

## 正視挑戰、穩中求進、立足實際 力擴有效需求

龐溟 經濟學博士、經濟學家

7月28日，中共中央政治局召開會議，分析研究當前經濟形勢，部署下半年經濟工作。會議向社會各界傳遞積極信號，將顯著穩定預期、提振信心。筆者認為，本次會議在經濟工作方面的六個關鍵信息值得關注和重視：正視困難挑戰、堅持穩中求進、靈活表述經濟目標，立足擴大有效需求，加強安全意識與風險防控，調整優化監管政策，堅持動態清零不動搖。

### 確保中央決策落實到位

肯定成績，正視挑戰，堅持穩中求進，平衡防疫、穩經濟、保發展之間的關係。會議提出今年以來，「面對複雜嚴峻的國際環境和艱巨繁重的國內改革發展穩定任務」，在有效統籌疫情防控和經濟社會發展工作方面取得的成績值得充分肯定。「同時，當前經濟運行面臨一些突出矛盾和問題，要保持戰略定力，堅定做好自己的事。」會議強調「做好下半年經濟工作，要堅持穩中求進工作總基調，全面落實疫情要防住、經濟要穩住、發展要安全的要求」，要以改革開放為經濟發展增動力，各地區各

部門、各級領導班子要切實負起責任、開展工作，要營造好的政策和制度環境，發揮各類企業和企業家能動性。

我們認為，正確認識和透徹分析當前困難挑戰，有利於穩定發展預期、提振發展信心、加強風險和安全意識、確保把中央政治局的決策部署落實到位，下半年工作將繼續堅持以改革開放、以調動各方面積極性為手段，鞏固經濟回升向好趨勢，為經濟發展增添動力。

對經濟目標表述更為靈活，強調積極努力。在4月29日政治局會議「努力實現全年經濟社會發展預期目標，保持經濟運行在合理區間」提法的基礎上，本次會議強調「保持經濟運行在合理區間，力爭實現最好結果」，同時指出「經濟大省要勇挑大樑，有條件的省份要力爭完成經濟社會發展預期目標」。

我們認為，這是更為靈活機動、立足實際地看待各項社會經濟發展目標，在此基礎上盡最大努力，更為準確地把握宏觀經濟政策「時」、「度」、「效」，實現相機調控、區間調控、總體調控的實事求是統一。在GDP全年增長目標之外，「保持

中國經濟運行在合理區間」還有糧物價和穩就業等多方面的含義。

### 優先確保增量政策生效

繼續以擴大需求作為政策立足點和着力點。在4月29日政治局會議「要全力擴大國內需求」提法的基礎上，本次會議進一步強調「宏觀政策要在擴大需求上積極作為。財政貨幣政策要有效彌補社會需求不足。用好地方政府專項債券資金，支持地方政府用足用好專項債務限額。貨幣政策要保持流動性合理充裕，加大對企業的信貸支持，用好政策性銀行新增信貸和基礎設施建設投資基金」。

我們認為，國內需求收縮、供給衝擊、預期轉弱三重壓力仍存，而重點在於有效需求依然不足，下半年政策將着眼於更大力度地擴大國內需求，更有效地增強市場主體的內生動力，重點不在於加碼短期政策，而在於優先保證存量政策靠前布局、增量政策落地生效。在當前有效需求不足、內需增長乏力、外需仍存變數的情況下，要側重通過財政政策擴大基建投資、穩投資、穩需求、穩增長。值得注意的

是，基建投資在上半年發力後的政策效果仍待釋放，基建投資增速繼續邊際緩慢修復，下一階段應該努力提升和優化基建投資政策落地生效的空間。不過，未來的基建投資空間有可能受到一般公共財政預算寬鬆度、地方財政收入水平和支出能力等諸多因素，以及財政支出可能更多地向社會保障和就業支出、衛生健康等領域傾斜等結構性變化的影響和制約。另一方面，基建投資走強後對居民端就業、收入等拉動作用存在一定時滯，在政策效應的承接上應當引起注意。

### 增強憂患意識保障民生

加強安全意識、堅持底線思維、着力風險防控。會議強調要全方位守住安全底線，強化糧食安全保障、能源資源供應保障，「要紮實做好民生保障工作。要着力保障困難群眾基本生活，做好高校畢業生等重點群體就業工作」。

我們認為，堅持底線思維、增強憂患意識、聚焦重點安全領域和民生保障工作，才能有效管控重點領域風險，防範和化解各種風險挑戰，守住不發生系統性風險的底線。特別地，就業是最大的民生、最緊迫的安全、最重要的底線，穩增長、穩就業是為了保主體、保民生，保主體、保民生也能穩增長、穩就業，需要努力做好經

濟工作、切實保障和改善民生。

調整優化監管政策，確保穩市場、穩增長與規範、健康、持續、高質量發展的統一。會議提出，要穩定房地產市場，堅持「房住不炒」定位，因地制宜用足用好政策工具箱，支持剛性和改善性住房需求，壓實地方政府責任，保交樓、穩民生；妥善化解一些地方村鎮銀行風險，嚴厲打擊金融犯罪；推動平台經濟規範健康持續發展，完成平台經濟專項整改，對平台經濟實施常態化監管，集中推出一批「綠燈」投資案例。

我們認為，這意味著將繼續保持相關領域的監管政策、整改行動、風險處置措施並持續優化調整，實現監管科學化、精細化、常態化、長期化、立體化，有利於實現穩增長、防風險、促發展三重目標。

### 做好疫情防控與新藥研發

堅持動態清零不動搖。會議指出堅持就是勝利，不能鬆懈厭戰，強調要「綜合看、系統看、長遠看」，疫情防控和經濟社會發展的關係，「特別是要從政治上看、算政治賬」，並要做好病毒變異跟蹤和新疫苗新藥物研發。

我們認為，這說明了要繼續尊重科學、遵循規律，繼續堅持科學精準、「動態清零」，繼續高效統籌疫情防控和經濟社會發展。

## 加息擔憂略降 焦點轉看局勢

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

市場永遠充斥樂觀與悲觀的力量互相競爭。說到擔憂，一來有地緣政治風險突然升溫，投資者擔憂中美關係惡化，風險胃納回落；二來，經濟衰退風險增加，貨幣政策前景不確定，資產波幅隨時擴大。當然，局勢暫時並未進一步惡化，恐慌指數VIX周三結束兩日連陽，逼近25水平就轉跌，回落8.27%，跌至21.95。隨着經濟數據相對不俗，業績也並非預期那麼差，美股走高，歐股亦然。兩股力量牽扯之下，10年期美債收益率回落，周三再跌1.59%。始終美聯儲近期態度不如之前鷹派，投資者目光周內先轉移到了地緣政治風險上。

匯市方面，美匯指數反彈第二日，升勢未破。美匯指數從7月下旬開始有所回檔是合理的，但下行空間實際上有限，還沒有破壞上行趨勢，守住50天線支援，整體保持在高位運行。當然，美聯儲也沒有說不加息了，只是暫時投資者對於提速加息擔憂減弱了，如果後市通脹壓力還是很大，美聯儲想必還是會繼續大幅加息。另一方面，美元受到避險需求支持走高，守住105水平，連續反彈兩日至106.506。

### 避險需求帶動金價反彈

至於與貨幣政策存在關係密切的金價，近期之所以可以止跌反彈，主要的因素是

美元從高位回落，給金價帶來支持，守住千七水平，躍上1,750美元。何況本周隨着中美關係緊張，避險需求提振，金價周三反彈。誠然，金價僅高見1,772.7美元，繼續受制50天線。後市除了密切留意中美關係外，還要繼續關注貨幣政策，希望通過更多數據表現和官員講話，預測未來政策，周內關注非農報告。另一邊廂，白銀跟隨黃金反彈，重上20美元水平，但也同樣受制50天線，漲幅受限。始終經濟衰退風險持續，白銀工業需求受到影響。而在加息大環境下，貴金屬均面對壓力，預料白銀即使反彈，短期而言，22美元水平阻力非輕。

實體經濟相關度較高的大宗商品方面，



◆ 美股走高，加上美聯儲近期態度不如之前鷹派，投資者目光周內先轉移到了地緣政治風險上。路透社

倫銅雖然近期有所反彈，但始終基本沒有明顯改善，所以上行空間有限。倫銅從7,000美元找到支持後作出反彈，逼近8,000美元水平，在7月最後兩周收高。隨着地緣政治風險升溫，進入8月後，倫銅已經連續下跌三日，至7,677.5美元，繼續受制50天線，仍在下行趨勢中。相比之下，倫鋁動能不及倫銅，保持在2,500美元下方震盪，受制50天線，8月以來也是連跌三日，恐怕還有進一步下探空間。

### 產油國增產 油價或續調整

同樣值得留意的是油價。美國原油和

汽油庫存意外上升，加上產油國同意下個月每日增產10萬桶，增幅相當溫和，消息不利油價走勢，再者，需求擔憂持續，油價下行壓力增加。紐約近期主要在90至100美元區間波動，周三收跌3.98%，至90.66美元，考驗區間支持。後市或繼續調整，但畢竟俄烏局勢持續，油價還是有利好支持，不至於有太大下行空間。

(權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)

源汽車公司「高規模收入和高利潤率」的期望，而特斯拉在2022年第二季度的業績表現也加深了市場的這一認知。目前內地多數新能源汽車公司暫時都沒有實現正盈利，因此如何實現轉虧為盈將是這類公司未來須面對的重要問題。

最後，投資風險代表了公司發展的不確定性，通常反映在現金流折現率(或投資回報率)中。其中，無風險利率是折現率的基準。當無風險利率的「錨」發生顯著波動，折現率也會相應受到影響，令公司估值發生較大的變化。在當前全球瀰漫着加息趨勢的大背景下，投資者須時刻關注利率「錨」的波動影響。

隨着電動化浪潮的延續，預計新能源汽車景氣指數將持續向上。對於投資者而言，如何理性判斷這類公司的估值是在這場資本浪潮中急流勇退的關鍵一環。

## 淺析新能源車公司估值挑戰

李簡 華坊諮詢評估有限公司財務分析師

今年7月中國汽車工業協會資訊發布會報告了2022年上半年汽車行業運行情況：上半年內地新能源汽車的產量及銷量分別為266.1萬和260萬輛，均同比增長1.2倍，而新能源汽車市場佔有率也達到了21.6%。政府亦推出一系列刺激消費的政策，以盡快恢復和提升消費信心。由此可見，雖然疫情對經濟消費的影響仍未結束，但內地市場對新能源汽車的需求依然強勁。

在疫情開始前，新能源汽車股票已經屢創新高，印證了這個行業一直被資本市場看好。雖然新能源汽車的營運模式得到了市場的肯定，但當前多數新能源

汽車公司尚未進入成熟階段，甚至還未獲利。面對市場給予這類公司如此高的估值，投資者該如何作出合理判斷？

### 現金流量反映經營狀態

對於新能源汽車公司而言，傳統的估值方法未必適用。一方面，這些公司的盈利能力指標可能仍是負數，無法根據市盈率等價格倍數衡量公司價值；另一方面，這些公司在估值高企下，傳統價格倍數的數位必然很高，無法提供具合理性的標準以衡量價格。因此，判斷這類公司的估值須要從未來着手，擺脫歷史資料的桎梏，以動態和前瞻的方法來評估其真正的價值。

具體而言，投資者可以從現金流量、盈利能力和投資風險幾個維度來判斷。

首先，現金流量反映公司未來的經營狀態。無疑，新能源汽車在研發初期需要投入大量資金，但要保障公司在未來的持續性，則需要穩定的現金流量。現金流量越充裕，公司營運越穩定，可投入的研發金額也越多，進而提高公司的市場競爭力。

### 從折現率觀察投資風險

其次，盈利能力代表了公司未來的回報。由於新能源汽車公司結合了傳統車企和科技公司的特質，因此市場也給予新能

源汽車公司「高規模收入和高利潤率」的期望，而特斯拉在2022年第二季度的業績表現也加深了市場的這一認知。目前內地多數新能源汽車公司暫時都沒有實現正盈利，因此如何實現轉虧為盈將是這類公司未來須面對的重要問題。

最後，投資風險代表了公司發展的不確定性，通常反映在現金流折現率(或投資回報率)中。其中，無風險利率是折現率的基準。當無風險利率的「錨」發生顯著波動，折現率也會相應受到影響，令公司估值發生較大的變化。在當前全球瀰漫着加息趨勢的大背景下，投資者須時刻關注利率「錨」的波動影響。

隨着電動化浪潮的延續，預計新能源汽車景氣指數將持續向上。對於投資者而言，如何理性判斷這類公司的估值是在這場資本浪潮中急流勇退的關鍵一環。

## 為何氣候領袖可為投資者提供更低風險？

Simon Webber 施羅德投資首席投資組合經理、Isabella Hervey-Bathurst 施羅德投資環球行業專家

隨着監管步伐加快，已在減排的企業應證明其投資的風險較低。

談及氣候變化投資，人們往往會考慮那些正在推動未來向低碳轉型的企業所提供的機會。這些企業供應的產品、服務及技術，對減少未來排放量有舉足輕重的影響。

但是，另一個重要的投資主題正在浮現：氣候領袖的概念。這些企業可從事任何業務領域，但共同之處在於他們在溫室氣體減排道路上，均擁有引領行業前行的抱負。

我們認為在脫碳上處於領先地位的企業應會是優質的投資，原因有以下三個：

1) 氣候領袖應具備成本優勢。由於污染成本正在上升，碳權或碳稅的價格上漲。抵消污染的成本亦變得越來越昂貴。

2) 氣候領袖日漸從「網絡效應」中受

益。致力於減少總排放量的企業將會尋找志同道合的供應商，形成良性循環，而成為氣候領袖將幫助企業贏得新業務。

3) 隨着政府及社會採取更多行動，氣候領袖應會是風險較低的投資。

在本文中，我們將重點關注日益增加的排放監管及訴訟，以及探討為何氣候領袖應會從中獲益。

### 氣候領袖將風險降至最低

圍繞環境及氣候考慮的監管變化涵蓋不同領域。在最近一系列的立法及法律訴訟中可見一斑：

- 歐盟禁用一次性塑膠；
- 全球眾多國家逐步淘汰新內燃機汽車(挪威最早於2025年起開始禁售)；

- 英國自2025年起禁止新建住宅安裝燃氣鍋爐，多個歐盟國家亦有類似規定；
- 多個美國州份就氣候變化起訴石油企業。

這些例子說明了那些繼續造成污染及有害排放的企業所面臨的監管及法律風險。

擱淺資產的風險早已是化石燃料企業特別關注的問題，但這將延伸至與淨零經濟不相符的其他長期資產。擱淺資產指因與能源轉型相關的變化而導致價值低於預期的資產。例如，企業可能發現，由於減排法規的制定，所投資的產油資產可能永遠無法投產，或者不得不提前關閉。

房地產是另一個面臨特殊風險的行業。除氣候變化及海平面上升造成的實體風險外，投資亦要遵守更嚴格的能源及排放法規，這將縮短劣質物業的使用壽命。

航運及航空業亦常擁有長期資產，而在行業的現行及未來脫碳法規下，企業很可能需要進入全新的投資周期，提前淘汰高排放資產。

這些風險或會損害企業聲譽，甚至造成財務損失。對企業而言，我們認為氣候訴訟的風險日益增加。首當其衝將是那些對氣候變化造成重大影響的企業，或未能成功管理氣候變化對其業務構成的風險，或向消費者偽裝成綠色企業但並無實質行動支持(「漂綠」)的企業。

### 企業雄心與淨零間的鴻溝

我們看到對氣候變化而作出承諾的國家顯著大幅上升。目前，隨着個別企業制定其營運及供應鏈脫碳策略，越來越多企業亦對此作出承諾。

然而，迄今為止沒有一個行業中的大多

數企業採用淨零目標。淨零意味着將溫室氣體排放量盡可能降至近乎零。根據《巴黎協定》，全球暖化幅度需控制在1.5°C內，排放量則需在2030年或之前減少45%，而在2050年或之前達至淨零排放。

隨着應對氣候變化的需求變得越來越迫切，未來監管力度只會加大。不進行業務重新定位及採取措施以實現淨零排放的企業，會面對因過時的產品及技術而落後。

相比之下，隨着監管步伐加快及合規成本上升，已採取業務脫碳措施的企業將會處於非常有利的位置。我們認為，區分氣候表現領先與表現落後的企業，有望獲得巨大的回報潛力。

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。