

內地五一消費基本盤持續向穩

全球觀察

李嘉豪 中銀國際研究有限公司

出於對新冠疫情反覆的擔憂，市場對今年第二季度的消費情況不甚樂觀。多方初步數據顯示，部分非必需性消費表現確實疲軟，但仍有一些品類和地區的消費數據實現了增長。

疫情限制非必需性消費

由於新冠疫情仍在全國多個地區蔓延，黃金周假期的整體消費呈現出喜憂參半的跡象。上海、北京等一線城市因為疫情影響，當地消費受到衝擊。其他地區也因為疫情的考慮，出行有一定限制，制約了城際出行和部分消費活動的開展。

因此，與旅遊、餐飲和娛樂相關的消費活動在為期5天的假期中顯著減少。例如，在「五一」期間，全國國內旅遊出遊

人數同比下降30%，旅遊收入同比下降43%。儘管2021年的「五一」假期也受到了疫情的影響，但相比之下，今年黃金周的旅行消費所受的衝擊更大。一二線城市裏的高消費力人群因疫情限制而不能出行，一定程度上也影響了旅遊行業的收入。今年「五一」旅遊收入僅恢復至疫情前同期的44%。

在餐飲領域，得益於深圳和上海等城市部分放寬管控措施，很多大型連鎖餐飲企業的日常銷售額和翻台率與4月相比略有回升。我們觀察到，一些餐飲企業為了減輕疫情對堂食的消極影響，正採取措施通過線上渠道或新零售渠道推動銷售。然而，其他城市如北京疫情的零星擴散，導致大多數餐飲企業在假期的經營狀況同比

顯著下降。

電影也是受到明顯壓制的娛樂領域之一。貓眼娛樂的數據顯示，黃金周期間全國電影票房收入同比下跌81%，降至2.97億元人民幣，反映疫情所引發的影響。

部分地區消費表現回彈

儘管旅遊和電影等數據疲弱，黃金周期間仍有積極的消費表現。例如，國家郵政局監測數據顯示，「五一」假期期間攬收快遞包裹13.4億件，同比增長20%，這表明全國電商銷售穩健發展。

除受封城制約的城市外，其他地區在假期期間大多呈現出積極的消費趨勢。例如，深圳、重慶的假期消費實現了同比增長，重點監控的商貿企業銷售業績尤為優



◆內地多個地區疫情持續，黃金周假期的整體消費呈現出喜憂參半的跡象。

資料圖片

秀。另外，河北、陝西、廣西等省的部分地區也呈現出較積極的消費態勢。我們認為，這反映了部分前期被壓抑的消費需求。

另外，部分消費者或出於對疫情發展的

預期而進行預防性採購，必需品和家電等品類表現強勁。當中，龍頭企業更能憑着自身供應鏈等優勢，在疫情挑戰下順利保證產品供應，滿足消費者的需求。

通脹持續 資產估值受壓

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

現在通脹壓力持續，經濟增長放緩的擔憂升溫，美聯儲等央行繼續加速升息。恐慌指數VIX已經連跌四日，也已經連跌兩周。美國股市從四月下旬開始沽壓增加。上周五顯著反彈，但從今年以來表現看，美股已經有相當調整，道指和標普回落逾一成，納指更是已經下跌24.5%。

外匯市場中美元表現亮眼。尤其是美聯儲加速升息，美匯指數從今年來表現強勁，延續上行動能，上周一度站上105水平，已經連續上漲六周，後市仍有望進一步上行，或先上探110。此消彼長，歐元反彈或有限。歐洲經濟受到俄烏局勢影響，加上美元強勢，歐元雖然有歐央行從七月開始升息的預期支持，但仍持續疲弱，已經跌至1.05水平以下，上周累積1.32%的跌幅，最低見1.035，後市仍保持在下行趨勢中，恐怕歐央行即便加息，也不會像美聯儲那般激進。

日圓跌勢未止

另一邊廂，日圓從三月開始跌勢加速，連續下跌九周，直到上周才反彈1.03%，守住130水平，只是恐怕調整後日圓仍有進一步下探空間。

隨着全球經濟增長前景堪憂，近期已是拖累商品漲幅的主要觸發點。最新中國4月經濟數據公布，包括工業、零

售、固定資產投資和就業等數據不太樂觀。雖然有消息指上海或六月恢復生產生活，但疫情對經濟的影響持續，不是立刻可以修復。

倫銅或延續跌勢

倫銅遲遲未能突破10,500美元一線，但從四月下旬開始下行壓力明顯增加，上周已經回測9,000美元水平支持，錄得六周連跌。基本面未有明確改善，倫銅或延續回落，弱勢短期內不改。倫鋁原本在三月一度突破4,000美元，現在連續失守主要均線，已經運行在2,500至3,000美元區間波動，上周窄幅運行，已經回吐年內漲幅，但短期有可能先下探2,500美元支持。

貴金屬方面，美元強勢如斯，金價下行壓力明顯增加，回測1,800美元附近支持，已經連續下跌四周。金價已經失守主要均線，回吐今年來漲幅，現在關注千八支持能否守住，如果失守或加速下試。白銀已經連續下跌四周，沽壓非常



◆環球通脹壓力持續及經濟增長放緩的擔憂升溫，美聯儲等央行近期加速升息，各類資產價格波動明顯加劇。圖為紐約證券交易所。

資料圖片

大，上周一度回測20美元附近支持，好在上周五反彈。

銀價不排除再下探

其他貴金屬方面，白銀料繼續維持弱勢，短線調整後不排除進一步下探新低的可能。鉑金在900至1,000美元區間波動，結束兩周連陽，短線或延續震盪，反彈動能不足，短期內更是不容易重上三月高位。鈀金也從三月高位回落，上周更是直接跌至2,000美元下方，雖然上

周五反彈3.07%，結束三日連跌，但仍錄得三周連挫。短線或回到2,000至2,500美元區間波動，但目前缺乏足夠動能進一步突破。

整體而言，本周繼續關注數據和美聯儲官員講話，包括美國零售銷售數據和美聯儲主席鮑威爾演說，希望從中得到未來利率政策的指引。

(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。)

未觸底。不過，在經歷近期的大幅調整後，部分公司的估值已進入具吸引力的區間。

系統性下跌階段或已結束

總括而言，我們對內地A股保持謹慎的態度，並將以積極的心態尋找已經進入目標價格區間的優質企業。市場的系統性下跌階段或已告一段落，展望將來，Alpha的力量有機會勝出。我們應重點關注在目前經濟社會背景下仍能保持穩健、甚至能夠擴大市場份額的企業。

另外，我們還可以提前關注將顯著受惠於經濟和社會回復常態的行業，例如消費服務業和先進製造業等。畢竟萬物都有周期，我們靜待其變化。

宜以積極心態在A股尋中長期機遇

施羅德投資管理(上海)有限公司股票投資團隊

在可預見的中期，內地嚴格的防疫政策或將常態化，從上海防疫中總結出的經驗可能會被應用到全國各地。收緊的新冠肺炎防疫措施或會在短期內令內地經濟承壓。從周期角度看，我們亦觀察到一些中期的結構性變化。內地第一季度的國內生產總值(GDP)錄得4.8%的增長，受疫情影響較小。

然而，若以上海為例，全面封控是從四月初開始的。因此，相關影響或會在第二季度的經濟增長才體現出來。另外，由於人員、物流和供應鏈受到一定影響，某些產業和公司出現了尋找供應

鏈後備方案的想法和行為，例如以東南亞和印度作為後備選項。雖然內地貨幣政策處於寬鬆周期，但同時亦受到一些因素制約，當中包括對通脹前景的擔憂。對此，中國人民銀行行長易綱在博鰲論壇上重申：「中國貨幣政策的首要任務是維護物價穩定。今年，糧食生產和能源供應對物價穩定非常重要。」

另一方面，內地與美國聯儲局的貨幣政策存在差異。在聯儲局的緊縮周期下，預期未來的利率和存款準備金率的調整力度或將較為溫和。企業盈利在上半年可能面臨一定的下

調壓力。從已經公布的第一季度業績來看，整體利潤增長為3.6%。雖然數據較2021年第四季度已有所回升，但大宗商品價格大幅上漲所導致的成本壓力，以及疫情的影響可能會在第二季度浮現。這有可能會影響企業的收入增長和利潤。行業分析師通常會在業績報告出爐後根據報表調整盈利預測。故此，我們預計密集的盈利預測調整或會在第一季度業績和中期業績發布後才出現。

內地A股市場整體估值已大幅修正。考慮到盈利預測仍存在下調空間，加上歷來數據的綜合分析，目前估值可能尚

大，上周一度回測20美元附近支持，好在上周五反彈。

疫情有望受控 內地經濟料漸恢復

姚浩然 時富資產管理董事總經理

國家統計局最新公布了幾項經濟數據，並連同較早前公布的經濟數據發表了一篇題為《經濟下行壓力加大高質量發展大勢不變》的文章，文中提到1-4月份全國規模以上工業增加值、全國服務業生產指數及全國固定資產投資(不含農戶)比上月皆有回落跡象，反映疫情防控措施對經濟發展確實有影響。

其中1-4月份全國規模以上工業增加值同比增长4.0%比1-3月份回落2.5%、1-4月份全國服務業生產指數同比增长0.3%比1-3月份回落2.2%(4月份全國服務業生產指數同比下降6.1%)、1-4月份全國固定資產投資(不含農戶)比1-3月份回落2.5%，同比增长6.8%，三項數據中服務業生產指數最受影響。

此外，4月份全國城鎮調查失業率為6.1%，比3月上升0.3%；4月份全國工業生產者出廠價格同比上漲8.0%，比3月回落0.3%；全國工業生產者購進價格同比上漲10.8%，反映不論民生或商家，4月份較情況都較3月份差。

疫情對經濟影響屬短期

惟隨着內地疫情逐漸受控，相信第三季經濟會復甦較快，國家統計局亦表示4月份疫情對經濟運行造成較大衝擊，但這種影響是短期的、外在的，內地經濟穩中向好、長期向好的基本面沒有改變，轉型升級、高質量發展的大勢沒有改變，穩定宏觀經濟大盤、實現發展預期目標有利條件較多。

隨着疫情防控取得階段性成效，穩定經濟政策持續顯效，經濟運行有望逐步復甦。

此外，若上海陸續解封，港口航運業務回復正常，將有助舒緩環球通脹升溫壓力。美股方面，近期因為加息陰霾、虛擬貨幣市場大跌、美元強勢及憂慮通脹風險等種種不利因素疊加而導致美股大幅下跌。

大市前景未明 慎重選股

惟當市場已逐步消化這些不利消息，而某些因素亦已漸見喘定，例如穩定幣所觸發的虛擬貨幣市場大跌已逐漸回穩，美元指數雖然仍在高位徘徊但尚未見進一步急速上升，加上美國國債息率普遍已從近期高位回落6-9%及反映恐慌情緒的標準普爾VIX指數期貨已從高位回落至30以下水平，反映市場避險情緒下降，有利股市喘穩。

然而，現階段大市仍未算明朗，投資者投資時應慎重選股，可優先考慮一些有業績支持及估值較低的股份。

(筆者為證監會持牌人，編號AEI004，一、四、九牌照)

香港可發展成「家族辦公室」業務中心

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

於2022至23財政年度政府財政預算案中，財政司司長建議就單一家庭辦公室所管理的合資格家庭投資管理實體提供稅務寬免。其中主要受惠條件是家庭投資控權工具的中央管理和控制須在香港進行，其資產須在香港管理和所管理的指明資產須達2.4億港元以上。家庭投資控權工具必須在香港全職僱員平均人數為兩名或以上，且承付的本地營運開支總額為200萬港元或以上。政府表明期望家庭辦公室業務發揮巨大的乘數效應，把資金引導至本地首次公開招股市場、創業資本和私人慈善事業等，令香港經濟整體受惠。

筆者對此感到濃厚興趣，最近參加了香港生產力局主辦的「創新家業辦公室管理與財富傳承」證書課程。導師是資深銀行界和保險業前輩，對家族辦公室的發展和前瞻進行「深入淺出」的解讀，筆者獲益良多，並藉本文跟各位讀者分享一下。

內地及香港富人數量增長驚人

「家族辦公室」始於歐美發達經濟國家，並於上世紀八十年代擴展到亞洲，今

天內地、香港，及新加坡已變成亞洲區主要「家族辦公室」業務地點。藉着中國的改革開放，內地及香港出產大量富有人士，其增長速度和累積財富總額是驚人的，已超越歐美發達體成為未來富人主要生產來源地了。

根據美國家族辦公室協會定義，「家族辦公室」是專為超級富有的家庭提供全方位財富管理和家族服務，以使其資產的長期發展，符合家族的預期和期望，並使其資產能夠順利地跨代傳承和保值的機構。家族辦公室可劃分為單一家庭和聯合家庭，而單一家庭辦公室可投資資產通常需要達到至少1億美元，但是聯合家庭辦公室則可以降至2,000萬至1億美元！大家請注意上述定義的關鍵詞是資產長期發展、符合家族的期望及資產可跨代傳承及保值。

在該課程上，導師強調家族辦公室應發揮兩項傳承：財富傳承和家族精神跨代傳承，而家族精神跨代傳承是旨在減少家族內部糾紛，避免中國傳統的說法：富不過三代的魔咒發生。

有着不同的家族背景和組織，家族辦公室是有其獨立性！其服務核心大致上分為法律、稅務及財富管理三大基礎，尤以法律為主軸。家族辦公室的功能也因着家族主觀條件不盡相同，但基本上是具備四大功能：財務規劃、策略、治理和諮詢。財務規劃包括投資管理服務、慈善事業管理、生活管理和預算；策略包括家族成員培訓和教育、遺產和財富傳承和商業和財務諮詢；治理包括報告和紀錄、繼承規劃和行政服務；而諮詢則有稅務和法律諮詢、合規和監管事務協助和風險管理和保險服務等等。

家族資產需專業人士管理

視乎管理資產規模和延聘外部專業人士多少，家族辦公室的員工可以包括首席執行官，下再分工有首席財務官/會計師、首席投資官/投資分析師、首席運營官/行政管理人員和律師/資訊技術人員。精明的讀者不難計算上述各位專業人士的年薪都平均過百萬港元，其總支出普遍年逾3,000萬港元的，也說明為何單一家庭辦公室管理

資產都不少於一億美元才合算。

筆者深信讀者非常有興趣家族辦公室主要投資什麼呢？根據瑞銀集團發布的研究報告，平均而言家族辦公室將其32.4%投資於股票、18.7%投資於私募股權、17%配置於房地產、16.3%投資於固定收益產品，同時平均保留7.6%的現金或等價及8.7%的其他資產。

隨着各項新興資產的流行，家族辦公室開始下注新興資產類別如SPAC IPO、NFTSPACE及BITCOIN中，源自把財富分散和捕捉新興經濟增長點的思路下。

最後筆者特意論及家族精神傳承部分。如何達到家族繼承目的，必須具備有效的家族治理機制。一般而言，有效的治理機制必須包含家族委員會、家族憲法、家訓及家規。

家族憲法是主要的跨代傳承工具，促使家族成員間可以對家族特有價值及規範進行溝通，把家族歷史、精神及價值跨代傳誦。家族憲章也會訂明家族機構的設立、變更和管理；家族機構通常包括家族大會、家族理事會、教育委員會、家族辦公

室、董事會等等，會清楚規定選拔、任命及退休具體安排。

香港具優勢成為業務中心

過去逾半世紀的香港經濟繁榮已出產不少富有家族，背靠祖國正是香港發展成未來亞洲「家族辦公室」業務中心的強大保證！麥肯錫預測未來五年，中國超高淨值人群個人金融資產總和將以13%的速度高速增长，管理資產規模將從2020年的21萬億元人民幣增至2025年的38萬億元人民幣。家族辦公室源於西方，傳入亞洲並流入東方家族元素。香港是東西方文化交融的地方，且建立良好金融/會計/法律/投資基礎，是建立家族辦公室不二之選。香港作為全球國際金融中心從中分着不少比重，有助香港找尋出下個金融發展的路徑，實是特區金融/保險從業員深切期待的！

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。