

2024年內地燃氣分銷商業務展望

全球觀察

劉志成 戴東雲 中銀國際研究有限公司

2023年內地天然氣需求預計同比增長7.4%。由於2024年低基數效應消失，筆者認為明年的天然氣需求增速將更接近國內生產總值增速。預計2024年增速將放緩至6.1%。燃氣分銷商的銷氣量增速應該會更慢，因為部分新增需求將來自燃氣發電，而這部分需求不是燃氣分銷商的市場。2023年城燃項目併購減少也將導致2024年燃氣分銷商的銷氣量增速放緩。筆者預計2024年大多數分銷商的銷氣量同比增速將下降1至2個百分點。

供氣充足漲價幅度小

2023/24年冬季內地天然氣供應較為充足，上游氣價漲幅較小。第一，今年三桶油供給的合同氣量較高。部分城燃公司的合同氣量為上一年實際需求

的100%，高於去年的92%。第二，預計今年冬季非居民氣價同比漲幅約為5%，低於去年冬季10%的同比漲幅。這種漲幅要轉嫁給下游用戶也相對容易。

2024年上游供氣量將進一步增加。自俄羅斯進口的管道氣量將增加80億立方米至300億立方米。假設從其他國家進口的氣量保持在2023年的水平，2024年中國進口管道天然氣量將同比增長12%。此外7個新的液化天然氣長約合同將於2024年開始交付，總供應量為642萬噸，預計液化天然氣長協進口量同比增長9%。筆者估計2024年中國管道燃氣進口價格將同比基本持平，進口液化天然氣平均價格將小幅下降。

在2024年，更多城市將完成居民氣價順價。河北

省在順價方面做得最好，全省幾乎所有城市在6月底或7月初將居民零售氣價上調了低中雙位數。截至11月初，江蘇多個主要城市的居民氣價已上調10%至11%。但部分省份如浙江和河南的順價則較為緩慢。總體而言，筆者預計2024年大多數燃氣分銷商的毛差將同比增加0.02至0.03元人民幣/立方米。

新接駁降價料放緩

新房通常佔居民新接駁量的80%左右。新開工面積是居民新接駁的領先指標。2021年一季度以來新開工面積持續下降。2023年1至10月，商品房銷售面積同比下降17%。雖然內地出台了多項刺激措施，但迄今未能扭轉下滑趨勢。地產銷售疲軟導致

開發商在啟動新項目時保持謹慎。預計2024年主要燃氣分銷商新接駁仍持續下降，但估計降幅將會放緩，從2023年同比下降5%至30%到2024年同比下降0%至8%。

新項目成增長動力

儘管增值服務收入將受新接駁下降影響，但燃氣分銷商正通過提高在開發商中的滲透率、關注更新換代需求和增加產品種類來創造更多收入。筆者預計2024年增值服務收入仍將增長，但對於增值業務規模已經足夠大的企業來說，增速將放緩。

綜合/新能源業務也是新的增長動力。儘管現有項目的能源需求受需求疲軟影響，但燃氣分銷商仍能通過投入更多新項目來實現該業務的增長。

期望管理成功 外界充滿反應

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

一如所料，基於期望管理的成功，外界對於美聯儲上周的議息結果，相當受落。事實上，關於央行對於維持利率在現水平不變的決定，早有所聞，早有所感，投資者必定早已部署。果如是，資產價格提早反映，根本不用等到公布一刻，才有動作，才有反應。

的，假如完全沒有懸念，結果一致，所需要解釋的，反而是何以議息結果公布後，仍然有後續的大量樂觀情緒釋放出來，在風險資產上。

鮑威爾發言牽動情緒

顯然，當大家說什麼都是意料中事時，其實，並非真的絕對如此，只是大家想當然的，起碼從押注者的角度看，仍有大量現金彈藥，可以在確認某些信號時，才真正推上去，而不是早已經彈藥灑掉報廢。

若說真的要考究，今次牽動大家情緒者，都是美聯儲主席鮑威爾的發言。真的成也發言，敗也發言。他說的是什麼？其實他說了很多，有些是必然要說的，例如在當前通脹仍未到達中長期目標水平2%，其實仍得小心行事云云。此外，他還說局方是在數據為本之下，平衡各方政策目標所需云云。

但今次外界最關注的，是其對於考慮減息一



◆ 外界一直最關注的，是鮑威爾對於考慮減息一事的取態。今次由於他沒有斬釘截鐵地否定，投資者對於風險資產的胃納頓時大漲。

資料圖片

事。這一點，在以前，可能是斬釘截鐵地否定，但如今沒有，外界一看，這不就等於肯定？果如是，難怪投資者對於風險資產的胃納一下子漲大！

基於此，不難維持看法，年底前，美股看漲，VIX和美匯偏軟。的確，之所以有樂觀情緒，近來各方面因素配合，的確有着莫大關係。

加息到減息 非一瞬即達

是的，美聯儲已經連續幾次暫停加息，無非為之後可能出現進一步的轉向而鋪路，由加息變減息，當中有一個過程，不是一下子瞬間到達的。過程中，一切的決定，最重要是有理據。作為央行決策者、技術官僚，有什麼比一切交託給經濟數據，更為合情合理？如此一來，經濟數據雖然時時有，但此時此刻其重要性卻特別明顯。

近來的數據，顯然是配合的，雖然這裏沒有明言或暗示是偶然如此，抑或必然如此。但無論如何，就業和消費者信心的數據都是樂觀，而通脹

數據受控，這些都是客觀事實，如此一來，央行大可以叫外界放心，一切盡在掌握中，只要跟着這個趨勢而行便可。

對號入座 小心過頭

值得留意的是，由於通脹已經相對受控，無須央行刻意加大力度地干預，加息自然是不必要，已經可以排除掉。餘下來的只剩下暫停加息，抑或乾脆減息。

這兩者的過渡和交接，一定要有相當的數據，支持有關做法。外界近來幾乎一面倒地認為減息勢在必行，甚至馬上便做，都是有點過了頭，實情是，的確如央行大員所言，在較高利率水平維持較長時間才是當前的定調，大家對號入座之餘，也要留意是否一下子看得太遠。

(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。)

前景利好 亞洲投資級債明年料吸金

惠理基金

我們預計中國經濟將在明年第二季開始復甦，市場形勢最終將從最悲觀的投資情緒及部署中改變。此外，由於美國國債收益率下降及美元走弱，亞洲的環境變得更加有利。

高收益債券料趨活躍

由於平均收益率達6%以上的吸引水平，亞洲投資級別債券繼續吸引資金流入。亦由於新債供應仍然緊張，信貸息差持續收窄。美國國債收益率靠穩利好存續期持倉。美元下跌亦為正面情緒帶來支持。亞洲高收益債券的活動更趨活躍，尤

其在東南亞市場。由於經濟復甦符合預期，中國澳門及中國內地與旅遊相關的工業債券繼續錄得較佳表現。美國國債收益率下降及美元疲弱，帶動新興市場債券延續上行趨勢。儘管息差已經偏窄，但由於需求仍然非常強勁，息差繼續進一步收窄。由於收益率吸引及基本因素穩健，新興市場金融債券的動力增強。

新興市場債動力增

由於市場強烈憧憬明年減息，金價已突破歷史高位。儘管考慮到利率仍然高企，金價的升勢相

對過高，但對中東推動去美元化的憂慮亦加強金價的上升動力。

宜採多元資產策略

雖然黃金仍是對沖地緣政治風險的理想工具，但隨着波幅加劇，近期金價急升亦可能引發更大幅度的調整。與傳統單一資產或平衡資產組合比較，多元資產策略的波動性較低。然而，股票、債券及商品等風險資產之間的相關性近期顯著上升。在充滿不確定性及低收益率的環境下，收益成為投資者重要的回報來源。

日央行續唱鴿調 日圓明年走勢向好

Aadish Kumar 普徠仕國際經濟學家

從經濟角度分析，日本從疫情中復甦的速度遠較其他主要經濟體緩慢，但其實質經濟增長穩健，前景樂觀。市場憧憬日本2024年的經濟維持增長近10年來的高位。通脹攀升料將推升名義國內生產總值(GDP)增長，結束幾十年的持平趨勢。相比之下，預料2024年其他主要經濟體的經濟增長將處於10年來低位。

疫後復甦慢 通脹壓力較弱

日本與其他主要市場的最大分別，在於日本疫後復甦速度較慢以及通脹壓力較弱，因此無須面對金融條件收緊的影響。當其他主要經濟體致力於抑制

高通脹，將利率提高幾十年來的新高時，日本則維持寬鬆貨幣政策，保持利率不變。此外，日本政府最近宣布家庭減稅和補貼等財政刺激措施，有助提振當地消費。

寬鬆政策短期料維持

日本央行短期內並無改變寬鬆政策的迫切性，但我們的基本預測是，日本央行或將於2024年4月年度工資談判舉行之際終止當前的負利率政策。屆時，日本央行亦會發表2026財年的財政展望，料將釋出當局對通脹維持攀升的信心。

日本央行所面臨的另一關鍵問題，是何時以及如

何取消息率曲線控制(YCC)政策。雖然YCC最早可能於本月正式取消，但政策力度目前已在逐漸減弱。日本央行最近改稱10年期息率上限1厘為「參考」，反映日本息率上限正在逐漸放寬，而非之前的硬性指標。

增長型股票具反彈潛力

日圓兌美元大幅貶值已成為近來與日本相關的核心議題，也是推動日本股市漲勢的主要因素之一。當前日圓匯率處於數十年來的低位，為側重於出口企業的東證股價(TOPIX)指數提供了重大支持，提升大型跨國汽車公司和製造商的出口競爭力。這

趨勢顯示日本的價值型公司推動市場發展，表現顯著優於增長型公司。近年來，日本市場主導地位由增長型股票轉向價值型股票。與歷史數據相比，兩者表現差異相當極端，估值較低的增長型公司和專注當地市場的企業在2024年反彈潛力較大。另外，若全球利率下降，日圓走強，亦將對增長型公司帶來利好。

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。