



內地互聯網板塊：競爭不改行業復甦趨勢

全球觀察

孟昕、郭潛鈺 中銀國際研究有限公司

去年經濟疲軟和新冠疫情對內地互聯網領域的電商、本地生活、雲計算等板塊均造成了不同程度的影響。在經濟增長缺乏動力的大背景下，可選消費需求疲軟疊加物流配送不暢拖累了電商板塊的增速。新冠防疫措施對線下人員流動的限制，打擊了本地生活領域中到店、旅遊和酒店業務等相關業務的開展，同時減緩了項目制雲計算的施工、驗收和相關收入確認。

展望2023年，隨着疫情管控的放開和積極追求經濟增長的政策導向調整，筆者預計中國經濟的逐步復甦將促進互聯網行業基本面改善。同時，考慮到互聯網行業監管進入常態化、透明化和可預測的新階

段，以及減弱的ADR退市風險將改善市場對中國互聯網行業的信心。總體而言，筆者對2023年的中國互聯網行業持積極看法。

本地生活：迎反彈但競爭加劇

筆者認為本地生活服務板塊將直接受益於疫情管控的放開。隨着內地新冠病毒感染高峰過去，據美團發布的2023年春節消費數據顯示，假期前6天，日均消費規模較2019年春節增長66%，異地消費同比增长76%，全國多人堂食套餐點單量同比增长53%。線下活動的回歸以及到店、旅遊和酒店業務的恢復將提升平台盈利能力。但

同時，筆者看到本地服務板塊的行業競爭正在加劇。筆者注意到抖音的本地服務業務發展迅速，據36氪報道，2022年抖音生活服務類業務累計GMV達到約770億元人民幣，並設定2023年目標為1,500億元人民幣。此外，抖音正在北京、上海、成都試點「團購外送」項目即外賣業務。此外關於騎手社保問題，雖然具體的措施還沒有確定，但筆者認為相關政策落地或成定局，且最早或於2023年下半年逐步落實。

電商：進入優質增長階段

筆者認為電商平台玩家的用戶高增長階段已經過去，改善用戶體驗和提高商家用

戶參與度的新階段已經到來。直播電商仍將是整個電商市場的增長動力，2023年繼續保持高於行業平均水平的增長。為了把握疫情後前期被壓抑的可選消費需求逐步釋放的契機，京東或將於三八節上線百億補貼頻道，電商行業的競爭有加劇傾向。此外，繼阿里巴巴之後，拼多多也開始拓展海外市場，於2022年9月1日在美國市場推出跨境電商平台Temu，以內地白牌商品產能為依託，瞄準低價性價比市場，截至目前，表現優異。

雲業務：2023年重新加速

中國雲計算市場繼之前的在線零售、視

頻和遊戲等消費互聯網驅動增長後，正在迎來由工業和製造業企業數字化帶來的下一波增長浪潮。展望2023年，疫情管控措施的放開將助力雲項目順利部署及相關收入確定，同時伴隨着企業經營活動回歸至後疫情時期的正常水平，企業有關雲業務的資訊科技支出將恢復，筆者預計中國雲業務將在2023年重新加速。Transformer結構模型的產生帶動模型規模和參數激增，以大模型為基礎的to B、to C相關項目的相繼落地，將使得人工智能計算面臨爆發式增長，帶動各行業深刻變革。新基建、資訊科技基礎設施的建設在「數字中國規劃」指導下有序展開。

美加息幅度未定案 押注忌一面倒

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

踏入3月份，未來一兩周，市場上、媒體上，投資者的焦點，都一定是美聯儲議息，重點不是加息與否，加息是幾乎肯定的事，關鍵只在於加多少，以至於之後的鋪排如何。

向的慣例是，這段日子，可算是期望管理的熱門時候。畢竟，局方要把今次決策的背景，當中的難度，以至不同方案的利弊，甚至當局大員已有的方案，陳述給大眾，讓各方持份者有所認識，對於之後的決定，不會覺得太意外，亦因此可以避開對於金融市場有太大的震盪。

期望管理降市場震盪

是的，近十多年以來，打從金融海嘯以後，伯南克主政以來（2006年2月初至2014年2月初擔任美聯儲主席），美聯儲一直奉行的是期望管理，重視透明度，這一點，既與學界認為央行政策需要可信性，亦與他本人的經濟危機研究，尤其是零息時代，央行有何角色，有何可以作為，早有看法。

事實上，多年以來，無論是耶倫（2014年2月初至2018年2月初擔任美聯儲主席），抑或如今的鮑威爾（2018年2月初上任至今），都是跟隨這個方向。顯然，今天的央行，已不能與當年格林斯潘（1987年8月中至2006年1月底擔任美聯儲主席）一樣，刻意

的「遊花園」，令大家估不到。當年以為這樣可以降低對市場的影響，但其實乾脆完全清楚地開誠布公，一樣可以甚至做得更好。

議息前後 必爭之地

如此一來，每次議息會議前後，都是期望管理的必爭之地。局內，主席既要整合所有有份投票者的意見，以達到共識；局外，當局官員亦會積極透過公開場合，正式或非正式渠道，表達本身看法，以讓媒體有更多討論，事先有一定心理準備。這樣做的好處是，最終決策出來，通常一點意外都沒有，大家早有預期，好像寫在牆上一樣。

是的，一般而言，即使加多少這個問題，通常在正式議息前一段時間，已經有相當充分的與外界溝通，作為期望管理，然後，央行決策者的想法，與市場上投資者的想法，會趨向一致，最終加息決定的幅度，早已為主流觀點了。

兩方陣營俱有理

誠然，過去幾周相當強硬的言論充斥，要求加息50點子者，陸續表態支



◆金融海嘯以後，多任美聯儲主席都奉行期望管理，重視透明度，把決策的細節陳述給大眾。圖為現任美聯儲主席鮑威爾。

持，不論是支持上次抑或今次這樣做，也有一定的理據配合，包括經濟數據而言，通脹未完全受控，失業未明顯惡化，衰退未真的出現等等。

加幅未有定案

當然，也不乏其他意見，例如也有當局官員認為繼續加息25點子這個步伐較好。後者這個陣營，最新有表態者，外界關注其於今年沒有份投票，外界雖是小心觀察，但有時捉錯用神，因為沒有投票權，不等於沒有意見上的影響力。真正重點始終是觀點和數據本身，

若真的有力，不同意見亦有可能妥協。顯然，今次比較特別，似乎直到目前這一刻，仍是眾說紛紛，沒有一個定案可言。目前關於加息無疑問，但加息多少，究竟是25點子抑或50點子，仍有相當分歧，主要是針對經濟數據的解讀。正因如此，一個多月的調整暫告一段落，短期似乎回穩，但不可言勇，投資者要小心不要太傾向某一結果，以免落空。

（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。）

中國經濟重啟會利好新興市場債券

白凱明 瑞士百達資產管理固定收益投資策略及解決方案主管、韋柏睿 瑞士百達資產管理首席經濟學家

中國經濟的突然重啟，對本已經擔心通脹和加息的固定收益投資者帶來了新的不確定性。但中國出乎意料地迅速放寬防疫限制，將為世界經濟提供亟需的增長，並可能不會對全球通脹造成很大的影響，而且應會為固定收益市場，尤其是新興市場債券，創造一個良好的環境。

新興市場成為受惠者

中國經濟復甦將透過貿易、旅遊和大宗商品流向世界其他地區；而值得注意的是，受到最大推動的將是其它新興市場經濟體，而非發達國家。我們的分析顯示，居民超額儲蓄（可

支配收入減消費）達到了5萬億元人民幣，超過2014年兩倍，相當於GDP的4%。根據我們的研究，其中大部分支出將流向其他國家，如新加坡、泰國和智利。

中國旅遊業的回暖會進一步推動新興市場的經濟。例如，泰國預計今年來自中國的遊客將多達500萬人次，消費者支出將達到三年來的最高水平。

大宗商品出口國（尤其是拉美國家），亦會受惠於中國對其自然资源的需求上升。

我們預計新興經濟體今年的增速將超過4%，遠遠超過僅增長0.5%的發達經濟體。

新興市場債券眾星雲集

根據我們的模型，新興市場貨幣兌美元的升幅可能高達20%。反過來，這將為新興市場本幣債券提供可觀的回報來源。許多新興市場（尤其是亞洲和拉丁美洲）的本地債券實際收益率已遠高於5年平均水平，亦高於美國債券。

展望未來，我們預計新興市場主權債券和公司債券將成為未來5年表現最佳的固定收益資產類別之一，預計新興市場本幣債券和美元債券每年將至少增長7%。我們預計新興市場公司債券的回報率為5.2%。我們認為，中國需求的回升不會從根

本上改變全球通脹格局。

我們不認為中國經濟重啟的結果將與歐美在2022年初取消防疫限制時的結果相同。當時，工資上漲主要是由於勞動力市場的異常緊張。中國的就業形勢遠非過度緊張，職位空缺與失業率的比率穩定地處於1.5左右水平。這表明，中國不太可能將價格壓力傳遞到世界其他地區。

中國對全球通脹的影響力不足以引起幾大主要央行大力收緊貨幣政策。相反，他們的加息行動將很快結束。我們預計聯儲局將在5%左右的關口暫停加息。

（摘錄）

細銀碼住宅仍是兔年市場焦點

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

在一片房地產界叫喊減辣聲中，香港特區政府於財政預算案表明「目前的各項住宅物業需求管理措施（即所謂辣招）維持不變」。但財政司司長同時宣布決定對買賣或轉讓住宅及非住宅物業須繳付的從價印花稅的稅階作出調整，「主要目的是減輕一般家庭首次置業的負擔，特別是中小單位」。特區政府的政策導向非常明顯是暫時不減辣，但是主力幫助首置業主上車，「預計這項措施將會令三萬七千名買家受惠」。

如果再仔細分析政策效果，主要受惠是市值300萬至1,000萬元的住宅物業，均屬首置客主要購買戶型，減免稅項百分比是20%至99.8%，大部分都是介乎20%至33.3%，涉及金額約3萬至6萬元。筆者同意不會掀起新一波炒風，只是幫助市民添置家居和電器用途，但是政策導向鼓勵首置客上車是非常清楚的政經態表：特區政府於3月1日正式宣布香港市民不

需要佩戴口罩，實為復常踏出重要一步。各大發展商乘著上述政策利好消息，紛紛推出中小型住宅新盤。

「扶助上車」收到預期效果

新鴻基地產屯門兆康NOVO LAND第2B期和會德豐地產藍田站KOKO HILLS第3A期KOKO ROSSO成為首先開盤大型新盤。KOKO ROSSO首輪即晚沽清全數開售單位，並在上周三次輪開售中再推售160伙，即晚也沽出約148伙，成績不俗是有目共睹。新地於上周六宣布NOVO LAND第2B期加推180伙，明日(8日)進行次輪銷售171伙。這兩個新盤買家主要是首置客，並有少量大手投資客，明顯地說明特區政府導向的扶助上車客置業已收到預期效果！其實不難預測，發展商短期仍然主推上車樓盤，希望可以先唱好物業市場氣氛，再部署如何推售中型住宅及豪華單位。

地價高低是未來市價的最好佐證。本財政年度最後一塊商業土地終於找到買家了！只有三個財團入標下，上週三終於宣布新鴻基地產以47.29億元投得洗衣街商業地，樓面呎價僅3,103元，還比市場預估下限低16%。可喜的是這次成功批出已結束今年連番流標的不良現象，換來是政府只好接受不理想的地價收益。

回顧過去一年多市道，不難發現實地成績不太理想：住宅地皮成交地價偏低或甚至流標收場，多幅商業用地入標財團少導致流標或成交地價低於市場預期。發展商投商業地皮取態普遍審慎大致受制於幾大因素：短期商業供應量持續高企令現有租金向下、利息成本上升、商業地投資時間較長且普遍招標地皮發展體量不少。其實多種因素最主要是商用物業現時和可見未來市道仍然未能完全復常，導致主要開發商對新投資項目興趣不高，參加投標財團主要都是該區商業大地主，既對本區商

業租金和售價最了解，也身為最大權益者不願意看見同區價值太低而積極投標。上述因素不能短時間明顯改善，低價中標情形不易扭轉。

注意三商地招標情況

下財年政府賣地計劃，將推出12幅住宅和3幅商業用地，市場總估值約700億元。筆者比較注意三幅商業用地，分布啟德4C區4號地盤、金鐘廊及灣仔駱克道，可建樓面達2.17百萬方呎，最高估值約180億元。其中最大幅是金鐘廊重建項目，可建樓面逾一百萬方呎，市值普遍被估為約一百億元。筆者最擔心是啟德4C區地塊，雖然最新估值呎價低於四千元，但是該區同類商廈出租情形不太理想，且租金水平仍然遜於其他九龍東區新型商廈，這塊土地流標收場的幾率不低！相對而言，灣仔駱克道以逾20億元成交的幾率最大，因為地皮位於傳統商業區，且總體投資額不高、投資周期較短，成功找尋新業主不太困難。

市場焦點是金鐘廊重建項目。此項目是金鐘地區最後一幅貴重商業用地，佔地約

9.6萬平方呎，總樓面面積逾一百萬平方呎，可興建86萬平方呎辦公室及酒店用途，基層部分可建14萬平方呎商場。未來附近商業樓面主要新供應量來自三大項目，包括美利道商業地（現為The Henderson）、中環新海濱3號商業地及和記大廈重建項目。

筆者預期地皮掀起區內商業大地主爭奪戰，包括太古、置地、長實/和黃、恒基等等，也不排除其他發展商如新鴻基、信和、南豐等加入戰團中。最後成交呎數進一步顯示各大主要發展商如何看待商業地價走向，值得各位關注！

非住宅復常有待確定

兔年剛啟，特區政府送上首置客小禮物，期望可提振細價樓市，繼續成為市場短期焦點！3月1日口罩令完全解封正標誌香港昂然步入新階段，非住宅市場復常情形仍有待確定，預示未來走向！

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。

業績變化影響股價更大

總括而言，公司股價是由公司管理團隊的執行力和營運表現推算出來，政治社會環境的配合當然有利公司發展，但股價根本是因財報上的業績變化而表現出來的。當然，某些一刀切的政策會大幅度影響股價，但這類黑天鵝事件也不是我們能預測的。每年市場上都流傳很多兩會的信息，大家不妨細心閱讀，看能否真的找出那些因果關係（causation effect），對企業未來營運和財務帶來重要影響，繼而找出令行業或個股升跌之原因。

兩會期間港股表現

年份	2星期	4星期	3個月	6個月
2018	3%	-3.1%	-0.3%	-9.4%
2019	0.7%	0.8%	-6.7%	-11.4%
2020	0.4%	0.8%	3.4%	8.9%
2021	0.6%	-1%	-1.1%	-11.4%
2022	-2.3%	0.6%	-3.8%	-11.2%

以上數據由香港交易所提供