

人行購債的雙重目標

【一點靈犀】人民銀行上周接連公布兩起「國債操作」，引發市場諸多猜測。在筆者看來，人行重啟購債蘊含兩層含義：一是人行通過「買短賣長」，加強對國債收益率曲線的管理；二是豐富基礎貨幣投放渠道，不排除成為月度常規操作。

李靈修

8月29日，人行披露《公開市場業務交易公告[2024]第173號》顯示，從一級交易商買入4000億元（人民幣，下同）特別國債；8月30日又公布了《國債買賣業務公告[2024]第1號》，表示本月向部分一級交易商買入短期限國債、並賣出長期限國債，全月淨買入債券面值為1000億元。

須指出的是，上述交易均為公開市場操作，即通過商業銀行轉手買賣國債，並不屬於量化寬鬆（QE）的範疇。《中國人民銀行法》也明確規定，人行不得在一級市場認購國債。而在二級市場上，人行也曾有過購買國債的歷史。

2007年財政部發行了1.55萬億元特別國債，作為中投公司的資本金來源，期限主要為10年和15年。其中，第一期

與第七期為定向發行，合計1.35萬億元。定向發行的特別國債由農業銀行購入，其後全部轉售予人民銀行。

十年後的2017年，人行對部分特別國債到期續作，其中一批債券的規模高達4000億元，期限7年，利率3.6%。今年8月29日到期後再次續作，由於人行是等額滾動發行，對資產負債表不造成擾動，對債市利率亦不存在任何影響。

阻止長債利率下行

相較而言，8月30日的「國債操作」意義更為重大。由於人行淨增持了1000億元國債，被視作主動向市場投放流動性，背後更肩負着雙重目標：

首先，從操作手法來看，人行買入短債的同時賣出長債，相當於美聯儲扭



曲操作（Operation Twist）的逆向版本，旨在阻止長端利率的下行趨勢。今年以來，長期國債收益率持續走低，目前10年期債息跌破2.2%關口，創近20年新低，明顯偏離合理水平。

筆者8月17日撰文《國債牛市為何引發監管擔憂？》指出，在「資產荒」與「緊財政」的夾擊之下，各路資金瘋搶國債。官方擔心「硅谷銀行事件」危機重演，多次公開提示相關金融風險。

據Wind統計，截至二季度末，內地

市場純債基金規模達7.93萬億元，較去年底增加1.2731萬億元；持有人戶數從6678萬戶增加到了7754萬戶左右，增加逾千萬戶。面對市場需求的洶湧澎湃，人行勢必要提高長債供給。

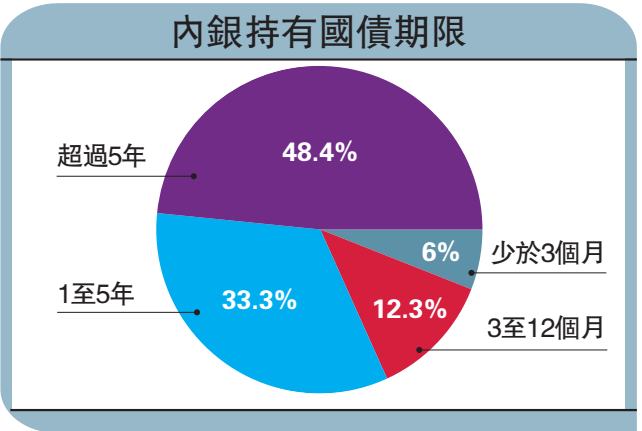
料成常規貨幣投放工具

其次，從國債規模看，國債交易有望成為常規性貨幣投放工具。回顧歷史，人民幣發行的「錯」經歷數輪更迭。

改革開放之初，中國實行官方結匯

制，人行積累了龐大外匯儲備，而人民幣發行主要也與外匯佔款綁定。2014年之後，官方取消強制結匯要求。人行的外儲下降「缺口」由一種名為「對其他存款性公司債權」的資產填補，其實就是人行通過MLF、SLF、PSL等工具向商業銀行舉債。但近年來金融去地產化的趨勢顯著，銀行信貸出現了嚴重收縮，人行需要為人民幣重新「下錨」，國債無疑是最好的替代選項。（詳見5月25日刊文《做大國債市場的現實意義》）。

目前國債的市場規模達30萬億元，商業銀行的持有量為三分之二。按期限劃分，銀行持有的國債中約有一半的期限超過五年（見配圖）。根據估算，人行僅從四大行手中就能借到約3.5萬億元的國債，這也為後續的流動性操作提供了廣闊空間。



◀目前國債規模30萬億元人民幣，商業銀行持有三分之二。MJ製圖

心水股

農業銀行（01288） 美團（03690） 順豐同城（09699）

恒指上落市 支持位17300點

頭牌手記

沈金

港股昨日繼續調整，主要受美股隔晚重挫的影響，恒指低開後戳穿17500關，低見17333點，進入17300點的支持位。整體而言，沽壓不算大，只是承接不多。收市報17457點，下跌194點或1.1%。全日總成交970億元，較上日多177億元。

國際油價、金價齊跌，引致相關板塊處被拋售的困局。中國石油（00857）、中海油（00883）同跌逾6%，紫金礦業（02899）跌6.2%。

20隻熱門股中，上升的4隻，包括美團（03690）、建設銀行（00939）、快手（01024）、京東（09618）。內銀股初段仍有沽壓，中段及末段已回復穩好。農業銀行（01288）一馬當先，收3.52元，升2%。

踏入9月，開局不利，已三連跌，3日共抹去532點。市場正觀望美國經濟數據反映出來的經濟疲弱，會否最終導致美股作更深度滑坡，畢竟現水平的美股仍在「天花板」上。日股昨日大瀉1638點，跌幅4.24%。由此亦拖累台股跌4.52%，韓股跌3.15%。港股仍相對平穩，主要是過去沒有上升，故亦沒有多大的下跌空間。不過在投資氣氛上，環球股市轉跌，依然在心理上有所影響。以往港股有「外資提款機」之稱，當外圍有什麼風吹草動之時，外資就會先將所持港股套現以應變。如今情況不同，一是不少外資已非港股投資者，想套現也無貨；二是港股有一支「大水」不斷支持，尤其在關鍵時刻，支持性的買盤從來不會缺席。這支「大水」就是內地資金，俗稱「北水」。北水很多時

候都起到「定海神針」的作用。明乎此，當外圍出現大跌市時，港股投資者理應保持足夠的定力和韌力，因為「禍心」與香港無關，我們會活得比他們平安，這是現階段真實的寫照。

內銀息率高 低吸良機

從港股走勢看，17300點已成首個支持，自然另一個重要支持位就是17000點心理大關。這一關口過去曾受考驗而證明無礙，則若今次又要考驗，應該不會有問題。港股預期仍是上落市而不是「大跌市」。有人問我：從儲蓄的角度買一些收息股是否仍然可行？我的回應是：若確立中長線投資的目標，有心理準備，則內銀股仍然是伺機低吸的「不二之選」。內銀股有7厘息是最起碼要求，若有8至9厘息就更佳。

金價短期見頂 逢低吸納日圓

實德攻略

鄭振輝

港股月初仍然持續7月跌勢，8月5日更低見16441點。但由於日圓拆倉活動在8月首周後顯著減少，外圍美股得以穩定回升，對港股帶來直接幫助，恒指於8月16日再次升穿250天牛熊分水嶺。

8月為香港上市企業公布業績的高峰期，個別板塊如內險股表現超預期，多間大型內地險企業績或純利錄雙位數增長，例如中國人壽（02628）上半年新業務價值上升近19%。而且多間內地險企意外地增派中期息。

提防外圍拆倉重演

雖然港股再度升穿牛熊分界線，但筆者相信只會於18000點附近橫行，要大升有一定困難，原因有三：首先拆倉活動只是暫停而不是完結，9月當美國真正減息與日本息差收窄，活動可能重新出現打壓外圍市場；第二美

國將於短期公布新一輪對中國的關稅政策，屆時中美關係肯定再次緊張，對港股必然負面；最後8月兩地股市明顯被較預期良好的業績及派息所推動，但業績期已近尾聲，會否出現無以為繼的情況呢？

外匯市場，雖然日圓因為技術調整，從高位141水平回落至146附近，但美匯指數8月依然向下，歐元、英鎊及人民幣兌美元分別升2.4%至4%，原因包括聯儲局主席鮑爾在央行年會上發言，確立市場預期美國9月減息，而且幅度更有機會不止0.25厘。降息周期氣氛濃烈下，美元受壓，加上市場擔心聯儲局真正減息後，息差真正收窄，拆倉活動將再次出現。

上期筆者預先提及假如日圓回吐，反而是吸納好時機，因為中長線預期日圓兌美元仍然在上升軌道中，建議在148至152之間吸納。

商品方面，當然不能不提國際金

價，在8月創出2531美元的歷史新高。可是筆者對黃金的看法跟市場有點不同，因為政治局勢緊張及美國減息支撐黃金的因素已在價格足夠反映。反而因為飾金價格過高，導致印度對進口黃金的需求下跌，而且金價創新高後沒有進一步上升，反而有明顯「受制」的感覺，可能已見短期頂部。

（作者為實德金融策略研究部高級經理）



物色心水樓盤 待經濟好轉入市

樓市錦囊

李海文

目前香港樓市處下行周期，但住宅租賃市場需求旺盛，原因是正在觀望的買家、各類移民計劃的新增人口，以及來港讀書的非本地學生等，暫時都只租不買，帶動租金指數創四年半新高。

租賃市場暢旺、租金上升是否影響市民入市主要因素？筆者認為，短期租金有機會上升，但料後續升幅不會太大，未來市場上住宅供應量增加，租金升勢將受壓，業主普遍心態轉弱，租金有機會出現下調趨勢。

有朋友向筆者諮詢，如果長期租住不買是否可行？筆者計算，假如租

樓30年，首兩年每月租金1.2萬元，第3至5年月租1.3萬元，第6至30年月租升至1.5萬元，租樓30年所需租金共約525萬元。看到這個數字，筆者的朋友嚇了一跳，並問現時是否應該入市？

長期租樓 支出驚人

類似的問題可能都發生過在讀者身上，當然租樓有租樓的好處，不用付首期，壓力相對少，隨時轉換新環境。至於買樓可以擁有穩定居所，不用因搬屋而煩惱，成為老友記後不用擔心遇到業主不願意租的問題。回頭一看，發現所支出的500多萬元租金，最後只是幫人供樓。

看到這裏，可能有人會說：筆者都是想叫人買樓？確實，對於租樓人士，如收入穩定，同時付首期後仍有現金儲備，買樓用來滿足居住需求是需要的。但前提是你是否看好香港未來前景及樓市，如看好的話，入市不急於一時，觀望的同時，定期物色符合預算的樓盤；待經濟環境見明朗，或樓市有輕微復甦跡象，可考慮入手。因目前有很多銀行理財產品選擇，建議先定存收息，做風險低的理財，賺取收益之餘，還可以減輕租樓支出壓力，如有住屋需求，等待合適時機入市更為穩妥。

（作者為粵港澳大灣區投資分析師）

順豐同城訂單急增 後市看俏

股壇魔術師

高飛

順豐同城（09699）上半年受到總單量按年增長逾三成刺激，收入上升19.6%至68.78億元（人民幣，下同）；毛利4.73億元，增長23%；毛利率6.9%再創新高；純利增長105%至6220萬元，已超越去年全年水平，創歷史新高。另外，經營性現金流9920萬元，增長189%，現金儲備增至23.7億元。整體業績和財務表現均理想，前景值得期待。

集團從去年首度實現全面盈利，到今年上半年高質量健康增長，主要因為訂單量持續高增長帶動收入，規模經濟及網絡效應進一步釋放；加上，業務結構優化，優質客戶對收入的貢獻增加；以及科技和精益管理推動運營提質增效，經營效益改善等。

上半年，旗下各業務增長良好。其中，面向商家的同城配送服務營收28.74億元，增長近19%；面向消費者的同城配送服務營收11.64億元，增長超過20%；最後一公里配送服務營收28.4億元，增長20.3%。

面向商家的同城配送服務收入增長近兩成，主要動力來源在於與頭部客戶的合作份額持續提升，在保持行業市佔率第一的同時，集團在期內新增合作門店超過6000家。除此之外，在整體商戶基數上也明顯增長。截至6月底的過去12個月，集團平台上的活躍商家達55萬家，增長45%。

隨着品牌連鎖化率的提升，愈來愈

多的餐飲店下探低線城市，順豐同城也在加碼下沉市場的服務能力。期內，加強滲透下沉市縣市場具成效，下沉縣域收入增長51%；同時，持續加大地域覆蓋，加碼在下沉市場的即時配送網絡建設和服務能力，期內全國縣城覆蓋超1200城。而且，小時級配送網絡有效滿足同城快速遞送需求；以及採用靈活的定價策略增強產品競爭力，均帶動同城配送服務收入保持穩定增長。

料本月納入港股通

除了核心財務指標增長吸引眼球之外，也值得注意的是，上半年經營現金流增長1.9倍，可見集團財務健康。

另外，恒指公司早前公布季度檢討結果，順豐同城獲納入恒生綜合指數、恒生綜合行業指數—工業、恒生綜合中小型股指數、恒生綜合小型股指數、恒生港股通原材料及工業指數。同時，預計將於本月正式調入港股通可投資證券名單，這將為公司股份帶來更多投資者和交投的活躍度，後市可看高一線。



美經濟走軟 企業補庫存意願低

工銀智評

近期美國的勞動數據偏弱，並觸發由經濟學家薩姆提出的「薩姆規則」（Sahm Rule）衰退指標，即通過計算美國3個月失業率移動平均值與前一年失業率低點的差值預測經濟衰退概率。相關數據發布後，市場加倍關注美國經濟的走勢。就數據而言，美國勞動市場緊張程度下降，與我們年中預測一致。目前勞動市場處於轉振點，但單一指標的邊際變動對衰退預測影響有限。整體看，該數據僅在「觸線」的初步階段，勞動市場急轉的可能性偏低。

除了「薩姆規則」外，由於美國國內生產總值(GDP)中的私人庫存分項通常先於GDP變化，且在緊縮周期對GDP貢獻率顯著上升，因此私人庫存亦會被視為經濟的「衰退指標」。綜合考慮目前勞動市場轉性下降、9月可能減息0.25厘（預期年內審慎減息0.75厘），以及弱補庫周期與經濟景氣度，美國經濟出現衰退的概率微升，但衰退概率仍然偏低。維持全年GDP增速預測中位值2%，即美國經濟出現即將走軟的信號，但經濟立刻步入衰退概率較小。

美國庫存周期在2020年疫情之後，經歷一個較完整的「主動去庫>主動補庫」周期。庫存銷售比率（庫銷

比）從2020年中1.37的水平持續下降，2021年中隨着經濟預期回暖，開啟主動補庫周期。2023年以來，庫銷比率穩定在1.36至1.39。美國經濟目前正處於「庫存窗口期」，從庫存結構的數據來看，補庫較為明顯的主要是處在供應鏈下游、對需求信息變動較為敏銳的零售商以及批發商，而上游製造商的庫銷比率保持穩定。以此判斷，製造商依然對經濟前景保持審慎、主動補庫意願不明顯，正等待更明確的經濟預期。綜合歷史規律，以及現階段需求擴張偏乏力、中上游庫存供給偏高、前期價格因素擾動較大等因素的影響，我們認為美國的「庫存窗口期」已從「弱去庫」步入「弱補庫」階段。

減息提振效果成關鍵

對於後續美國補庫的強度和延續時間，預計美聯儲減息對需求的提振效果將成為經濟走向的關鍵。如果減息後，市場預期呈現明顯向好勢頭，則最快在10月逐漸開啟較為「強」的補庫周期，反之「庫存窗口期」將會延續；美國總統大選和供應鏈穩定性考驗可能令階段庫存供給快速增加，但預計幅度偏小。

（中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心）