

# 理性消費仍是2025年的常態

全球觀察

李嘉豪、彭勁 中銀國際研究有限公司

在2024年，內地消費雖然繼續穩步復甦，但整體增速低於市場預期。與疫情前相比，消費行為變得更为理性。鑒於2024年宏觀經濟環境和就業市場仍具挑戰，筆者預計，更多消費者將不再如疫情前「超前消費」，而是會根據預期收入量入為出。因此，若2025年的就業指標欠缺驚喜，消費增長可能會較為溫和。自中央政府於2024年9月推出經濟刺激政策以來，筆者觀察到消費者依然保持審慎態度。例如，根據波士頓諮詢於2024年10月對1,500名消費者進行的一項調查，消費者整體上仍表現得較為謹慎。

## 消費行為改變 零售商需調整

展望2025年，刺激政策可能主導零售數據波動。若缺乏刺激政策支持，筆者預計2025年整體消費將延續2024年上半年的緩慢增長趨勢。自2024年下半年以來，中央政府針對家電等特定消費領域大力推動「大規模設備更新和消費品以舊換新」，使家電等品類的同比增長表現強勁。如

2025年不再延續這些刺激政策，筆者預計相關品類在2025年下半年的同比增速可能會放緩。然而，對於未被納入定向補貼的其他品類，若政府保持寬鬆政策環境，筆者預計其同比增長或將在2025年下半年有所改善。

值得一提的是，當前的消費周期與2013-2015年期間存在相似之處，當時在反腐行動下，中國的高端消費受到顯著抑制，高端消費需求要到3年至4年後才逐步恢復，但卻形成了更健康的產品結構。此次，由於經濟周期更具挑戰性，筆者預計消費者將進一步調整消費行為，零售商也需適應並相應作出調整。

## 旅遊業增長將復常 存兩大利好

按行業細分，旅遊業的增長預計將於2025年回歸正常水平。筆者認為有望推動旅遊業表現較整體消費行業更強勁的兩個因素是：（一）自疫情結束以來，酒店和航班等旅遊產品的價格回歸正常水平，從而刺激需求；（二）中國消費者更傾向於體驗型消費。筆者預計，2025年旅遊需求將如疫情前般錄得個位數增長，旅遊業仍將為企業提供巨大增長機會，特別是在出境遊和國際市場拓展方面。

行業其中一項正面因素是中國持續對外開放，在2024年，更多國家和地區向中國遊客提供了免簽政策，進一步推動了出境遊需求。同時，中國也允許來自部分發達國家的遊客免簽入境。筆者預計這將帶動2025年入境遊需求的增長，並為龍頭旅遊企業創造新的商業機會。此外，中央政府亦更為重視旅遊業，並已將旅遊業視為促進經濟增長的手段之一，筆者預計，相關政府部門將陸續出台更多政策措施推動旅遊業高質量發展，加快建設旅遊強國的進程。

零售業方面，筆者預計中央政府將在2025年採取更多舉措，通過財政和貨幣政策協同作用來提振經濟，從而促進消費。然而，截至2024年下半年，除了針對房地產市場和地方政府化債的刺激政策外，大多數與消費相關的政策措施主要集中在新能源汽

車和綠色家電上。筆者認為，2025年政府可能會延續這些刺激政策，因為汽車、家電等品類的消費被視為推動中國製造業升級的重要環節。若政府推出其他形式的消費刺激政策，將超出市場預期，成為意外的驚喜。

## 消費者關注健康 利好運動品牌

服裝及紡織業方面，特朗普政府可能對紡織品出口施加壓力，而上游紡織行業可能更受影響。如美國採取更強硬的保護主義措施，或鼓勵工業生產向美國或其鄰近國家轉移，筆者預計中國企業將加快海外產能布局以規避關稅風險。儘管經營環境存在挑戰，但On和Hoka等新興品牌的崛起，證明設計創新和使用新材料仍會受到精明消費者青睞，這種變化可能對具有強大研發能力的龍頭企業有利。

另外，消費者總體上變得更加關注健康，且更願意參與體育活動，因此會對運動鞋服行業的整體銷售產生積極影響。

# 人類活動周期規律左右投資決策

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

每年聖誕節前後，投資市場假期氣氛濃厚，儘管大家可以24小時交易，全年無休，但真正落實的沒多少人。事實上亦犯不着，根本大多數人在社會上都是群體動物，節日仍是節日，日出而作，日入而息，仍是必須，否則根本活不了。

●1月效應是美股知名現象，指每逢1月美股表現會較亮眼。圖為紐約證券交易所。



正因為大家生活與大自然相依，周期或多或少影響決策。年末年初，總有一堆回顧展望，時機上正好是上述所說，圍繞着周期開始結尾。嚴格來說，檢討修訂，根本不必等到年尾或季尾或月尾，甚至不必等到每日收市，以現今科技，隨時可以按市價去判斷，究竟投資組合是否冒上太大風險，槓桿比例是否合適，等等。

## 1月效應與美股稅務有關

不難發現，周期前後的買賣行為，伴隨而來的是可供交易的機會。大家常聽到1月效應，便依着周期而行，1月效應（January Effect）正好說明，時間周期仍有參考價值。

每年這個時候，很多人談1月效應。最初，是股市市場上為人開始留意的，每逢1月，總有一批細價股，甚至所謂垃圾股，即並非傳統價值型大藍籌，在1月時表現神勇，回報率明顯高於其他月份，而這種情況，在統計上亦有別於其他所有月份。後來，有金融學者專門研究，發現其與稅務理由有關，在年底把虧錢的賣掉，可以得到一定稅務優惠，然後在下一年重新買回來。

顯然，這些稅務安排，正是當地人按當地規定，生活習慣中所展現的周期性，所產生的潛在獲利空間。不難想像，假如稅務安排不是每年計算，而是每半年甚至按季按月，投資者一樣可以在不同層面上，有類似的獲利空間，造成相似的套利誘因。這

類日曆效應（Calendar Effect）在行為金融學上很流行，稍後可再多說一些。

## 均值回歸 局部換馬

另一邊廂，股市亦上演另一些每逢年末年首出現的現象。投資者局部換馬，進行了所謂均值回歸（Mean Reversion）的交易策略，集中在這一年將盡的日子，都是熱門時候。

事實上，今年看來，恒指年初至今漲了一成多，未足兩成，但如無意外，在12月31日都是淡靜市況下，沒有太大的變化，已扭轉之前四年的跌勢。誠然，即使有此佳績，在全球眾多股指中，仍只是中游分子，太多強勁對手，美股仍是贏家。

不打緊，長遠而言，很多人相信，估值偏低者，將會回復正常水平，也就是之後會跑贏；同樣地，估值偏貴者，亦將會回復正常水平，也就是之後會跑輸。這種信念之下，才有上述均值回歸，把今年跑贏（又或者賺得多）的，沽掉一部分，把今年跑輸（又或者明顯虧的），再加買一部分。

## 做好分散風險 再管統計規律

顯然，這種玩法不宜個股板塊，反而是整體股指，才有足夠分散風險的基礎，才有這種統計規律的可靠性。當然，過去十多年，投資者一直在進行，暫時看來，仍未有足夠回報，多少是股指所反映的結構性改變，這是後話。

（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。）

# 中國量子計算崛起 助力發展經濟

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、特許金融分析師

四十年前，物理學家開始理論量子物理學奇妙機制來製造一種新型計算機，其運算能力將遠超傳統機器。隨着一連串硬件技術突破出現，量子計算實用性正逐漸成為現實。目前，各國正競相開發能夠準確模擬複雜現象行為的量子計算機，這將在藥物開發、金融建模和人工智能等多個領域帶來重大進展。

## 全球競爭發展量子計算機

某加拿大公司於2011年成為首家銷售量子電腦之企業。隨後，國際商業機器公司（IBM）、谷歌、亞馬遜網絡服務以及眾多初創公司也相繼開發出可運作量子電腦。最近，微軟在建造可擴展和實用的量子超級計算機方面取得進展，而英特爾（Intel）則開始製造一種矽量子晶片。這種晶片的晶體管

（量子位）比其他類型的量子位小達一百萬倍。據稱，新創立的聯合公司將在本世紀末之前交付一台量子超級計算機，而中國則正在建設一個價值100億美元的國家量子資訊科學實驗室，以推動該領域發展。

## 中國量子技術研發成果豐

國家在量子計算領域發展迅速，已成為全球領先國家之一。自2017年以來，內地政府將量子技術納入國家戰略，並計劃在未來十年內投入數十億美元進行研究與開發。這項政策推動使得中國在量子通訊、量子計算硬件和量子密碼學等領域取得顯著進展。內地科學家在量子糾纏和量子通訊方面的研究成果，尤其是中國科學院和中國科學技術大學研究團隊，已經在國際上引起廣泛關注。

內地量子技術發展不僅限於學術研究，也積極推

動商業化應用。許多內地科技公司，如阿里巴巴、百度和華為，正大力投資量子計算硬件研發。阿里巴巴達摩院已經開發出11量子位元量子處理器，而百度則推出其量子計算平台「百度量子」。這些企業的參與不僅加速量子技術商業化進程，也為內地科技創新注入新活力。隨着量子技術成熟，未來在金融、醫療和材料科學等領域應用將會更加廣泛。

國家在量子技術上的投資不僅是為提升自身科技實力，還是在全球科技競爭中佔有有利地位。透過加強量子技術研究與應用，國家希望減少對西方技術的依賴，實現自給自足的目標。此外，國家積極吸引全球頂尖人才，促進學術界與產業界合作，這將進一步加速其科技進步。隨着量子技術成熟，內地經濟結構將發生深刻變化，未來在全球科技舞臺上影響力將持續增強。

# 地王演義 說說地產浮沉

張宏業 中國房地產估價師、香港產業測量師、英國皇家特許測量師、澳門房地產評估協會會員

2024年馬上過去，筆者應用地王演義回看全年整體地產市場的走勢，並展望明年市場變化。

## 港商業地王均價持續回落

三年前(2021年11月)中環環龍街海濱三號商業地王批出，恒地中標後已完成繳付全數的508億元地價，令其成為賣地表歷來造價最貴的地王。資料顯示，上述地盤面積51.6萬平方呎，預料提供184.3萬平方呎樓面或淨商業樓面面積約161萬平方呎（扣除停車場及政府、機構或社區用途後），即約27,563元/平方呎的平均樓面地價。在2017年5月中標的前中環美利道停車場大廈，恒地以232.8億元拿下，平均樓面地價約逾5萬元。前後兩幅中區地王，四年半中均價平了近四成，反映出商業地價回調走向。

事隔十五個月(2023年3月)，新地以47.29億元中標旺角洗衣街商業地王，每呎樓面地價只是3,100

元/平方呎，較市場估值下降16%，更比去年最高估值低約80%。兩幅港九商業地王連續以低價中標批出，是市場人士始料未及的，但已確立商業地產的積弱局勢。

今年底，前美利大廈停車場的商業地王完工入伙，向市場正式招租，反應一般。附近中環和金鐘的商辦單位的最新成交呎價（以中高層海景單位同類）是大約25,000至30,000元/平方呎，大概相當於當日民耀街地王中標的地價，反映出香港核心地帶甲級商業市場持續低迷下調。

回看過去十年，特區政府出售土地收入，超過千億的年份只有2017、2019和2022年，而2017及2022年是上述兩幅商業地王中標年頭，顯示商業地皮貢獻不少收入部分。直至今日，今年出售官地收入只得16.4億元，是來自一幅沙田住宅用地。不難推演，未來幾年出售官地收入仍是依賴住宅用地，大型商業或住宅地王再現幾率偏低，明顯跟本土房

地產低迷是一致的。

總結2024年，中國內地的超一線城市北上廣深傳來喜訊，土地拍賣頻出百億地王成交。最新是深圳地王涉宅用地T107-107號，華潤置地和中海地產聯合體以185.12億元（人民幣，下同）成功投得。公告顯示，該地皮位於深圳市南山區粵海街道，總用地面積約3.86萬平方米，總建築面積為26.3萬平方米，平均樓面地價約為70,388元/平方米（6,539元/平方呎），溢價率是46.3%，反映競逐氣氛激烈。

## 內地再出百億住宅地王可期

其實早前，中海地產已於北京和上海連下二城。上海地王位於楊浦地區N090602號K8105地塊，成交樓面價是73,288元/平方米（約6,809元/平方呎），溢價率16.3%。中海地產的進取態度源自公司今年首十一月三地驕人住宅銷售成果，共逾1,200億元，均排名全市冠軍。

不難歸納，今年內地成功摘地的開發商均為龍頭央企及國企，民營房企拿地較為保守。這跟她們分別銷售成績一致，且超一線城市含北上廣深的銷售面積和金額是理想的，吸引她們踴躍補充土地儲備。就銷售種類來分，商品住宅和豪宅類是較為暢旺的，百億住宅地王期然而生。這些住宅地王不少是由商業用途改變規劃產生的，表明可見未來一線住宅地王仍是主流，待二三線住宅市場明顯改善後，才能得到開發商的光顧。

地王演義道出地產市場起落。中國全境內仍是超一線城市市場較健康，且商品住宅仍受追捧，一線城市孕育出住宅地王是值得期待的。反看香港，商業市場低迷多年，商業地王成交均價拾級而下，加上住宅市場持續向下調，再造商業/住宅地王幾率偏低，只餘市區住宅地皮支撐大局。

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。