



夯實基礎 加大支持 促進消費復甦

龐溟 經濟學博士、經濟學家

根據國家統計局公布的數據，與疫情解除、消費場景的拓展、居民預期的改善相伴，今年一季度中國內地消費與零售數據實現強勁反彈。

與2022年四季度按年下降2.7%相比，內需復甦疊加低基數推動今年一季度社會消費品零售總額按年增長5.8%。3月份，社會消費品零售按年增長10.6%，相比今年前兩個月的按年增幅3.5%明顯提速，且兩位數增長為2021年7月以來首次。一季度最終消費對經濟增長貢獻率達66.6%，比去年全年明顯回升。

大型餐飲企業恢復明顯

值得注意的是，居民餐飲、娛樂、旅遊等接觸性消費、服務性消費持續回暖並快速增長。一季度全國居民人均服務性消費支出按年名義增長6.2%，明顯快於全國居民人均消費支出水平按年名義增長的5.4%。以餐飲為例，一季度全國餐飲零售收入按年增長13.9%，高於商品零售額增

速9個百分點，並已恢復至2019年同期的114.0%。3月份的餐飲收入按年增幅更是高達26.3%，增速比1至2月加快17.1個百分點。

限額以上餐飲企業疫後恢復進程更為亮眼，一季度限額以上單位餐飲收入按年增長18.3%，已恢復至2019年同期的137.7%，相較於限額以上單位商品零售收入123.7%的恢復程度更佳。3月限額以上單位餐飲收入按年增長37.2%，已恢復至2019年水平的148.4%，明顯優於限額以上單位商品零售收入恢復程度的128.1%。

線下消費場景的復常、商圈客流量的回升、接觸性消費的修復，有望帶動消費意願提升、消費信心改善、消費需求釋放並形成正向循環。

出行與消費熱情大釋放

其他數據也可以對此提供堅實的佐證。3月份全國城市軌道交通客運量按年增長58.9%，較2019年月均客運量增長

27.9%。文化和旅遊部數據顯示，今年清明節假期當日全國國內旅遊出遊超過2,300萬人次，按年大漲22.7%。在線旅遊平台數據也顯示，今年「五一」假期國內長線遊、本地遊、周邊遊和出境遊需求將爆發式釋放，居民出行與消費的熱情明顯大幅提升。

一季度全國居民平均消費傾向為62%，比上年同期提高0.2個百分點。在消費穩步恢復的背後，促消費政策接連出臺、就業形勢總體穩定、城鄉居民收入穩中有升是最主要的原因和最堅實的基礎。一季度，全國居民人均可支配收入比上年同期名義增長5.1%，實際增長3.8%，分別快於上年全年0.1個和0.9個百分點。3月份全國城鎮調查失業率為5.3%，比2月下降0.3個百分點。

就業市場仍需呵護

但是也必須看到，居民收入增速落後於GDP增速，收入分配差距有所擴大，人均

消費支出佔可支配收入的比重仍顯著低於疫情前水平，就業市場的總量壓力和結構性矛盾值得重視，微觀個體預期與情緒仍需呵護。

有必要繼續提振消費

制約消費復甦增長的可能性因素，可以概括為「不敢花」、「不願花」和「不能花」。「不敢花」就是由預期、信心、情緒等因素導致的預防性和謹慎性儲蓄，「不願花」涉及到消費意願、傾向、能力和彈性，而「不能花」更多地是短期性因素和結構性障礙的影響。

伴隨着宏觀經濟展現出向上向好勢頭，疫情衝擊帶來的居民收入和消費支出之間的差速擴大、住房銷售下行周期帶來的居民購房支出減少、金融市場波動和銀行理財贖回潮帶來的資產配置變化，這三個方面都有望出現積極的改善，和線下消費場景復甦相對應的消費意願提升、消費信心改善、消費需求釋放都有望出現。

從中短期看，有必要多措並舉以提振消費；財政政策可以更為積極主動地開展補貼、優惠，加大對居民消費能力的支持力度，刺激消費者信心的改善和消費企業的經營預期；貨幣政策可以通過結構性工具在消費信貸領域發力，有效降低個人消費信貸成本，釋放居民消費需求；繼續重點支持改善性住房需求、新能源汽車等大宗消費和養老服務等潛在消費領域，同時通過加大社會保障和轉移支付、兜牢民生底線、穩定就業、多渠道增加城鄉居民收入、優化收入分配機制等方面的工作，穩住居民收入預期和消費意願，提振消費和內需。

從長期看，為了充分發揮消費的引領作用，大力提升居民消費能力，必須堅持收入、分配、要素市場、公共服務等領域的結構性改革和擴大在住房、教育、醫療、養老等方面的公共品供給，穩定居民收入增長預期，降低居民部門預防性、謹慎性儲蓄。

美聯儲議息 市場早預演

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

從金融市場的行情，包括利率期貨或其他資產價格的變化，當中反映出來的賠率，以至事件的或然率，投資者已經把5月加息25點子一事，看成事實一樣，雖不中亦不遠矣。當然不必是百分百，但大熱門的選擇，相信萬一美聯儲最終不是這樣做，那大熱倒灶的效果，真的不會好看。

憑着大家反覆透過討論，以至更重疊的，透過真金白銀的押注，來來回回，事情尚未到真的落實，外界已經演練了不知多少遍，投資者亦可從當中可能性中，不下一次的今天看好明天看淡，今看做多明天看空，今天關注通脹明天留意失業和衰退，反覆覆地，把事態發展都融合在行情裏。

價量反映所有事件

如此一來，到了真正落實加息25點子也好，美聯儲預告稍後暫停加息也好，甚至更速一點不排除年內有空間減息也好，投資者也未必會太興奮，當然也不一定不會很驚嚇，反而覺得不外如是的多。這才是金融市場的力量，投資者各自以有限的資訊和有限的財力，最終在市場和成交量上提早反映所有事件。

是的，隨着過去一個多月，投資者提早為下次議息作好準備，預先演練多次之後，最終可以有相當把握，美聯儲將

要在5月份加息25點子，然後可望在下半年維持不加息，甚至有機會減息云云，這個情景的押注，早在3月中已開始，如今有收成。

即使不計火力最集中，相關度最高的，例如美債以至利率期貨等，以主要資產類別計，投資者不難發現，金價是其中較明顯和敏感的，反而股市上的指標，例如VIX等，反應不算特別明顯。的確，近兩星期，投資者已率先減持風險資產，獲利回吐，作為3月中至今的部署，已經可以有交代。

危機救市 相生相剋

需要留意可能出亂子的是，近日美國有出事銀行需要官方支持，但似乎當局不打算幫忙。對於歐美銀行危機之下，究竟美聯儲以至官方的責任有多少，人言人殊。事實上，兩方說法都有一定道理。一方面，大家都明白，每次救市，都是下一次危機的開始，反之亦然，兩



◆美聯儲下月將議息，市場普遍料將加息25點子。圖為美聯儲大樓。資料圖片

者相生相剋，是一個循環，良性抑或惡性，視乎你身處的位置，是否有既得利益等。的確，假如每次有銀行出事，央行或官員都要拯救，可能是沒完沒了的。從另一角度看，央行本身不就是如今的貨幣制度和銀行體系下，大家共計接受的最終拯救者嗎？實無旁貸也。

道德風險？系統風險？

事實上，多年以來，不是近年，甚至不是金融海嘯至今十多年，以美國為例，起碼過去四十多年，金本位制的廢除後，以貨幣政策變相為財政政策包庇，不是今天才有現代貨幣理論MMT

的想法，只是這個名字新一點而已。

另一方面，這是道德風險無疑，大家心存僥倖，希望出事後有人出手，自然會冒上額外的風險，贏可以自己贏，輸是別人輸。短期內，美國當局可能不願救助更多銀行，但要小心，萬一危機擴散開去，屆時可能更麻煩，系統性風險同樣實在，需要更大力量去拯救，因小失大。這一點隨時會變成困擾市況的另一重疊，時間上與美聯儲5月加息若有重疊，難免帶來麻煩。

(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。)

淺談ESG評級機構可靠性

譚善恆 華坊諮詢評估特約資深顧問

早前有ESG(環境、社會及管治)評級公司把騰訊(0700)的ESG評級下調，及後有40多家歐洲基金因而在相若時間賣出騰訊於香港上市的股票，涉及高達90億元，實在不容小覷。如同樣事情發生在房地產上市公司身上，後果不堪設想，因為房地產投資項目的借貸資金和入賬期一般較資訊科技投資來得集中和延後。

「被評公司」透明度趨增加

根據香港聯交所《上市規則》現行要求，上市公司須將ESG披露報告跟公司年報同一時間公布，而聯交所最新的整體ESG披露審閱說明亦取得良好進展。

至於提供ESG評級分析的公司，當中歷史悠久的包括：MSCI、Sustainalytics、ISS、FTSE Russell、Refinitiv、Vigeo Eiris、Bloomberg S&P Global(以收購RobecoSAM的ESG業務形式出現)，以機器學習和人工智能作推廣的有Clarity AI，無論它們的考慮因素如何分項分析，評級方向大致可分為：(一)根據被評公司主動披露的官方資料；或(二)根據有公信力的新聞報道消息及評論。現階段分析發現運用前者的評級公司通常透過被評公司增加披露而改善其評級，而後者則以不同事件發生、市場評論及被評公司回應或處理手法作分析。

《哈佛商業評論》及麻省理工學院都有文章指出雖然ESG評級公司激增，但評級的可靠程度未有相應提升。這是因為評級本身存在分析資料來源及其原生程度問題，而且不同評級公司所考慮的資料的廣度和深度及分析方法都存在差異分歧。導致這個分歧的其中一個原因就是沒有足夠透明度去方便公眾監督。

「評級公司」透明度存不足

上述評級公司除了一間特設把每間被評公司涉及考慮的基礎資料供免費瀏覽評級入網站外，其他評級公司皆只在網站提供搜尋單一公司功能，讓瀏覽者逐一查閱，甚或基於商業考慮，只讓瀏覽者自行聯絡索取樣本報告。

筆者在這些評級網站中，找出它們皆有納入分析的中國內地及香港房地產公司，發現為數不多。中國內地公司約有70多間，而香港的公司約30間，比對它們評級的關連系數(Correlation Coefficient)，發現以等級評價(A、B+/-、BB、CCC等方式)的平台有70%-80%趨同，而以分數評級的平台之間最高的只有20%趨同，算是「南轅北轍」。

聯合國及多國的ESG評級監督機構仍在致力促使評級趨同。歸根究底，ESG披露其中一個要點就是透明度，「被評公司」跟上了，那麼「評級公司」呢？

重振好客之都美譽 做好細節促旅遊業發展

史立德 香港中華廠商聯合會會長

經過三年疫情，本周末開始的五一黃金假期，是內地與香港全面通關後首個長假。香港各界已經準備就緒，嚴陣以待，一方面希望在接待方面盡善盡美，讓到訪旅客賓至如歸，另一方面，亦要令香港市民生活如常，不受影響。

香港作為細小外向型經濟，旅遊及其衍生的經濟效益不容忽視，要好好把握。事實上，香港開關數月，雖然到訪旅客人數逐步上升，但增幅似乎未如預期，而且相關配套仍有待改善。根據香港旅遊發展局公布的數據，3月份的訪港旅客為245.4萬，按月增約68%。今年首季錄得約有441萬人次旅客訪港，

相等於疫情前每季平均旅客量約三成左右，反映香港的復常之路還有很長一段路要走。

隨着疫情緩解，到訪香港的旅客數量只會增無減，旅遊業議會更預計五一黃金假期將有約60萬旅客訪港，香港必須做好有關安排，才能再次證明本地的接待能力，重拾好客之都的聲譽。

香港特區政府近年一直強調搶人才，目標放眼於高端專才，而相對低技術的人才卻無從填補，特別是疫情期間與旅遊相關的行業凋零，例如酒店業、飲食業及運輸業等，不少人轉行及另謀其他職位，因此行業面臨嚴峻

人手短缺問題，有生意也不敢接。希望政府可以長遠為行業制定政策，或可參考建築運輸界引入勞工，從根源着手，解決問題。

另一方面，完善交通配套亦是推動旅遊發展的重中之重。政府表明會在五一黃金假期，在各邊境管制站加強協調通關及運輸服務，同時會成立跨部門聯合指揮中心監察各管制站情況、與內地相關部門保持緊密聯絡，務求讓旅客有最流暢的體驗。連接關口的港鐵東鐵線亦扮演重要角色，要有能力應付過境及本地乘客需要，而高鐵將增加合共11對共22班往來香港西九龍站及福田站的列車班次，進一步便利旅遊及商務出行的。

的列車班次，進一步便利旅遊及商務出行的。

需做好旅客分流

除鐵路交通，當局亦不能忽視其他陸路、水路交通，例如增加管制站旅遊巴士泊位，減少旅客等待的時間，及強化水路交通，發展特色旅遊，為旅客帶來新穎體驗，同時作旅客分流之用。

最後，在香港全力推動「你好，香港」吸引外國旅客之際，訪港人數增多，本港更要做好細節，服務好每一位到訪旅客，才能挽回旅客對香港的信任，重振好客之都的美譽。

從1到N—港股18C上市規則修訂助力特專科技獨角獸崛起(三之一)

王宇哲 工銀國際總量研究主管、紀春華 工銀國際策略分析師

在2018年港交所新增《上市規則》第18A章(下稱18A)後，港股市場開啟了一輪生物科技上市熱潮，醫療保健行業的市場份額快速增長，完成了從0到1的創舉。以18A為先導，在一系列改革的綜合推動下，2018年以來香港二級市場中的新經濟含量大幅提升。2023年，港交所又在上規規則中增設第18C章《特專科技公司》(下稱18C)，納入五大行業。

18C與科創板有望南北呼應

考慮到五類新增行業大多缺乏類似生物科技的強行業監管特徵以作為放鬆上市標準的前提，18C不僅對市值要求有所提高，對研發要求、第三方投資人數量及投資佔比也更加明確及嚴格。我們認為，18C的推出與科創板有望南北呼應，未來港股將和A股形成優勢互補的發展格局，進一步完善我國多層次資本市場構建，為科技創新型企業提供多元化的融資管道。

具體而言，18C對於科創屬性的要求相對寬鬆，便於支持規模更大、商業化更早期的創業企業，與科創板形成錯位發展；對於未商業化公司，18C也開創了上市制度先河，有望填補相關空白。港股市場作為多元資金的交匯處，其推出18C不僅能向全球展示以特專科技獨角獸為代表的硬實力發展，積極吸納願意分享中國高質量發展紅利的國際資本參與，也將率先為大灣區內眾多的科創企業提供融資鏈接平台，為支持以科技創新驅動的中國創新型企業從10到N長遠發展提供可複製的資本市場經驗。

2018年18A是從0到1

2018年18A從0到1的創舉，令港股新經濟含量顯著提升。2018年4月，港交所修改《上市規則》，新增第18A章《生物科技公司》，允許未有收入、未有利潤的生物科技公司提交上市申請。

自此市場開啟了一輪生物科技公司的上市熱潮。截至2022年底，共有56家生物科技公司企業通過18A在港上市(2018-2022年分別為5家、9家、14家、20家、8家)，合計融資額在1,164億元，佔到同期港股IPO融資額的7.9%。18A改革推動香港成為亞洲第一、世界第二的生物科技公司上市地，隨着眾多生物科技公司的上市，也帶動了一二級市場的聯動效應。

投資醫藥的熱情高漲，使得港股醫療保健行業的市值佔比明顯增加(從2019年的3.1%升至2022年的5.7%)。港股醫療保健行業的內部結構也發生顯著變化，截至2022年底，化藥及中藥合計佔比達46.1%，較2017年時的74.5%已大幅下降，而生物科技在醫療保健板塊的份額快速增長至32.9%，五年的年複合增長率達到52.4%。借着18A的東風，部分醫療器械企業也積極尋求在港股上市，該板塊的佔比迅速從2017年的6.0%升至2022年的12.0%。

港股新經濟佔比持續提升

以18A為先導，在一系列改革的推動下，香港二級市場中的新經濟含量也大幅提升。2018年以來，不僅直接受益於18A的生物醫藥板塊在港股佔比明顯提升，在一系列改革(包括允許同股不同權公司上市，海外上市公司來港第二上市等)綜合作用下，港股市場的新經濟含量大幅提升。一級市場方面，在2018年以前，以金融為代表的傳統經濟是港股IPO市場的主力。2015-2017年，傳統經濟在港股IPO佔比分別為72.4%、77.3%、64.4%，其中僅金融業就達55.0%、67.7%、51.8%。2018年開始，以醫療保健、訊息技術及大消費為代表的新經濟行業IPO佔比已經超過了傳統經濟(達到53.2%)，其後佔比持續提升，並在2021年最高達到了82.5%。

二級市場方面，港股新經濟含量也持續上升。2018年以前，港股新經濟行業市值佔比雖從2006年的11.9%升至2018年的23.8%，提升速度相對緩慢(年均佔比升幅僅為1%)。自2018年起，隨着港交所大力吸引新經濟企業來港上市，二級市場中新經濟行業市值佔比也出現了快速增長，2022年底已達43.6%(年均佔比升幅達到了5%)。為充分反映港股市場行業結構的顯著變化，恒指也開始擴容，從過去長期保持50隻成份股增加至目前76隻成份股，在保證充分反映港股多元化公司構成的前提下，納入了一大批新經濟企業。2018年後，在恒指累計納入的33隻成份股中，新經濟行業合計新增成份股數量佔比達到70%，其中資訊科技業及非必需消費業各有8隻，為所有行業最多。(摘錄)

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。