

34 萬億美元債務風暴 美國正站在十字路口

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

農曆新年前後期間，有幸於香港都會大學中文 MBA 項目講授「企業財務管理」課程，與學員深入探討 Modigliani-Miller 理論中的「最適債務水平」框架，並以恒大債務危機與美國國債發展為實例，剖析企業與主權債務的風險異同。理論上，負債應在稅盾效益與破產成本間平衡，但現實中，政治博弈、制度韌性與市場信仰，往往使「最適」淪為空談。這正是美債問題的核心啟示。

美債持續攀升 背後是多重結構性困境

美國聯邦政府債務的歷史性攀升，可追溯到二戰時期。當時為籌措軍費，債務佔 GDP 比例一度突破 100%，戰後雖透過經濟擴張與戰時管制鬆綁逐步下降，但自 1980 年代列根政府推行減稅與冷戰軍備競賽起，債務規模再度進入上升周期。2008 年金融危機後，量化寬鬆與救市措施使債務突破 10 萬億美元

元；2020 年新冠疫情更觸發 5 萬億美元紓困計劃，導致債務佔 GDP 比率飆升至 128%，超越 1946 年水平。當前，美國債務總額已逾 34 萬億美元，且年均財政赤字佔 GDP 逾 6%，遠高於 OECD 國家均值 (3.5%)。

此趨勢源於多重結構性困境：人口老化推高醫療與社福支出 (佔預算 50% 以上)、稅基因全球化與科技巨頭避稅而侵蝕，加上兩黨將「債務上限」政治化為黨爭工具，使赤字常態化。但多方經濟研究強調，與企業不同，主權債務危機非僅關乎數字。而是美元霸權賦予美債「全球最終避險資產」地位，即使外資持有比率達 30% (日本、中國合佔 8%)，其市場深度與美聯儲「最後購買者」角色，仍大幅降低短期流動性風險。

當前美債的核心矛盾，在於其本質是「跨世代資源掠奪」。以未來稅收抵償當代支出，卻無明確償

還路徑。有經濟學家估計分析四種危機情境，雖機率皆低，卻揭露制度脆弱性：例如國家若拋售美債，雖僅佔 3%，但可能觸發「信號效應」，動搖新興市場對美元資產信心；又如 2023 年債務上限僵局中，惠譽為此下調美國主權評級，顯見政治失能已損及信用。更深層風險在於「債務貨幣化」陷阱：美聯儲持有美債比率已從 2007 年的 6% 升至 20%，若通脹長期高於利率，實質債務負擔雖減，卻可能引發殖利率曲線失控 (如 2022 年英國國債崩盤)。

信用脆弱「美債危機」成一場緩慢核爆

危機觸發關鍵不在債務規模，而在「財政紀律崩潰」。如 2021 年美國國會暴動事件後，國際貨幣基金 (IMF) 警告「美國民主韌性下滑」恐衝擊投資者信任。特朗普時代「拒絕承認敗選」等行徑，已使「戰略性違約」從學理荒謬變為政治選項之一，

此種「制度腐蝕」比數字更危險。

任何選項 恐皆通向「金融秩序重寫」

中長期而言，美債問題將是「溫水煮青蛙」式的慢性危機。理論解方明確——若美國將稅收/GDP 比率從 27% 提高至 OECD 平均 34%，並削減醫療支出至德國水平 (11% vs 美國 17%)，即可穩定債務比例，但政治現實窒礙難行：拜登 2023 年試圖對富豪加稅遭國會否決，而醫療利益集團更阻撓任何實質改革。真正的「斷層線」在於地緣政治與美元地位。若俄烏衝突升級迫使歐洲加速「去美元化」，或金磚國家成功建立替代清算系統，美債需求結構將根本動搖。最可能路徑是「日本化」：債務/GDP 比率突破 200%，但藉由央行壓低利率 (即使實質利率為負) 緩解付息壓力，代價是經濟僵化與國際衝突加劇。但此模式需以美元霸權存續為前提，一旦美聯儲政策公信力受損 (如政治干預貨幣政策)，可能重演 1960-70 年代美元危機，觸發全球資產重定價。屆時，美國將被迫在「惡性通脹」、「福利崩解」或「主權違約」間抉擇，而任何選項皆意味戰後國際金融秩序的重寫。之後誰會崛起，大家心照不宣。

港股續追落後 三大因素配合

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

承接 2024 年恒指升 17% 的形態，2025 年應有可為，主要是均值回歸終於出現，而一般來說，對於如此大型的股指而言，可望有連續幾年的追落後。連日來港股持續向好，證明了本欄所說的，在環球宏觀多元資產管理上，愈來愈多人留意到，原本大家一直都知道港股低估值，但又怕低估值有低估的理由，不敢輕舉妄動，自然寧取敵不動我不動。



● 港股近月持續向好，恒指昨收報 22,616 點，明顯高於 2024 年底約二萬點水平。

不過，隨着眼見其他人陸續出發，自然搶先攻佔，效果上，一樣有近年大家熟悉的 FOMO 模式 (「Fear of Missing Out」，又稱錯失恐懼症)，怕失了先機，馬上加倉，額外的做好 (長倉)。暫時看來，很多人仍執着於究竟今次升市，有沒有外資進入市場，抑或仍僅限於本地投資者。但其實，這不是最合適的切入點，此話何解？

長遠而言，不能單純的「塘水滾塘魚」，一定要有新來者、後來者陸續加入，才有生機。然而，大家都不是省油的燈，外資亦非善男信女，任何時候到來，都是準備撈一筆便走，至於時間可長可短，視乎情況而定。

均值回歸 踏前一步

重點不是東升西降，亦不必是美股跌才可令港股升，所謂均值回歸，是指兩者的股市回報率 (比方以一年計)，之前一直領先跑贏的，有可能回落到接近長期平均水平，反之，之前一直落後跑輸的，有可能回升到接近長期平均水平，已經達到目標。換言之，美股可以繼續升，只是升勢放慢，同樣地，港股可能是跌少了，或甚至有少許升幅，都是向均值回歸踏進一步。

最大關鍵仍是本地投資者有信心，由之前 AI 新故事 DeepSeek 帶起估值上調的期望，大家持續買進，

令原本未必上調的，亦馬上需要上調，形成自我實現預言！

成功啓動自我實現預言

從來金融市場都有自我實現預言，但如何可以成功啟動起來，靠的是多個因素配合。

基本面，例如港股持續多年的低迷，估值明顯大幅度比其他股市便宜，是很重要的，因為大家不是任憑一兩個理由，可以不理後果地衝進場，一定要知道有退路，而作為投資者，最後的退路，當然是所買進的有一定的估值可守，這道緩衝區是必要的防線，也是說服投資者有一定值博率的必需條件。

基本面以外，需要技術面，也就是一般所說的走勢行情，包括但不限於所有技術走勢圖表指標分析。這些趨勢的表述，最客觀地呈現，不是一兩個投資者的主觀願望，而是集體有足夠多的人，願意「真金白銀」的押注於相似信念。投資者最怕自己死守，人家卻趁機早走。所以，技術面的形態，例如近來港股升市有成交支持配合，過程中升三幾天才跌一兩天，無礙升勢，才是大家想要的慢升，有人辭官歸故里，有人漏夜趕科場，大家都有錢賺。

最後，也是最重要的，是有信念，而這個信念，通常是一些之前未見過的故事，如今 DeepSeek 正符合這個要求。

(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。)

中國龍頭家電企業有望繼續領先全球(二之二)

全球觀察

李嘉豪、彭助 中銀國際研究有限公司

中國龍頭家電企業正向其他細分領域擴展，以尋找新的增長機會。筆者認為，中國家電企業的一些戰略性投資表現出色，將長期為企業帶來顯著收益。

首先是零部件自產化：家電行業競爭激烈，提高毛利率對盈利增長攸關重要。過去，大多數企業為了滿足快速增長的需求，依賴外部供應商提供零部件，但自疫情後，越來越多的家電龍頭企業意識到關鍵零部件如自產，將帶來包括確保生產穩定、降低成本，以及提升生產效率的益處。除自用外，企業可將零部件售給第三方，開拓價值數十億美元市場。同時，掌握關鍵技術可應用於樓宇管理、智能製造等高附加值領域，為企業創造更多增長機會。

事實上，許多與空調相關的技術和資產可延伸至商業和工業領域，這為以住宅產品為主的中國家電企業提供了新的收入來源。中國的商業和工業暖通空調市場長期被外資品牌主導，但筆者認為，隨着持

續投入研發，中國家電企業有望在技術上很快趕超。此外，如果將暖通空調與其他解決方案相結合，還可以進入更大的智能建築市場，包括商用空調、電梯、建築控制軟件以及智能消防和安全系統。

國際能源署研究顯示，空調佔建築總電耗近 20%，隨着氣候變暖空間製冷需求將進一步增加。到 2050 年，空間製冷預計佔全球電力需求增長的 37%，節能型空調可將能源成本降低近 50%。考慮到房屋住戶節能需求，筆者認為這市場對家電企業而言頗有前景。中國企業在商用空調研發中已取得突破，例如磁懸浮冰蓄冷雙機組和空氣懸浮離心機組，通過壓縮技術提升效率和承載能力。筆者預計，這些創新產品將幫助中國企業在國內外市場贏得更多份額，尤其是新興經濟體如印度和巴西。

在這之上，中國家電企業也正加速向智能製造轉型，這不僅能提高產品質量，還能降低製造成本和

經營費用，提升盈利能力。智能製造的核心是自動化，減少了生產對工人的依賴，緩解中國製造業的招工壓力。中國家電企業已在業務線中大規模應用機器人。近年來，得益於人工智能、機器學習和傳感技術的進步，工業機器人在中國家電企業生產中的應用變得更加多元。

有望受惠機器人發展

中國家電巨頭還是工業機器人的供應商。中國新能源汽車、電子和光伏製造等行業對工業機器人的需求快速增長，為家電企業的機器人解決方案業務創造了巨大潛力。更重要的是，這些機器人除了可以銷售給外部客戶之外，也是家電龍頭企業提升自身生產力的重要一環。在機器人的幫助下，生產力及研發能力將會大大提高，筆者認為這會形成良性循環，為中國企業提供更多競爭優勢。

香港私宅成交量 蛇年勝龍年

張宏業 香港測量師，英國皇家特許測量師，澳門房地產評估協會會員，粵港澳大灣區數字產業協會副會長，香港上市公司獨立非執行董事

還記得筆者初入地產行時，時常聽到行內老行尊說「股樓齊鳴」，意思是到股票先興旺，再到樓宇暢銷，形成相輔相成效果。甫踏入蛇年，經濟新聞報道 DeepSeek 程序可以免費下載，不乏用家表示該人工智能程式簡單易用。更加振盪是開發成本遠遠低於同樣美國收費程式，表明中國人已用極低成本創造類似的人工智能模式，一舉打破美國科技界壟斷神話，並且立刻掀開熱炒香港人工智能行業上市公司股票的浪潮。過去一周內，香港股票指數被阿里巴巴和比亞迪等龍頭股節節拉高，配合每日成交突破三千億元，指數連番打破阻力位，直撲二萬三千點大關！

行家慨嘆一手熱二手冷

正值新春時候，筆者受邀出席一連串私人/發展商/地產社團的新春團拜和新盤發布會，廣泛地收納本地地產界人士的蛇年樓市最新行情。發展商密集式開展新春新春宣傳活動，足証她們開售新盤單位心切。在地產界社團新春團拜中，不少老行尊慨嘆二手樓宇銷售生意難以促成，尤其是市區高齡單幢

單位，新買家不多，銀行借貸取態不進取，促成成交唯有小業主肯大幅削價。反過來看，新盤單位出售競爭激烈，只要肯叫價略低於同區二手新樓價，仍然可以取得不俗銷售成果。兩者分別是全新盤單位首期少，按揭息率合理，較受年青用家和內地各種專才/優才/人才歡迎。

根據特區政府土地註冊署公布數字，2024 年一二手交易量分別是 16,912 和 36,187 宗，累計 53,099 宗。月均成交量大約 4,425 宗，超過月均是 4 月、5 月、10 月和 11 月。如果分拆一二手按月成績，去年一手及二手月均成交量大約是 1,410 及 3,016 宗。一手樓突破均月份是 3 月、4 月、5 月、10 月和 11 月，而二手樓突破均月份是 4 月、5 月、10 月、11 月和 12 月。兩者既是呈現同方向走向，但是二手市場則是趁一手成交量稍微回落日才發力跟進。明顯是一手先發，二手跟隨的大市形勢，一手主導作用明顯。

2024 年市道已大幅回暖

再擴大回顧年份到前三年，2021 至 2023 年。由

2021 至 2024 年累計年成交量分別是 74,297 (2021 年)、45,050 (2022 年)、43,002 (2023 年) 和 53,099 宗 (2024 年)。2024 年成交量相比 2023 年已上升 23%，證明政府「撒辣」效力明顯。不過單看去年 12 月份成交量只有 4,103 宗，一二手交投量只有 887 宗和 3,216 宗，有呈現虎頭蛇尾的情形。今年年初慣性新春小陽春未有出現，正解釋發展商積極開售新盤單位的原因。

料今年中小型私宅仍暢銷

2024 年一二手私宅交易登記量值統計中，登記價值低於一千萬佔上八成，低於八百萬七成，低於六百萬五成二，證明平價私宅主導地位，尤其是八百萬下的私宅較為受落，成為今年一二手樓業主的明燈。不難預期，今年中小型私宅仍是暢銷一族，是發展商主推廣優先選擇，納米樓不再是潮流。

「股樓齊鳴」仍然歷久不衰

股樓齊鳴是投資金句，仍然歷久不衰，股票和樓宇投資活動互相報效。香港物業市道每是先旺住

宅，由小延續到大型單位，再旺到工商舖物業，這個循環似乎生效！

中國人工智能模式已進入成熟應用階段，加上中國電動汽車已領導全球汽車行業，今年香港股票市場是由人工智能和電動汽車及其下游企業帶動熱炒浪潮。當投資者在股票市場獲取短利後，自然地將部分收益資金轉化到樓市中，初期肯定是中小型私宅。香港股票市場暢旺吸引初期創立及成熟企業分拆人工智能/電動車/下游業務上市集資，自然地本地辦公室市場出現不少新投資者，大力拉動本土辦公室租賃和買賣活動。

不過，今年本土物業市場仍然處於復甦期，先求量再求價，交易先升締造私宅價格回穩。大部分專才/優才/人才計劃赴港，最初二三年仍是觀察期，先看清工作穩定情況，自己/子女/長者居港適應情況，釐清合適居住生活地區，最初只會租住安居，當決定留港發展長住後才會購買心儀地區的新盤單位。不難想像，這群人士的剛需購買力會延後爆發出來。股市暢旺催化物業復甦，但是真正中長期回穩仍是借助經濟回穩及樓市供求平衡。蛇年交易量勝過龍年，私宅總成交量回到六萬宗，一手佔二萬，二手佔四萬，價格逐漸回穩。

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。