

內地經濟復甦不平衡 需求端仍較弱

龐溟 經濟學博士、華興證券（香港）首席經濟學家兼首席策略分析師

2020年，受新冠疫情影响，最終消費支出對中國內地經濟增長的貢獻是負值，全年經濟的同比增長2.3%主要受投資和出口拉動。2021年以來，隨著國民經濟持續穩定恢復，消費對經濟增長的貢獻明顯提升。一季度最終消費支出對經濟增長的貢獻率為63.4%，資本形成總額對經濟增長的貢獻率為24.5%，內需對經濟增長的貢獻率達到了87.9%，明顯大於貨物和服務淨出口12.2%的貢獻率，說明內地經濟增長動力逐漸向內需拉動特別是消費拉動的常態回歸。

供需錯配矛盾依然存在

最近有觀點認為，5月內地經濟增長動能的主要原因不在需求面，而在海運運力拖累出口、上游多個行業限產政策拖累產出和工業增加值，土地購置面積減少拖累地產投資等多種供給面的約束和收緊。但必須看到的是，經濟恢復的基礎仍不穩固，經濟復甦仍不平衡，供需錯配矛盾仍然存在。消費復甦相對乏力，部分行業依然面對一定困難，結構性、體制性、周期性問題依然相互交織，並繼續體現在需求端的較弱復甦態勢。

從社會消費品零售總額數據來看，今年前5個月社零總額同比增長25.7%，兩年復合平均增長4.3%，增速較2019年同期低3.8個百分點；剔除物價因素後實際同比增長24.7%，實際兩年復合平均增長2.4%，增速較2019年同期低4.0個百分點。其中，商品零售總額增速和餐飲收入增速分別較2019年同期低3.2個百分點和9.5個百分點。可以說，社零現價增速和不變價增速從相對意義上說均仍未恢復到疫情前的增長水平，餐飲收入甚至從絕對意義上說仍低於疫情前水平。

黄金周刺激效應不顯著

在高基數效應下，5月份社零總額同比增長12.4%，比4月份增幅大幅放緩5.3個百分點，且除糧油食品類商品零售外，幾乎所有類別的消費品零售額同比增速均低於4月份，表明「五一」黃金周假期未能有效刺激國內需求。

在6月12日至14日的端午節假期期間，全國鐵路、公路、水運、民航日均發送旅客4,123萬人次，國內旅遊出遊8,914萬人次，實現國內旅遊收入294億元，分別同比增長

52.5%、94.1%和139.7%，但與「五一」假期相比，由於端午節假期前部分地區零星出現本土新冠疫情確診病例，重新收緊的疫情防控要求導致各項數據恢復至疫情前水平的勢頭均有所放緩，6月份消費市場改善幅度恐怕仍有限。

正因內需增長依然相對乏力，今年前五個月，工業企業出口交貨值兩年復合平均增速為8.2%，較2019年同期高3.8個百分點，但工業企業產銷率為97.7%，較疫情前低0.2個百分點。更為值得注意的是，今年以來居民消費價格指數（CPI）的上漲速度均慢於工業生產者價格指數（PPI）的上漲速度，CPI同比漲幅僅為0.4%，PPI同比增幅則高達4.4%。5月份工業生產者購進價格指數（PPIRM）、PPI、CPI與核心CPI分別同比增長12.5%、9.0%、1.3%和0.9%，PPI與PPIRM的「剪刀差」由4月的2.2個百分點擴大至3.5個百分點，PPI與CPI的「剪刀差」由5.9個百分點擴大至7.7個百分點。

此外，勞動力市場壓力尤其是高校畢業生的就業壓力給內需帶來的擾動仍應引起關

注。5月份，全國城鎮調查失業率比4月份下降0.1個百分點，比上年同期下降0.9個百分點。其中16歲-24歲人口、25歲-59歲人口調查失業率分別為13.8%和4.4%，比4月份分別上升0.2個百分點和下降0.2個百分點。

勞動力市場壓力惹關注

16至24歲人口失業率的繼續上升說明了兩種可能：一是崗位創造增量慢於預期；二是勞動參與率走高，隨著高校畢業生開始找工作，加入尋找就業隊伍，待就業人數短期內可能會走高。

今年前5個月全國城鎮新增就業574萬人，同比增長24.8%，已完成全年目標1,100萬人的52.2%。但仍低於2018和2019年同期平均新增就業約31萬人，在總量上和結構上都存在一定壓力。今年城鎮新增勞動力規模約為1,400多萬人，其中2021年高校畢業生人數達到909萬，並有可能疊加2020年高校畢業生總數874萬人中的部分規模。而全國企業就業人員周平均工作時間從4

月份的46.4小時上升為5月份的47.3小時，說明在結構方面大學生就業難、接觸性服務行業新增就業難和企業招工難並存。

近來，各有關部門也強調，要適應勞動力供求關係深度調整、就業方式更加多元、市場靈活性增強等新形勢，進一步推進大眾創業萬眾創新，培育更多充滿活力、持續穩定經營的市場主體，特別是促進高校畢業生、農民工等重點群體多渠道創業就業，增強中小微企業吸納就業能力，堅持創業帶動就業特別是支撐高校畢業生就業，深化「放管服」改革，破除不合理障礙，促進新動能快速成長、增強經濟發展內生動力。

就業優先政策應持續強化

總的來說，後續建議持續關注與疫情相關的餐飲類、出行類等服務類、接觸式、聚集性消費等能否持續加快復甦，居民收入、消費意願和對未來預期能否保持穩定。政策重點仍應傾向於確保就業、促進居民收入增長和消費需求釋放、完善社會保障，就業優先政策要繼續強化、聚力增效。

港商應搶佔銀髮商機

史立德 香港中華廠商聯合會會長

繼i-Bond後，政府將會在本月底公布新一批銀色債券的發行詳情，當中合資格認購年齡會由65歲下調至60歲。而按上一批銀色債券的安排，保底息有3.5厘，是低息環境下的穩健收息選擇。事實上，隨着人口老化，銀髮市場的潛力將會越來越大。

本港長者未來20年料倍增

根據數據網站Worldometer的資料，2020年全球人類的平均壽命為73.2歲，遠超於1950年的47歲，亦比起2000年延長6歲。

此外，更有研究顯示，歐盟27國於2019年的65歲以上老齡人口達9,050萬，佔總人口的20.3%；中國方面，於2020年65歲及以上人口達到1.9億，佔總人口的13.5%，較2010年高出4.7個百分點。至於香港，預期未來二十年65歲及以上的長者人口將增加超過一倍。

此外，有鑑於醫療技術日益發達及社會越來越注重健康，在英國，65歲以上而身體機能開始出現問題的人口比例，已經連續20年下降；在美國，有四分之三的75歲以下人士行動無礙，未有出現認知障礙，亦無聽力或視力問題，而在75歲至84歲人士中，也有一半人口未有上述問題。

由此可見，高齡人口增加令銀髮市場充滿潛力。以歐洲為例，政府除了探索社會化養老及提升醫療服務水平等方式，努力緩解養老壓力外，亦正努力挖掘「銀髮經濟」商機，以帶動相關產業發展，例如建立「歐盟創新夥伴」平台，推動老年醫療服務數碼化，提升醫療服務質量；以及開發大量針對長者的產品，包括防止長者跌倒的科技和改善長者認知能力下降的數碼工具。

而日本及新加坡等地亦大力推動樂齡科技發展，如看護機器人、多元智能訓練系統及復康設施等。

今年於兩會通過的《十四五規劃綱要》，亦提出「發展銀髮經濟，開發適老化技術和產品，培育智慧養老等新業態」。當銀髮族越來越多，市場需求亦越來越大，而養老產業是一個多維度市場，包括銀髮族的衣、食、住、行、用、醫、娛、學等等多方面，加上科技發展日新月异，產品要求及數碼化程度亦會越來越高。

開發產品潛藏利潤不俗

對香港廠商而言，開發便利銀髮族的產品是未來機遇所在，潛藏利潤不言而喻，特別是內地經濟起飛，市民對生活要求提高，長者固然有一定消費力，年輕一族亦希望父母有良好退休生活。

另一方面，大部分為內地銀髮族而設的產品，亦會通行全球，市場自然更大。

央行幣策分歧 市場波動難免

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

對於貨幣政策前景，美聯儲內部還是有分歧的。放眼全球範圍，各央行之間步伐亦不一致。除了巴西、土耳其和俄羅斯加息外，本周匈牙利和捷克央行亦宣布上調利率，是頭兩家歐盟成員國央行開始行動。目前美聯儲雖然還不至於立刻加息，但未來一段時間內，投資者還是應該密切關注數據和決策者講話，各類資產未必會巨幅下跌，但波動在所難免。

相對上周，投資者對早於預期加息的擔憂回落，主要有美聯儲官員包括鮑威爾出面講話試圖安撫市場。十年期美國國債收益率原本下行壓力大，本周能守住1.4%一線的支持。兩年期美國國債收益率上周累計了超過七成的漲幅，本周有回落，周三再次反彈14.92%。後市還要關注經濟數據和決策者講話。美匯指數在上周大漲，本周開始回吐升幅，失守92水平，周三更是運行在5日線下方，低見91.513，結束兩日連跌，反彈0.05%。

恐慌指數VIX重新回到15至20的運行區間，周三更是低見14.86。但這不代表未來VIX不會出現大波動。美股在上周面對壓力，本周回升。納指創新高，連漲三日，惟標普和道指結束兩日連陽。

個別央行率先開啓加息

隨着疫情擔憂回落，投資者關注焦點轉向貨幣政策上。現在主要央行之間分歧不小，有央行已經率先開啟加息，美聯儲相對謹慎，但在最新的議息會議上

釋放偏鷹信號，引發市場波動，金價弱勢下跌。金價跌勢暫緩，但乏力上攻，周三僅高見1,795.2美元，遇阻百日線，反彈幅度非常有限，短線料還將弱勢震盪。白銀在上周跟隨黃金回落，很快跌穿50和100日線，隨後在26美元附近窄幅震盪，好在能夠守住200日線支持。工業需求端的支持有限，白銀被困在區間交易多時，所幸24美元附近承接有力。

其他貴金屬方面，鉑金從6月開始下行壓力進一步增加，6月21日更是低見1,026美元，好在本周回升三日，至1,089.5美元，周三重上5日線，更一度升穿200日線，但短線還是比較疲弱，上方1,300美元阻力不容易突破。鉑金亦自低位反彈，200日線支持有力，連漲第三日，升2.8%至2,630.5美元，至今未能修復6月17日的單日跌幅，一時間難回到3,000美元水平。

下周產油國會議惹關注

至於大宗商品，雖然貨幣政策預期改



●早於預期加息的擔憂近日回落，主要因有美聯儲官員包括主席鮑威爾出面講話試圖安撫市場。

變，令各類資產面對壓力，但油價並沒有改變升勢。EIA公布庫存減少幅度大於預期，油價獲得支持。紐油周三曾高見74.25美元，但之後產油國或增產的消息令油價回吐漲幅，最終收漲0.32%至73.08美元。後市還要看產油國將在下旬初舉行的會議，有報道稱產油國或同意8月每日增產50萬桶。

另一邊廂，倫銅遇阻一萬關口後回吐漲幅，好在9,000美元附近有承接，本周開始已經連續上漲三日，周三升幅擴大至1.95%，站上5和100日線，但這不能

代表調整就此結束。

倫銅反彈難言調整結束

倫鋁也反彈，周三靠近20日線，已經連續走高三日至2,439.5美元。倫鎳能夠重新站上18,000美元水平，只是一時間要重新回到3月之前的升勢還需要更多利好刺激。

（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所述股份；本人所管理基金持有美股及港股。）markto@wfgold.com

全球固定收益前景趨樂觀

Nick Hayes 安盛投資管理總回報及固定收益資產配置主管

美國國債收益率從近期高位趨穩，逆轉近幾個月的升勢，而信用息差則繼續收窄，將部分風險市場的收益率推至近期歷史低點。在疫苗接種計劃快速進行和新冠肺炎病例下降的共同推動下，投資者對美國經濟增長前景樂觀，部分人預計美國今年的經濟增長將達到7.5%或以上。10年期美國國債收益率因此在2021年第一季上漲了約80個基點，導致全球利率市場出現負回報。

然而，在經歷了艱難的第一季後，大部分固定收益領域的4月份回報強勁。

政府債券收益率趨於穩定，信用息差則繼續收窄。

雖然經濟和通脹數據說明，在經歷了12個月前的嚴重衝擊之後，復甦正在順利進行，但4月份的強勁表現，反映投資者預期非常高。如果數據未能支持這些預期，政府債券將得到進一步支持。

對存續期因素轉為較樂觀

長期而言，我們的焦點是通過分散固定收益風險因素及確保實現ESG目標，

從而在整個經濟周期中提供具吸引力的風險調整後回報。而短期內，鑑於2021年收益率上升，我們對存續期因素的態度由謹慎轉為較樂觀。

投資級信貸中，我們在增持評級較低的次級金融債券和企業混合債券；而在高收益領域，我們傾向持有質量較高的短期債券，尤其是美國的服務、科技、醫療保健和資本品。

在新興市場中，相比起當地貨幣，我們較偏好以強勢貨幣發行的債券。目前，我們看好電子商務企業及受益於國

際貨幣基金組織（IMF）援助的主權債券。

中國房產債高風險高回報

而在亞洲，我們正留意某些BB級或B級的中國房地產債券。這些債券能提供吸引人的收益率、息差，同時具有分散投資作用。

不過，較高收益率也伴隨更高風險。考慮到越來越嚴格的中國房地產政策，以及個別企業的盈利警告等問題，我們在過去數月已減少相關資產的持倉。

上市規則13.24帶來估值挑戰

羅珏瑜 華坊諮詢評估執行董事

近年，因種種原因，不少上市公司都因不符合上市規則13.24的規定，而被香港交易所停牌，甚至除牌。13.24的主要條款，是指上市公司所經營的業務（不論由其直接或間接進行）須有足夠的業務運作並且擁有相當價值的資產支持其營運，其證券才得以繼續上市。《上市規則》第13.24(1)條屬品質性的測試。舉例如言，若交易所認為上市公司的業務並非具有實質的業務及／或長遠而言並不可行及不可持續發展，則交易所可能會認為發行人不符合此條的規定。

具下列特徵的上市公司一般會被視為沒有可行及可持續發展業務：上市公司只餘極少量業務及收入，其業務規模及前景似乎均難以解釋何以要付出上市所需的成本費用又或

證明其尋求上市的目的。例如上市公司的業務收入並不足夠應付公司支出，出現淨虧損之餘，營運現金流亦呈負數。

上市公司的業務多年來規模極小而且連年虧損，可見現時業務規模並非一時低迷。上市公司未能證明其有相當價值的資產支持其營運，產生足夠的收入及利潤令其得以繼續上市。

交易所一般按個別上市公司的特定事實及情況作評估。舉例而言，評估個別發行人的借貸業務是否具有實質的業務時，交易所可能會考慮（其中包括）該發行人借貸業務的營運模式、業務規模及往績、資金來源等因素。

《上市規則》第13.24條在2019年10月

曾作修改，按聯交所的公告，自條例修改後有關作出13.24之「決定」或請求覆核「決定」的公告約有三十多條，近期每月約有3條至5條，較修訂前每月0條至1條明顯增多。而當中涉及約14間上市公司，以房地產管理或開發行業及金融行業居多，由於收入大幅下降或長期錄得虧損、負經營現金流，新拓展計劃仍屬初步，財務預測無支持性檔，部分公司獲審計「不發表意見」，提交的擴展計劃缺乏可信性，未有詳細可行性研究，擴展計劃無任何協議支援等。

行業非皆有「可持續」業務

「持續經營」（on going concern）一直是估值師其中一個常用的估值基礎，泛指一

個企業在可見的將來能夠持續維持的業務運作，沒有破產的跡象。在這情況下，企業的資產價值可得以維持，同時也有能力應付將要償還的負債，並透過持續經營而產生收入來提高企業的整體價值。

誠然，不少類型的行業未必有一個「持續」業務產生穩定的現金流，如其業務性質與一些不可抗力的因素而掛鉤如外在經濟因素如政局、油價、甚至老闆的三衰六旺運勢。

舉例來說，專門做豪宅買賣的房地產經紀，動輒每個交易可以收到過千萬元的佣金，卻每每要花上一、兩年才能促成一個交易，而這交易可能就是這公司兩年間唯一的收入。這類型的行業，在很多人眼中，就不

符合「可持續」經營的原則，因為「可見將來」的收入一般泛指未來12個月，兩年才有一筆收入的行業，而且這收入也沒有任何必然性的依據，就不符合「可持續」經營的原質。

誠然，在估值師的世界裏，有很多量化風險的方法和模型，上文所述及的「不可抗力」因素，一般會被視為「系統性風險（systematic risk）」，以Beta系數來衡量，卻無論用什麼模型或估值方法，都需要實際的可比案例和精準的財務數據來支持，所以在協助上市公司排解13.24帶來的挑戰時，一個掌握市況、能用數字分析宏觀經濟到行業到其上市公司之業務之估值師的角色尤為重要。

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。