏向貴金屬，推動價格挑戰區間上沿。(作者為彭博環球創富學院創辦人@ppgpahk)



A股上望4200點 港股料窄幅橫行

政經才情

本週中後段，A股和港股都是輕微向上窄幅震動，以指數及盤中個股表現來看，都是A股較強。A股上證指數已經站於4150點短線阻力位的上方，周五上證收4162點，升0.39%，而港股恒生指數就守在26500點的支持位之上。不過，港股股及板塊的洗牌效應十分明顯，不少近一兩年受熱捧的新經濟股

(如BAT及車股等)都出現一個較大幅度的回調，反而一些舊經濟股和相關板塊(如房地產及資源股)，以及一些超新的概念(如機器人和AI應用)則受到熱錢的追捧，所以整個市場呈現一個比較有趣或極端的情況。筆者總結，以板塊概念計，這是超新和老舊題材瘋狂炒作，但傳統的大藍籌科技板塊則受壓的奇特景觀，未必人人受益；反觀A股的普漲比較全面，即使指數只是輕微上漲，但總體的賺

諾和諾德加速新藥研發 應對競爭

毛語倫比

全球製藥巨頭諾和諾德(NVO.US)在減肥藥市場經歷一系列重大事件，包括其明星產品的價格調整、新一代藥物臨床試驗的挫折、潛力新藥的積極進展。這些動態共同描繪了諾和諾德在激烈市場競爭中尋求轉型與突破的複雜局面。諾和諾德近日宣布，將其廣受歡迎的GLP-1系列減肥藥物Wegovy、Ozempic和Rybelsus在美國市場的月度標價統一降至675美元，降幅最高達50%。價格調整旨在應對來自競爭對手禮來減肥藥物Zepbound所帶來競爭壓力的關鍵策略。諾和諾德指出，此次降價主要惠及高免賠額保險計劃的參保人，這些患者的自付費用與藥品標價關聯度更高。儘管降價預計不會直接影響公司淨銷售額，但此舉顯示了諾和諾德在維護市場份額和提升藥物可及性方面

的決心。在價格策略調整的同時，諾和諾德的新一代減肥藥CagriSema卻遭遇了臨床試驗的重大挫折。在與禮來Zepbound進行的頭對頭三期臨床試驗中，CagriSema未能達到非劣效性的主要終點。分析師指，CagriSema的失利鞏固了禮來在減肥藥領域的領先地位，並對諾和諾德能否在Wegovy專利到期後有效接棒產生疑問。儘管CagriSema的表現令人失望，諾和諾德的研發管線中仍有亮點。公司與聯邦製藥合作研發的G三重激動劑UBT251在中國內地進行的二期臨床試驗中取得了積極成果。UBT251的成功，為諾和諾德在減肥和代謝疾病領域的未來發展注入新希望，並可能成為公司應對競爭、拓展市場的關鍵籌碼。(作者為富途證券高級策略師，證監會持牌人士，並無擁有上述股份)

錢效應是不錯的，所以市場的人氣和信心還維持在強勢，相信下周還會持續上漲的態勢，上證應該有機會試衝上4200點。至於港股的走勢，中短期香港的經濟表現不錯，資金流入也健康平穩，但綜合各方面因素，恒指仍未具備進一步大升的條件。總之，本欄目近兩個月經常強調的波幅範圍(恒指25800-27300)仍然是暫難突破的交易區間。人民幣料穩定升值 另外，人民幣對美元匯率持續向上，雖然每日的上漲幅度不大，但總體是持續

而穩定地上升，證明大資金是在中長線維持買入各類人民幣資產的，相信這個趨勢在未來一至兩個月內都不會太大轉變。在這前景比較具確定性的情況之下，大家不妨對大宗價格的人民幣資產多點留意，相關資產重新估值或資本轉向買進的機會是不小的。美元對其他外幣的波動就較大，且呈現一定的分化，美元兌日圓、澳紐元及英鎊的波動頻率不小，但波幅不大，主要控制在300點子之內，有利於短期做波段交易，而黃金和石油的價格變化也同時有此特性。(微博：有容載道)

關於林黎紅遺囑的查詢 姓名：林黎紅 (英文：LAM, Lai Hung; 簡體字：林黎紅) 性別：女 香港身份證號碼：XXXX189(4) 死亡日期：2026年1月30日 如任何人士曾為上述死亡人士林黎紅立下遺囑或存有林黎紅的遺囑、遺囑修正或其他遺囑文件正本或複印本，請於今日起1個月內，聯絡及知會卓卓黃律師事務所，地址：香港金鐘道89號力寶中心2座21樓2102室，聯絡人：紀華士律師，電話：25251080，檔案編號：JK/41580/26/yan。 日期：2026年2月28日