

強勁出口持續助推中國經濟

沈建光 京東科技集團首席經濟學家

2020年中國在全球貨物出口總額中佔比14.7%，達到全球最高。步入2021年，不少觀點預期，伴隨着海外疫苗接種加速，多國經濟改善跡象湧現，全球供應鏈的緊張局面將得到顯著改善，中國出口高增長態勢會顯著回落。然而，今年以來，中國出口表現卻顯示出較強韌性，增長屢超预期。其背後發達國家大規模刺激帶動的強勁需求、疫情持續下的全球供給端約束，以及中國產業鏈的競爭優勢凸顯等因素密不可分。

伴隨着中國出口好於預期，並帶動內地生產提升，預期今年淨出口仍將成為帶動中國經濟增長的重要引擎。同時，得益於內地基本面保持韌性，在美元走弱之時，近期人民幣匯率也出現顯著升值。4月北上資金亦出現流入局面，說明外資仍舊看好中國。在此背景下，把握穩增長壓力較小的寶貴階段，加速推進中長期改革，特別是推動人民幣匯率改革和資本項目開放，

鼓勵資本雙向流動，推動人民幣國際化程度再度面臨較好時間窗口。

供需缺口擴大推升出口

疫情之下，發達國家悄然進行着財政赤字貨幣化的實踐，大規模經濟刺激帶動歐美需求明顯反彈，成為中國出口的關鍵拉動。美國方面，伴隨着接種進展迅速，經濟景氣度明顯上升，1.9萬億美元財政刺激為居民消費注入強心劑，3月美國零售增長近10%，顯著高於疫情之前。房地產市場繁榮增加家居類產品需求，助推中國傢具、家電商品快速上漲。歐盟一改年初疫情控制不力拖累經濟的局面，近期歐盟PMI等創有數據以來的最高，未來中國對歐出口或成新的增長點。相比於歐美需求側的快速反彈，當地生產側的恢復卻顯著滯後，供需缺口空前加大。如在4月全球Markit PMI調查中，歐美顯示供應缺口的關鍵指標「供應商交付時間」指數出現

暴跌。在筆者看來，供給端束縛加劇或與如下三個因素密不可分：一是疫情之下跨國供應鏈尚未恢復，航運運力不足、港口擁擠自去年下半年以來對物流構成困擾，歐洲供應鏈更是進一步受到3月蘇伊士運河堵塞事件的困擾；二是部分中上游物資短缺，特別是困擾汽車和電子領域的全球性芯片短缺惡化；三是就業市場供需不平衡，特別是近期美國就業數據顯示招工難與失業並存，疫情尚未平息和豐厚失業補貼正在阻止失業人群回到勞動力市場。總之，供需缺口的顯著抬升為中國強勁出口提供支撐。

產業鏈優勢進一步凸顯

得益於中國巨大的市場規模、完整的工業體系、完備的基礎設施和穩定的社會環境，即便一直有產業鏈轉移的擔憂，但中國通過出口產業升級，一直在全球供應鏈中保有獨特優勢。疫情之下，中國出口便

承擔其為全球輸出防疫物資的主要職能。今年疫情整體好轉之下，中國出口已經從防疫物資擴大至越來越多的領域。除了上面提到的房地產相關需求，當前服裝、鞋靴、箱包出口也大幅反彈，說明疫情受到嚴重衝擊的出行用品需求正在逐步改善。此外，手機、集成電路、汽車、玩具等受疫情直接影響較小的品類，今年以來，也有強勁的增長。展望未來，一個值得關注的現象是，當前印度疫情似有向東南亞擴散之勢，倘若情況惡化，全球供應鏈難免遭受二次衝擊，進而全球對中國產業鏈的依賴將進一步提升。可以看到，從4月開始，印度國內疫情全面升級，日均確診40萬例，國內衛生系統不堪重負。受此影響，去年防疫相對優秀、生產基本穩定的東南亞面臨疫情惡化，泰國、柬埔寨、越南等國家感染病例上升，馬來西亞也提升了防控等級。作為全球重要的服裝和電子製造基地，東南亞一旦後續疫情持續升

級，訂單回流中國的現象可能再現，中國供應能力在世界範圍內或更加受到依賴。

強出口助力人民幣匯率

綜上，考慮到今年以來發達國家刺激強於預期，疫情拖累全球供給恢復，以及中國在全球產業鏈上的優勢，中國全年出口整體上仍將保持較高增長，即使下半年基數升高，增速回落幅度預計也較為有限。經濟穩健和強出口，為人民幣匯率提供支撐。除了內地基本面因素以外，近期美元走弱助推人民幣走強，5月10日，人民幣兌美元達到6.4，創2018年6月以來新高。與此同時，4月北上資金進一步流入中國，顯示外資仍舊看好內地經濟。在此背景下，利用好當前「穩增長壓力較小的窗口期」，協同加速推進多項資本市場改革舉措，加大人民幣匯率彈性的同時，擴大金融開放，鼓勵資本雙向流動，助推人民幣國際化仍然面臨良好時機。

市場波幅增 避險需求現

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

金融市場波幅增加，尤其是加密貨幣和大宗商品市場大跌，股市也面對調整，避險需求增加。市場焦點落在加密貨幣市場大跌，比特幣周三曾一度急挫約三成，大大打擊了市場情緒，幸好之後收窄跌幅。投資者擔心會影響到其他估值高企的資產，科技板塊一度大跌，之後反彈，最終納指僅跌0.03%。恐慌指數VIX本月開始有很大起伏，周三曾一度高見25.96，連續上漲三日。

另一邊廂，貨幣政策轉向也一直是關注焦點。最新公布的美聯儲會議記錄顯示部分官員認為，如果經濟繼續取得實質進展，預期將在未來幾次會議上，開始討論縮減量化寬鬆(QE)政策。外界不難理解為，一向特別謹慎的美聯儲釋放新的信號。十年期美國國債收益率從四月開始反覆，惟下行空間有限，近日又重新站上1.6%之上，能夠守住50日線，周三收漲2.08%。隨着避險情緒升溫，加上美聯儲會議記錄，美匯指數結束三日連跌，迅速收復90一線，結束三日連跌，反彈0.49%至90.191。事實上，美匯指數從四月開始面對壓力，周二曾失守90水平，低見89.693。

金價料在兩千關受阻

風險胃納縮減，影響所及，黃金等避

險資產走高。金價在突破200日線之後，延續升勢，隔夜高見1,890.2美元，美聯儲的態度還是給金價帶來壓力，收窄部分漲幅，仍然連續上漲五日。後市還要關注央行態度和經濟數據，金價反彈之路或將面對壓力，兩千關口阻力大。

白銀延續升勢，跟着黃金反彈，升穿28美元，但是周三很快面對壓力，結束四日連陽，跌至28美元之下。目前還是未能走出現有的運行區間，但隨着經濟復甦，工業需求前景樂觀，令白銀下行空間有限。短線或還有調整，後市仍有機會作出突破。

油價目前缺利好刺激

另一方面，之前大宗商品表現強勁，如今難免短線急回，紐油曾重挫逾5%。紐油之前就圍繞65美元震盪，缺乏利好



● 比特幣週三一度急挫約三成，大大打擊投資者情緒。市場風險胃納縮減，影響所及，黃金等避險資產走高。

刺激，需求端還是有不明朗因素，周三曾跌破50日線支持，低見61.95美元，跌幅擴大至3.25%，關注60美元附近支持。倫銅從月初開始雖然能站上一萬關口，但上行動能明顯收窄，獲利回吐壓力增加，始終未能進一步向上突破。周三銅價受壓，跌穿5、10和20日線，低見9,977.5美元，收跌3.88%至10,001.5美元。好在目前暫時仍能守住一萬水平，但該支持已經變得不那麼強勁，短

線或還有調整，50日線還不至於失守。倫鋁也同樣做出調整。5月曾高見2,603美元，隨後回吐漲幅，周三亦跌穿5和20日線，低見2,402美元，收跌2.54%，暫時還能守住2,400美元，上行趨勢不至於完全破壞。

(權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及／或本人之聯繫人並無持有上述股份；本人所管理基金持有美股及港股。)

成就香港國際創新科技中心地位

史立德 香港中華廠商聯合會會長

香港一直以國際金融中心及貿易航運樞紐見稱，近年亦積極發展創科產業。國家在3月份公布的「十四五」規劃中，首次提出支持香港建設為國際創新科技中心，讓香港的創科發展踏上更高層階。各行各業必須善用科技以追上最新形勢，維持競爭優勢。而負責創科的單位亦要各司其職，更好地運用資源，配合國家及政府的政策，實現香港成為國際創新科技中心的目標。

政府一直在創科發展提供不同支援，例如香港兩大初創搖籃——科學園及數碼港，每年均孕育出不少初創企業。根據創新及科技局局長薛永恒早前表示，

科學園與數碼港兩者有明確的分工及定位，相輔相成，為香港建立一個多元、蓬勃的創科生態系統。

例如科學園重點吸引「深科技」的公司，主力培育如生物科技、精密工程及機械人技術等公司，並透過先進的製造業中心，協助高新科技應用於不同產業，加快產品推出市場，實現「再工業化」。而數碼港則主攻數碼科技，並以應用科技為主，包括金融科技、保險科技、大數據、電子競技及數碼娛樂等範疇，亦是全港最大的金融科技生態圈。

現時香港合共有9間估值超過10億美

元的獨角獸公司，科學園目前有2間，局長早前預期會出現第3間，相信是與醫學工程相關。而數碼港方面，則有5間獨角獸公司，最新一間是數碼娛樂公司。

盼本地製造業再起飛

數碼科技的高速發展引發了第四次工業革命，市場對產品的需求亦急速上升，但傳統生產模式卻未能配合。因此，政府與業界近年大力推動「再工業化」，憑藉香港工業根基深厚，擁有豐富的市場經驗和廣闊的商業網絡，結合香港優越地理位置和一流網絡基建，與

國際接軌的知識產權保障及熟悉環球市場趨勢，再加上強大的科研力量及通過創新科技，如物聯網、人工智能、新材料及「工業4.0」智能生產工序等，為生產商提供跨產業鏈的綜合支援，讓香港製造業可以再度起飛。

面對貿易對壘及全球競爭，廠商及社會各界必須與時並進。現在不少商會已經推出不同計劃支持初創企業，相信只要配合國家及香港政府政策，加上負責部門各盡其責，結合傳統業界智慧及創新科技力量，一定可以令香港成為國際創新科技中心，開拓持續發展的嶄新出路。

華融難成系統風險 內地高收益債具吸引力

陳曉蓉 信安資產管理(亞洲)高級投資策略師

今年環球債市受長債息抽升影響普遍向下，由於具有息差優勢及與經濟走勢關連度較高，高收益債表現整體展現相對韌性。比較主要地區高收益債券市場，美國及歐洲表現領先亞洲，錄得超過2%回報；受國內流動性問題困擾，加上國內資產管理公司中國華融延遲公布業績，引發投資者對公司經營和財務狀況或陷入困境的擔憂，中國高收益債券表現相對落後，年初至5月中錄得輕微負回報。

中國華融(華融)是四大壞賬銀行之一，不良資產管理行業在中國金融系統中具有特殊戰略意義。截至去年中華融的總債務負擔高達1,600億美元以上，一旦違約或債務重組有機會引發內地金融系統性風險。考慮到華融的規模及複雜性，要完全解決公

司融資問題並重新建立投資者信心仍需一定時間。

相信監管將援助華融

有報指，監管機構已敦促華融自行解決其財務問題。事實上，如何解決當前局勢將反映中國決策者的取態。一方面，他們有強烈動機避免債務水平較高並有戰略地位的企業違約；但某程度上，他們亦希望避免嚴重的違約事件廣泛蔓延，導致其他國有企業最終需要更大的援助。考慮到行業的重要性，目前來說，我們仍然傾向相信內地監管機構最後將出手援助華融，避免造成系統性金融風險。

近幾年，中國一系列債務違約事件引發市場關注。單是今年初以來，已有多宗風

險事件引發市場關注，尤其內房美元債市場，例子包括華夏幸福、重慶能源違約及禹洲集團發布盈警，加上中央政府為收緊內房融資設立的「三條紅線」並多次提及降低槓桿，皆令中國債券市場受壓。

數據顯示，中資企業一季境內、外新發違約事件涉及債券本金累計約151億美元，創下2014年有數據統計來的季度新高，較去年下半年顯著增加。在宏觀政策調控下，房地產是違約重災區，違約規模達27%。

年內，隨着中央政府對於國企債務的監管更趨嚴格，未來大型企業違約現象或會逐漸增多，特別是評級過高、債務壓力較大且經營狀況不及預期的企業，尤其是部分能源企業及房產。另一方面，中國經濟

在全球疫情下領先復甦，貨幣政策接近正常化，隨着流動性趨緊，亦會加大整體企業償還債務基本面的壓力。

內地債違約率偏低

不過整體來看，中國違約率仍然偏低，以發行人違約率計算，全年違約率或介乎1.5%至2.5%，低於年初穆迪預測全球高收益企業未來12個月的違約率4.66%。根據發行人違約率來看，即使佔中國債市較大比例的房地產行業的違約率亦低於市場平均。隨着華融違約憂慮逐漸淡化，整體中國高收益債券價格已由低位反彈超過2%，影響逐步消退。

基於中美貨幣政策的差異，中美利差有機會在相對高水平徘徊，吸引外資透過增

持中國債券持有人民幣資產。在全球負利率環境下，人民幣債券較高的收益率仍具一定優勢。

估值比成熟市場更吸引

隨着國際指數公司將中國國債納入旗下基準指數，加上中國高收益債估值相對亞洲整體及成熟市場更具吸引力，外資投資比重預期將穩步增長。在整體中國債市因為個別企業違約風險上升而調整時，投資者可考慮作出相應部署。

(摘錄)

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。