



今年內地水泥需求有望恢復增長

全球觀察

劉志成、戴東雲 中銀國際研究有限公司

在2022年，由於第二季度上海地區封城，以及11至12月突然取消疫情防政策，導致部分時間工地無法正常施工，內地水泥需求受到負面影響，同比下降大約10%。目前中央政府以經濟增長為首要目標，筆者認為2023年內地水泥需求同比增幅約為3%。而在最近的業績發布會上，水泥企業普遍對2023年的內地水泥需求抱謹慎樂觀的態度，預料需求能有中低單位數的增長。在內地仍然疲軟的情況下，基建將是需求的主要增長動力。

基建投資可續保持強勁增長

內地基建投資增速在2022年同比增幅為11.5%。在出口預計疲軟的背景下，政府希望通過基建拉動2023年整體經濟增長。中銀國際宏觀研究組預計2023年全國基建投資增速將保持在8%的高位。2022年開

工的項目將在2023年繼續形成實物工作量。而在2023年的前兩個月，內地基建投資增長達12%，仍保持較快增速。

2023年地方政府專項債新增額度為3.8萬億元（人民幣，下同），與2022年大致持平。其中，2023年1-2月專項債新發行額為2,869億元，較去年同期減少6%。筆者相信這可能跟今年政府換屆有關，在今年餘下時間的發行額會趕上。

地產開發投資降幅料將收窄

由於流動性危機，大部分地產開發商減少了新增投資，2021年9月起內地房地產投資持續下行，2022年同比降幅為10%。

為了緩解地產開發商的流動性問題，中央政府在2022年11月推出了一系列融資措施幫助地產開發商通過不同渠道融資。自2022年年中起，地方政府通過降低首付比

例、降低房貸利率和取消限購等政策來刺激房地產銷售。儘管如此，2022年內地地產銷售面積仍然同比下降24%。同時，2022年土地購置面積同比降幅高達53%，新開工面積同比降幅達39%。因此，內地房地產行業的水泥需求在2022年明顯下降。

然而，情況在2023年有所好轉。在政府加大刺激力度的背景下，內地商品房的銷售面積在2023年前兩個月的同比跌幅明顯收窄至4%。部分城市如北京、深圳等的房地產銷售面積在2023年2月同比大幅增加。不過，由於新房銷售改善傳導至新開工面積增加仍需一定時間，因此中銀國際宏觀研究組預測今年全國房地產投資仍會同比下降3%。而在2023年的前兩個月，內地房地產投資的跌幅已經同比收窄到6%。

更嚴格執行錯峰生產計劃令水泥價格從2022年8月起回升，但是因為後來突然取

消防政策，令水泥價格在2022年11月至2023年1月又再次下跌。

錯峰生產仍是水泥價格關鍵

在今年長於正常春節假期停工後，工地隨着工人陸續到崗而逐漸恢復正常施工，水泥需求也隨之再次回升。在水泥產能利用率抬升之際，庫存仍然下降就是最好的佐證。在踏入春季需求旺季之際，內地水泥產容比處於2020年以來的最低水平。

2023年前兩個月，內地水泥產量的同比降幅收窄到0.6%。在水泥生產商嚴格執行錯峰生產下，內地熟料庫容率從2023年2月初的65.6%一直下跌到3月中的54.6%。在部分地方錯峰生產結束後，才輕微上升到3月底的56.9%。全國平均42.5級散裝水泥價格也從2月初的每噸481元，上升到3月底的每噸503元。

隨着春季水泥需求旺季來臨，筆者認為水泥價格會繼續上漲。但是若水泥廠商希望水泥價格能持續上升，他們仍需嚴格控制產量，避免過度生產。目前水泥行業的低盈利水平是由於2022年第二季度華東大規模封城，導致水泥需求在傳統旺季出乎意料地下降，從而造成超額庫存。隨着政府今年以經濟增長為首要目標，今年預計不會如去年同期般出現需求突然下跌的情況。但是水泥生產商還需要保持克制，避免過度生產，以提高盈利水平。

當中，筆者對華南水泥市場保持謹慎。全國熟料產能在2022年同比下降0.6%，但是受到跨省產能置換的影響，華南地區的熟料產能同期卻同比增长8%。這是由於部分水泥生產商關閉部分需求疲軟地區的產能，並在華南新建生產線。這將導致華南地區競爭加劇以及在當地水泥廠的利潤水平受壓。

第二季是危是機？

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

隨着歐美銀行危機出現至今，各方努力之下，不論官方機構的介入，抑或銀行業界的併購，都有助於危機緩和，起碼局限在某個可控或可知的範圍內。

如此一來便解釋了，何以投資者憧憬，甚至真的在押注上反映，認為美聯儲及其他央行，會很快便結束加息周期。特別是美聯儲，很多人相信，大有可能保持原有加息步伐多一兩遍，便可以完結整個加息周期，然後踏入下半年，不加息一段日子之後，自然是更進一步的減息。目前不論股匯債商品，都是向這個方向走。這樣一來，風險資產步進第二季，應有一定憧憬價值。

首季末氣氛改善

無論港股或美股，第一季尾的表現，都明顯是受惠於近期市場氣氛改善。是的，一如之前分析道，打從3月中出現了歐美銀行危機，一切便不一樣了，原本美聯儲尚在考慮再提速加息，3月議息幾乎是50點子沒疑問，忽然間，一下子保持25點子加息之外，未來可能最多只有一兩次同樣的加息，然後便可以停下加息周期，尤其踏入下半年，隨時有機會減息。如此一來，為市場帶來大量的機會，

重新訂價估值，市場的交投亦反映這樣的行情。不論股匯債商品，全部都要有新想法，才能配合形勢的轉變。

遲進場者遲離場

暫時看來，第二季風險資產回暖，應無太大異議，投資者可以加倉，畢竟人人風險胃納都在增加，短期內跟隨大隊不是壞事。

是的，目前全球投資者已相繼調節本身組合比重，即使原本較為保守的，亦不得不短期樂觀起來，反而太遲加入，必須看到趨勢完全形成，可能錯失時機也說不定。更何況，萬一在第二季尾，第三季初，投資者可能已經獲利離場，沽壓非常，甚至為下半年減息的背景因素，例如衰退或金融不穩而減持，太遲進場者可能又是太遲離場了。

預期那不可預期的

當然，歐美銀行危機席捲全球，相繼在銀行出事，或擠提，或倒閉，或被併購，不一而足，相距時間甚短，投資者失去信心的速度，明顯快於當



◆無論港股或美股，第一季尾的表現，都明顯是受惠於近期市場氣氛改善。路透社

局表達拯救的行動。暫時看來，似乎止住了再擴散的勢頭。只是若以此為安全，恐怕只是自欺欺人，美國眾多中小型銀行，歐洲眾多發了AT1債又或衍生工具倉位眾多的，不是三言兩語可以打發的。

短期內真的是且戰且退，一方面，對於央行有可能放緩甚至停止加息，樂觀其成，參與其中，但另一方面，又隨時要有心理準備，萬一勢色不對，馬上減持，以免太遲離場，空手而回。預期那不可預期的，始終是基本要點。

下半年回吐壓力較大

誠然，近日的行情顯示，正如上述預測中的軌跡進行。投資者適宜速戰速決，先在第二季趁上述氣氛推進，並且在第二季內收割成果，以免下半年真的不加息甚至減息時，有較大的獲利回吐壓力，甚至當時環境明顯惡化，投資者反過來擔心不景氣或金融不穩。

（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。）

英倫銀行抑通脹不果再度加息

Azad Zangana 施羅德投資資深歐洲經濟師及策略師、George Brown 施羅德投資經濟師

通脹透露着英倫銀行仍有未完的任務，看來這項因素繼續是該央行的主要憂慮。

2023年3月23日，英倫銀行貨幣政策委員會再度上調利率0.25厘至4.25厘，加息幅度符合普遍預期。當委員會表示通脹前景惡化將有必要進一步加息之際，是次加息已較上次議息會議後上調0.5厘的幅度有所回落。在此之後，美國矽谷銀行倒閉及瑞信急需救亡引發對環球銀行業的憂慮。然而，委員會似乎未有因上述風險而動搖。

從會議紀錄所見，與貨幣委員會關係密切的財政政策委員會認為英國的銀行系統「依然穩健」，而且「具有足夠能力，可以在一系列不同經濟

情景下繼續為經濟提供支持」，但由於環球銀行批發融資成本已有所上漲，貨幣政策委員會承諾將「繼續密切注視對家庭和企業信貸狀況的一切影響」。

通脹仍是委員會主要憂慮

就目前來看，通脹依然是英倫銀行貨幣政策委員會的主要憂慮。食品及核心商品通脹均明顯較英倫銀行所推算的嚴重，但後者在很大程度上是因為服裝及鞋履價格上漲所致，而貨幣政策委員會亦早已表明，這些商品的價格傾向波動。不過，勞動市場持續緊張，貨幣政策委員會亦因此預期未來數月的失業率或將持平，而

非上升。

因此，大部分貨幣政策委員會委員認為，近期的本土需求力度或許是受過去能源價格下跌以外的因素所牽引，當中更有部分是早在能源價格下跌前已出現。新一輪的勞動人口需求持續或會令現時的高通脹變得更加根深柢固。持相反觀點並投票支持利率維持不變的兩名委員，則較側重於此前大規模加息效果因貨幣政策相關滯後而尚待體現到經濟體系的假設。

加息或引致房價顯著下跌

展望將來，英倫銀行缺乏一致性的信息將會是一項困擾。市場價格正在反映2023年6月份將再度加息0.25厘

的預期。雖然進一步加息應有助英國加快回復至目標通脹水平，但亦有機會令房屋價格以更顯著的幅度下跌。此外，英國國債市場亦有可能因英政府借貸比大多數其他發達經濟體系要多而面臨壓力，情況就好似英倫銀行將其持有的國債售回市場那樣。

然而，根據已公布的信息，我們預料未來利率至少還會再上調一次。貨幣政策委員會再次表示，如果有證據表明通脹壓力仍然持續，便有可能需要進一步收緊政策。鑒於未來數月的勞動力市場似乎仍將維持穩健，我們預料貨幣政策委員會將在2023年5月再度加息0.25厘，而再進一步的加息舉動將取決於國內和全球的發展。

香港具條件吸引家族辦公室落戶

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

繼去年底特區政府成功主辦「金鐘峰會」後，「裕澤香江」高峰論壇3月底於香港結束。今次活動吸引全球超過100個主要家族的決策人，以及家族辦公室的高管人員，合共超過400人赴會，成績有目共睹。

論壇的重頭戲是政府發表了《有關香港發展家族辦公室業務的政策宣言》，筆者歸納有以下四大重點：進一步吸納全球高淨值人群、培訓和提升家族財富傳承專業水平服務、深化發展香港藝術藏品市場優勢、落實稅務寬減和便利市場措施、有序發展香港成為慈善活動中心和具體化投資於投資推廣署設立家族辦公室專責團隊（包括慈善、教育服務和相關專業機構和人士的網絡）。

首先是把財政司長在明年度政府財政預算案中公布的新推「資本投資者入境計劃」具體化說明。建議投資領域在香港上市公司的股票、香港上市公司及政府（含政府全資擁有或部分擁有的實體發行或全面保證）的債券、認可機構發行的後償債券和合資格的

集體投資計劃如投資連連保險計劃。

港具豐富藝術藏品資源

回應特區財經事務及庫務局早前向業界專業團體發出公開諮詢後，《宣言》宣稱已向立法會提交法例修訂，為單一家族辦公室在香港管理的家族投資控權工具提供利得稅豁免，將適用於2022年4月1日之後的任何課稅年度。稅務局可以裁定家族投資授權工具及家族特定目的實體（FIHV）是否符合資格獲得利得稅寬減。簡單而言，FIHV免稅資格包括必須在香港擁有「中央管理和控制權」、必須由同一家族的關聯人士實際擁有、管理資產不少於2.4億港元和必須不從事一般商業或工業活動。最後一點表明家族辦公室與家族企業有所不同，只管理家族財富增長、傳承，而不扮演一般商業公司的職能。

著名的香港兩大藝博會同時3月舉行，包括Art Basel和Art Central，凸顯香港亞洲區藝術品交易中心的重要地位。香港是世界

最大藝術品拍賣市場之一，2021年香港各種藝術品成交總額超過660億港元。

根據胡潤百富於今年初發布的《2022胡潤至尚優品——中國高淨值人群品牌傾向報告》，珠寶翡翠、名錶及中國油畫名列前三位，香港的三種藏品軟實力非常強勁，包括林立世界各地的名牌珠寶、名錶專門店、眾多的國際級古董及藝術藏品拍賣行及散布於香港眾多區的國際級畫廊。對於高淨值人士，香港的國際藝術與收藏品基建是豐富資源。

星洲投資移民應接不暇

不少行內人士把香港和新加坡比較，筆者把收集的兩地實力列明如下。總括來說，香港從銀行體系總資產（萬億美元）、上市公司數目、股市市值、外匯儲備等等都是完勝的。不過，過去幾年的連串事件包括社會運動及新冠病毒都吸引不少家族辦公室落戶新加坡。根據分析公司Handshakes統計結果，2022年底已有

1,500個家族辦公室落戶新加坡，4年來增長54倍，大部分都於2021及2022年發生的。由於增長速度太急，3月初時新加坡政府已宣布「全球投資者入境計劃」將會提高門檻。新訂三類選項包括投資1,000萬坡元（約6,000萬港元）成立商業實體公司，並須僱用30人以上、向指定基金投資2,500萬坡元（約港幣1.5億元）及向家族資產管理公司投資5,000萬坡元（約3億港元），明顯地新加坡的投資移民生意早已應接不暇。特區政府乘時召開家族辦公室論壇，並以《宣言》具體地宣傳未來政策，實是合時宜舉措。

大灣區帶來家辦發展機遇

毋庸置疑，香港發展成為未來亞洲地區家辦辦公室中心城市，是佔盡地利的。香港是跟粵港澳大灣區土地相連，而且都是華人為主的地域，在文化、社會、民生各方面可互補不足。近年大灣區發展速度驚人，位列全國前列位置，衍生不少富有家

族，為特區發展家辦辦公室中心提供機遇。如以經濟總量計，大灣區的經濟總規模已相等於全球第12大經濟體，預計到2030年將達至4.6萬億美元，到2050年人口達到1.4億，肯定大灣區家辦辦公室隊伍將逐漸壯大。

隨着內地與香港關口全面開放復常，3月底的特區家辦宣言，內地超高淨值家庭將會赴港生活及建立他們的家族辦公室。除了擁有健全金融市場外，香港還具備各種專業人才，包括金融、法律、會計、全球稅務、藝術交易、慈善、教育、公司管治等等，是現今和未來家辦辦公室必須的。筆者早前完成「創新家辦辦公室管理與財富證書」課程，認識專業導師及一群相關專業人士，特地向讀者發出「英雄帖」，如有興趣，我們可以攜手投入「家辦」行業，齊來趕上「家辦」專業的行列。

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。

當安全不再那麼安全 資金被動流入基金？

黃偉棠 時富資產管理董事總經理、特許金融分析師、註冊會計師、大學資深講師

資金流走，何去何從？3月份環球金融市場猶如過山車，不管股票或債券，甚至連房地產市場都有不尋常波動。美國矽谷銀行和歐洲瑞信銀行引發的小型金融危機好像已成過去，投資者都紛紛向前看，認為這問題經相關政府和監管機構介入而解決。但從另一個簡單角度來分析，情況似乎沒有預期理想。假如閣下存款的銀行出現擠提，信譽可在幾日內所剩無幾，甚至面臨倒閉，相信閣下對是否把錢存在銀行亦開始有所懷疑。那在目前風高浪急的市場中，投資者或企業的開置資金應如何處理？

房地產買賣只合適長期投資之用，中長期企業債券因其市場宏觀因素不被吸引，而貌似最安全的美國國債亦因最近事件而令人再三考慮。那資金該何去何從？剩下的可能就只有貨幣市場基金了。這類基金一般投資於優質短期有息債券，如短期銀行存款證、附回購協議（Repurchase agreement）的政府票據或企業票據，以換取比儲蓄存款較高的回報。正因此，其投資風險相對較低。在避險情緒高漲的時候，這類基金會變成短期理財的首選，加上這類貨幣基金流動性較強，來回交易也只需幾天時間，對流動性要求較強的投資者或企業而言，安全性高的貨幣基金便成為銀行存款的替代品。

金融產品市場也有平衡點

行船解纜，基金我買先！突破供求臨界點？有鑑於此，市場對貨幣基金的需求在最近幾星期內激增，根據美國投資公司協會（Investment Company Institute）最新數據指出，美國貨幣基金規模在短時間內由早前平均4萬8千多億美元增至現時5萬2千多億美元。在面對突然擴張的貨幣基金市場情況下，自由市場的供需平衡必定受到威脅。從經濟學角度來看，自由市場經過數十年的發展，每類金融產品在市場上均形成一個相互制衡的平衡點，若這平衡點突然遭外力傾斜，必會帶來嚴重後果。如前幾年的數字貨幣市場，經歷市場瘋狂追捧下突然回歸平靜，雖然部分原因與各國政府收緊監管有關，但這也說明自由市場的天秤最終還是會恢復平衡的。所以不管是企業或個人投資，都不應盲目追逐市場投資熱點，不宜大刀闊斧地趁機吸納，須小心慎防其潛在風險。



◆矽谷銀行和歐洲瑞信銀行引發的小型金融危機好像已成過去，但從另一個簡單角度來分析，情況似乎沒有預期理想。資料圖片