

中國將迎來新一輪發債高峰

一點靈犀

「一攬子化債方案」正加速落地。本月以來，內蒙古等九省先後披露「特殊再融資債券」的相關文件，合計規模達到4102.32億元（人民幣，下同）。長久以來，中國債務的信用錯配問題十分嚴重，信用較低的縣市政府債務比重卻最高。如今的化債方案思路，就是用省級債置換縣市債。另有消息指，中央政府也計劃發行萬億規模的特別國債用於基建投資，逆周期政策再度發力。

李靈修

根據中國債券信息網統計，目前公開債券信息的九省中，內蒙古發行規模最大，達1067億元；其次為遼寧870.42億元；雲南、廣西、重慶、吉林、天津披露發債規模分別為533億元、498億元、421.9億元、250億元、210億元；江西、青海規模較小，分別為156億元、96億元。從發債用途來看，多數省份用於置換存量非標、高息債務，少數省份用於償還拖欠企業賬款。從發行時間來看，這批特殊再融資債券最早從10月9日發行，最晚為10月18日。

實際上，中國自2015年開始已實施了兩輪化債政策，均採用債務置換的方式。如2015年到2018年期間，全國

地方政府一共發行12.24萬億元置換債，完成置換存量目標的86%。而從2020年12月到2022年6月，全國地方政府一共發行特殊再融資債券1.1萬億元，旨在拓展省級政府的借債空間以置換縣級地方債。

地方政府顯性債務佔GDP 29%

當前省級政府還有多少借債空間？據財政部數據顯示，截至2022年末，全國地方政府債務限額為37.6萬億元，同期全國地方政府債務餘額35萬億元，二者的差值、也就是借債空間還有2.6萬億元，其中一般債1.44萬億元，專項債1.15萬億元。分地區來看，上海、江蘇、北京、河北、河南、廣東



中國有較大槓桿空間推動穩增長政策落地。

的借債空間較大，均超過1100億元；而負債率較高的天津、貴州、甘肅，債務限額空間較小。

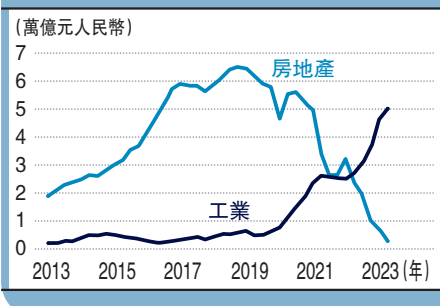
那麼，需要化解的債務又有多少呢？官方數據顯示，截至2022年末，全國地方政府顯性債務餘額35萬億元，佔GDP比重為28.9%。其中，一般債務14.38萬億元，專項債務20.67萬億元。但市場較為擔心的，還是相對「不透明」的城投債。關於這部分的債務規模，不同機構之間各有說法。較為可信的數據顯示，截至2022年末，全國3002家城投有息債務餘額達到57.8萬億元，該數字遠超地方政府一般債和專項債之和。

今年1月9日，財政部部長劉昆對於地方債問題做出表態，堅持中央政府不救助原則，「誰家的孩子誰抱走」。現在看來，主要是通過省級「父母」抱走「縣市」孩子。

料增發特別國債提振投資

須指出的是，中國的債務結構與其他國家區別較大。根據IMF（國際貨幣基金組織）統計，2022年全球各國中央政府債務佔政府總債務比重的平均數為89%，但中國中央政府債務佔比大概在19%到27%。中國中央政府的槓桿率水平大約在100%左右，不僅低於美國政府的145%，較日本政府的

中國房地產及工業貸款



心水股

建設銀行(00939) 舜宇光學(02382) 中國銀行(03988)

淡友發難 港股支持位17600點

頭牌手記

沈金

連升6日的港股，昨日終告斷續。恒指18000點關又告不保，在沽盤連綿不斷卸貨之下，指數愈走愈低，最糟時見17776點，重挫461點，收報17813點，跌424點，6日連漲所得的1043點失去40%。

全日總成交842億元，較上日少169億元。

科網、本地地產股跌幅顯著。京東(09618)受謠傳攻擊，大跌逾11%，創上市以來新低。影響所及，一眾科網股多數回落約3%。本地地產股受大行報告預言樓價還會下跌17%，於是所有知名地產股均難逃一跌的厄運。

很多人問：港股昨日緣何大跌？

我認為有三個因素。一是隔晚美股道指跌173點，環球股市跌浪再起，這是跟大潮回挫。二是恒指過去升了6日漲逾千點，作出回吐也不出奇，只不過昨日回得太急，令好友有點措手不及而已。三是淡友又再「翹尾巴」，加強了若干重指數股的沽空，特別是藉大行看淡本地樓市，再沽一批本地地產股，使這一類目深受打擊。至於中央匯金增持的四大商銀，昨日表現仍相對穩定，例如農業銀行(01288)只下跌1.3%，建設銀行(00939)跌1.1%，中國銀行(03988)跌1.4%，均跌得比恒指為少。

高息股趁低吸納

我講過有10%周息率的粵海投資

(00270)平、靚、正，昨日隨大市回落，正好伺機吸納。我在5.62至5.6元買入若干，周息高達10.95%，可以安心持有。

當大市波動時，進行私有化的股份多數會上升。保利文化(03636)創新高8.63元，收8.6元，上升一格。新創建(00659)升越私有化要約價9.15元，收報9.27元，若持續如此，私有化將不會成功，而該股將會保持上市地位。

後市如何？看勢頭似乎淡友仍要發難，17400至17600點是下一個要守的區間。中央匯金何時出第二招，亦是關鍵所在。從中線投資角度看，高息股繼續是吸納對象，短期的波動不必看得過重。

外圍政經變數難料 做好長線布局

政經才情

容道

港股本欄預期的上衝到18000點，周四最高差不多摸到18300點，但是在美國可能繼續加息的陰霾和中東巴以衝突繼續惡化下，周五已經迅速回落到18000點樓下了。

滬綜指恐回試3050點

周四中央匯金入市的消息，刺激了A股一波小反彈之後無力為繼。周五滬綜指也守不住3100點，輾轉回落到3088點收市。按現在空放的量能和態勢來看，3050點還是大概率又要重遊一次。

至於大家都期望着的救市措施，

應該是有點太理想化了。我認為領導層覺得大局應該是提早釋放風險，做好各方面維穩的措施，以緩解突發負面因素所引致的大幅度下滑。

看現在美匯指數又重回106之上，那就印證了外圍的因素還是比較緊迫的，無論是美國持續加息的可能性，還是中東巴以衝突惡化的可能性，都是不能無視的，而且隨時有其他的骨牌效應發生。大家如果再看看最近油價的變化，還有俄羅斯股票市場的重新上揚，那就會對全球地緣的變局對金融的影響有更深刻的領會了。

上兩期我敬告各位讀者要在低位的時候多買黃金，對應最近的黃金走

勢(已經重新突破1900美元，急速往上飆升)也是應驗了黃金的保值和避險的價值！

看到中東現在烽火連天，不少平民百姓在受苦受難，我們更應該惜福，也慶幸有現在這麼強大的國家保護，能安居樂業，平平穩穩的過一些安心的生活，所以大家就更珍惜，更要珍惜當下，凡事要樂觀一點，就算不是胸懷天下，作為投資者，也要格局大一點，才能更好更客觀地觀察這變幻無常的世界，才能更妥當的趨吉避凶，做好長線的布局和可實施性的資產配置！

(微博：有容載道)

黃金上漲因素減弱 下方看1862美元

金日點評

彭博

本周黃金止跌回升，重回1870美元上方，一度挑戰1885美元。先回望上星期，上周五公布的美國非農就業人數幾乎是預期的2倍，顯示美國就業市場依然強勁，強化了美聯儲緊縮的預期。數據公布後，市場出現戲劇性反轉，黃金一度跌至1810.51美元，但隨後收復失地，並高收於上週筆者指重新打開的重要關口1830美元上方，收1832美元。

周一亦大幅高開延續升勢至今，並漲近兩周高位，原因之一是巴以爆發50年最嚴重新一輪衝突，地緣局勢再升溫，刺激金價上揚。

數據方面，9月美國生產物價指數(PPI)年率錄得2.2%，超過預期的1.6%。另9月美國消費者物價指數(CPI)按年上升3.7%，高於預期的

3.6%。美國上周首次申領失業救濟金人數為20.9萬人，少於預期的21萬人。PPI和CPI雙雙高於預期，意味着美國通脹依然頑固，美聯儲試圖完全消除通脹的努力仍面臨嚴峻挑戰，而會議紀要顯示，美聯儲將在「一段時間」維持高利率水平，數據令黃金在周四下跌。

美聯儲料維持高利率

市場對避險需求有機會只是曇花一現，反而本來有不俗反彈勢頭的黃金再次受數據影響。美聯儲稱利率更高更久，回落速度並不理想，成為限制黃金反彈的重要因素。因此投資者仍需繼續留意數據，例如即將公布的消費者信心指數及美聯儲利率變化，地緣政治則為次要考慮因素。

技術分析方面，黃金雖然上漲至

1870美元上方，但明顯缺乏看漲信念，目前似乎已經停止於1885美元，反之下滑的區域看似更吸引。所以上方1885美元較難突破，下方看1862美元甚至1850美元下方，而現時這升勢似乎為下方打開更大的空間做準備。

(作者為彭博環球創富學院創辦人@ppgpahk)



車載鏡頭需求勁 舜宇具增長力

經紀愛股

鄧聲興

據中國乘聯會數據，新能源車需求持續增長。隨著汽車供應端關鍵零部件缺貨緩解及相關政策支持，9月新能源車零售量74.6萬輛，按年增長22.1%；今年首9個月累計零售量518.8萬輛，按年上升33.8%。隨着中國新能源車的規模優勢、市場擴張需求，以及服務網絡的不斷完善，中國製造新能源車產品海外認可度持續提升，出口市場仍然向好，9月新能源乘用車出口9.1萬輛，按年增長107%，佔乘用車出口25.4%。同時，9月新能源車在中國零售滲透率36.9%，按年提升5.1個百分點。

汽車電動化、駕駛自動化是未來趨勢，高級駕駛輔助系統的滲透率或有望持續提升，車載鏡頭是最關鍵的視覺感知感測器，有望隨着新能源汽車滲透率的提升而獲益，車載鏡頭擴容趨勢明

顯。據舜宇光學(02382)近期公布，集團9月車載鏡頭出貨826.1萬片，按月增長7.7%，按月升2.1%；今年首9個月累計車載鏡頭出貨量按年增長22%，顯示車載鏡頭需求擴張明確。另舜宇光學車載鏡頭業務發展勢頭好，上半年車載業務淨利潤佔比超過50%，銷售額按年增長43.3%，或成為集團未來主要增長動力。

手機零部件走出低谷

此外，舜宇光學亦為蘋果、中國華為、OPPO和vivo等品牌製造智能手機配件。數據顯示，集團9月手機模組產品出貨按年增長41.4%達5223.8萬片，為連續第四個月維持在5200萬至5400萬片出貨量級，較2022年同期有較大改善，產業鏈拉貨動能或已逐步穩定；9月手機鏡頭出貨1.12億片，按年及按月分別上升16.9%及3.1%，主要受惠來自海外大客戶及安卓大客戶新機發布帶來的備貨周期，手機光學出貨量提升超於預期。展望第四季度，在蘋果及華為為手機訂單支持下，集團手機光學出貨或有望延續平穩表現，手機光學毛利率或有望回升。相信隨着手機鏡頭毛利率上升及車載鏡頭增長動力持續，手機零部件低潮已過去，具未來增長空間，不妨關注。

(作者為意博資本亞洲管理合夥人，證監會持牌人士，並無持有上述股份)

舜宇光學(02382) (元)



Sea電商雄霸東南亞 上望55.7美元

毛語倫比

毛君豪

總部位於新加坡的互聯網和移動平台公司Sea Limited(SE.US)，提供在線遊戲服務，透過數碼娛樂部門、電子商務部門和數碼金融服務部門營運。數碼娛樂部門可通過遊戲論壇、群組聊天、直播以及Garena移動應用程式等去訪問與遊戲相關的內容；電子商務部門通過Shopee移動應用程式和連接買賣雙方的網站來管理第三方市場；數碼金融部門包括為個人及企業提供金融服務，通過Airpay移動應用程式作電子支付。

無懼競爭對手搶市佔率

Shopee在4年內進入7個國家，成為東南亞第一電商平台，去年集團佔東南亞電商市場48%。Sea的兩個競爭對手字節跳動TikTok及拼多多(PDD.US) Temu來勢洶洶，TikTok今年在東南亞投資數十億美元，定下激進GMV(商品交易額)目標，欲搶走Shopee的生意；Temu亦於9月陸續登陸馬來西亞、泰國、越南和新加坡。雖然TikTok增長迅速，但相信短時間內不會對Shopee造成重大威脅，今年TikTok在東南亞市

佔率為13.2%，Shopee則為46.5%，存在一定差距。

Shopee整體戰略目標已從追求盈利轉為尋求增長，管理層明言加大對Shopee的投資將對集團利潤產生重大影響，可能導致Shopee及整個集團造成虧損。2023年8月中期業績發布當天，Sea股價急跌近29%。截至第二季度末，Shopee已連續三季實現盈利，調整後EBITDA淨利潤為1.5億美元，去年同期則虧損6.48億美元，這得來不易的淨利潤，是靠長達一年的降本增效節省出來的。從第三季度起，不斷增加的消費者支出和基礎設施將使購物平台Shopee受益。

競爭對手TikTok及Temu近年來的確帶給Sea不少壓力，但Sea亦能於此壓力中實現整體盈利，值得看好公司管理層的策略方針。股價方面，今年8月底見34.9美元低位後，至今仍能守穩此水平。投資者不妨以20天線40.6美元買入，中線望能回補8月15日的下跌裂口，下跌裂口頂部為55.7美元，先以此價位為目標，跌穿35美元止蝕。

(作者為富途交易部高級分析師，證監會持牌人士，並無持有上述股份)