

受惠出口復甦 內地基建行業明年料邁上升周期

全球觀察

李婷婷 中銀國際研究有限公司

臨近2023年年底，回望基建板塊的業績和表現，目前板塊的估值和情緒均處於低位，相信未來會推出更多刺激基建投資的方案，從而帶動基建投資和估值。基建板塊在2023年上半年大幅度跑贏市場，但在下半年的表現遜於市場平均，主要原因是房地產行業對於基建行業的影響逐步在下半浮現，影響了現金流結算在建工程進度。基建公司三季度的業績和新訂單明顯反映了房地產行業和地方政府財政收入的現狀。政府及時宣布發行一萬億國債和提前釋放2024年專項債和地債債額全部用於基建投資，這將有效緩解現金流和建築工程進度帶來的壓力。此外，預計政府未來會繼續發債支持基建投資，以促進工業產業鏈的健康發展。筆者預測基建投資同比增速2024年大概率可以在8%至10%，預計基建公司的財務業績也會逐步改善。

基建板塊上季業績遜預期

主要基建公司三季報業績略低於預期，單季度銷售收入同比增速普遍低於3%，雖然毛利率維持在高位，但是三項費用和財務費用的同比增速超出預期，導致淨利潤同比下滑。利潤的同比下滑對於基

建龍頭公司來說比較罕見，近幾年基建龍頭公司一路擴張市場份額，疊加優良的成本費用控制，淨利潤基本可以維持正增長。面對收入同比增速放緩，加上房地產開發商和地方政府項目現金支付能力日趨承壓的情況下，主要基建公司主動放緩或暫停了工程進度。然而，毛利率維持高位，體現了建築業成本結構穩定且建築材料價格下降帶來的裨益。

經營性現金流問題顯現

三季度的經營性現金流問題比上半年嚴重，龍頭基建公司三季度負經營性現金流同比分別增加17%以上。核心原因有兩個方面，一是基建建築公司的客戶除了收款有保證的中央部委項目之外，主要是地方政府的基建項目或房地產開發商項目，而一些地方政府和房地產開發商支付現金的能力迅速轉弱；二是作為央企龍頭需要承擔社會責任，積極和自己的供應商及分包建築商結算，確保他們有足夠的現金運營和支付薪水。龍頭基建公司的應收賬款比2022年底增長了20%左右，但是應付賬款卻持平，所以導致經營性現金流在三季度低於預期。同時需要增加負債來彌補現金流，因此各家的財務費

用和付息貸款都顯著增加。

基建行業的健康可持續發展是和房地產行業密不可分。現在的基建行業有別於二十年前，當年大部分投資優先選擇盈利力強的基建項目，而現在的基建項目的盈利能力較為遜色。但是盈利能力不足的項目依然需要投資建設，可持續發展的模式就是通過增加土地價值來實現變現。

然而，現時地債情況恢復不太理想，因此限制了地方政府繼續投資基建的資金。業主後續資金跟進有壓力，基建公司一般會放緩或暫停項目的施工進度，從而令整體基建投資不足預期。若要繼續維持基建投資增速穩定，則需要房地產行業恢復或不斷地融資支持。

中央和地方基建項目明年齊發力

10月中旬，內地宣布發行一萬億元（人民幣，下同）國債和提前發行2.7萬億元2024年地方債和專項債，合計3.7萬億元債券資金全部用於地方政府基建項目。一萬億元國債全部發放給地方政府用於基建，且不用歸還。各地獲得分配額度各不相同，財政收入優異的地方沒有分配，比如北京、上海、

浙江和安徽等地。而獲得分配額度最高的幾個地方包括雲南、內蒙古、遼寧、天津和貴州，分別獲得1,000億元左右。2.7萬億元地方債和專項債，其中84%是專項債和16%是地方債，佔2023年實際額度的60%。2.7萬億元金額佔2022年基建總投資金額17.6%。如果一萬億元國債全部用於項目資本金，合計2.7萬億元地方債，撬動的總投資或許高達5.7萬億元，預計佔2023年基建總投資的比例高達27%。當然實際要看執行進度和範圍。

基建龍頭料維持10%增速

有了資金支持，基建行業的現金流、新訂單和業績都會自四季度有不錯的恢復。筆者預期2023年全年基建龍頭經營性現金流和新訂單都可以轉正。此外，2024年基建龍頭可以維持10%左右的同比增速。隨着資金不斷支持基建投資，以及後續經濟政策的出台，2024年工業產業鏈的需求會比今年改善。今年下半年大概是周期底部，明年會迎來工業產品需求的復甦。同時，工業產品的出口也會復甦。整體而言，明年的展望基建行業是積極向上的周期。

避險未已增長慢 油價還看供應面

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

巴以衝突再起風雲，中東危機升溫，全球投資者關注近年戰禍連年，當中地緣政治的風險，自然有一定避險需求，帶來的效果，明顯之至，幾星期之前，戰事一開始，金價和油價急升，債息和VIX同向上。

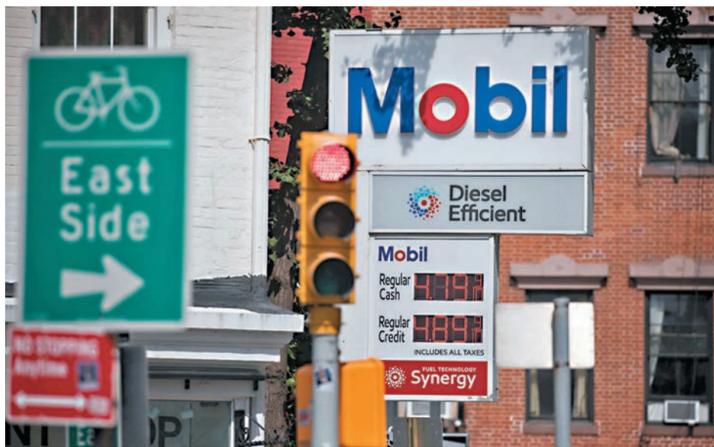
然而，當事態發展至今，各方努力斡旋，外交上，不難發現，中美元首會晤，部分的背景，亦是基於當前形勢的考慮云云。

這一點，在此一早已已有推斷，就是隨着以色列展開第二階段的軍事行動，地面戰之餘，尚有不絕的空襲，死傷枕藉，自然會引起國際輿論的壓力，儘管美軍早已派駐當地附近，有足夠展開真正大型戰事的充分甚至額外動員，但美國當地民眾的聲音，以至由此為美國總統大選帶來的變數，包括前總統特朗普的呼聲又再增加，原本單純支持其他政壇新星的商人看風使舵，馬上把部分捐款撥給特朗普，令現任總統拜登壓力陡增，要盡快開始介入，希望平息事件，達至和平，以爭取本身競選連任的籌碼。以上一切，本欄早有論述，不贅。

高息年代的機會成本

如此一來，隨着短期內更多介入動作，避險需求未見持續大升，而基於全球實體經濟增長不濟，需求面難有起色，只有供應面一考慮，才足以帶動油價持續在高水平。短期而言，由早前避險資金進駐但同樣退速，已見到油價支持力度有限，投資者博反彈可以，但長期押注的機會成本，尤其在高息年代，未必划算。

但話說回來，關於油價的分析，供求兩方面，



◆中東局勢影響原油市場的供應，由於石油是需求價格彈性偏低的商品，供油者的限售或限產將會是短期的主導力量。

資料圖片

表面看沒有什麼新奇之處，價量的變化，盡在其中，實際關鍵只是如何去理解供與求的變化，以至影響這些變化的背後原因，這一點卻不容易處理。

市場觀望巴以事態發展

是的，中東危機不是三朝兩日的事，巴以衝突一旦觸發，基於多年積怨，恐難善罷，最終結果必然是死傷無數。對於投資者來說，目前最關注的，倒是戰事持續，會否牽涉阿拉伯世界更多的介入，例如伊朗，便是一大變數。根據最新的事態發展，美方主動希望中方在這方面協調一下，估計短期內，事態進一步惡化至伊朗牽涉其中的概率降低，此之所以，上周油價有一段回落的行情。然而，無獨有偶，在中美元首會晤之後，油價在上周五又再回升，顯示投資者仍需更清楚的信號，否則，如前所述，不易善罷。

事實上，純粹以基本面看，全球經濟增長動力

欠奉，實體經濟的需求並不殷切，基於通脹預期而事先進場押注的投資或投機需求，相信在通脹已大致受控，雖未到達2%的中長期目標，但已相當程度足以令央行相信可以自行回落，而不必額外的央行干預，亦說明相關需求不大。

限售限產主導短期行情

比較左右大局的，始終是供應一方。中東與產油關係密切，而地緣局勢一向是極為敏感的題材，暫時看來，過去幾年，特別是俄烏衝突後，供油者明顯是傾向寧願賣貴一點但少賣一點，由於石油是所謂需求價格彈性偏低的商品，這樣最終帶來的收益反而更高。這個供油者的限售或限產，才是短期的主導力量。

（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。）

美聯儲頻「轉軌」美息或持續高企

黃偉棠 時富資產管理董事總經理、特許金融分析師、註冊會計師、大學資深講師

上周美國通脹數據疲軟使市場認為美聯儲不會在12月份加息。此前，市場預期有三分之一的概率美聯儲會繼續加息。但最新數據顯示，美核心通脹率降至兩年低點，投資者預測美聯儲將維持利率不變，這使得股票市場大幅上漲，而美債收益率下降。然而，投資者需要警惕市場過於迅速降低加息預期的風險。

過去幾年，市場對美聯儲政策預期經常發生變化。投資者對美國經濟強弱以及全球金融市場動盪感到擔憂，導致市場對利率預期走勢發生轉變。在過去利率周期中，投資者已經七次預期美聯儲會變得溫和。

2019年3月，當時市場擔心美國銀行動盪會蔓延，以及2018年9月之前，市場擔心英國國債市場問題會產生更廣泛影響。這些變化通常導致股票市場上漲，因為市場希望更寬鬆的貨幣政策能推動經濟增長。這次市場共識是基於一系列疲軟的經濟數據，包括失業率上升、零售銷售增長放緩和製造業調查減弱。這些數據表明美國經濟正在冷卻，令投資者相信美聯儲會繼續保持目前利率水平。

市場對利率走勢現分歧

然而，投資者需要注意，過於迅速降低加息預期可能帶來風險。根據芝商所FedWatch工具，市場認為到明年底，美國利率有三分之二概率下降一個完整百分點，首次降息可能會在明年6月實施。但市場對利率走勢預期存在分歧。一些投資者認為打擊通脹可能需要美聯儲將利率維持在更高水平更長時間，而另一些則認為最近加息周期將使經濟市場和利率急劇下降。這種不確定性對於股票和債券市場來說並不有利，會加劇市場的波動。

需留意美聯儲政策風向

由於利率走勢的不確定性，在美國銀行月度調查中基金經理持有的國債倉位是2008年金融危機以來最高水平。債券持有人將從高收益和價格上漲中獲利，但如果利率開始下降，債券收益率也將下降。此外，市場預計美聯儲在開始行動時會迅速降息。在2019年，美聯儲將利率維持在2.25%的峰值僅持續了七個月便開始降息。在2008年金融危機之前，利率的峰值為5.25%，持續時間長達15個月，然後在動盪蔓延時被大幅削減。因此，投資者需要警惕利率走勢的不確定性，以及在不同經濟情況下可能出現的不同政策反應。

科技「七巨頭」拉高美股估值

Tim Murray 普徠仕多元資產部門資本市場策略師

至今年10月23日，相關股份在標普500指數的比重超過28%。

科技「七巨頭」的市盈率遠高於該指數的其他股票。根據市值加權計算，截至10月23日，相關股份的遠期市盈率为27.4倍。若剔除相關股份，標準普爾500指數的市盈率則是15.4倍。這反映整體而言美國股票並不昂貴，但科技「七巨頭」估值較高。

然而，比較指數的市盈率和科技「七巨頭」的股本回報率（Return on Equity，用於衡量公司的

盈利能力和效率），可以發現雖然這些公司股票較昂貴，但其股本回報率亦較高。截至今年10月23日，科技「七巨頭」的市值加權股本回報率为32.6%，而剔除相關股份後的標準普爾500指數股本回報率为17.2%。

宜關注維持盈利能力

因此，科技「七巨頭」的整體估值和美股估值仍屬合理。投資者更應關注這七家公司能否維持其盈利能力和效率水平。

現在為何是投資企業債券的好時機？

吳美燕 施羅德投資香港固定收益投資總監

2022年，美國聯儲局於短時間內連番加息，這不利好企業債券市場，但目前這些不利因素正逐漸消退，加上金融市場波動在第二季度後大幅下降，其次，儘管違約率上升，企業資產負債表仍然保持強勁，現金資產與債務比率處於穩健水平。

高質素企業債收益更吸引

我們預計美聯儲加息周期已將近見頂，投資者可以享受加息後有較高的企業債券收益率。此外，美聯儲持續加息機會不高，這意味着利率上升導致潛在資本損失的可能性亦會降低，投資者可以考慮加快部署對企業債券的投資。由於全球經濟增長趨勢並不均衡，在這個情況下，高質素或具抵禦經濟衰退風險能力的企業債券可提供較穩健、違約風險更低，而且收益比國債吸引的投資機遇。

自新冠疫情爆發，大多數企業的財務質素已經加強，以美國企業為例，截至2023年10月，它們的違約風險只有3%，而歐洲企業的違約風險更低於2%。與過往表現和美國投資級信貸相比，歐洲投資級債券的估值相對便宜。

投資者如果擔心加息風險，反而會錯失2023年以來債券市場的升幅，同時如果太集中投資於某一個地區或市場，亦會錯過其他市場的優質選擇。自今年以來，歐洲企業債券升幅達4.3%，主要帶領環球企業債券上升2.9%，同期美國企業債券僅上升約2.4%。

歐美金融業債券料續向好

2023年環球企業債券受惠於疫情後經濟重啟，帶領環球旅遊業復甦、消費需求提升、網上購物興盛

等，同時也給環球企業債券帶來許多主題式投資機會。如在經歷2023年初的銀行業危機後，美聯儲及歐洲央行分別進行了全面的銀行業壓力測試，結果顯示，大部分美國和歐洲銀行達到資金要求，能承受嚴重的經濟衰退。因監管要求提高、疫情過後資產負債表大致變得更穩固以及高利率環境使經營利潤率上升，美國和歐洲金融業企業基本面保持穩健，相信銀行業將繼續向好。

我們留意到公用事業企業現金流穩健，較不受景氣周期榮枯的影響。另外，許多資源回收、廢水處理等與環保相關的永續投資機會，已出現在環球企業債券中。工業板塊中的汽車、運輸、機場等債券發行人，可望得益於環球旅遊復甦。能源板塊中，部分企業受惠於油價回升。消費內需方面均提供良好的企業債券投資主題。

投資級債券組合可降風險

投資者若想利用策略性配置降低投資組合風險，同時爭取回報，可考慮以投資級別債券為主軸，搭配小部分高收益債券。整體而言我們較偏好投資級別債券，尤其是全球系統重要性銀行所發行的投資級別債券，因這些銀行的業務穩健性更高，而且業務遍及全球，相信可受惠現時的環球高利率環境。

總括來說，過去幾年環球企業的利息覆蓋率趨勢上漲、槓桿使用率降低，有助於強化企業債信和財務質素，這將為積極的債券投資者提供一個有利的環境。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。