

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，造成港幣相對於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。

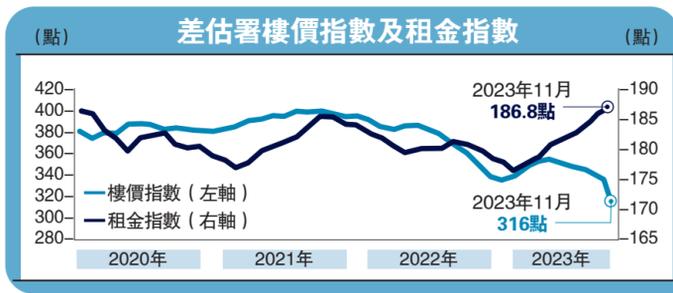
在此背景之下，中原城市領先指數(CCL)2023年累積跌約5.22%，創近七年新低，較2021年8月歷史高峰下挫22.3%。但香港住宅價格與租金價格明顯背離，截至2023年11月，住宅租金已較2022年底上漲6.4%。不少人對此解讀為，特區政府移民政策「發功」，增量需求開始釋放。但來自新移

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項已完全受控，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



▲本港經濟回暖須面對外圍複雜環境。

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

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，兩隻持平，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，逐步轉向消費升級帶動的商品和服務消費驅動。

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至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，更注重與財政政策配合。考慮到財策前置發力，以及繼續引導降低社會綜合融資成本，預計年初、年中人民銀行相機降準、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值會從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務須審視這個問題。

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

霍聰 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年玻璃整體需求將下滑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。