

外圍未明朗 經濟前景宜審慎

一點靈犀

去年初香港與內地通關推高經濟復常盼望，但最終市場行情出現顯著「預期差」。今年外界一致對美國聯儲局減息抱有樂觀情緒，認定很快擺脫高息「枷鎖」，惟本港經濟回暖須面對複雜環境，其中既有周期性因素、亦有非周期變量，需要我們仔細辨別。

李靈修

美聯儲自從2022年3月激進加息，香港HIBOR與美國LIBOR的利差一度達100個基點，刺激資金進行大規模套利交易，衝擊各類資產價格。又因為聯繫匯率制度，即便處於「弱通脹」的香港也要被動加息，造成港幣相對本地經濟增長水平明顯高估，加之中產家庭消費開始追求極致性價比，購買力北遷已成趨勢。

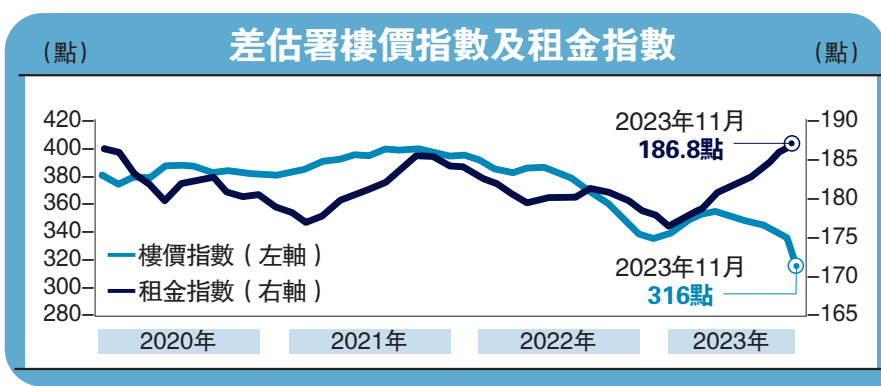
在此背景之下，中原城市領先指數(CCL) 2023年累積跌約5.22%，創近七年新低，較2021年8月歷史高峰下挫22.3%。但香港住宅價格與租金價格明顯背離，截至2023年11月，住宅租金已較2022年底上漲6.4%。不少人對此解讀為，特區政府移民政策「發功」，增量需求開始釋放。但來自新移

民的真實貢獻無從考據，筆者認為更多反映出港人資產配置的對沖策略，即出售物業轉向高息存款，租務市場「苦澀繁榮」。

周期性因素：減息時點過於樂觀

但在去年底，市場對美聯儲「提早」減息極為樂觀，芝商所FedWatch顯示的3月減息概率曾飆高至75%。等到12月非農就業數據出爐，一眾專家大跌眼鏡，堅韌的就業市場「剝奪」了聯儲短期減息的理由。也因此，美股市場年初經歷了二十年來最糟糕開局。

筆者認為，雖然美國供應鏈與能源通脹已完全受控，但是服務業通脹下行速度遠遜預期。更重要的是，美國消費增長與收入增長同步，聯儲局出手



干預的動力不足。回顧上世紀七十年代，時任美聯儲主席沃爾克在最終降伏通脹之前，其間還經歷了兩輪通脹反彈，可見通脹通常是呈波浪形退潮，預期管理稍有放鬆，就會捲土重來。此外，今年下半年美國進入大選時間，貨幣操作過度活躍會對政治造成干擾。

在筆者看來，除非上半年爆出血金融危機事件，減息窗口大概率出現在第三季度，甚至更遲。而美聯儲最為穩妥的方式，應該是開啟首輪減息後長時間觀察效果，而非連續減息。

聯儲操作撲朔迷離，香港自身的

經濟結構則面臨大考。由於對土地財政的長期依賴，造成生產要素定價權高度集中。雖然資本可以自由流通，但商業生態實屬封閉，筆者稱之為「加拉帕戈斯綜合症」，具體表現為：新產品/品牌的流通成本較低，但新平台/業態的交易費用太高。

非周期變量：全球分化時代來臨

如今港人對山姆會員店十分熱衷，但早在上世紀九十年代，沃爾瑪與家樂福也曾先後進入香港市場，但均以失敗告終。很多人將此歸結為「香港租



▲本港經濟回暖須面對外圍複雜環境。

金、人工成本高」，但國際零售巨頭開拓市場，怎會不做前期調研？而倉儲式大賣場無法扎根香江的癥結，在於無法通過整合供應鏈以實現價格優勢，也就是上文講的交易費用太高。事實上，從移動支付、共享單車，再到連鎖平價商超，這些「外來物種」都曾在香港遭遇過水土不服。

但隨着全球分化時代來臨，過去支撐香港經濟結構「超穩態」的因素正在瓦解，「本地薑」須調整利潤預期，投入到中國經濟轟轟烈烈的內捲洪流之中，這也決定了復甦之路必定曲折。

心水股

美團 (03690) 港交所 (00388) 信義玻璃 (00868)

港股補上升裂口 下望15300點

頭牌手記

沈金 持續尋底的港股，昨日作第七個交易日下跌。恒指仍是低開低走，最低為16036點，跌154點，收市報16097點，跌92點，是2023年11月10日收16081點之後的最低收市指數。成交額偏弱，只得745億元，較上日減少74億元，而七連跌的失地累計則達950點。

昨市的特點是：(一)熱門股逆市上升者較前略增。昨日的20隻成交最多熱門股中，有四隻上升，兩隻打平，未致全軍盡墨，已屬慶幸。該四隻上升股為美團(03690)升1.7%，藥明生物(02269)升6.3%，港交所(00388)升0.1%，神華(01088)升0.5%。兩隻打平股為建設銀行(00939)和工商銀行(01398)。

(二)本地銀行股受壓，中銀香港(02388)跌破20元關後繼續滑落，昨收19.7元，跌2%，創52周新低。恒生銀行(00011)收85.45元，

跌1.2%，離52周低位84.1元不遠。

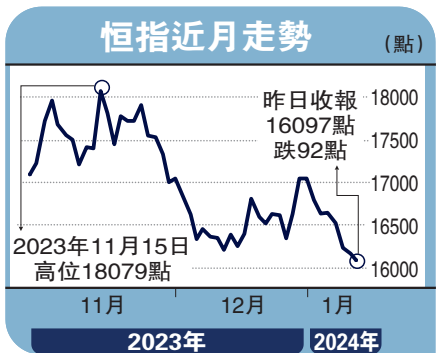
(三)大市已進入「補上升裂口」階段。2022年10月11日，恒指由16081點升至17325點，一日之內大漲1244點，現在已將升幅全數補回。另一個要補的上升裂口是2022年11月4日恒指由15339升至16161點，共升821點，現在似乎已進入補這一裂口的階段。也就是說，如果近期的中段低點15972點不保，技術上有向15300點進逼的可能。

大市積弱 連跌七天

(四)大市連跌七日，記憶中，非股災時期最長氣的跌市是連跌九日，且看今次會否刷新紀錄了。今個回合為投資者詬病的是下跌採「陰陰落落」方式，而非「三級跳」的大幅度滑坡，後者技術上較易觸底，理由是跌得急、跌得深；而本次之跌，煩在跌得慢，還記得有一天只跌0.43點嗎？這也算上一日跌市。在此頻率支

配下，淡市「連綿不斷」，也實在令人氣結及無奈。

市場對港股後市看法，明顯兩極化。一派認為香港經濟復甦不了，只能衰淡下去，這是悲觀派，當中不乏外資基金。另一派是「不信邪派」，雖明知復甦之途艱辛，但有背靠祖國和融入國家發展大局的方針支撐，香港一定能排除萬難取得勝利。本人屬於此派，也相信這一派人正在保留足夠實力以待機會來臨時打反擊戰，並能在首季取得最終勝利的成果。



今年中國GDP料增5%

工銀智評

2024年中國逆周期跨周期政策料延續積極協同發力，預計全年國內生產總值(GDP)增長5%左右，增長路徑大概率呈現「駝峰形」，第二、三季度增速略高於第一、四季度。

從「三駕馬車」投資、消費、出口各自動能變化看，預計固定資產投資增速在積極財政政策支持下延續提升(2024年6.5%，2023年3.3%)，是拉動經濟增長的重要動力，其中包括：製造業投資繼續轉暖(2024年7%，2023年6.2%)；專項債發行持續提振基建投資(2024年8.5%，2023年8%)；房地產市場整體企穩，樂觀情形下商品房銷售面積、銷售額增速等指標有望重回增長區間。

消費方面，預期社會消費品零售進一步回暖(2024年5.8%，2022至2023年平均增速3.7%)。商品零售、除汽車以外的其他消費品預期維持2023年的增速趨勢，餐飲收入在疫情期間的基數效應逐漸弱化後可能下降。中長期看，內地消費正從以城鎮化和地產市場快速發展帶動的耐用消費品驅動力，逐步轉向消費升級帶動的商品和服務消費驅動力。

出口增速有望轉正、結構預計延續多元轉型。隨着全球價值鏈持續修復，以及主要經濟體進入新一輪補庫周期，2024年中國出口增速有望轉正(2024年1.8%，2023年-4%)。

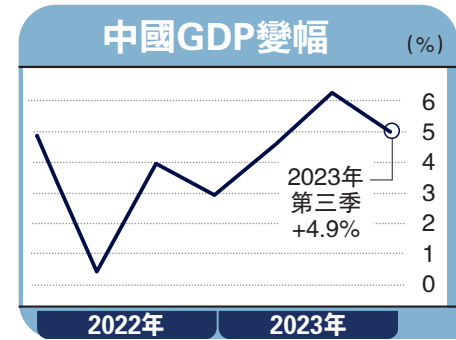
從政策視角看，2024年預計是逆周期跨周期政策延續積極發力的一年。其中，財政政策預期繼續發力穩投資、寬信用。總量上，積極財政政策預計前置發力。2023年底發行的特別國債預期將提振固定資產投資大約2.5個百

分點，提振GDP大約0.6至0.7個百分點。節奏上，5000億元人民幣增發國債結轉2024年使用、新增地方債額度及早下達，預計第一季度財政資金空間充足。考慮到地方政府年初集中部署工作，去年同期高基數下第二季度增長壓力偏高，上半年政策力度更為可期。資金投向上，「三大工程」建設預計成為新增重點領域，廣東、上海、江蘇、浙江、北京等「經濟大省」在引領產業創新、加強基建、服務經濟高質量發展方面具有較大發力空間。

人行有望降準減息

貨幣政策預計保持穩健，強調精準，更註重與財政政策配合。考慮到財前預置發力，以及繼續引導降低社會綜合融資成本，預計年初、年中人民銀行相繼降準、降息概率較大，同時，人行料繼續通過靈活運用公開市場操作工具進一步平滑市場流動性。此外，預計結構性貨幣政策工具也加大與產業政策的配合力度，「科技創新、綠色轉型、普惠小微、數字經濟」等為重點支持領域，不排除創設新政策工具的可能。

(中國工商銀行(亞洲)東南亞研究中心)



基金減持再沽空 科技股危危乎

實德攻略

梁延斌 踏入2024年，全球主要市場表現暫時差強人意，港股承接上年弱勢，截至1月10日執筆時，恒指跌逾5%，而上年強勢的美股也進入調整，納指跌超1%，道指降0.4%。

消息面上也不見得樂觀，世界銀行發布《全球經濟展望》報告表示，2024年全球經濟增長預估會從2023年的2.6%降至2.4%，雖然估計2025年可以回升到2.7%，但問題在於全球利率預期下行的今年，經濟增速反而不及上年！同時投資者對市場作出懷疑的表態，根據高盛上週五(5日)的報告，全球對沖基金連續第三周沽售科技股，沽售不單單是指削減倉位，

同時也轉向沽空部分股份，暗示專業投資者不但鎖定利潤，同時為2024年較高風險資產投下不信任的一票。

超級選舉年 後市添波動

所以筆者認為，2024年對投資者來說是很具挑戰性的一年，有兩點應先留意，首先要留意的是政策、政局層面，2024年是超級選舉年，至少有48個國家或地區會進行不同類型的選舉，除了美國外，亞太地區的選舉結果也值得關注。反而美國大選若單單以結果而言，對投資市場的影響性或許最微，因為11月才有結果，而且暫時應該都還是拜登和特朗普「兩者之戰」，政治風格大家都已經了解，反

而怕的是兩黨在競爭下藉債務上限互相攻擊，造成政府停擺，大大增加市場的不必要波動。

另一點要留意的就是極端氣候，根據慕尼黑再保險發表報告顯示，估算去年破壞性暴雨及毀滅性地震對全球帶來2500億美元經濟損失，再創新高，而去年主要工業化國家沒有發生特大災害，否則經濟損失估算只會更高。近年極端天氣帶來的暴雨或熱浪對經濟的損失變得難以忽視，投資者作投資決定前要審視這個問題。

2024年才剛開始，筆者認為可以先觀望，不用太心急，形勢會慢慢變得明朗。

(作者為實德金融策略研究部經理)

旅遊復甦 核心區舖位回報揚

高見遠識

羅聰 外界普遍預測隨着美國經濟降溫，今年第三季起將開始減息，全年美國基準利率或累減0.75厘，惟仍然屬於較高水平，相信即使有助釋放資金流向，惟投資者的取向仍然偏向保守，均集中在前景較為明朗的資產類別。

隨着內地與香港於去年初通關，旅遊復甦，並且在政策上的協同合作，效果逐步呈現，例如專才入境計劃為香港填補勞動力及購買力，同時帶動房地產需求，2024年的內地和香港尊貴物業為房地產投資者關注。

首當受惠的無疑是核心區零售店，在旅遊復甦下，需求增加，主要租戶群圍繞飲食、娛樂及休閒服飾為主，租金仍具增長潛力，回報可望提升，對希望中短期獲得資產增值的投資者而言，核心區零售店是不錯的選擇；希望長線穩定租金回報的投資者，則可考慮購置零售商場。

住宿方面，特別是旅遊接待的酒店、服務式住宅及共享空間等，前景依然正面，主因旅遊復甦、留學生及專才流入的需求帶動，租金水漲船高，有興趣的投資者若缺乏營運經驗，則可與本地經營業者合作，以降

低風險；具經驗的投資者，則可趁機擴大經營品牌。

利率回落 商廈投資好時機

寫字樓方面，整體的空置率仍然高企，而且正值供應高峰，不過「在家工作」在香港並不非常流行，商廈有一定的剛性需求。觀乎目前甲級寫字樓價格比2018年高峰期已下調約32%，隨着利率回落，是不俗的入市時機，可以買入商業中心區甲級商廈作為自用。

(作者為高力香港資本市場及投資服務主管)

需求保持景氣 關注信義玻璃

股壇魔術師

高飛 自2022年7月28日，「保交樓、穩民生」這一表態首次出現在中共中央政治局會議中，成為內地房地產市場政策推進的一個重要方向。

據人民銀行早前發布2023年版「中國區域金融運行報告」顯示，去年曾推出3500億元(人民幣，下同)保交樓專項借款，並設立2000億元保交樓貸款支持計劃，穩定樓市運行。通興證券最近發表報告表示，受惠於保交樓政策，內地玻璃行業今年上半年有望保持高景氣，行業龍頭在其他玻璃領域均有布局，降低對浮法玻璃業務的依賴，建議關注信義玻璃(00868)。

內地房地產政策環境已接近2014年最寬鬆階段，但諸多因素依然制約市場修復節奏，新盤市場調整態勢未改，核心城市政策效果持續性不足。以價換量下，重點城市二手樓表現好於新盤。展望2024年，房地產市場恢復仍依賴於買家預期能否恢復，供求兩端政策仍有發力空間，「三大工程」將是政策發

力主要方向，預計將對2024年穩投資起到重要作用，同時也會對銷售恢復、穩定預期起到積極作用。

保交樓利好玻璃行業

另外，玻璃的其中一個原材料純鹼價格近期下跌，對玻璃行業發展有利。生意社商品分析系統顯示，近期純鹼價格偏弱運行，上月初市場均價為每噸2790元，周末市場均價為2650元，下跌5.02%，較去年同期下跌0.53%。

通興證券認為，2024年上半年玻璃行業將依然保持高景氣，下半年或存下行壓力，看好龍頭的多品類發展策略。據期貨日報網，預計竣工端景氣度將持續至2024年上半年，疊加存量「保交樓」，預計2024年上半年的玻璃需求還將存在支撐。不過，2024年下半年的竣工需求或將承壓，預計2024年玻璃整體需求下滑3%至6%。供給端方面，2024年玻璃產能將呈現先高後低態勢。於玻璃股中，信義玻璃值得留意。