

受惠內地經濟優勢 A股下半年表現仍樂觀

洪灝 GROW 思睿集團首席經濟學家

4月的這波反彈證明了，其實內地股市可以在房地產疲軟之際反彈。房地產價格下行了，可選擇消費的預算反而寬裕了。內地經濟有所修復，製造業投資彌補了房地產投資的下跌。內地出口優勢源於其勞動生產率和低成本，這個優勢不會消失，但會成為貿易摩擦的借口，地緣政治風險不可小覷。

信心改善 資金料重回股市

超額儲蓄已從銀行賬戶中流出，尋求收益回報。隨着信心改善，這些資金很可能將重新回到股票市場，而非僅僅是理財產品。年初以來，反映當前時期獨特性的最佳資產類別是工業大宗商品，股票仍在接受市場監管改革。在這份報告中，我們討論了一些與當下市場悲觀共識相悖的思考，而市場是

邊際定價的。凱恩斯曾說：「世俗告訴我們，為了聲譽，犯常規的錯誤比超越常規而成功，來得更實在。」但這種世俗情結我們不能認同，因為它意味着隨波逐流，缺乏思考。逆流而上往往比順流而下更有意義。

沒有房地產，內地股市能反彈嗎？今年四、五月份，內地股市忽然反彈。這讓所有人都感到意外，尤其是那些對困擾經濟的長期問題而喋喋不休的「股熊」。事實上，這次反彈讓恒指一躍成為了全球表現最好的主要股指。令人困惑的是，在經濟數據依然疲軟之際，為什麼市場會反彈？

如果經濟疲軟，內地股市能反彈嗎？經濟真的像新聞標題所說的那樣舉步維艱嗎？這就取決於你看哪些數據了。零售好，通脹不好；房地產不好，但

外貿很好。因此，悲觀的人會用房地產銷售的情況來支持他們的觀點，而樂觀的人則會指向出口的強勢，雙方爭論曠日持久、相持不下。

我們討論了一些與市場悲觀的共識相悖的思考。房地產、消費不足和過度投資，以及增長的疲軟，迄今仍是市場復甦的困擾。但四、五月的那波反彈恰恰說明了內地股市在房地產不振的情況下也能反彈。與此同時，恒指在4月30日中央政治局會議後上升到18,000點的水平。隨後，在各城市宣布了房地產政策下，恒指繼續從18,000點升至19,000點，最近再回落到18,000點。這波18,000點以上的行情是建立在對房地產復甦的期望之上的。現在，對於房地產的預期有所消退，但對重要會議的期待仍歷久常新。我們專有的經濟周期指標顯示，內地的經

濟周期正在修復。

高效勞動生產率續利好出口

儘管消費不足和過度投資是硬幣的兩面，也是內地經濟的特色之一，但可選消費的增長其實早已與不斷下跌的房價分道揚鑣了。房價便宜了，大家反而更能消費。中國在出口方面的比較優勢源於高效的勞動生產率和加入世貿組織後的自由市場經濟。這些優勢都不太可能消失，因此也是地緣政治的要素之一。當前我們所經歷的經濟周期為百年未有之變局，內地經濟周期最好的反映，很可能是能夠更好地反映當前周期獨特之處的大宗商品和其它中國概念相關的資產類別。

(節錄)

美息緣何年底前減一至兩次？

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

隨着經濟步入充分收緊的狀態，央行決策官員不可能有既定的路線圖或時間表，關於收緊與否，以至何時停止收緊貨幣政策，作為技術官僚，當然要以數據趨勢為準，即使最終決定事後看來有誤，才有一定的理據和台階。

這就是央行決策官員強調數據為本的歷史背景。當然，在這樣的時代，投資者自然也必須適者生存，自行調校至同樣的模式，但這樣一來，難免有時見樹不見林，傾向以放大鏡甚至顯微鏡，拿着個別數據左翻右揭，看到真正甚至想像中的微言大義。

數據隨機導致無所適從

正因如此，投資者若以此作為押注依據，自然覺得無所適從，畢竟，個別數據本身有其隨機性，有別於一段時間內呈現的趨勢。故此，投資者才有去年底一下子的極端，認為局方要馬上減息6次才可，而在今年第一季後，又變成不減反加，甚至在第二季之內，來來回回，徘徊於加息和減息的爭論，亦時有所聞。

然而，這一切其實都不太必要，因為局方官員不是單看個別一兩個數據點，而是看一段時間的趨勢，此之所以，數據為本的根本重點是讓通脹自行回落的趨勢，隨着時間展現出來，而不急於作決定，去額外用力把通脹壓下去。

此之所以，即使上週四的美國PPI和首次申領失業救濟金人數看似有利減息憧憬，但基於趨勢已經展現，沒有新信息的話，投資者亦不必作反應了。

關於最新公布的經濟數據，能否帶來新訊息，重點不一定是數據本身。事實上，每次公布數



◆市場參與者並不會只是機械地直線思維，反而會配合形勢所需，猜想可能當時較受其他人注視的數據，相應給予較多的重視。

法新社

據，基本上，外界對相關數據，總有一定想法，既可以參考前值，也有對於即將公布的估計範圍，甚至要考慮前值有否官方修訂，然後才會對於最值公布的數據，作一較全面的比較。

市場參與者非直線思維

然而，這只是針對單一數據而言，但其實，市場參與者並不只是機械式的直線思維，反而是會配合形勢所需，猜想可能當時較受其他人注視的數據，相應給予較多的重視，則估計的準確性可能相應增加，誤差範圍較小。

此外，對於以數據協助決策的人來說，不再糾纏於單一數據的競猜遊戲，反而是如何以差不多同時公布的不同數據，組成一個有說服力的故事，作為對主流的交易藍本。

顯然，當前的主旋律，是美聯儲面對通脹逐漸

降溫（但不時忽高忽低）而經濟放緩（但就業市場偏強），如何拿捏貨幣政策的收緊舉措，何時應該鳴金收兵，何時應該直搗黃龍，這個不是數據本身可以看到。

掌握美聯儲決策模式局限

故此，即使央行層面上，相關官員多番強調數據為本，投資者也不可能單憑數據，便完全掌握，而其實要跨出一大步，嘗試估計這些官員的思維決策模式，以至他們面對的具體局限，才知道他們的真正取態。這便是本欄如何由去年底至今堅持，目前仍維持不變，估計年底前美息減一至兩次的原因。

(權益披露：本人為證監會持牌人士，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。)

歐央行搶開降息 寬鬆周期料開啟

時富金融研究部

2024年6月6日，歐洲央行（ECB）宣布降息25個基點，將三大關鍵利率（存款便利利率、再融資利率、邊際貸款便利利率）分別下調至3.75%、4.25%和4.50%。這是歐元區自2019年以來首次降息，亦是繼瑞士、瑞典和加拿大後，第四個宣布降息的發達國家央行。這一系列降息動作預示着全球貨幣政策可能正在步入一個新的寬鬆周期。

2022年7月以來，歐洲央行為了緩解高企的通脹壓力採取連續加息的政策，這一舉動雖然有效抑制了通脹，但持續加息後的高利率環境也對歐元區企業融資和經濟增長構成了壓力，這使得歐元區非金融企業貸款餘額下滑，GDP增長率顯著下降。為扭轉這一趨勢，歐洲央行降息的動作不可或缺。但這次顯得意外的是歐洲央行在美聯儲降息之前搶先降息，從歷史角度看，在貨幣政

策轉換周期中，歐洲央行通常是跟隨美聯儲進行操作，此次搶先降息可能會加大歐元貶值壓力，推高歐元區經濟進口成本，幸好市場對此已有充分預期，歐元匯率在降息後並未發生劇烈波動，反而表現出一定的韌性。

降息節奏存波動大方向不變

歐洲央行行長接受歐洲媒體採訪時表示，歐洲央行利率不是處於一條直線下降的路徑，未來一段時間或維持利率政策不變。但考慮到當前歐元區經濟相對疲軟，同時歐洲央行上調了今年經濟預期增速，歐洲央行未來降息節奏可能存在一定波動，但利率向下的大方向不會改變。歐洲央行降息或有一定的示範效應，但全球市場貨幣政策的變動仍主要取決於美聯儲。美聯儲6月議息會議上繼續維持利率不變，但美國5月CPI、PPI資

料均超預期降溫，為美聯儲年內降息做下鋪墊。如果美聯儲年內如期降息，則表示全球主要經濟體開始轉向貨幣寬鬆，開啟經濟復甦的新篇章。

全球貨幣政策新周期風向標

對於全球而言，此次歐洲央行及其他三家發達國家央行的降息舉措標誌區內的貨幣轉向，其後續影響將與美聯儲政策相互交織，是全球貨幣政策新周期開啟的風向標。對於中國內地而言，隨着發達經濟體貨幣政策的外溢性壓力減小，貨幣政策的操作空間得到拓展，增強了政策的自主性。於投資者而言，目前要密切關注美聯儲動態，當美國開始降息，全球資金可能從美國流出至新興市場（例如中國內地）。此外，降息後，得益於經濟復甦以及流動性改善，大宗商品、權益市場也有望看漲。

(節錄)

科技創新掀巨浪 投資須慎選題材

黃偉棠 香港都會大學高學院金融、科技及管理系資深講師、註冊會計師、特許金融分析師

AI主題在去年初首次亮相後仍繼續為投資熱點。許多學生問，如果現在每個投資者都知道選擇內地半導體、輝達和所有與人工智能相關公司為主題，那麼從長遠投資角度來看，應該將焦點放在哪一個領域呢？要回答便需要研究整個生態系統發展。

了解市場生態成必修課

市場和全球經濟都正在經歷重大調整，從供應鏈再全球化，到能源轉型，再轉型至數字化。這就是投資者喜歡考慮這些全球相關轉型技術和基礎設施領域，令運作變得更簡單直接。投資者可利用幾種資產類別和投資組合構建方法來涉足轉型技術和基礎設施板塊。以人工智能為例，人工智能基礎建設引起多方關注，國家層面、企業競爭市場方向，如數據結構、算法和技術設施（數據庫、雲端儲存、半導體計算設備等）。但要清晰明白周邊供應產品及服務之關係，到底那些數字基礎設施，從電力到互聯網容量到數據伺服器存儲，如何實現？哪些服務或機器能構建人工智能技術應用層？由這個方向引申到下一個層面，例如開發垂直農業技術需要之相關配套？如無人駕駛成為常態，那麼政府或企業需要什麼來確保行人和其他車輛道路安全和基本馬路、公路及其他交通設施維護？在氫燃料電池基礎設施完善之前，哪種便攜式加油站可使氣動力車輛成為長途車更好選擇？如果以建立智慧城市為目標，哪個機構可以全面管理和分析物聯網設備所產生之大量數據？投資者正尋找能推動未來這些設備之公司、行業和資產類別「贏家」。

投資領域演化存不確定性

在這個假設上，值得需要關注的便是在能源、交通、通信和公用事業領域上能提供基礎設施之公司；基礎設施債券；小型和中型成長公司。其中生成技術可能會創新一套新消費和商業服務模式，建立一個全面方法來應對這一持久趨勢。當然，這些變化將為投資帶來令人期待亦會令人卻步的結果，這些項目相關未來是無法預知。目前全球轉變是相互交織，結果將取決於在未來幾年內作出的法律、倫理和行業成長而帶來投資表現。

需求增加 可再生能源看俏

根據數據，全球能源轉型市場規模將在未來幾年內快速增長。根據一份大行報告，到2030年，全球可再生能源市場規模將達到2.15萬億美元，年複合增長率為7.5%。由於市場增長速度快，而且隨着需求不斷增加，前景會比預期看好。投資者可通過相關股票、ETF或商品等資產類別來參與這個主題投資。

以上只是一個以可再生能源為例的投資方向。事實上，如果能夠考慮到政府發展方向，這將會提供下一個長期投資板塊基石。但要切記，未來仍然是未知，以上也只是對經濟發展方向的一個猜測。誰能成為最終贏家取決於管理層能力和決心。投資者需要選擇正確投資主題，同時也需要選擇合適的管理團隊來實現其計劃。

環球減息周期臨近 債券市場前景改善

施羅德投資環球無約束固定收益投資團隊

環球主要央行正在準備減息，但美國聯邦儲備局（美聯儲）卻維持利率不變，那麼其他主要央行能否走上截然不同的利率路徑呢？

目前，環球主要央行正為減息作準備，歐洲央行（ECB）已經在2024年6月初減息，英國央行亦可能會效仿。然而，儘管其他主要央行表示，它們的利率決策不會受到美聯儲的行動影響，但美聯儲的決策將會對整體金融市場造成長遠影響，包括消費者和企業獲得融資成本的困難程度，以及對大宗商品價格和貨幣匯率等產生重大影響。

若我們真正看到美國經濟增長持續放緩，這將有助美聯儲在2024年稍後時間開始下調政策利率。

美國經濟有望「軟着陸」

所謂經濟「軟着陸」，意指經濟增長放緩、通脹壓力緩和的情景；「經濟硬着陸」意指經濟活動急劇下降的情景，導致必須進一步減息；「經濟不着

陸」意指通脹緊縮不斷，利率可能需要在更長時間內維持較高水平的情況。

過去一個月，有初步跡象顯示美國經濟正在放緩及通脹數據有所改善，因此我們降低了經濟出現「不着陸」的可能性，同時調高出現「軟着陸」（我們的基本預測情況）的可能性。事實上，經濟數據放緩的影響已反映在各項經濟指標上，從消費者信心、離職率到首次申領失業救濟金人數可見，早前對勞動市場過熱的擔憂可能言過其實。

當中，非農就業人數是關鍵數據。2024年4月及5月份的數據顯示，「核心」行業（不包括醫療保健在內的私營企業）的就業增長速度放緩，這是一個利好跡象。

通脹方面，隨着地緣政治緊張局勢緩和，油價已從2024年4月的高位回落。同時，美國4月及5月份消費者物價指數(CPI)數據進一步改善，特別是在核心行業，如不包括房屋在內的服務業。對美聯儲

和金融市場而言，美國整體通脹仍處於偏高水平，但較第一季度有所改善，這是朝着正確方向前進的重要一步。

如果經濟增長動力持續疲弱，這將為美聯儲於今年稍後開始下調政策利率創造有利環境。

金融市場出現一個令人困惑的現象，2024年4月份ISM服務業採購經理人指數(PMI)在過去一年多以來首次跌破50，反映行業正出現收縮，新訂單、就業和生產出現了明顯疲軟。然而，尚未清楚造成這種情況的具體原因，而這項一直被視為具有前瞻性的指標，在疫情後似乎變得不太可信。

現在，若基於一項疲弱的調查指標而調高經濟「硬着陸」風險似乎言之過早。然而，在未來幾個月，我們將較往常更加嚴格地審查服務業數據，包括官方數據及調查數據。

由於我們下調經濟不着陸（在此情況下，債券回報將受到嚴重的影響）的可能性，因此我們對環球

債券市場前景有所改善。此外，美聯儲最新會議除了在經濟數據維持強勁（該項動態至關重要）的情況下，央行會否進一步加息的討論。這一切證明了我們持續看好環球存續期（或利率風險）是合理的。

新興市場貨幣債券可吼

我們的固定收益資產配置與上個月相比變動相對較小，僅輕微上調對新興市場本地貨幣債券的看法。我們仍對抵押債券（由以單獨抵押品作為還款保證的貸款組成的債務）、機構按揭抵押證券、短期歐洲投資級別信貸和半主權債持樂觀態度，並因估值吸引力偏低，而配低美國投資級別信貸及環球高收益債券。

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。