

# 我們會見證「中國版QE」嗎？

【一點靈犀】本周坊間傳聞「人民銀行計劃購買國債」，引發資本市場大幅波動。不少人猜測，中國版量寬（QE）即將出台，甚至將重蹈美聯儲MMT（現代貨幣理論）的覆轍。筆者認為，即便人行重啟購債計劃，也與我們熟知的量寬完全不同。

李靈修

首先要講清楚的是，QE屬於超常規貨幣政策的範疇，通常是在利息降無可降後，為進一步提供流動性支持而祭出的「虎狼之藥」。

## 人行仍有空間降息降準

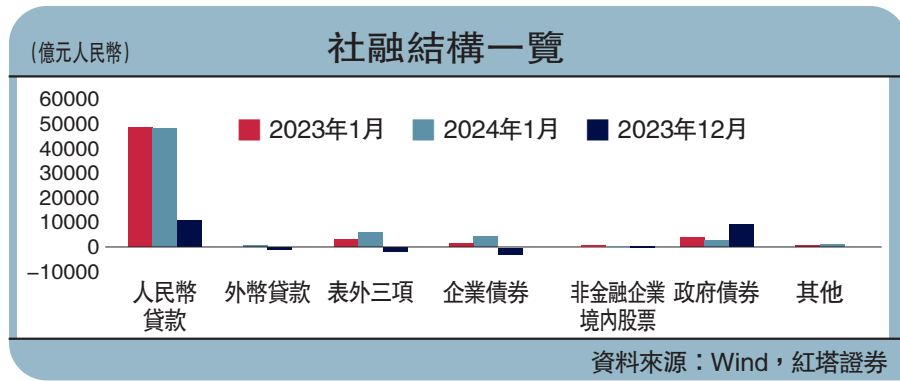
QE肇始於剛剛退出負利率的日本，該國經濟泡沫於1990年破滅，1995年市場利率已降至零，但仍難挽回企業與家庭部門的資產負債表衰退。其後日本又接連遭遇了97亞洲金融風暴與千禧科網股災，終於在2001年放出QE大招，日央行親自下場購債，2010年再推加強版QE。

雖然日本經歷了「消失的三十

年」，但QE操作竟被美歐央行有樣學樣，搞得現在超常規貨幣政策變得愈來愈「常規」。

再來看中國的情況。對比日本案例來說，目前人民銀行仍有降準、降息的空間，流動性工具箱的內容也很豐富，遠未到需要使用「超常規武器」的那一步。而且從法理上看，QE也不可行。《中國人民銀行法》明確規定央行不得在二級市場認購國債，實質上堵死了QE、MMT的出路。

當然，人行也曾有過從二級市場購債的歷史。2007年，中國財政部為成立中投公司籌措外匯，先向農業銀行定向發行1.35萬億元（人民幣，下同）特別



國債，再向人行購買2000億美元，作為中投公司的資本金。人行最後使用出售外匯的資金，在二級市場上從農行買入特別國債。

從上述流程可知，人行是通過農行「轉手」購入的國債。

那麼，人行會否重啟二級市場購債呢？是有可能的。筆者本周撰文《發債是「中藥」醫病要對症》（見3月28日 B4版），其中揭示了中國發債模式的轉變。簡單來說，就是「地方積極化債、

中央主導投資」。相應的，中國的購債模式在未來也會出現調整。

長久以來，商業銀行都是政府債券的最大買家。2008年金融危機後，中央政府推出4萬億救市計劃，其中地方政府配資2.82萬億元。但彼時受到《預算法》約束，地方政府不能直接對外發債。至2009年，地方政府爭相成立融資平台/城投公司，承擔起發行城投債融資的重任，資金主要來自於商業銀行的貸款。到了2015年，棚改貨幣化在全國



▲由於人行仍有降準降息空間，未必要放出QE大招。

範圍啟動，地方掀起新一輪基建潮，商業銀行再次擴張信貸。

## 大概率只採用定向發行

數據顯示，目前商業銀行持有國債發行量的64%、地方債發行量的86%。子彈可謂已經「打滿」。但接下來，中國還將迎來新一波發債高峰期，包括特殊再融資債與特殊國債的發行，商業銀行很難再繼續「胃納」了。也因此，人民銀行有望「接棒」商業銀行成為購債主力。

筆者猜測，人行如若重啟二級購債，大概率還是複製2007年的模式，採取定向發行的方式向市場輸送流動性。

## 心水股

小米集團 (01810) 農夫山泉 (09633) 中國電力 (02380)

# 大市失方向 盯實派息優質股

【頭牌手記】本周港股只有4個交易天，升沈金降領律為：二升二

跌，恒指收報16541點，較前周上升42點，又是一個波幅狹窄的交易周。

以收市指數計，本周高位為16618點，低位為16392點，波動226點。即使只計中段高低點，波幅也只有383點。本周的特點是繼續在16300至16800點區間上落，方向未明。

事實上，整個3月份，都是牛皮市。高點上到17000點關，見17214點，而低點則回到16095點，波動1119點。不過，這樣的波幅僅曇花一現，大部分日子恒指都在上述波幅的中軸水平徘徊，即大約16500點。

3月市有很多公司都公布業績和派息。市場大致有以下共識：

一、盈利升幅和派息增幅俱佳者，屬一流優質股，續後股價多數上升。



二、盈利微升、派息持平或微增，亦為市場接受，股價多數穩定，個別的還有上升空間。

## 減派息拖累股價下跌

三、盈利下降幅度較大，而派息減幅就更大。投資者預期盈利升降應與派息增減成比例。最難接受的是盈利下降三成，而派息銳減七成。又或本身的現金儲備良好、負債率低，但

卻無緣無故減派股息。上述兩種處理手法都引發軒然大波，令股價有如坍山泥般下瀉。

長實(01113)宣布前股價36.8元，現在是32.2元，跌12.5%。粵海(00270)續前為4.65元，宣布後三連挫，低收3.35元，共跌28%。現粵海公布由母公司回購股份，應是走出正確一步。

此外，北京控股(00392)也是一日之內股價跌去22.4%。

本以為優勝劣敗乃股市規律，但戰況如此激烈，廝殺如此殘酷，即使股市老兵亦會瞠目結舌。這說明什麼？說明風險在增加中。過去以為只有小型炒股才風險大，現在竟擴及優質和背景雄厚的股份，真的是始料所不及，這說明公司主管作出決策時是何等重要，尤其涉及盈利、股息等事項，投資者的情緒敏感、反應激烈，已到寸土必爭的地步。

# 力拓新能源 中國電力看高一線

【經紀愛股】鄧聲興

隨着經濟、科技與AI持續發展，全球耗電需求提升。國際能源署報告顯示，全球8000多個數據中心、加密貨幣、人工智能推動下，這些設施的全球電力需求將倍增，預估全球至2026年的總電力需求再上調3.4%。報告又指，英偉達AI伺服器市佔率高達95%，以2023年出貨10萬部伺服器計算的年均用電為7.3太瓦時，料2026年AI產業呈指數級增長，耗電量至少是2023年的10倍。相信「爭硅」後，未來AI領域或逐步面臨電力短缺，或為電力能源帶來更多需求，新能源及清潔能源發電，或為主要方向之一。

近年中國穩步推進碳達峰碳中和，深入推進能源革命及加快建設新型能源體系，發展新型儲能並促進綠電使用和國際互認，發揮煤炭、煤電保底作用，以確保經濟社會發展用能需求。中國電力(02380)新能源裝機規模快速擴張，為2023年業績增長貢獻主要動力。集團去年完成系列清潔能源項目公

司收購，包含已投產裝機容量合計913.78萬千瓦，其中風電裝機為374.31萬千瓦，光伏發電裝機為529.97萬千瓦，上述項目於去年10月併表，貢獻淨利潤約2.37億元(人民幣，下同)。同時，公司電站自建與資產收購並舉，截至2023年底，清潔能源併裝機規模達到3393.88萬千瓦，佔比同比上升約10.45個百分點至約75.4%，較原目標超額完成了5.4個百分點，快速擴張的新能源裝機規模或持續為公司貢獻新的成長動力。

## 風電光伏業務增長強勁

總體來看，集團2023年火電板塊隨着燃料成本下降盈利顯著修復，並以新能源板塊為主要業績增長動能，雖然水電板塊虧損承壓，但仍實現業績穩步增長。報告顯示，中國電力去年全年營業收入同比增長1.31%至442.62億元；普通股股東應佔利潤同比增長7.23%至26.6億元。其中，風電板塊淨利潤同比提高82.5%至31.16億元；光伏發電板塊淨利潤同比提高約46.91%至15.04億元，新能源板塊貢獻淨利潤佔比達約101.90%。

此外，集團計劃到2025年清潔能源裝機佔比超90%，仍有較大的增長空間。相信集團有望憑藉深厚的股東資源及火電機組優勢，受惠電力需求及自身新能源板塊發展而持續增長，值得留意。

(作者為意博資本亞洲有限公司管理合夥人，證監會持牌人士，未持有上述股份)



# Costco拓展亞洲市場 短中期看787美元

【毛語倫比】毛君豪

美國2月零售銷售環比增長0.6%，低於預期的0.8%，而消費者物價指數(CPI)和生產者物價指數(PPI)連續第二個月超過預期，反映出商品成本在連續數月下降後上升。價格上升令消費者嚴格管制支出，減少非必要開支，Costco(US:COST)料可受惠。

Costco是美國最大貨倉式連鎖集團，由於經營專注於高銷售量，其產品價格較低廉，從而贏得市場份額。在電子商務方面，Costco也向會員提供廣泛的非必需消費品，例如黃金、白銀、家電、禮品卡等；由於此類業務需求強勁，網購收入按年升18%。此外，Costco也忙於與大型消費品牌建立合作關係，同時推銷自己的服務，從汽車到度假套餐都有涉獵。

## 會員費收入增長穩定

在Costco購物需要會員資格，而

會員費是集團的主要收入來源，佔營業收入達56%以上。這10年來，會員數量每年穩定地成長至約1.28億人，收入達24.3億美元增加至45.8億美元，而且超過九成的會員選擇續會。集團已有7年沒有增加會員費，展現Costco強大的客戶群維護能力。此外，Costco擁有獨特的庫存管理方法，高銷售成長和快速庫存周轉率使集團能有效地將貨物供應給消費者。Costco不斷增長的忠誠客戶和高效的商業模式，使該集團的自由現金流以12%的複合成長率有效成長。

Costco於2月披露2024財年第二財季業績，當中總營業額增長5.8%，增幅超預期；收入為584.4億美元，按年增長5.7%，比預期略低；淨利潤17.4億美元，按年升18.3%。期內撇除匯兌及汽油價格變動後，整體同店銷售收益按年升幅為5.8%。

Costco預計今年將開設30家新店，雖然許多新店將位於美國，但集

團也在亞洲開設新店，包括日本、韓國和中國。其中，中國擁有強勁需求，但只有六家門市，所以仍然擁有大量成長的機會。

Costco會員的穩定成長為其收入做出了重大貢獻，集團以低利潤大量銷售、高效的庫存管理、高會員續訂率、較低的現金周轉周期和亮麗的電子商務增長產生了強勁的現金流。Costco往績市盈率約50倍，雖然看起來昂貴，但股價走勢方面，以周線或月線圖來看，都是45度向上攀升的，從2023年11月中開始就一直守住50日線以上。

投資者若認為Costco零售能夠繼續在亞洲市場順利拓展的話，可等待股價調整至700美元才買入，先以787美元歷史水平作短至中線目標，跌穿600美元止蝕。

(作者為富途證券高級策略師，證監會持牌人士，並無持有上述股份)

# 農夫山泉業績超預期 上望48元

【大行報告】

大和發表報告指出，農夫山泉(09633)去年下半年收入按年增長33%至220億元(人民幣，下同)，盈利升62%至63億元，均超過市場預期，主要受到茶飲料收入按年增長1.05倍所推動。管理層對公司今年指引，預期在原材料價格並無大波動下，公司每個產品領域的收入都有雙位數增長，毛利率穩定。

大和認為，農夫山泉以合理價格實現高質增長，對其今明兩年盈利預測上調5%至7%，目標價由46港元上調至48港元，重申對其「跑贏大市」評級。

## 里昂：無糖茶飲增長未完

里昂發表報告亦維持農夫山泉「跑贏大市」評級。農夫山泉管理層表示今年以來見到良好增長動力。該

行認為中國市場無糖茶飲趨勢遠未完結，農夫山泉是領先者；縱使同業推出類似產品，公司具先行優勢及已透過良好產品質素建立消費者基礎。

根據管理層指引，農夫山泉今年收入雙位數增長及更低的可持續長期淨利潤率水平，對部分投資者或較失望，但里昂認為公司傾向給予保守指引。該行把目標價由46.5港元上調至47.9港元，維持「跑贏大市」評級。

# 資金加緊風險預控 金價創新高

【政經才情】容道

周五港股休市，A股照常但成交不多，沒有超過1萬億元人民幣。不過，市場的信心十分高漲，上證、深證和創業板指數全線高收，錄得升幅的股票有4000隻，整個盤面賺錢效應很充足，雖然上綜指還沒回到3050點之上，但已經把上週大家對後市的一點點不安心態完全消滅，這也印證本欄所說，這一段時間不會出現大升大跌，適合做區間交易的判斷。

其實，恒生指數周四(28日)收市也在16541點，完全走不出最近我估計的區間波幅17300點至16200點之外，市場裏好壞消息不斷更迭，而場外的政經新聞，無論是老美的，還是A股的，也是互相對沖，最重要是國際大資金還沒有給出一個新的資金流方向，各路資本還在觀望，所以基本上大家都在既有的能力圈和資本圈裏來回交易，這個也就是導致各個市場基本上沒有出現一個突破的最深層的原因。

不過，我過去兩期都在提醒大家，國際遊資雖然對各個市場沒有明確

的買賣方向，但正在加緊風險預控，簡單說就是加配在抵抗風險資產的比重，這個結果就讓大家看到過去一周內黃金從2200美元之下，一下子扯升上來的表演了。周五(29日)執筆時，黃金已經到達2256美元的歷史新高，而老讀者肯定知道這個價位又再觸發我減持獲利黃金的動作！

## 紐約油價見90美元 減持至20%

本欄近期比較少提石油價格趨勢，之前我預計過紐約石油價格會衝破80美元，轉眼已經到達；另外又建議大家加倉各種類型的石油資產，現在也是看到豐碩的收成結果！現在各種技術分析都顯示，石油繼續漲價的趨勢沒有變化，甚至還在加速進行之中！然而，既然是當初我給出了加倉的建議，現在也有始有終的說我對後市的判斷：從現在價位再漲5%左右，也差不多到達這中期升浪的一個轉折點，建議大家應該適度減持獲利。而具體的操作是紐約石油在到達90美元之後，應該要減倉到20%以下了。

(微博：有容載道)