

投資全方位

一點靈犀

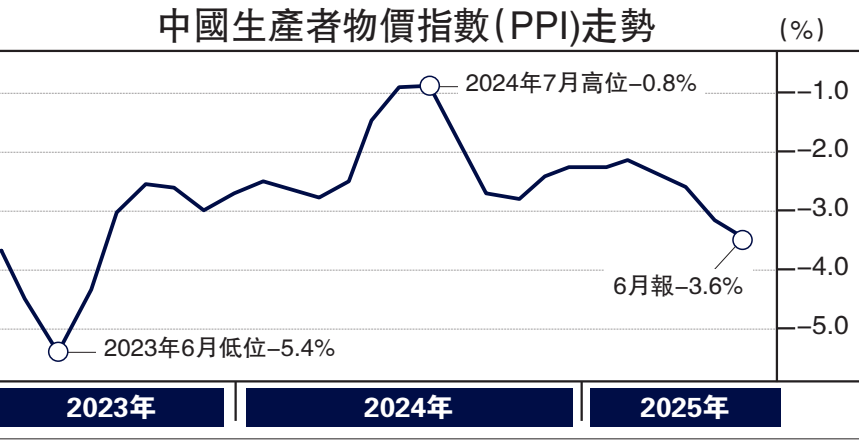
整治內捲會引發供給側改革嗎？

自後疫情時代以來，內捲問題持續困擾市場，引起決策層的高度關注。月初召開的中央財經委會議上，提出要「依法依規治理企業低價無序競爭，引導企業提升產品品質，推動落後產能有序退出。」此番言論很容易讓人聯想起2016年的供給側改革。那麼，二者之間有何區別呢？

今年兩會期間，首次將「綜合整治『內捲式』競爭」寫入政府工作報告。而發改委主任鄭柵潔也在記者會上表示，「我們將分行業出台具體方案，推動落後低效產能退出，擴大中高端產能供給，讓供給側更好地適應市場需求的變化。」一系列表態足見中央政府對於內捲問題的重視程度。

並未強調產能去化

事實上，低價內捲對企業經營的負面影響日益突出。一方面，持續降價



「吃掉」盈利空間，如5月份工業企業利潤同比增速由上月的3.0%大幅轉負至-9.1%，錄得年內最低增速。另一方面，內捲嚴重抑制生產積極性，如一季度電氣機械業產能利用率降至71.7%，為近五年同期最低值。

最新數據顯示，6月份PPI同比下降3.6%，已連續33個月出現負增長（見配圖）。生產價格下行趨勢仍未見底。

在此背景下，決策層今次關於「落

後產能有序退出」的定調，被市場解讀為新一輪供給側改革的前兆。2016年，中央政府為應對產能過剩挑戰，積極採取行政化手段，針對鋼鐵、煤炭等上游行業提出壓減產能的具體目標。該年9月PPI同比由負轉正，結束了長達近四年半的通縮。

須注意的是，自去年一季度開始，「產能過剩」一詞就較少出現在官方講話與文件之中。而中央財經委會議的表

▼反內捲競爭的重心在下游製造業，主要包括  
新能源汽車、電氣機械等領域。



述重點在強調「依法依規」與「有序退出」，其目的就是防止「一刀切」的運動式去產能。由此可見，反內捲競爭與供給側改革在應對方式上應該會有顯著區別。

具體來看：首先是發力方向不同。供給側改革聚焦於上游原材料行業，去庫存後價格反彈，企業利潤也得以改善。反內捲競爭的重心在下游製造業，主要包括新能源汽車、電氣機械等領

域。特別是汽車行業的價格戰，不僅使得自身的庫存壓力高企、上下游產業鏈陷入虧損，亦傷害到消費者的切實利益。

### 主要依靠行業自律

其次是主要矛盾不同。供給側改革的主要矛盾是宏觀層面的供需失衡，改革進程圍繞着「三去一降一補」目標。反內捲競爭的主要矛盾是微觀主體的無序降價，背後癥結涵蓋了不當競爭、地方保護等領域，同時還要兼顧地方稅收、就業與社會穩定，情況更為複雜。

再次是採取措施不同。供給側改革時期，中央對於產能壓降給出明確目標，如「用5年時間壓減粗鋼產能1億至1.5億噸，用3至5年時間退出煤炭產能5億噸左右」等。而反內捲競爭短期內或以行業自律為主，如近期中國光伏行業協會引導企業簽署了自願控產自律公約，其最終目的是提升產品品質、加快優勝劣汰。

## 港股大漲小回 23500點穩固

**頭牌手記**  
**沈金**

受恒地(00012)發行可換股債券「抽水」80億元的影響，港股昨日甫開即挫，辛辛苦苦經營而拿下的恒指24000點大關又告失守，低點見23827點，跌321點，至此才見有趁低吸納者收拾殘局，好淡拉鋸上落，收市報23892點，跌255點或1.06%，全日總成交2338億元，較上日增206億元。

本來，股市募集資金乃其功能之一，不過此功能卻一直被視為「利淡」因素，凡有集資消息，例必令有關股份下挫。昨日「累及全市」，皆因人們擔心地產公司會「排隊」步後塵而集資也。昨日所見，大部分本地地產股都推沽。恒地被指為「始作俑者」，最低時跌至25.2元，挫11%，收市報25.9元，仍跌8.6%。經此一役，相信已難有大行肯支持地產股發換股債券集資了。「此路不通」，料影響應「點到即止」。

24000點關真的是「魔怪門檻」。前日好端端穿越此關，昨日又

硬生生地敗走麥城。如此反覆，也難怪投資者有多少洩氣之感。不過，從另一角度，亦未嘗不可以看成「壞事變好事」，因為這一關愈反覆，所打的基礎就愈穩固，對有定力的投資者來講，不必為短期波動而失去中長線看好的初心。整個走勢仍是大漲小回，反覆作出調整，支持位仍在，未有失去。首先是恒指23800至23500點的支持區，依然穩陣。昨日低點為23827點，證明支持區守得甚穩，更遑論下一個更堅穩的支持區23200至23500點了。



走勢一直無變。昨日20隻熱門股中，就有4隻升得有款有型，這包括大漲94%的巨星傳奇(06683)，該股關聯人歌手周杰倫宣布入駐抖音，於是即炒起此股，最高曾升165%，成交金額多達114億元。「名人效應」又贏一局。此外，香港中旅(00308)、寧德時代(03750)、中國生物製藥(01177)都錄得可觀升幅，當中寧德時代更創出上市新高。至於下跌股，阿里巴巴(09988)以139億元的成交額居前列，下挫3.8%。

### 寧德時代大升破頂

從走勢看，大市有演變為上落市的可能，上落範圍為上限24500點，下限23500，在1000點內波動。至於7月份能否實現「先低後高」的走勢，尚要觀察一兩天才能判斷。不過，我排除「大跌」的可能性，只是調整不是回頭市，擇優吸高息股的策略不變，7月底到8月將迎來業績公布期，按業績優劣選股，將是不易之法門，小投資者要花時間做功課可也！

## 越秀地產估值便宜 上望5.3元

**經紀愛股**  
**余君龍**

港股多次重返24000點心理關口位卻不破，遇壓回落，近期圍繞24000點上下徘徊，形成典型的鞏固期，料恒生指數在數百點波幅之間徘徊，完成整固後，再展升浪。

回顧過去30多年自美資進駐港股，替換當時的英資年代，從此就屢見同類的市場循環，消息與策略沽盤交替，令港股弱勢時段遠長於強勢時段，在長線走勢而言，港股即使處於大升浪中，也難免升幅受壓，上升浪縮短。從近期港股的走勢，雖然未能完全擺脫這個扭曲的現象，但波動程度遠不如前，反映市場逐步扭轉這個頹勢，重回正軌，而市場投資氣氛也

增強，資金投向周期類股份。

從技術走勢分析，越秀地產(00123)最近走勢轉穩，股價從谷底的4.13元反彈，先後重返10天及50天移動平均線，目前兩線分別在4.42元及4.46元，料確定企穩50天線支持後，可再續反彈升浪，挑戰上個中期浪頂的5.31元。

此外，越秀地產有一定的基本因素支持，雖然核心業務受宏觀環境影響，但仍維持盈利，而且市場預期集團在香港及內地地產和管理等業務已從谷底回穩，以目前市價計算，此股的預期市盈率只有10倍左右，如果以一個15倍的預期市盈率計算，股價偏低，上升潛力強勁，成為投資機構入

市的根據。

投資者伺機在4.5元以下水平吸納，第一個上線目標是5.3元水平，中期升浪頂位有機會於6元以上出現，而下線參考位在4.2元。

(作者為獨立股評人)



## 傳承教育申請轉主板 值得留意

**股壇魔術師**  
**高飛**

傳承教育集團(08195)早前公布截至3月底止年度業績，收益首次突破3.4億元，達3.43億元，按年增長20.6%，在香港經濟增長放緩的情況下，能夠有這樣的增長，表現不俗。集團旗下教育中心網絡覆蓋銅鑼灣、九龍灣、太子等多個核心區域，在屯門新增的教育中心已取得學校臨時註冊證明書，進一步擴大服務覆蓋範圍。

業績方面，財商及投資教育業務收益2.16億元，按年增加17.2%，佔總收益62.8%，主要受益於課程內容持續優化及港股市場反彈帶動的投資教育需求上升。私立輔助教育業務收益1.22億元，按年增加25.4%，分部

溢利更大幅上升33%至1680萬元。放債業務利息收入540萬元，按年大幅增加85%。面對市場挑戰，集團成功透過成本控制和營運優化，保持原設備製造及零售業務的穩定性。

### 擬投資加密貨幣

另外，集團表示，董事會對加密貨幣市場的強勁勢頭持樂觀態度，此乃得益於支持性監管發展、機構投資增加、加密貨幣交易所買賣基金產品擴展、因可及性及知名度提高帶來的普及應用，以及亞洲加密貨幣開發商份額不斷增長帶動亞洲零售滲透率提高。潛在投資總金額不超過3000萬元，將由集團以內部資源撥付，並將於受規管及持牌虛擬資產交易平台公

開市場上進行。

集團亦宣布，鑒於上一年度業務營運往績紀錄良好，加上集團對其主要業務持樂觀態度，於4月2日，公司根據主板上市規則第9B章，就建議轉板上市的資格向聯交所提交申請。股份於主板上市（倘落實）將提升集團的整體企業形象及競爭力，從而獲得公眾投資者的進一步認可，並擴大其客戶基礎及網絡。

展望未來，傳承教育將持續優化營運效率，擴大經濟規模效益，深化數字轉型以提升盈利能力。並積極把握大灣區教育市場發展契機，透過資源整合擴大市場佔有率。同時，持續投入創新研發，探索多元化業務模式，強化競爭優勢，值得留意。

## 「大而美」法案通過 美元中線看淡

**實德攻略**  
**鄭振輝**

香港恒生指數步入6月份明顯由資金流向主導走勢！港股6月初配合活躍的IPO活動氣氛，資金瘋狂湧入，本地一個月期的銀行同業拆息「Hibor」暴跌至6月17日時創出0.52厘的3年新低水平，資金湧入令銀行之間水浸的情況表露無遺；同時亦導致恒生指數6月內分別在6月11日及6月25日兩度挑戰24400點以上的水平。

不過由6月27日開始，港股出現連續下跌走勢，5個交易日內便跌至23690點的低位。原因是從6月26日開始突然有大量港元沽盤，港元兌美元跌至7.85的弱方保證水平，香港金管局亦在當晚買入港元干預並穩定匯價。之後再於7月3日在同一天內兩度入市買入港元合共動用296億元。從以上資料可以看出資金主導6月至7月初香港股市的走勢。

筆者相信香港股市將由中美貿易談判的進程及結果來主導未來方向。在此之前呈現牛皮局面的機會頗高，短期只能敲準個別板塊：其中博彩股會被睇高一線，因為澳門公布6月份（傳統淡季）的賭收，按年增長19%意外大幅優於預期。更有多間大行預期配合暑假來臨，以及多場大型的演唱會活動，未來兩個月的賭場收入將會有明顯增加。在有實際數據以及漂亮前景支持下博彩板塊應被睇高一線。

外匯市場方面，6月份美元持續弱勢，美匯指數更在7月1日跌破97的關

口測試96.37水平（為2022年3月後新低）。當中原因包括，特朗普的「大而美」減稅法案在6月連闖參、眾兩議院關卡，引發激烈爭論，民主黨提出多項議題「拉布」，更有共和黨議員在投票時倒戈，大大增加法案的不穩定性從而打壓美元走勢。「大而美」法案亦已在7月4號正式立法；同時間美國政府亦已向多國發信敲定關稅實際稅率。隨着事情清晰化，美匯指數亦稍作反彈至97.75水平。

但對於美元中長線的趨勢預測，筆者沒有改變依然看淡，雖然法案中的附帶內容增加5萬億元（美元，下同）的債務上限，變相解決政府停擺問題。但法案的成立卻肯定會為美國政府額外增加負債，極有可能從現在的36萬億增加至超過40萬億元，進一步把美國債務危機推向爆破邊緣，因此法案對美元實際是壓力不是支持。

### 澳元展升浪 後市看俏

假如要建議哪種貨幣可以嘗試吸納，本人會建議留意澳元走勢，因為澳元自從4月後已形成穩定的上升通道，加上近日澳洲總理明顯改變對華態度，積極開發中國市場，不要忘記中國本身已經是澳洲單一最大貿易夥伴，關係改善肯定能為澳洲經濟帶來正面幫助。而且澳元是從5年的低位才開始上升，因此空間仍然廣闊！

（作者為實德金融策略研究部高級經理）

## 盛事經濟提振零售消費

**工銀智評**

2025年以來，香港經濟延續穩健增長。從總量上看，一季度香港本地生產總值（GDP）同比增長率為3.1%，為過去五個季度以來新高。從具體的增長動力來看，金融投資較為活躍。金融業、保險業等與資本市場相關的產業對GDP增速的貢獻超過1個百分點，但地產交投受較高利率水平影響，表現不及預期。特朗普關稅政策反覆，提升美國企業「搶進口」（即出口訂單前置來規避未來的高關稅）意願，上半年進出口及倉儲物流對於GDP增速的貢獻亦超過1個百分點。

根據中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心HGC模型分析，展望下半年，「人流（H）」方面，「引才」計劃、吸引遊客訪港等措施持續落地，預期本地零售業將得到提振。香港特區政府積極打造「盛事經濟」、提升文旅等特色服務消費吸引力，各項「引才」計劃持續集聚人才，有望持續吸引跨境人流往來。

### 利率下行利好地產交投

「資金流（C）」（包括金融、保險、房地產行業）方面，預期下半年全球利率中樞下行，高利率對銀行融資、地產交投活動的影響有望減弱，人才計劃及留學生來港兩大因素將繼續支持住

宅租賃市場升溫。金融交投相關產業料仍是2025年香港經濟增長超預期表現的關鍵。具體來看，積極政策提振內地企業盈利、支持香港和內地資本市場漸見成效，香港交易所首次公開募股（IPO）、二級市場交投活動仍將較為活躍。

貿易相關「物流（G）」（包括對外貿易及其相關倉儲運輸）方面，因後續「對等關稅」談判仍有不確定性。考慮到上半年因「搶進口」而前置部分出口需求、關稅摩擦不確定性對投資、消費的影響滯後顯現，預期全年進出口活動呈現「前高後低」趨勢。下半年，預期進出口以及物流等行業的增長動力或有所減弱，短期內建議密切關注8月中旬前貿易談判進展。中長期來看，貿易逆全球化、地緣複雜博弈在一段時間內或影響香港貿易增長動力。香港積極加強與中東、東盟等地區經貿聯繫，料可為本地貿易活動提供韌性支持，機場新跑道啟用更有助提高航空運輸、倉儲物流行業增長空間。

綜合預期，在樂觀情形下，香港2025年GDP有望實現2.5%的穩健增長。惟仍需持續關注國際地緣形勢、關稅談判進展、美聯儲減息路徑等不確定性因素所帶來的擾動。

（中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心）