



內地在線旅行社將迎全面復甦

全球觀察

2021至2022年疫情下的各種出行限制阻礙了旅遊業復甦。中國、美國等國家還面臨經濟走弱的挑戰，對旅客的消費能力產生了負面影響。儘管如此，仍有數據表明消費者在新冠疫情後變得更願意旅行。筆者認為，這反映了全球消費者經過多年的封鎖和社交距離措施後態度及消費行為的變化。根據旅遊數據機構TCI Research的資料，踏入2023年，大多數國家的旅遊情緒已較2019年顯著改善。雖然中國2020至2022年的旅遊情緒比大多數國家消極，但隨著防疫措施在去年12月獲解除，中國的旅遊情緒已從去年12月的-7升至今年2月的36，靠近38的全球均值。

酒店房價入住率料雙雙回升

到2022年底，歐洲和北美大部分發達國家酒店的平均入住率仍比2019年低6%-8%，筆者認為主因是國際遊客減少，大多數國家的國際遊客量仍低於2019年的水平。儘管入住率較低，在STR抽樣的64

個國家中，有28個國家的酒店行業2022年的RevPAR（平均每間可供出租客房收入）仍較2019年有正增長，筆者認為這對酒店和在線旅行社來說是一個令人鼓舞的跡象，表明較高的平均房價抵消了入住率較弱的影響。

筆者認為，RevPAR的增長反映了疫後酒店行業消費模式的轉變。首先，因為疫情令一些消費者的收入下降，影響了他們的旅遊意願，結果能負擔旅行的消費者都對價格不太敏感。其次，疫情後消費者更看重衛生等因素，在旅行和選擇住宿設施方面更加挑剔。隨著中國解除疫情管控，筆者預計中國以及各國的平均房價和入住率將在2023年回升，並在2024年加速復甦。

內地航班將先國際航班反彈

國際航空運輸協會（IATA）在2022年底對全球航空業做出最新預測，指航空客運量的復甦很可能是一個不對稱的V型：航空客運量在2020年驟降後將緩慢復甦，

中銀國際研究有限公司 李嘉豪、彭助

尤其是國際航班。IATA預計全球航空客運量到2024年才能恢復到疫前水平。其中，內地航班的恢復相對更快，IATA預計內地航空客運量將在2024年初復常。但由於國際航線關閉、部分限制措施猶在等問題，國際航班預計到2025年才能恢復到疫前水平。參考其他國家的經驗，筆者預計中國的旅遊市場至少需要12個月才能完全恢復；在線旅行市場的交易規模可能要到2024年才能完全恢復到2019年的水平。

在線旅行社有望五方面創收

雖然經營環境將從2023年起穩步改善，但在線旅行社仍將面臨一些壓力，而確保交易額及收入增長將是它們的首要任務。筆者認為它們可以通過以下方式創收：（一）擴大交通業務的交易額。根據艾瑞諮詢的數據，2021年只有8%的客車票通過線上銷售，這為交易額的長期擴張提供充足的空間。以機票90%的滲透率估算，筆者估計2021年整體長途汽車票市場規模可能高

達4,900億元人民幣左右，佔中國整體交通市場的30%。（二）運用捆綁銷售、提供增值服務來補充業務。一種方式是捆綁銷售，即向使用在線旅遊平台的用戶交叉銷售酒店套餐和其他服務。另一種方式是提供附加服務和產品，如意外/延誤保險、機場/火車站接機服務、優先登機和機場貴賓室服務。（三）拓展差旅管理業務。除了機票、酒店客房、汽車租賃等基本的旅遊產品和服務，差旅管理公司還為企業客戶提供高效的旅遊方案，解決複雜的旅遊需求。同時，差旅管理公司還可提供其他增值服務，例如旅行支出分析、旅行政策制定等。（四）通過創新的產品創造良好的投資回報率。例如，「盲盒」產品便是在線旅行社創新的典型案例，性價比高之餘，也為旅行者帶來驚喜，受到年輕消費者的青睞。同樣，在線旅行社也可利用直播來吸引用戶和創收。筆者認為，如果用戶規模夠大，直播的投資回報率可以很高。（五）併購推動更多增長。部分收購併購可以幫助在

線旅行社開拓新市場，另外也可以加強在線旅行社與供應商的關係。

行業競爭不會構成重大威脅

雖然大型酒店集團和航空公司都希望擺脫在線旅行社，另建直銷平台，但筆者認為至少在未來幾年，在線旅行社仍能主導在線旅遊市場並佔據絕大部分交易額。筆者預計，隨著旅遊市場在疫後逐漸復甦，到2030年，所有在線旅行社加總仍將佔據中國在線旅遊市場逾半的交易額。不過，筆者相信中國市場的體量足以讓在線旅行社和直銷平台共存。另一方面，筆者認為在線旅行社為小型酒店和其他供應商帶來了不可替代的價值，例如提供預定通道、大量的用戶和增值服務。

除了中國本土的供應商，筆者預計國際出境業務將是中國在線旅行社避免被官網直銷平台取代的重要途徑。鑒於旅行的長期需求上升，筆者認為在出境遊業務具競爭力的在線旅行社將面臨較小的壓力。

「矽銀」事件 危中有機

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

世事如棋局局新。本來，過去一個多月，挾着美國經濟數據之強勁，通脹未有更快回落，失業未見惡化，衰退只聞樓梯響，美聯儲大員已經連番出言，支持加息50點子，一切如箭在弦，只待下周正式出招。

基本上，投資者已明白，美國經濟數據偏強，通脹遲遲未有快速回落，另一邊廂，雖然每多美國大企業裁員消息，但整體而言，失業未見明顯惡化，而衰退一事亦暫時未有外界想像般迫切，如此一來，美聯儲官員已先後多次，相繼公開發言，期望管理，為加息50點子鋪路。

加息再提速信息不理想

是的，過去一周，絕大部分時間，本來無甚意外，只是繼續消化，來自美聯儲官員，尤其是主席鮑威爾的言論，當中微言大義，對於本月的議息會議，將有何啟示。局方大員一直解畫，無非想把加息幅度，由原本已經降速至25點子，再提速至50點子，以助盡快控制好通脹預期。

當然，這不是一件大家樂見的事，畢竟，貼現率向上，資產價格向下，投資者當然傾向認為負面，更何況，之前千辛萬苦，經歷了連續四次的加息75點子，才可在當時通脹數據受控下，開展降速之旅，今日的我打倒昨天的我，難

免令人聯想到，任務尚未成功，期望管理而言，相對負面。

先走為敬 資產波幅擴大

的確，隨着美聯儲有可能把原本已經降速的加息步伐，重新提速而行，從期望管理的角度而言，這個趨勢和信息不太理想，投資者面對不明朗，最終一定反映在資產價格波動性上。

在外人看來，既然之前降速加息步伐，希望最終可以停下來，靜觀其變的想法已放棄，則外界往往看較壞的一面，自然是先走為敬，資產價格亦受壓，資產波幅必然繼續擴大。

基金長沽短買助降短息

偏偏巧合的事，意料之外，總有機會。君不見上周早段，大家仍在反映，美聯儲主席鮑威爾聽證會上的發言，微言大義，但轉眼間，周末前，爆出矽谷銀行出事，形勢立時有變。

有趣的是，面對25點子抑或50點子之爭，投資者未敢一面倒押注，反而是好事，因為上周爆出事件，恐怕牽連甚



◆上周矽谷銀行爆煲，有關影響牽連甚廣，有機會引發更大金融危機。不過，在事件發生後，美聯儲加息步伐或將調整，部分投資者視為機會。 資料圖片

廣，整體金融市場也在評估危機。固然，投資者並非省油的燈，短期沽壓難免，但基金沽長買短之舉，將有助降低短息，而美聯儲亦未必可以放膽加息50點子。由此可見，危中有機。

守穩才有資格把握機會

投資者忙完一輪，細心下來，又可能改觀。因為若危機重大，則央行不可能見死不救，加息50點子幾乎不可能，

加息25點子則有點彈性，保持原有的加息步伐，不太進取，又不會太受到眼前危機影響，應該是最合適之選。相反理論作祟，悲觀反變樂觀。

有時候，守得穩，才有資格在機會出現時，真正把握之。

（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。）

歐美有衰退風險 新興市場展現投資機遇

Matthew Quaife 富達國際亞洲多元資產投資管理主管

環球經濟繼續展現韌性，反映短期增長前景樂觀。與此同時，由於勞動市場仍然緊張，我們認為距離通縮的過程仍需一段時間。

隨着央行決心對抗通脹，預計利率可能會上升，並於限制水平維持一段較市場預期長的時間，尤其是英國及

美國。

富達認為，持續緊縮將影響增長放緩，並最終導致美國、歐洲和英國在下半年或明年出現周期性衰退。

然而，若衰退時間進一步推遲到2024年，資產負債表衰退的風險或因債務息率陡峭而增加。

中國經濟有望帶動環球市場

中國內地重啟的速度比預期快，並有望某程度帶動環球市場。中國政府最新公布的經濟目標和政策取態顯然比以往更保守和穩定為主，這對環球經濟是利好消息。我們認為中國政府可能會繼續

針對某些行業提出刺激政策，中國經濟增長可能會勝預期，這或有助地方政府恢復信心。

受惠於新興亞洲市場的通脹逐漸回落、息口漸趨見頂和企業估值吸引，新興市場展現機遇，有助為投資者建立有效的組合。

內地2月信貸增速再超預期 有望支撐經濟復甦

汪濤 瑞銀中國特約首席經濟學家、鍾揮 瑞銀中國經濟學家、王紫嫣 瑞銀中國研究助理

2月新增貸款1.81萬億元（人民幣，下同），高於市場預期（彭博調查均值為1.49萬億元），同比多增5,800億元，主要由企業中長期貸款（新增1.1萬億、同比多增6,050億元）和短期住戶貸款（新增1,220億元、同比多增4,130億元）推動。企業中長期貸款持續同比多增，呼應了監管部門要求銀行信貸「應放盡放」（包括房地產開發商融資），以及政策性銀行對基建專案持續提供信貸支持。短期住戶貸款反彈可能由於隨着經濟迅速重啟，消費貸和/或經營貸有所提升推動，也可能由於一些居民通過舉借短期貸款提前償還部分房貸（前者利率顯著低於後者）。另一方面，新增中長期住戶貸款（主要是房貸）較去年也有所上升（新增860億元、同比多增1,320億元），為2021年底以來首次同比多增，這呼應了近期30個大中城市房地產銷售有所反彈的趨勢。

推動新增社融大幅走強

2月新增社會融資規模3.16萬億元，大

幅強於預期（彭博調查均值為2.2萬億元），且較去年同期多增1.9萬億元。新增社融超預期主要是因為社融口徑下的人民幣貸款大幅走強（新增1.82萬億元，同比多增9,120億元）。另一方面，企業債淨發行量（新增3,640億元，同比多增30億元）和政府債券淨發行量均基本符合我們的預期。其中，政府債券淨發行量上升至8,140億元（同比多增5,420億元），表明地方政府債券發行繼續靠前發力。新增影子信貸小幅下降80億元，不過大幅好於去年同期（同比少減4,970億元）。

信貸脈衝回升轉正

2月官方社融和調整後社融（剔除股票融資）同比增速均上升0.5至0.6個百分點至9.9%。2月新增信貸流量上升至26%（佔GDP比重，3個月移動平均）。我們估算的信貸脈衝由負轉正，從1月的至1.4%回升至+0.7%（佔GDP比重）。1月至2月合計新增銀行貸款較去年同期上升1.5萬億元，主要由中長期企業貸款和短期

企業及住戶貸款推動，疊加政府債券發行量同比多增，從而帶動1至2月新增社融持續超預期（同比多增1.75萬億元）。

未來信貸增速保持穩健

2月信貸增速再次強於市場預期，主要由企業中長期貸款提升、消費貸和房貸小幅改善，以及政府債券發行走強推動。兩會政府工作報告小幅提高一般公共預算赤字率 and 地方政府專項債新增限額，並保持貨幣信貸政策溫和積極的支持基調，從而支持經濟復甦。朝前看，房地產相關信貸需求或將逐步企穩，同時隨着消費反彈，消費信貸可能也將有所恢復。儘管如此，由於金融產品投資回報下降，新增貸款利率（包括房貸）遠低於存量房貸利率，居民提前償還房貸的壓力仍存。另一方面，整體製造業和基建相關信貸需求增速可能較2022年有所放緩。我們預計2023年信貸增速可能保持10%左右的穩健增長；如果政策支持力度強於預期，信貸增速也可能會升至11%甚至更高（參見兩會解讀）。



◆2月內地信貸增速再次強於市場預期。 資料圖片

此外，考慮到2023年初新增信貸大幅高於預期和去年同期，未來幾個月監管層可能會對信貸增長的節奏有所調控，從而實現對實體經濟的可持續信貸支持。

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。