



內地經濟活動景氣水平回暖 築底趨勢顯現

龐溟 經濟學博士、經濟學家

2023年1月份，中國國家統計局製造業採購經理指數(PMI)、非製造業商務活動指數和綜合PMI產出指數分別為50.1%、54.4%和52.9%，分別高於2022年12月3.1個、12.8個和10.3個百分點，三大指數均升至擴張區間。

隨著內地疫情繼續降溫、疫情防控進入新階段，外部性、偶然性、短期性因素的衝擊與影響逐步消退，1月份PMI各項指數顯示內地經濟社會發展加快適應疫情變化新特徵，正常生產生活秩序逐步恢復，總體景氣水平大幅回暖，經濟築底向好趨勢日漸顯現。

製造業PMI及各項構成指數和相關指標顯示，製造業生產、產能利用、員工到崗、物流運輸、採購和產成品去庫存等各方面生產經營活動相比去年12月均有所改善，且企業對於生產經營和市場走勢的信心出現明顯好轉。

雖然製造業PMI的五個分類指數中僅新訂單指數高於臨界點，但今年1月份的PMI具有一定特殊性，正常生產生活秩序

逐步恢復帶來的景氣水平總體上環比改善和春節假期因素的季節性影響，兩個方向的疊加作用最終體現在生產端的改善力度小於市場需求端的改善力度。隨着企業在春節後快速復工復產，預計製造業PMI各分類指數和其他相關指標將在2月份出現持續的全面的恢復與改善。

外需持續收縮疲軟

不過，外需的持續收縮與疲軟，使新出口訂單指數仍位於榮枯分界線下。反映出外需依然疲弱，出口仍面臨一定壓力，這與其他高頻數據可以相互印證。進口指數低於臨界值，主要是受到疫情達峰與春節假期因素給企業生產端帶來的擾動的拖累。這些特殊情況以及2022年12月數據低值背後反映出的各種非常規因素的後續影響，是造成新出口訂單指數和進口指數仍低迷的主要原因。

製造業主要原材料購進價格指數為52.2%，比去年12月底上升0.6個百分點，同時出廠價格指數為48.7%，繼續處於收

縮區間且比去年12月底收縮幅度加大0.3個百分點，後期結構性通脹壓力是否逐步升溫、不同行業價格走勢是否出現較大差異值得關注。但筆者預計，通脹並不構成今年宏觀經濟的重要主線和調控政策的主要限制因素，通脹短期內可控，其增長趨勢和整體形勢預計仍較為溫和，出現持續的、快速的通脹升溫的概率並不高。

生產數據料2月改善

製造業大型企業PMI相比去年12月上升4.0個百分點至52.3%並重回擴張區間相比，中型和小型企業PMI分別比去年12月上升2.2個和2.5個百分點至48.6%和47.2%，仍位於榮枯分界線下但景氣水平有所回升。製造業從業人員指數為相比12月上升2.9個百分點至47.7%後仍處於收縮區間，但不同規模企業反映勞動力供應不足的比重均低於11.0%，顯示員工短缺制約生產的情況有所緩解。預計各規模、各類型製造業企業，尤其是受政策影響彈性較大的中小企業，各項數據特別是生產

端數據將在2月份進一步改善。

非製造業商務活動指數比去年12月大幅抬升12.8個百分點至54.4%，顯示非製造業景氣水平觸底回升、重返擴張區間。建築業商務活動指數比去年12月上升2.0個百分點至56.4%，建築業活動預期指數相比去年12月更是快速提升6.7個百分點至68.2%，說明在2022年新開工項目續建、2023年基建投資與重大項目開工建設進度穩中走強的支持與帶動下，建築業繼續保持快速的擴張態勢和較強的正面預期。

服務業商務活動指數比去年12月大幅反彈14.6個百分點至54.0%，結束連續6個月回落走勢並升至擴張區間，顯示線下消費和服務消費逐步恢復，居民消費熱情正在回歸，疊加春節假期消費，拉動服務業景氣水平快速回升。在調查的21個行業中，有15個位於擴張區間；前期受疫情影響較大的零售、住宿、餐飲等行業商務活動指數均高於去年12月24.0個百分點以上並重返擴張區間，表明消費場景限制大幅減少，為服務消費、線下消費的恢復和拓展

提供了便利和支持，居民消費意願與市場活躍度明顯回升。服務業新訂單指數與業務活動預期指數分別為51.6%和64.3%，均高於製造業新訂單指數與業務活動預期指數的50.9%和55.6%，說明服務業部分領域增長趨勢出現明顯邊際改善，企業對行業發展信心增強、預期穩步向好。

製造業PMI有望回升

2022年製造業PMI均值偏低，主要反映了受2022年疫情散發多發影響，經濟活動和景氣度多次被擾動，宏觀經濟企穩、回暖、鞏固態勢經受了多次考驗。隨着優化疫情防控各項措施有序實施，持續推動穩經濟一攬子政策和接續措施全面落地生效，各部門、各地區正抓住窗口期、機遇期、攻堅期奮力衝刺，上下共同努力，鞏固和拓展經濟運行回升勢頭。預計2月PMI各項指數將出現更為明顯的、全面的、積極的改善，2023年全年PMI均值將抬升、波動將減少、穩步改善態勢將更為確定。

鮑威爾答問 臨場開綠燈

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

純粹以美聯儲議息結果而言，基本上完全沒有意外，就是一如預期，透過期望管理的努力，美聯儲與外界共同達成了共識，最終決定，把加息幅度由之前的50點子下調至25點子。

事實上，投資者早已估計，在最樂觀情況下，一切順利，則可望在3月份暫停加息，以便美聯儲決策者在不額外收緊貨幣政策下，觀察究竟通脹回落的勢頭是否可以持續，即局方一直所謂的充分收緊也。

當然，目前不一定是最樂觀的情況，未來起碼尚有多於一次目前這個幅度的加息，便是最基本的定調了。

如此這般的早已想像的情境，自然毫無驚喜可言，而事實上也出現了獲利回吐的壓力，不論在議息結果公布前，甚至緊接着結果出爐，都是風險資產的受壓點。

的確，今次議息本來平無奇，對於議息結果，大家不會感到驚嚇，而對於美聯儲主席鮑威爾的發言，大家亦不會特別寄予厚望，早已預料重點和內容，大家各司其職便可。

距離長期目標仍遠

畢竟，大家早已預計，鮑威爾職責所在，一定要強調，雖然通脹已有回

落，但距離長期目標仍遠，而局方深明通脹會帶來生活壓力，所以不可太快鳴金收兵，加息之事，未可馬上完結。簡言之，一句總結，革命尚未成功，同志仍需努力。但同時，另一邊廂，也是職責所在，鮑威爾又一定要安撫大家，局方明白要平衡各方的利益和風險，對於衰退的可能性，例必要否認，繼續要表達可以做到軟着陆，尤其當前勞工市場未見失業惡化的跡象云云，此之所以，大家可以放心。以上這些，都是大家早已預計的，早已在雙方的劇本內，所有演員配合演出便可。

當然，有趣的是，在大家已經完全不敢奢望有何驚喜之處，鮑威爾於記者會答問上的表現，卻令大家有新的猜想。顯然，全場最突出的，是鮑威爾關於金融市場回穩一事的臨場發揮。

投資者心領神會

金融市場回穩，意味着市場人士不



相比起議息結果，市場更關注美聯儲主席鮑威爾於記者會上答問言論。資料圖片

擔心局方的加息步伐，相信距離停止加息不遠，甚至已在估計減息。對此，本來是例牌的必答題，原則上，鮑威爾應該想也不用多想，直接溫馨提示大家，不要掉以輕心云云，便可過關。是的，既然對於通脹有工夫要做，加息仍未可停下來，未可言勝，如此一來，金融市場大幅度回升，局方自然要溫馨提示大家小心風險的。

然而，面對如此例行公事的一條問題，主席竟然有所猶疑，顧左右而言他，市場人士不是省油的燈，心領神會，馬上確認這是大開綠燈，往上推進可也。之後的都是歷史了。如此一來，氣氛自然改善，方向趨勢都明朗化。

(權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)

加強零售餐飲宣傳 引入特色表演展覽

史立德 香港中華廠商聯合會會長

政府昨日舉行「你好，香港！」啟動禮，為一連串活動揭開序幕，務求向全世界說好香港故事、推廣香港商機、文化景點及旅客體驗。在旅客及企業方面，經歷過去數年的挑戰，加上複雜多變的地緣政治，香港需要加把勁，才能吸引人流及資金流，推動本地經濟重拾增長步伐。政府昨日宣布舉辦大型推廣活動，宣揚香港已經復常的信息，包括在機管局贊助下，政府將向全球旅客和本港居民送出50萬張機票，經由國泰航空、香港航空和香港快運三家航空公司分配，獲取免費機票方法包括大型抽獎、先到先得登記、遊戲等，以促進旅遊業復甦，吸引旅客來港。

另外，香港將提供1.6萬間店舖優惠予旅客，配合100萬份「香港有禮」消費優惠券，讓旅客免費換領迎賓飲品。事實上，香港有東方之珠、美食天堂、購物天堂等諸多美名，且位置優越，交通便利，背靠祖國，面向國際，是中外交流的樞紐，加上不同展覽及表演水準優秀，吸引世界各地商家及樂迷來港朝聖。再者，近年香港積極發展成為文化藝術中心，有新標誌建築物，包括西九文化區，故宮文化博物館和M+博物館等，為中外旅客提供不同景點，魅力大增。

是次政府推出大型活動，雖然落後於亞洲區內其他地方，但希望是「未為晚也」。參考2003年沙士後及過去兩年疫情爆發時鼓勵市民注射疫苗的經驗，在政府主動牽頭下，官商民合作有助增加成效，達到1+1+1大於3的效果。因此，除了航空公司外，鼓勵其他酒店、零售、餐飲等行業積極參與，亦可以大大推動香港形象。另一方面，香港一直是盛事之都，國際展覽及演出引人注目。2003年沙士後香港曾邀請海外組合來港演出，今時今日，又可考慮邀請人氣偶像團體到港表演？舉例說，早前韓國知名女團如Blackpink、ITZY及其他組合先後在香港舉行演唱會，便成功引起廣泛關注，民眾紛紛撲票。

特色藝術作品可帶旺氣氛

此外，引入限時創意展覽亦能成功為社會注入生氣及帶來話題，並作為景點吸引遊客。過去的KAWS巨型藝術創作及黃色巨鴨Rubber Duck吸引不少港人及遊客打卡留念，而個別視覺藝術展覽，如TeamLab都大受歡迎，香港可以考慮引入更多類似特色藝術作品，帶動全城氣氛。

日本觀光廳早前公布訪日外國人消費動向調查，2022年全年總計共有近27萬港人遊日，在所有地區之中排第五。由於香港是於去年第4季開始逐步恢復對外通關，因此相信主要反映去年第4季的情況。此外，有關調查又指出，在2022年10月至12月期間，香港旅客在日本的總消費額為約745億日圓(約44.9億港元)，排全球第二。從人均消費額計算，每名香港旅客約27萬日圓(約1.6萬港元)，屬全球第一。日本放寬防疫及旅遊限制後，成功吸引遊客，帶動經濟。香港有良好根基，港人亦有消費能力，現在需要急起直追。最後，話說回來，全城準備迎接全面通關，免費市區預辦登機服務又會否盡快重開？

從企業估值看香港錯過的電商發展先機

譚善恆 華坊諮詢評估特約資深顧問

香港電訊有限公司(下稱「香港電訊」)，曾經擁有香港固網電話服務的專營權，包括住宅和商業用戶。香港政府於1995年開放固網電話電訊市場前，全港共有超過400萬部固網電話，固定電話線滲透率高達70%，以及超過300萬條電話線。而每年香港電訊均會製作一本按企業性質和產品類別編排的紙本商業電話簿並於全港免費派發，該商業電話簿被稱為「黃頁」。

當時香港電訊已成立了負責互聯網服務的子公司，有趣的是互聯網也是於1995年透過萬維網介面的發明得以

在商業應用上急速普及。根據調查公司統計，由於互聯網的普及，於2007年，世界各地的黃頁由紙本印刷轉向網上用戶自行列印達至134億次，而網上搜尋次數在同年達至38億次。可想而知，透過互聯網搜尋產品或服務供應商的需求巨大。無獨有偶，智能手機也於2007年開始普及。

千禧年已有基建條件發展

另一方面，香港電訊於2000年被當時的盈科數碼動力以110億美元銀團貸款收購回來。當時香港已開始由固網

撥號上網轉用寬頻上網，亦即是說其實網上電商的科技基建已經到位。

根據香港電訊所維持的香港黃頁官方網站顯示，現時約有250,000的工商賬號資訊。若以現時已全面開放的固網電話線滲透率達84%來計算，跟1995年或2007年時香港電訊仍擁有的工商客戶數目相比，客戶流失率甚高。

以相對估值分析，業界最佳標竿定必是2014年於紐約證券交易所上市以250億美元集資上市的阿里巴巴。

阿里巴巴於2005年引入Yahoo集團時，以40%策略投資時，估值仍為25

億美元。它當時旗下的兩大業務之一：淘寶網已上線兩年，電商數目約為一千萬左右(佔當時中國人口0.76%)，但十年後集團上市市值超過10倍，約一年一翻。

香港是中國的國際進出口中介人，2005年同年香港的住宅家庭互聯網滲透率為64.6%，而商務寬頻互聯網服務用戶佔香港人口2%。

以今時今日淘寶網的全球覆蓋率、香港296%的流動寬頻用戶數目以及香港佔全中國約五分之一的世界商品貿易額來檢討的話，可肯定若當年擁有全港各行各業的產品及服務供應商聯繫的香港電訊能把握機遇，在當時建立一站式電商平台，那麼可能已為香港電訊創造一個高增長動力的「外淘網」。

全面註冊制的實施將對中國資本市場帶來深遠影響

錢于軍 瑞銀集團中國區總裁及瑞銀證券董事長、孫利軍 瑞銀證券全球投資銀行部聯席主管

2月1日，中國證監會宣布全面實行股票發行註冊制，就全面註冊制改革主要制度規則公開徵求意見，包括《首次公開發行股票註冊管理辦法》、《上市公司證券發行註冊管理辦法》等11項核心規則。

回顧歷史，2019年以來，註冊制改革從科创板正式推出，而後通過創業板改革貫通存量市場，北交所自設立起即實施註冊制。短短3年多時間，中國股票發行制度實現了從核准制向註冊制的分步過渡，積累了很多成功的經驗，主板實施註冊制已經具備了很好的基礎。

為A股市場帶來3大影響

全面註冊制的實施將對A股資本市場帶來深遠影響和重大意義，具體表現在：

(1) 主板新股發行的條件進一步放寬，

將有助於擴寬企業准入範圍，進一步增強資本市場的包容性，加快企業上市融資速度，提升直接融資比例；

(2) 佔A股總市值約三分之二的主板市場新股發行定價將完全市場化，資本市場優勝劣汰的功能將得到更好的發揮，市場活力也將進一步增強；

(3) 全面註冊制將進一步提升審核效率，降低企業的融資成本，提升新股發行效率。

全面註冊制將對金融業務從業者提出新的要求，挑戰與機遇並存的時代也即將到來。註冊制以資訊披露為核心，引入更加市場化的制度安排，對於新股發行的價格和節奏不設任何行政性限制，而是交由市場決定，投行從傳統的「通道」回歸到定價及銷售的「本源」，這必將促進投行的全面轉型。

促進投行全面轉型

首先，註冊制對投行的定價能力和銷售能力將是重大考驗。在此背景下，投行需要堅持專業化發展道路，不斷培養和鞏固自身的專業能力，尤其要提升行研能力、價值發掘能力和定價能力；二是全面註冊制下企業上市條件和標準包容性更強，眾多新興產業、新興模式的企業進入資本市場，投行需對新興產業、新興模式深入了解，充分利用好行業團隊深耕各行業的優勢，發掘新興產業中的優勢企業，為市場推薦更多的優秀企業上市；三是投行需要培養全產業鏈服務能力，對企業在不同生命周期的融資需求有更深入的理解，並儲備更豐富的產品工具包，為企業提供全生命周期的金融業務服務。

對投資者而言，在全面註冊制下，市盈

率隱形限制被打破，市場化詢價定價機制將在A股各板塊得以全面實現，機構投資者報價影響力及價格決定權將得到進一步提升，投資者內部需要形成更為系統和專業的研究體系用以指導其新股報價。同時，伴隨審核效率的提高，新股發行數量會顯著增多，大量新股發行後，新股打新賺錢效應較大概率會降低，投資者一方面需要強化其投資標的選選能力，另一方面需要對上市後可能出現的股價大幅波動做好充分準備，同時也需要適應註冊制下更為市場化



註冊制改革從科创板正式推出。圖為上交所。資料圖片

的交易機制。此外投資者也需要提升自身的定價估值和研究分析能力，適應更為市場化的詢價報價要求。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。