

全力鞏固和增強內地經濟回升向好態勢

龐溟 經濟學博士、經濟學家

中共中央政治局在4月30日召開會議，決定今年7月份召開二十屆三中全會，主要議程為重點研究進一步全面深化改革、推進中國式現代化問題。此外，是次政治局會議還分析研究了當前經濟形勢和經濟工作。談及當前經濟形勢，政治局會議認為，今年以來經濟運行中積極因素增多，動能持續增強，社會預期改善，經濟實現良好開局。但是經濟持續回升向好仍面臨諸多挑戰，主要是有效需求仍然不足，企業經營壓力較大，重點領域風險隱患較多，國內大循環不夠暢順，外部環境複雜性、嚴峻性、不確定性明顯上升。

在筆者看來，今年以來，內地經濟延續了回升向好態勢，經濟增速穩中有升，結構調整穩中有進，質量效益穩步提高。而從地區發展看，區域經濟也穩定向好。廣東、江蘇、山東、浙江等東部經濟大省繼續「挑大樑」。從市場主體看，企業經營效益和信心活力穩步提高；一季度規模以上工業企業利潤總額同比增長4.3%。4月份製造業採購經理指數（PMI）為50.4%，已連續兩個月運行在榮枯線以上，且大中小企業業務活動均在擴張中。

經濟復甦仍需政策支持呵護

但是，近期若干宏觀數據和高頻數據顯示，內地社會有效需求尤其是內需仍需繼續呵護回暖復甦態

勢，價格低迷、消費轉弱、產能利用率低、經濟恢復不平衡等問題仍有待政策支持化解，企業經營仍應繼續以提升盈利可持續性、穩定經營預期來帶動投資意願和優化生產端，重點領域風險防範仍應通過強化風險監測、預警、評估來推動風險早識別、早預警、早發現、早處置。

政治局強調，要堅持穩中求進工作總基調，堅持乘勢而上，避免前緊後鬆，切實鞏固和增強經濟回升向好態勢。會議指出，要靠前發力有效落實已經確定的宏觀政策，實施好積極的財政政策和穩健的貨幣政策。要及早發行並用好超長期特別國債，加快專項債發行使用進度，保持必要的財政支出強度，確保基層「三保」按時足額支出。

政策端料將繼續精準發力

筆者預計，在「堅持乘勢而上，避免前緊後鬆」、「靠前發力有效落實已經確定的宏觀政策」的表述下，在政策端將繼續狠抓落實、重視協同、優化節奏、精準發力，保持穩定性和連續性，避免過強刺激和過快收縮。存款準備金率和政策利率仍有下行空間，擇機用好儲備工具，帶動社會綜合融資成本、實體經濟和企業主體信貸成本穩步合理下降；包括中央預算內投資、地方政府專項債券、增發國債、超長期特別國債等在內的多路資金將合理

安排發行節奏並加快下達、聚焦重點，加強預算執行管理和財政運行監測，支持擴大內部需求、以科技創新引領產業創新、改善和增進民生福祉、保障糧食和能源安全、推進城鄉區域協調發展。

值得注意的是，政治局會議還指出，要繼續堅持因城施策，壓實地方政府、房地產企業、金融機構各方責任，切實做好保交房工作，保障購房人合法權益；要結合房地產市場供求關係的新變化、人民群眾對優質住房的新期待，統籌研究消化存量房產和優化增量住房的政策措施，抓緊構建房地產發展新模式，促進房地產高質量發展。

房地產調控更趨精細

在筆者看來，房地產行業將繼續適應從增量時代到存量時代的變化、供求關係和長期趨勢的變化，由總量擴張轉為存量上的改造、去庫存、消化和增量上的提質、調整、優化相結合，剛性和改善性住房需求的空間依然較大。相應地，房地產調控已告別此前過度簡化的、直線式的「過冷時刺激、過熱時限制」的政策思路，轉而更為深入理解供求關係變化，更為重視一城一策、因城施策、因地制宜，統籌考慮增量和存量問題，做好系統性謀劃、供需平衡。

目前，房地產市場仍在持續尋底調整，一季度房

地產投資同比下降9.5%，新建商品房銷售額同比下降27.6%，3月份70個大中城市的住房價格同比降幅仍在擴大。在需求端，預計各地特別是一線和部分強二線城市有望進一步優化調整房地產政策，原有的限購、限售、限貸和限價等限制性措施有望逐步放鬆。

冀保交樓工作可見更多創新

在供給端，預計將繼續做好保交樓工作，並有效解決部分地區因資金審批流程長、覆蓋面有限等問題，同時一視同仁地滿足不同所有制優質房企合理融資需求，協助有市場、有前景、有競爭力、有暫時困難的優質房企提升增強信用，防範化解項目風險、信用風險以及外溢風險，降低融資成本，平穩、有序加快房地產企業風險市場化出清。

與此同時，政府可考慮發行特別債券、定向投放信貸、創設專項基金等形式，通過回購未售新房、促進存量二手房去庫存、盤活改造非住宅物業、配建配售保障性住房等方式，補充保障性住房房源，打通商品房和保障房的循環。此外，預計保障性住房、城中村改造、「平急兩用」公共基礎設施等三大重點工程建設將和房地產行業調控政策優化調整結合在一起，成為推動優化房地產行業結構、構建房地產發展新模塊的新起點、新抓手、新動能。

江山如此多嬌 何懼股神後繼無人

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



◆多位投資決策大師近年逐漸淡出投資市場，不過他們開發的投資哲學已留給世人。圖為紐約證券交易所。

經濟走低利減息，美股中短期反彈，最受惠者，莫過於近幾星期甚至近一兩個月回吐的美股科技龍頭，這些超級巨企，市值固然龐大，估值亦從來不便宜，買的是持續高增長，以至在行業上的領導地位，帶來的競爭優勢，外人難越雷池半步。

不過，值得留意，從來市場都是「有人辭官歸故里，有人漏夜趕科場」，否則便沒有成交可言。事實上，有股神之稱的巴菲特，其上市旗幟巴郡便在高位把部分科技股套現。有趣的是，他們並不缺錢，不是急需套現，而是認為估值不再合理或不再便宜。外界視之為增長概念的，對他們來說，可能只是另一種形式的消費品牌和消費者忠誠度而已，品牌和忠誠度當然有價。

無論如何，他們手持巨額現金，短期內在貨幣市場和短債上收點利息，也有不錯回報，不急於在估值不合心水時買進，是貫徹其投資哲學了。

巴菲特持現金 各有前因莫羨人

他們不是每年每季每月都要交待表現的基金經理，加上幾十年的往績，可以慢慢等，股東是最大支持者，否則早已用腳投票。最終是他們對、抑或外界對？大家拭目以待，不過其繼任人是否仍值得同樣信任？

當然，巴菲特可以有空間有條件，手持現金慢慢等，擇肥而噬，相比之下，其他專業人士和機構投資者，例如要跑回報的基金經理，便沒有這個優勢。當然，各有前因莫羨人，股東們容許巴菲特這樣做，因為多年來巴菲特交足功課，表現遠勝一般人，甚至同業。

不過，假如從近年的回報表現看，過去十年正是很明顯見到，在市場一面倒的受惠於量寬和近乎零息環境下，催生大量科技巨企，他的參與程度偏少，時機上亦往往後知後覺。

誠然，以其投資哲學而言，不熟悉的便不沾手，

不認識的便老實承認無知，而不勉強，寧願錯過回報，而不願冒上不必要的風險。事實上，他對於風險一字的理解，便是風險源於對本身所做的事無知。

投資大師經驗 難依樣畫葫蘆

有趣的是，繼任人如何，其實其難有保證，尤其投資界內，早已退下火線的索羅斯如是，早前交了棒的達利奧如是，如今的巴菲特亦如是，說到底，投資決策與大師的人生價值世界觀關係甚大，成功者愈出色，後來者愈難模仿，而最終結果多數是繼任人與外界平均表現相若。

相比之下，科技巨企的創辦人退下來，繼任人以管理為主，股價和影響力更勝一籌的，大不乏人，究其因，可能是因為科技需要推陳出新，鞏固原有優勢之餘，要有足夠空間接納新事物，才可更上一層樓。

似乎沒有多少對沖基金經理，可以有同樣強勁的大師級和繼任人，後繼無人，多少反映的是投資既是科學，也是藝術，能夠融會貫通的天下高手，不是外人依樣畫葫蘆便可。

開發過程貢獻非零和

不過，這也許有個好處，儘管投資哲學說穿了不外乎就是兩大想法，要麼是便宜才買，要麼是人追我才搶，但最終可以演變到如此多人，真的是江山如此多嬌，引無數英雄競折腰，讓大家把這門學問推上更高峰！很多人批評金融投資（尤其是期貨等衍生工具）是零和博奕，仍無損大家的興致，才可以開創很多之前未有人開發的，這些貢獻卻不是零和！

（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。）

淺析美國對SPAC上市規則收緊

盧銘恩 華坊諮詢評估董事總經理

馬來西亞廉航公司 AirAsia 將在完成 SPAC（特殊目的收購公司）合併後，將其品牌管理部門在納斯達克上市，其中一個誘因是，AirAsia 的品牌管理部門押注於特許經營機會，對尚未廣泛了解這家廉價航空公司的美國投資者有着不一般的吸引力。SPAC 在 2020 到 2021 年期間，也是新冠疫情最嚴重的時期，最為活躍瘋狂。到了 2022 年，由於許多公司未能滿足投資者的期望，加上經濟環境悲觀和利率開始上升，針對於 SPAC 的資金流有所放緩。

就在今年年初 1 月 24 日，美國證券交易委員會（SEC）通過了新規則和修正案，以加強首次公開發行中（IPO）的資訊揭露和投資者保護，特別針對 SPAC 的 IPO，以及 SPAC 和私人營運公司之間的後續業務合併，也即是所謂的 De-SPAC。由於近年 SPAC 的市場有點過熱，SEC 不得不加強對 SPAC 的控制，此舉將挑戰先前圍繞這個市場的過熱情緒。

在 SPAC 熱潮的鼎盛時期，初創公司可以自由地以最小的法律後果來推動其雄心勃勃，僅屬於將來式的目標。然而，在 De-SPAC 後的現實往往不似預期，嚴重高估了合併公司的實力，但其表現遠低於 De-SPAC 先前的承諾，導致公眾投資者的損失。

此次監管收緊之際，許多在疫情期間與 SPAC 合併的公司都將面臨即時的挑戰，尤其那些對未來預測過樂觀的公司。今年稍後生效的新的 SEC 規則將更保護投資者免受誤導性預測的影響，更接近於傳統 IPO 的，對財務預測相關的披露標準，並增加了潛在發行人的法律風險。筆者認為，這些規則是 SEC 打擊 SPAC 的第一步，試圖改變參與 SPAC IPO 和 De-SPAC 的各方專業中介的責任格局。

冀更好保障投資者權益

儘管許多前 SPAC 業績慘淡，但市場上還是出現了一些成功案例。故此筆者認為保留此種替代上市方式的同時，必須要採取平衡的方法，令市場的參與者都要承認這種替代上市途徑既有潛在好處，但同時也是具備風險，故此筆者希望新規則能帶來更健康的 SPAC IPO 市場，讓其繼續發揮協助有潛力企業健康地融資之功能。

18000點 熊牛轉換的分水嶺

趙文利、鄒煒 建銀國際證券研究部

過去一個月香港股市走強，恒生指數、國企指數和恒生科技指數上漲3%至5%不等。恒生綜合行業指數中，資訊科技、原材料、能源、電訊和金融表現最佳，上漲4%至10%。醫療保健、綜合企業、地產建築和非必需性消費表現最差，下跌1%至3%。本月迄今，資訊科技、原材料、能源和金融板塊表現最佳，上漲5%至8%，而醫療保健、非必需性消費和地產建築表現最差，下跌1%至2%。

根據RRG分析，過去12個月多數恒生綜合行業指數呈現出較為明顯的輪動趨勢。目前，非必需性消費、能源、原材料是走強的主導行業。金融、綜合企業和電訊行業處於疲軟象限。必需性消費、地產建築業處於落後象限，而醫療保健、資訊科技、工業和公用事業則處於改進象限。本月迄今，原材料和工業的RS動量出現了1.6百分點和1.1百分點的大幅積極

變化，而電訊、金融以及資訊科技的該指標大幅下降，為0.3至0.6個百分點。

港股估值低股息卻高

恒指目前市淨率仍然低於1倍，同時股息率仍維持在4.1%的歷史相對高位。目前各行業的估值仍然非常低。在20個主要行業中，有15個行業的市盈率低於5年平均預期市盈率，其中傳媒的市盈率低於5年平均水平1.3個標準差，而原材料和電訊的市盈率則高於5年平均市盈率。

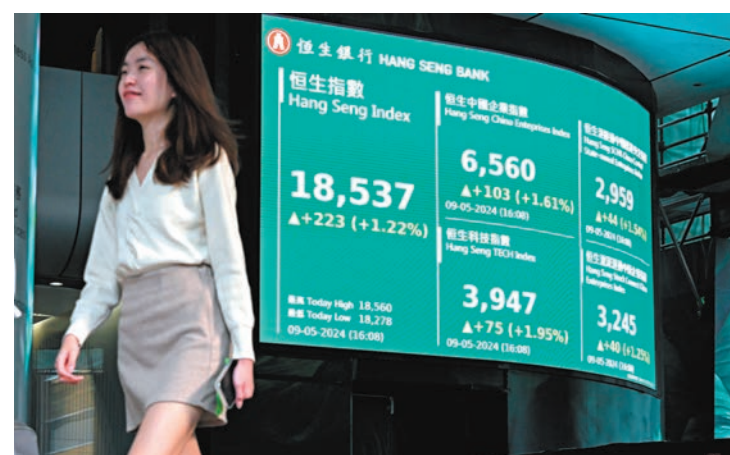
滬深港通活躍個股中，騰訊創下近一個月南向淨買入最高，股價上漲了17%。繼過去兩個月的強勁表現後，中國移動再次錄得高淨買入。盈富基金為上月淨賣出最高，股價上漲5%。

上周恒生指數成功突破了17,000點，並開始

上攻18,000點，而18,000點整數關口大約是250天移動平均線（又稱牛熊線）附近。對於近期港股的快速上漲，我們將其歸因於：

外資對港股看法改善

1) 外資對中國經濟，以及內地與香港股票的風險回報看法改善（港股熊市尾聲的預期強化，韌性增強）；2) 中國證監會五項惠港措施改善政策預期（表明中央強化香港作為國際金融中心的決心和態度）；3) 南下資金加速流入，對港股的支持進一步增強，對中國貨幣政策創新工具的討論升溫令市場憧憬中國式QE。我們認為18,000點是熊牛轉換的重要分水嶺，雖然短期內有技術性回調壓力，但2季度內若政策面和基本面配合，很有可能會突破並站穩18,000點，繼續推薦預設配置策略，逐步轉向成長股。（摘錄）



◆恒指昨日收報18,537點，上升約223點，成交金額達1,236.94億元。

中新社

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。