

# 內地將積極努力穩住外貿基本盤

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

根據中國海關總署的數據，4月內地以美元計出口金額同比增長3.9%，相比3月同比增速大跌10.8個百分點，並為2020年6月以來新低；以美元計進口金額同比增長為0%，與3月份同比增速持平；貿易差額為511.2億美元，雖然略高於3月份差額473.8億美元，但仍屬於衰退式順差。

## 內外多重因素拖累外貿

筆者認為，今年中國外貿外資工作總體開局平穩，但是受內外多重因素影響，穩外貿壓力顯著增加，出口增速放緩將大概率成為年內既定趨勢。近期內地多點疫情突發、上海等地疫情管控帶來復工復產受阻、供應鏈和物流運輸不暢等方面的擾動，加劇了出口下行壓力。

從數據上看，重要出口產品類別和對主要貿易夥伴出口均出現不同程度下滑。以美元計價，4月份機電產品和高新技術產品同比增速分別為-0.1%和-5.0%，相比3月份的同比增速11.2%和9.6%繼續下行，或與供應鏈衝擊下產品生產和運輸受阻有關；對美國、歐盟、東盟、日本等主要經

濟體的出口同比增速較3月份分別回落1.8、4.0、1.3和4.6個百分點。

此外，在全球地緣政治風險仍未消除、國際大宗商品價格保持高位運行的背景下，價格因素對中國出口的拉動作用大幅上升，前3個月出口價格貢獻度分別為47.5%、238.8%、87.4%，但內需乏力繼續導致進口增長停滯，進一步凸顯衰退式順差特徵。內地企業投資和居民消費意願的持續低迷繼續給穩預期、穩主體、穩就業、穩增長等方面帶來挑戰，並與國際大宗商品價格上漲趨勢一道繼續抑制進口傾向。

## 4月內地PMI已反映情況

進出口放緩的形勢，在4月國家統計局製造業採購經理人指數(PMI)中已經有明顯的反映，其中新出口訂單指數下降5.6個百分點至41.6%，進口指數下降4.0個百分點至42.9%，均呈現出環比3月的收縮態勢。本輪疫情帶來的港口吞吐量受限、內陸物流和供應鏈約束等供給衝擊在4月加劇，進一步拖累外貿表現。港口船隻貨物積壓情況未有根本性改善，出口集裝箱和進口

集裝箱運價指數4月均環比回落，八大樞紐港口集裝箱內貿和外貿吞吐量也出現負增長態勢。4月全國主要公共物流園區的吞吐量指數日均值為79.8，同比下降36.4%，較3月同比增速回落18.3個百分點，4月整車貨運流量指數日均值為83.1，同比下降26.1%。

與此同時，美國與歐元區4月Markit PMI分別回升至59.2%與55.5%，均高於榮枯線50%，4月波羅的海乾散貨指數持續上升，說明全球製造業保持溫和復甦態勢，外需整體穩健。另一方面，印度、東南亞等經濟體出口仍強勁增長，如越南4月出口同比增長30.4%，遠高於3月水平，韓國4月出口同比大增12.6%，前4個月累計出口額達2,306億美元，均表明海外生產逐步恢復帶來中國出口替代紅利消退，且本輪國內疫情帶來的企業生產、交貨等方面的不確定性增加導致部分訂單由中國向海外轉移。

考慮到目前疫情仍在持續，預計5月中國外貿情況仍會受到一定影響。展望全年，在多重不確定性與不利因素共同作用

下，中國外貿增速預計將結束前兩年的高增長狀態轉而放緩，但規模仍有望穩定在6萬億美元左右。但筆者認為，如果疫情持續導致復工復產、物流運輸繼續受到擾動和拖延，長期來看中國外貿企業的市場份額有可能被擠佔，這將給中國外貿帶來深遠影響。

特別地，當前外貿企業普遍面臨諸多壓力：大宗商品價格快速上漲，海運費仍處於高位，企業面臨的原材料成本、物流成本、銷售成本維持高位；全球疫情仍在持續，但其他經濟體逐步轉為重啟經濟、復工復產，中國前期出口高增長的產品面臨增長後勁不足的問題；區域靜態管理和復工後閉環生產提高了防疫支出及人力成本，有可能進一步擠壓中小企業利潤，降低其接單及復產意願。

## 穩外貿政策將一一落地

正因如此，繼要求加快出口退稅進度後，5月5日召開的國務院常務會議宣布採取新一輪穩外貿措施，包括力保訂單，穩定重點行業、勞動密集型行業進出口，對

重點外貿企業在生產、物流、用工等方面給予保障；有力有序疏通海空港等集疏運，提高作業和通關效率，用好航空貨運運力，保障重要零部件、裝備和產品運輸；加大對中小微外貿企業信貸投放等。

國務院副總理胡春華在9日舉行的全國促進外貿外資平穩發展電視電話會議上也表示，要高效統籌疫情防控和經濟社會發展，堅定信心、高度重視、積極應對，積極努力穩住外貿外資基本盤，想方設法穩定外貿企業生產經營，着力幫助企業保單保市場，確保外貿物流暢通，全力保障產業鏈供應鏈完整和穩定，更好發揮開放平台在穩外貿中的積極作用。

隨着穩外貿政策落地生效，內地物流供應鏈有望逐步修復。5月以來主要公共物流園區的吞吐量指數、整車貨運流量指數的下降幅度有所緩和，與往年同期的差距在不斷收窄。在筆者看來，科學劃定中高風險地區、分級分類分區精準管控、規範有序推進復工復產的防疫政策，以及覆蓋多個環節的穩外貿措施，有望繼續助力中國外貿平穩增長。

# 滯脹下簡單防守除笨有精

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

美聯儲或加速加息的預期持續，投資者密切關注通脹數據。最新公布的美國四月通脹，按年升幅由三月的8.5%放緩至8.3%，仍高於預期。看來美聯儲仍然有加息壓力，同時投資者還擔心經濟增長。

數據公布後，10年期美債收益率一度高見3.0739%，但之後轉跌。美匯指數收跌0.07%，但還是保持在高位。總體來說，美債和美匯指數維持上行趨勢。現在就等待美聯儲進一步行動。

## VIX波幅增 美股挫

人民幣延續跌勢。離岸人民幣週四就已經突破6.8水平，或很快下探7附近支持。日圓亦疲弱，主要圍繞130附近震盪，不過週四早段倒是回升近1%，但後市或仍有下行空間。歐元受惠七月加息預期，企穩1.05水平，但並未脫離下行趨勢，今早失守1.05支持，弱勢不改。

雖然對於加息市場已經有預期，尤其是美聯儲擅長預期管理，但各類資產還是在近期波幅增加。恐慌指數VIX從四月下旬開始波幅增加，五月幾次突破35水平。美國股市也從四月下旬開始沽壓增加，事實上，數據公布後，美股表現反覆，道指一度回升超過400點，但又轉跌，最終連跌五日。

商品在年初表現亮眼，但近期步入調

整。金價三月一度突破2,050美元水平，但現在已經回吐了今年來大部分漲幅。金價一方面有地緣局勢和通脹壓力支持，但另一方面加息大環境又不利金價。雖然周三金價結束兩日連跌，重拾1,850美元水平，險守200日線支持，即便反彈，上行空間有限，兩千附近阻力大。白銀也跟隨黃金止跌反彈，但相比四月下旬以來的跌勢，反彈力度有限，週阻22美元水平，失守主要均線，後市或還有進一步下行空間，目前20美元附近的區間支持還是有力的。

## 鋁價續跌 油價反覆

如上言，大宗商品在今年來表現強勁，但近期調整。油價原本受到供應影響走高，三月油價甚至突破120美元水平。但隨着近期需求擔憂的增加，油價漲幅明顯受限。油價已經幾次回測50日線支持，也多次跌至100美元下方，但還是錄得四個月連陽。

最新公布的美國通脹數據升幅高於預期，但投資者估計美聯儲還將大幅加



◆美國4月CPI同比漲幅微降但仍處於高位。圖為顧客在美國紐約一家商店選購蔬菜。資料圖片

息，以此應對高通脹。對美國經濟增長前景的擔憂升溫，風險資產面對壓力。雖然紐油又反彈5.96%至105.71美元，但恐怕短線上行空間有限，近期或繼續在90至120美元區間上落。

另一邊廂，倫鋁連跌六周。倫鋁在三月一度突破4000美元，但很快回吐漲幅，已經跌穿主要均線，四月結束四個月連陽，下跌12.56%，跌勢延續到五月，已經跌至3,000美元下方，回吐今年來漲幅，後市或回測2,500美元支持。

## 風險大 蝕少當賺

整體而言，美聯儲仍然有提速加息壓力，投資者更要擔心經濟增長放緩，滯脹格局令資產配置的難度增加，若非冒險而為，反而過去數月增持現金的簡單防守打法，除笨有精，勝於多數投資者。

(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。)

# 好壞參半的美國四月份通脹數字

趙耀庭 景順亞太區(日本除外)全球市場策略師

好壞參半的美國四月份通脹數字。數字的正面因素：美國四月份總體通脹率從上個月的按年同比8.5%下降至8.3%。由於有利的基數效應和供應短缺的改善，核心通脹率(不包括能源和食品價格等波動性項目)按年同比從6.5%下降至6.2%。大約在去年這個時候，美國經濟首次出現大幅物價上漲，這意味着在接下來的幾箇月中，同比的通脹率應該會受基數效應影響而下降。

同時，也存在不利因素。雖然由於有利的基數效應，通脹按年同比下降，但通脹實際上按月回升，這或許更準確地反映了潛在價格增長的形態。核心價格按月漲幅為0.6%，遠高於預期(上月共識為0.4%和0.3%)，扭轉了自一月份以來的下降趨勢。

四月的核心通脹反映了由於航空燃油價格上漲導致機票價格同比增長18.6%，但旅行需求經歷了Omicron後

的反弹，更是如此。過去一個季度的機票價格上漲了40%，現在比疫情前的水平高出10%左右。酒店價格也再次上漲。

## 數據消除美經濟衰退擔憂

四月份按年同比核心價格增長為6.2%，高於市場預期，可能會加強美聯儲在未來幾個月計劃加息50個基點來對抗通脹的決心。筆者不認為四月的數據

表明會出現更激進的緊縮政策，儘管它確實再次打開了市場猜測加息75個基點的大門。四月份的數據也消除了市場對美國經濟正在滑入衰退的擔憂：相反，失業率繼續保持低位，美國人因被壓抑的購買力而進行消費。筆者認為今天的數字表明美國經濟可以承受緊縮政策，美聯儲應該能夠在抑制通脹和實現軟着陆之間取得平衡。

隨着供應鏈問題開始改善，加上工資出現可能開始降溫的早期跡象，筆者預計通脹壓力將在今年第二季度顯著下降，這可能會給美聯儲的緊縮政策提供更多調整空間。(摘錄)

# 美國應盡早停止貿易戰 利己利人

史立德 香港中華廠商聯合會會長

美國作為最大經濟體，美元又是全球最廣泛應用的貨幣，多年來卻一直以不同手段，例如施加關稅、逼令其他國家調整貨幣匯率等，以達到自身最大利益。因應中國日益強大，美國為了保住領導地位，前總統特朗普於2018年發起貿易戰。幾年過去，貿易戰最終自傷其身，在嚴重通脹的壓力下，現任總統拜登放風考慮取消對中國部分進口商品徵收的關稅。正如國家外交部所言，中美經貿合作的本質是互利共贏，貿易戰、關稅戰沒有贏家。不過「打鐵還須自身硬」，全靠國家應對有道，美國才會無功而還。

日前美國公布最新的通脹數字，雖然漲幅按月回落0.2個百分點至8.3%，不過仍高於市場預期的8.1%，而且處於40年高位。即使美國聯儲局今年已經加息0.75%，令聯邦基金利率區間提升到0.75厘至1厘，亦未足以壓抑通脹。美國紐約聯儲銀行前行長杜德利表示，聯儲局應至少加息至5厘或以上，才可控制高企不下的通脹。

## 加息恐不能解決通脹

然而，美國即使加息，亦需要付上高昂成本。美國淨負債額達14萬億美元，國債達30萬億美元，是本地生產總值的130%，利率上升1厘，相對的利息支出就是3,000億美元。由此可見，單靠加息並非解決通脹的方法。

另一方面，自聯儲局上周加息0.5厘後，美國股市接連下挫，道瓊斯工業平均指數由逾34,000點，跌至低於32,000點水平。可以說，華爾街的投行已經以股市波幅，對聯儲局的接連加息作出回應。

## 貿易戰刺激美國通脹

事實上，貿易戰本身刺激美國通脹，及後的疫情爆發更令全球供應鏈變得非常緊張。而俄烏衝突進一步引發金融制裁及能源限制，汽油價格屢創新高。對美國通脹而言，種種因素可說是「完美風暴」。

在經濟金融已經全球化的今日，國與國之間合作的協同效應，總比互相攻擊為好，特別是當中牽涉全球最大的兩個經濟體。國家由於防疫原因，今年的經濟增長必定大受影響。如果美國示好，落實取消對國家的部分進口商品徵收關稅，不單各有好處，更能帶動全球經濟向好方面發展。即使美國最後繼續貿易戰，國家亦有方法應付，畢竟今時不同往日，美國的壓力絕對比國家大。

# 淺談香港SPAC上市有關的估值

李簡 華坊諮詢評估有限公司財務分析師

港交所的特殊目的收購公司(SPAC)上市新規生效剛過去四個月，已有超過10家SPAC遞表港交所，其中不乏各界「大佬」的身影(如李寧、王石等)。作為與傳統首次公開招股(IPO)互補的新上市途徑，香港SPAC在上市規定較美國、新加坡等地的要求都更為嚴格。

尤其在集資規模和合資格投資者方面，港交所要求SPAC的市值達到10億元以上，而且只允許專業投資者認購和交易首次上市SPAC股票，散戶投資者則只有在SPAC併購完成後交易繼承公司的股票。

可以看出港交所力求確保借助SPAC上市的公司為優質標的公司，同時給予市場投資者更高的保護。而嚴格的上市規定同樣限制了SPAC股票市場的流動性。作為香港第一支上市的SPAC，Aquila(7836)

的平均成交量(3個月內)不到50萬股，市場反應可謂相當平靜。

SPAC作為一個殼公司，其自身的價值更多取決於未來的投資標的和治理框架設置。由於現階段上市的SPAC還未進入De-SPAC階段(即向對目標公司進行併購)，潛在投資者也難以選擇合適的坐標為SPAC估值定錨，因此需要更多時間觀察SPAC市場。

## 可從三方面評估

不過從目前港交所收到的遞表申請情況看，市場對SPAC上市途徑展現了積極的態度。通過SPAC披露的文件，我們也能看到它們未來的投資方向多以綠色能源、健康產業、創新科技為主。

對於SPAC而言，未來36個月的主要任務為找到合適的標的公司完成De-SPAC。

而對於有意通過SPAC上市的潛在目標公司，它們亦需要將自己的優勢和發展潛力完美地展現給SPAC發起人，以獲得SPAC的認可。其中非常重要的數據即為潛在目標公司的過往財務數據，而當中很可能涉及及到以下的評估諮詢：

**第1，收購價格分攤諮詢(PPA)**。收購價格分攤簡而言之為將公司收購對價拆分出無形資產和商譽部分，以供審計報告使用。由於潛在目標公司在自己的領域也已發展到了一定規模，對同行業企業的收購也不罕見。若此後藉助SPAC成為上市主體，潛在目標公司需要對歷史交易併購PPA釐清和調整；

**第2，期權等金融工具的評估諮詢**。對於潛在目標公司，尤其是科技類公司，期權等金融工具作為員工激勵的手段十分常見。而在報表中對此類金融工具的價值評



◆港交所的特殊目的收購公司(SPAC)上市新規自2022年1月1日起生效。資料圖片

估也至關重要；  
**第3，其他需要公允價值計量或減值測試的評估諮詢**。例如投資性房地產計量、固定資產減值等項目均會對潛在目標公司的報表數據產生影響，而這些數據信息也需要進行評估後方能最終確認。  
De-SPAC的成功是一個雙向選擇的過程。潛在目標公司並非僅僅位於熱門投資

賽帶就能輕易獲得SPAC發起人的青睞，如果前期能將重要的歷史財務數據整理妥當，將會為之後的De-SPAC贏得更多的時間和空間。

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。