

內地提振經濟蹄疾步穩 A股前景續看俏

黃偉棠 香港都會大學商學院會計及財務系客席講師、註冊會計師及特許金融分析師

上星期多篇文章討論內地最近提振經濟的情況，特別是針對房地產問題和地方政府債務。財政部部長藍佛安亦在剛過去的周末宣布相關措施。儘管一些經濟學家意識到復甦潛力，但部分人仍然認為需要更大規模和更即時財政措施。有報告分析認為上周末所宣布措施不足以對抗通縮和刺激增長。但此次貨幣政策雙管齊下，所宣布措施中，例如允許地方政府使用專項債券購買未售出之房屋，是穩定住房市場和減少地方政府債務的戰略步驟。

內地應對經濟挑戰成效有目共睹

在2008年金融危機後，內地的4萬億元人民幣刺激計劃專注於基礎設施和公共工程，成功地促進經濟回復增長，比許多西方經濟體更快地重回正軌。部分人對地方政府債務及其對經濟穩定的影響表

示擔憂。但中央政府允許債務置換並向地方政府提供財政支持策略是一種非常審慎方法，在可控情況下管理債務。2015年，內地推出地方政府債務置換計劃，成功地降低債務服務成本並改善財政可持續性。這些都是不能用一個數字來代表的。

也有西方報評認為內地對出口和製造業依賴是不可持續的。筆者認為，內地一直在積極努力通過促進創新、技術和國內消費來多元化其經濟。2015年推出的「中國製造2025」計劃，旨在提升內地製造業實力，減少對外國技術的依賴，從而促進可持續經濟增長。而僅僅是這樣一個計劃，就令多個西方國家大為震驚，在這近十年內不斷用各式各樣方法打壓國家發展，如阻斷其生產供應鏈等，但這更令政府尋找其他方法去改變戰略部署，成績至今有目共睹。可想而知，要解決經

濟問題方法一定存在。

若將國家的成就與西方國家進行比較，更突顯國家取得的顯著進步。在過去30年裏，中國GDP呈指數增長，使其成為世界第二大經濟體。相比之下，英國、法國和澳大利亞增長相對溫和。世界銀行的資料數據顯示，從1990年到2020年，中國GDP從3,600億美元增長到14.7萬億美元，而英國GDP從1.1萬億美元增長到2.7萬億美元，法國從1.2萬億美元增長到2.6萬億美元，澳大利亞從0.4萬億美元增長到1.4萬億美元。試問又有哪一個國家有資格對這樣一個有管治超過10億人口經驗的國家的政策說三道四？

穩經濟基礎堅實增市場信心

股市最近的反彈和隨後的下滑突顯市場信心重要

性。雖然很多不同持份者對內地的地方經濟問題有合理擔憂，但內地長期增長軌跡和戰略財政政策為持續經濟穩定提供堅實基礎，而信心對於維持經濟增長至關重要。

股市波動無礙低位反彈趨勢

這和筆者過去兩周遇到的情況一樣。很多人詢問投資建議，筆者在過去六個月裏已在本欄內多次分享，他們未必接受也不相信，錯過機會但又再詢問。現在雖然股市有一些小波折，但市場確實由低位反彈。聽從建議的當然對迎來這個股市回升驚喜亦十分高興。而那些選擇忽視的人現在再來詢問，而欄內寫着的仍然是同樣建議。筆者在此只想表示，內地有很多非常能幹的領導人才，理智看好經濟前景，配合國家發展大局，就會迎來光明的前景。

風險管理還看消息基本面互動

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

誠如上周本欄所言，三大因素主導下，全球金融市場波動趨增，投資者要留意風險管理，畢竟消息面是一回事，外界如何解讀以至反過來如何影響基本面，便是大學問。

上周末之前美國經濟數據公布，對於11月美聯儲議息，究竟是否減息抑或減息多少，應該有一定的啟示性。是的，上周公布的CPI（消費者物價指數）和PPI（生產者物價指數），不論是按月或按年，又或者核心與否，基本上都是略為高於外界預期，但又未至於大幅扭轉，甚至影響通脹反覆走低，直到中長期目標2%水平這一關鍵。

美息11月或減25點子

另一邊廂，正如大家知道，美聯儲之所以在9月減息以至一減半厘，時機上固然可能是追回7月應減而未減的部分，與歐洲央行或英倫銀行等看齊，又或者考慮11月美國總統大選，為免當局尷尬，嘗試刻意製造不一定按牌理出牌的減息決定，但總的來說仍是以早前的就業市場轉差為由。

不妨參考上周公布的首次申領失業救濟金人數，以至持續申領失業救濟金人數，都有明顯增加，這固然可能與美國當地天災的影響有關，但對於當局而言便不能不正視。如此一來，儘管美聯儲在11月不太可能如9月般一減半厘，但減息25點子仍是有可能。

地球的另一端，中國內地官方對於經濟刺激的方案，無論力度和時機，以至跟外界的溝通默契如何，都關乎整體期望管理的效果，能否以相對較少的資源激活金融市場，帶動改善中長期的正面預期，為樓市



甚至整體經濟帶來正反饋，要天時地利人和配合。

政策憧憬成短期主調

無論如何，短期而言不論A股或港股，都是政策消息以至憧憬作為主調，投資者一方面既有參與的誘因，但另一方面亦要提升本身的作戰能力，主要是風險管理上認清本身的投資取態，大環境每多變化，但真正決定成敗的，往往是投資者本身的反應。愈是波動市況，這一點愈是重要。

關於風險管理，純粹以新聞片段畫面的震撼性，地緣政局動盪，衝突升級較為矚目，但投資者並非省油的燈，對於中東等地衝突不絕，沒完沒了，早有心理準備，所以金融市場所見，油價以外，避險買盤並不

活躍。

焦點在中美實體經濟

相比之下，大家真正留意的，始終是全球實體經濟變化，尤其是持續好一段時間，中期的周期變化以至長期的結構變化，如此說來，關鍵便不是中東等地的衝突，而是全球兩大經濟體，也就是美國和中國，難怪投資者一方面密切留意美國經濟數據，以至美聯儲的貨幣政策取態，另一邊同樣關注內地陸續公布的刺激經濟方案，以至外界的反應。

（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。）

減息周期利好漸現 把握股市投資機遇

謝企剛 宏利投資管理大中華區股票部高級投資組合經理

表示有意再下調存款準備金率50點子，反映內地銳意刺激經濟及支持房地產行業。2)潛在財政政策有望出台：發展改革委制定加強財政措施的計劃，並宣布增量政策，包括加快向地方政府發行專項債券步伐，以支持地區經濟增長。當局亦支持城市更新項目，鼓勵民間資本參與基建項目，以及支持更多合資格民間資本項目（包括發行基建REITs）。3)房地產：當局進一步放寬買樓限制，繼續為城鎮化提供政策支持，以及落實住房去庫存措施亦將提振市場。4)消費：內地在8月已宣布20條關鍵措施促進服務消費。當局或會加大對消費品以舊換新及設備升級計劃的資金支持，此舉料可推動消費行業在未來數月進一步復甦。

三大行業第四季業績看好

踏入2024年第四季，我們看好以下行業：1)工業：我們看好汽車零部件製造商和先進製造業龍頭企業，

因為此類企業在2024年上半年的盈利優於同業、增長及收入指引更為可觀，且市場佔有率上升。2)資訊科技：我們看好將受惠於全球智能手機市場復甦的資訊科技及硬件科技公司。3)健康護理：我們看好生物製藥及醫療設備等分類行業的公司，其擁有豐富研發項目、具競爭力的優質產品，且採取「走向全球」策略。

總括而言，我們認為內地及香港股市處於重要關頭，以下幾點值得投資者關注：1)美國展開減息周期，利好內地及香港股市，以及對利率敏感的行業。2)MSCI明晨中國指數行業的2024年上半年盈利預測向上修訂。3)中國內地企業估值上升，接近600家公司本年宣布派發中期股息，數目為歷來最多。4)內地房地產行業逐步改善，且當局推出行業刺激措施。5)內地企業的「走向全球」策略具競爭力，因此即使面對不利因素，其仍能提升海外市場佔有率。（節錄）

中美之間的貨幣政策自2022年以來持續出現分歧，隨著美國在9月開始進入減息周期，中國有更大空間推行全面的寬鬆貨幣政策，以改善系統的整體流動性，並觸發實體經濟的即時溢出效應。透過下調現有按揭利率，並允許現有按揭還款人以較低利率為現有樓按貸款進行再融資，估計按揭還款人將可節省1,500億元人民幣的利息，從而增加其自由支配開支的能力。在刺激房地產需求方面，下調按揭利率及首付比例有助提高住房負擔能力，並鼓勵準買家入市，這對重燃房地產市場成交量甚為重要。

關注四項短期催化因素

當局在9月底公布政策後，香港股市的交投及成交量隨即全面回升，大市成交更創下歷史新高。估值亦有所改善，但仍低於歷史平均水平。短期潛在催化因素包括：1)預期當局加大寬鬆貨幣政策力度：人行已

日圓弱勢漸現 外資料續加碼日股

時富金融研究部

踏入10月份以來，除了A股的強力反彈吸引了投資者的目光之外，日本股市也成為了全球投資者關注的焦點。在新任首相石破茂發表鴿派言論後，日圓匯率逐漸走弱，促使海外資金重新對日本出口企業的興趣。

企業盈利佳利好日股

今年以來，全球市場因各國央行貨幣政策、地緣政治衝突，以及多國大選等因素而頻頻陷入動盪。日本股市雖然在今年8月份的全球市場巨震中一度成為焦點，但很快便有所修復，並成為今年全球表現最好的市場之一。隨着日股持續走強，市場也不斷調高東證指數的獲利預估，預期每股收益將升至約188點。市場認為：儘管還有很多值得投資者擔心的事情，但投資者的情緒並未因此完全受到破壞，日本企業盈利強勁的前景，仍將令日本股市上漲趨勢延續至今年12月。

外資日股購買量近期急增

根據日本財務省的資料顯示，外國投資者在截至10月5日的一周內，淨買入了價值9,193億日圓的日股，這是自4月13日以來最大的單周淨購買量。

此外，「股神」巴菲特旗下的巴郡(Berkshire Hathaway)在本月10日發行了2,818億日圓的多期限債券，這一舉措引發了市場對巴菲特可能增加日本資產投資的猜測。今年初，巴菲特增持了日本五大商社的股份，此舉推動日經225指數創下歷史新高。如果巴郡的投資擴展到銀行、保險公司等其他行業，可能會為日本股市帶來更多的上漲動力。

「股神」發行日圓債惹關注

同時，隨着日本央行貨幣政策可能出現轉向的趨勢，巴郡此次債券發行也被視為測試投資者對日圓計價債券需求的一個重要指標，此次巴郡所發行長期債券的溢價較早前略有上漲，反映了投資者對利率前景的謹慎態度。

作為世界第二大經濟體的中國內地股市無疑也吸引著全球資金的目光，市場也在密切關注A股復甦對日本股市的影響。9月下旬起，內地推出一系列刺激經濟的政策措施，促使A股和港股強力反彈。隨着全球投資者對中國內地市場的興趣日益增長，預料短期內，A股與日本股市均會吸引海外資金憧憬。

內地挺經濟政策多面發力 今年GDP增速有望達標

汪濤 瑞銀投資銀行亞洲經濟研究主管及首席中國經濟學家

國家財政部的政策指引覆蓋了大部分我們認為需要發力的方向。除了針對特困群眾和學生、但規模較為有限的財政支援外，本次發布會沒有提到很多關於支持居民收入和消費的政策。不過，我們認為這些政策仍可能在未來研究出台。本輪財政支持政策涉及的發力方向主要包括：

1) 緩解地方政府財政壓力。這首先包括加快發行和使用今年已經安排的政府專項債（年初至今這一進程較為緩慢），用於彌補地方政府的財政缺口，從而補充地方政府綜合財力和清理拖欠企業賬款。在此之外，我們認為政府仍需要通過其他方式融資彌補缺口，可能包括將部分2025年地方政府新增專項債額度提前下達到2024年四季度，以及使用其他管道的資金。其次，政策還包括化解和重組地方政府隱性債務。我們認為新一輪地方政府債務置換規模可能顯著超過2023年至2024年，最終有可能大致接近2015年至2018年的規模。值得注意的是，財政部還表示擬推出一批更為長效的改革舉措，應對未來的地方政府財政壓力。

政府專項債發行提速助力穩樓市

2) 推動房地產活動和去庫存。財政部雖然沒有

宣布將增加債券發行用於支援房地產，但表示將支援地方政府使用專項債券回收符合條件的閒置存量土地，用於新增的土地儲備專案，並且可以收購（已完工但未售出的）存量商品房用作各地的保障性住房。此前彭博報道過將專項債券用於支持收購存量房，因此這個政策已經部分在市場預期內，不過這一政策出台仍有助於推動房地產市場去庫存並提振市場情緒。

注資國有大型商業銀行預期

3) 向國有大型商業銀行注資。財政部宣布將發行特別國債用於補充國有大型商業銀行核心一級資本，基本符合預期，不過其具體規模將取決於各家銀行提交資本補充具體方案和全國人大批准。瑞銀估計，郵儲銀行、交通銀行、農業銀行的核心一級資本率增加1個百分點，分別需要注資860億元、900億元以及2,210億元。總體而言，我們認為這在未來一年左右可能需要至少1萬億元資金。

4) 對居民部門的支持較為有限。政府在國慶假期前向特困人員、孤兒等生活困難群眾發放了一次性生活補助貼，並表明將增加國家獎學金獎勵、支持學生群體。不過，本次會議有關新增收入補貼或

消費支援的政策內容較為有限。政府有可能在起草2025年新預算法案時包含一些增量政策，可能會在12月的中央經濟工作會議上討論公布。正如我們之前討論的，政府可以增加對低收入和失業群體的收入補貼，向有兩孩或多孩家庭發放補貼，擴大目前支持消費品以舊換新的補貼規模。此外，會上未提及將加大基本養老金和基本醫療保險等社會民生支出，這可能會在未來的政策制定中討論。

與我們之前的預期一致，財政部並未出台短期大規模財政刺激政策，但給未來即將出台的、目前規模尚不明確的財政支持給予了前瞻性指引。基於目前官方公布的資訊，我們認為上周六新聞發布會上出台的政策規模大於我們8月基準預測中的假設，但未超出我們上行情景中的假設。雖然今年明確的新增資金規模似乎只有4,000億元，但如果能夠在2024年底前充分使用2.3萬億元的可用資金，這可能超過我們的基準預測。財政加碼如能落實，疊加對房地產市場的支持，2024年GDP增速有望接近5%的增長目標。至於2025年，雖然財政部尚未明確財政刺激的具體規模，但如果2025年底用於化解地方債務的資金規模超過3萬億元，加上我們之前在基準預測中已包含的其他財政支持，2025年經濟

增長比我們之前的預測將有上行空間。

或推出更多增量財政刺激政策

更重要的是，我們認為財政部的兩項前瞻性指引有利於提振市場信心、穩定經濟增長，這包括1) 一次性增加較大規模債務限額置換地方政府存量隱性債務；2) 支持地方政府使用專項債券穩定房地產活動，包括推動去庫存。此外，財政部明確表示，中央財政在舉債和提升赤字方面是有「較大」空間的，這表明如有必要，未來可以提高財政赤字率、出台更多增量財政刺激政策。

未來重要的政策時點是：1) 10月18日發布三季度經濟資料前後；2) 全國人大常委會可能在10月底召開會議，審批政府的財政政策方案；3) 2024年12月中下旬召開的中央經濟工作會議將討論2025年經濟增長目標和具體政策措施。當政府公布更多有關房地產和財政政策支援的具體規模和性質後，我們將重新評估我們對2024年和2025年經濟增長和房地產市場的預測。（節錄）

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。