



內地重建消費市場與零售地產正向反饋

龐溟 經濟學博士、經濟學家

社會各界都密切注視着內地消費數據和零售地產市場表現，它們既是經濟增長態勢的表徵，也是社會預期和市場情緒的風向標。根據國家統計局公布的數據，今年以來消費整體呈現恢復向好態勢，內生動能持續增強，市場活力持續釋放，為全面穩定恢復、實現全年各項目標奠定了堅實基礎。

另一方面，筆者發現內地零售地產市場正在溫和復甦，雖然各方觀望情緒仍較為顯著，但持續回暖已為全年的增長態勢開了一個好頭。

一般來說，居民的消費支出與可支配收入同頻共振，但在面對內外部擾動時，消費支出敏感度更高、波動幅度更大。受疫情影響，全國及各城市在過去三年經歷了兩輪消費支出負增長，其中2020年疫情衝擊下的第一輪負增長在全國範圍內表現基本一致，而2022年的第二輪則在上海、北京等核心城市表現更為突出、影響時間更長。

2021年，在市場預期和信心向好的基礎上，中國消費市場經歷了一段增速強勢反

彈的快速復甦時期，即便排除低基數的影響，當時的增長態勢也趨於回到疫情前水平。與此類似，今年消費和零售市場的修復改善，如果僅靠促消費政策的支持與刺激，轉化效率可能有限。

穩就業增收 才能振興消費

消費復甦的形態與節奏、提振消費政策的成效，取決於就業形勢的轉變、收入狀況的改善和微觀主體收入預期的修復。只有着眼於落實就業優先政策、多渠道增加居民收入、積極增加優質供給，才能增強消費能力、改善消費條件、創新消費場景、釋放消費活力、挖掘消費潛力、提升消費意願、提質擴容服務消費，才能持續恢復和擴大消費，把擴大消費和供給側結構性改革有效結合起來。推動經濟運行整體好轉，改善民生福祉。

筆者認為，從兩到三個月的時間維度來看，更需要關注的不是消費零售領域即時的、快速的、爆發性的增長，而是復甦的後勁與可持續性。伴隨着穩定就業、擴大收入、兜牢民生底線各項政策落細落實，

全國人均可支配收入和人均消費支出增長將再次提速，零售市場將和2021年的消費繁榮時期類似，再次擁抱加速增長。

實體店零售復甦表現喜人

隨着線下消費場景恢復，實體店零售不斷逐步改善，一季度限額以上零售業實體店零售額同比增長3.6%，增速比今年前兩個月加快3.2個百分點。相較而言，包含餐飲體驗業態的購物中心和百貨商店業態，恢復彈性空間較大，2023年一季度，餐飲收入的增速表現明顯優於整體商品零售表現，限額以上零售業單位中的百貨店同比增速也在各零售業態中位列第一。

國家統計局的數據顯示，按線下零售渠道業態來劃分，今年一季度限額以上零售業單位中的超市、便利店、專業店、品牌專賣店、百貨店零售額同比分別增長1.4%、8.8%、5.7%、0.2%和9.2%，各業態增速均已實現正增長區間。作為傳統必選消費渠道的超市表現更為穩定、增速韌性更強；品牌專賣店短期內的低增速背後，反映的是高基數以及其相對較大的規

模體量、在持續經營方面的優勢以及更強的防風險、抗衝擊能力；作為線下可選渠道代表的百貨商店，前期受衝擊影響更大，現階段呈現出加速復甦的態勢。

零售市場的供應端，可以分為零售地產層面的商場新增供應量，和消費市場層面的品牌與商品供應量等兩個層面。在過去幾年間，經濟環境和疫情的不確定性，導致零售行業供應端有所萎縮，也反之抑制了消費短期復甦程度。在2022年，這一相互制約、負向反饋的趨勢表現得尤為明顯。

零售消費投資融資觀望濃

在消費市場層面，2022年零售消費相關投資融資大幅下跌，其中食品飲料類投資融資事件數量下跌51%，百貨零售、服裝服飾方面的投資融資數量也低於2019年水平。投資意願和資金支持減弱，導致部分零售商擴張放緩或停滯，部分退出市場，謹慎觀望情緒顯著。

在零售地產層面，數據顯示，2020年和2022年，北上廣深四個一線城市的新增購

物中心和百貨商場項目供應量均顯著下降，單年供應量較此前十年平均水平低40%以上。在過去三年，已有項目經營壓力加大、在建項目建設施工受阻及招商預租進度不佳，推動許多零售地產開發商和運營方選擇推後項目入市時間，供應端的受阻也抑制了短期復甦。

隨着市場需求復甦，許多此前延期的項目和零售品牌一道看好今明兩年的市場恢復動力，將陸續開業布局、持續釋放需求，有望帶動消費增長，並形成正向引導、正向反饋、正向激勵效應。

優化消費供給政策料持續

下一階段的政策重點，依然在持續優化消費供給，激發消費活力，促進消費品市場加快恢復。筆者預計，2023至2024年，供應端的持續改善將為零售市場帶來新的消費場景、購物體驗和品牌吸引力——供應端的產品創新和體驗升級，是帶動消費增長的重要因素之一，將配適消費意願和購買力的增長，從供需兩側共同推動市場趨穩回暖。

美通脹放緩 好消息出貨？

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

美國4月份消費物價指數(CPI)增長4.9%，比外界預期的5%低0.1個百分點，表面看來，似乎平平無奇，但其實已經是兩年以來，首次低於此水平。這樣一來，自然有利於美聯儲的大計。

目的，即使在最新5月份的議息，加息25點子後，原本外界估計局方會明示暗示，把加息周期暫停了，之後可以安心維持在現水平，但礙於通脹高企，局方的說辭仍然相當著墨於通脹預期，不免令人覺得有點掃興。

難急降至美聯儲目標

當然，假如真的要挑剔，當然有很多地方，可以令人覺得有更多改善空間。比方說，純粹看整體通脹，的確有改善，但撇除能源和食品的核心通脹呢，卻仍緊緊的守在5.5%，一點也沒有回落的狀態。更何況，反過來說，單純0.1個百分點，已經令一直跟進事態發展的分析員或經濟師，都不得不稱之為好消息，便可以看得出來，通脹預期何其頑固，在現水平要再往下走，困難程度可想而知。

如此一來，更不用說要回到局方的中長期目標，即2%這個水平。是的，很多市場人士認為，真的要回到2%，不

是絕對不可能，但肯定要失業惡化和短期內有個明顯的大衰退，才有足夠動力，把一切都拉下來。相反，較多人相信，比較合理的情景是，上述失業或衰退，根本不是如此力度，然則，能夠回落至3%甚至4%的整體通脹水平，已經算是不錯，可以有所交代的了。

美財金官員可信度低有因

短期而言，好消息落實，先走為敬者眾，短期有一點沾壓亦是正常。尤其觀乎最新調查顯示，美國財金當局的可信度，在老百姓和投資者心目中，跌至甚低水平，絕對是當地政策與市場互動的警號。

事實上，近幾年，在全球疫情後，竟然催生了通脹預期，這一點，對於歐美當地不少央行決策者來說，其實有點非戰之罪，畢竟之前十多年，經歷金融海嘯，無窮量寬，增加貨幣供應，求來求去，總是求不到可持續的正數通脹，更不要說穩定在2%附近，才會令央行大



◆美國通脹數據持續回落，但仍與美聯儲目標2%水平相差甚遠，經濟衰退卻似乎有成真趨勢，銀行危機的連鎖反應亦迫在眉睫。 資料圖片

員把心一橫，當通脹數字終於出現正數後，刻意放它一馬，讓它再飛升一會，希望拉上補下，平均來說有2%，豈料不放猶可，一放真的不得了，再拉回來可不是易事。經此一役，無論之後做什麼，好似總是時機上不對，每步都錯了拍子一樣。

及早預告 小心下半年

目前最麻煩的是，除了通脹要跌至局

方所需的目標，尚有大段距離，而一波未平一波又起，失業衰退隨時殺到，銀行危機的連鎖反應亦迫在眉睫。如此一來，又叫大眾怎樣可以有信心，同時幾個難題放在面前，財金官員可以真的迎刃而解？今年內，尤其下半年，正如之前預告，小心風險。

(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。)

從1到N—港股18C上市規則修訂助力特專科技獨角獸崛起(三之二)

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

2023年推出的《上市規則》第18C章(18C)旨在借鑒第18A章(18A)的成功經驗，將0到1擴展成1到10。

2023年3月24日，港交所宣布在《主板上市規則》增設第18C章《特專科技公司》，並於3月31日起正式生效。18C中定義了五類特專科技行業，範圍包括新一代訊息技術、先進硬件及軟件、先進材料、新能源及節能環保、新食品及農業技術，每個行業又可再細分為多個可接納領域，相較只針對生物科技的18A而言覆蓋範圍大幅增加。展望未來，各類科技元素有望呈現百花齊放之勢，不僅能吸引眾多細分行業獨角獸企業赴港上市，也有望驅動已在港上市的科技龍頭通過架構重組將旗下符合要求的板塊單獨拆分上市。

18C非18A的簡單延伸

儘管18C可視為18A在港股成功實施之後上市制度改革的延續，但並非18A的簡單延伸。從18C中定義的可接納行業領域來看，18C和18A並沒有直接的聯繫，五大類特專科技行業主要分布在訊息技術及新能源領域，而目前主流的生物科技企業仍主要分布在與製藥、醫療器械等與生命健康直接相關的領域，僅新食品及農業技術與其或有交集。另外，18C所涉及的五大類行業之間也沒有明確的關聯性，意味着其在制度設計上並非對18A的簡單複製黏貼，而是根據特專科技行業特點進行量身定制。縱觀18C新增的五大特專科技行業，只有新食品及農業技術行業同樣涉

及基礎民生領域，從而有可能涉及行業嚴監管作為放鬆上市標準的補充。儘管其他行業(尤其是新一代訊息技術、先進軟硬件)的前沿科技屬性不亞於生物技術，但由於其應用場景的複雜性及多樣性，以及技術迭代的快速性，使得當前業內專家的知識結構也需要不斷發展更新，進而較難形成一套全面統一的監管體系。

上市標準明顯趨嚴格

18C不僅對市值的要求有所提高，對於研發和投資人的要求也更加明確及嚴格。考慮到行業差異，繼續沿襲18A的上市標準顯得過於寬鬆。因此，18C的市值、研發、投資人等方面都有更嚴格的規定：其一，相對於18A中15億港元

的市值要求，18C最終稿的市值要求雖然較諮詢稿階段有所降低，但仍達到60億港元(已商業化公司)及100億元(未商業化公司)。從從股目前市值構成看，有超過1,900家企業的流動市值不到100億元，意味着按照現有標準港股上市公司只有不到17%市值與18C的市值要求相當。可以預見，18C推出後或不會帶來相關上市企業數量的爆發式增長。其二，18A僅要求公司在上市前12個月已從事核心產品的研發，而18C將這一要求提高到了3年。另外，18C還對研發資金佔比提出了明確的要求，對於未商業化公司，研發投資資金佔總營運開支至少30%，已商業化公司則至少需要達到15%。

(摘錄)

多管齊下延續經濟增長勢頭

史立德 香港中華廠商聯合會會長

五一黃金周結束，根據香港入境事務處資料，五日假期共有171萬人次入境香港，當中內地訪客佔37%，即約62.5萬人次。與2019年新冠疫情前的水平比較，長假期的內地訪客數字相當於當年的63%。入境香港的旅客人數仍有一定的增長空間，現時最重要是擴大容量，優化服務，配合其他行業穩步發展，鞏固自身實力，延續經濟勢頭。

日前行政長官李家超表示，今年第一季度香港經濟增長2.7%，扭轉了上一季度的經濟收縮，並指出雖然首季度的出口仍然下跌，但隨着內地經濟持續增長較快，以及香港航空運力加速恢復，相信第二季度的經濟表現將比第一季度好，今年的經濟表現也一定比去年好。

外部環境仍有不穩定因素

國際貨幣基金組織(IMF)亦發表《區域經濟展望》報告，預測本港今年經濟增長3.5%，相當於特區政府全年預測範圍3.5%至5.5%的下限。基金組織表示即將發表香港《第四條磋商討論總結》，由於香港受惠與內地重新全面通關、取消社交距離措施及出行限制，帶動本港消費等活動強勁反彈，相關形勢仍持續，或會上調經濟增長預測。

不過香港經濟受外部環境影響，環球經濟下行風險仍未消散，主要央行持續收緊貨幣政策，歐美銀行業危機可能令信貸進一步收緊，均會影響香港貿易表現。香港去年上半年受第五波疫情衝擊，經濟接近停擺，下半年開始重新開關，今年社會正式復常，取消所有社交距離措施，因此經濟逐步復甦是意料中事。然而，社會個別嚴重受疫情打擊的行業，例如酒店業、運輸業、旅遊業、零售業及餐飲業等，當中不少從業員已經離職，轉投其他行業，重新培訓業內人員需時，暫時承載力未及以往。

香港要恢復經濟，需要多管齊下。除了利用旅遊業帶動酒店業、運輸業、零售業及餐飲業復甦，亦要促進金融業、創科業、文化業、貿易及製造業等不同環節相輔相成。要重新起點停擺三年的經濟絕不容易，加上外圍風高浪急，全球經濟情況惡化，美國及歐洲金融危機隨時再現，香港要把握開關後的勢頭，不論是「Hello Hong Kong」或「Happy Hong Kong」，還是到內地、東南亞、日韓、中東及歐美宣傳，說好香港故事，重中之重仍是鞏固根基，口號固然要有，實際行動必須緊隨其後，才不會落得空口說白話的田地。



◆本港個別行業承載力未及以往。 資料圖片

用大數據篩選房企ESG 找出最佳標竿

譚善恆 華坊諮詢評估特約資深顧問

筆者在前篇分享跨國機構投資者對ESG評級會如何影響它們投資各地房地產公司的策略。這篇嘗試參考各主要ESG評級網

站所公開的房地產公司資料，闡明篩選投資目標房地產公司的過程。

跨國機構投資者可以逐層遞進篩選(地

域/地區房地產物業類型公司)方式去降低投資風險。筆者以大數據倒推方式，把50個世界各地1,000多間房地產公司的市場地區、物業類型細分、僱員人數、市值水平、行業風險、管治能力及公司風險評分進行最佳標竿分析，得出以下「地區數目」分布(詳見表)：

房地產行業在多個ESG評級公司標準皆視為「偏低行業風險」，故此以上(A)和(B)的數值相若。至於(C)是(B)、(C)和(D)皆兼具的公司所屬地區數目，所以數值最少，但(C)的數目跟它幾乎一樣，反映評級公司視「優異

管治能力」為關鍵因素。而(F)啟示了評級整體對19個同時有傳統房產公司和房託基金的地區有明顯較高機會(76%)獲得「最佳評價」，這可理解成一個地區的市場多樣化反映該地區的市場機制越趨成熟。

物業類型細分的標竿分析

筆者從這19個擁有最佳標竿房產公司/房託基金之地區，再從物業類型的角度細分分析，得出了幾點觀察：

- 一、「房託基金」較「房產開發」更高機會獲得標竿表現評級，大多數國家要求「房託基金」把約90%的營利回饋投資者以豁免支付利得稅，而且較一般上市公司披露更多運作資料；
- 二、「辦公商務」、「零售/商場」、

「出租住房」、「物流倉庫」及「酒店休閒」皆比「銷售住房」有更多標竿評級的房產公司，因為前者全部皆是長期持有的物業投資，收益固定，符合ESG中「可持續業務」原則；締造經營者跟物業周圍環境/生態、其他持份者保持「長遠關係」的誘因；

三、從大數據角度來說，這些最佳標竿房產公司平均市值大概為615億元(非標竿公司為128億元；整個房地產行業平均為272億元)，而每名僱員所「貢獻」的市值卻遠高於後兩者，分別為它們的10倍及2倍。

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。

	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)
市場類型	世界各地區數目	偏低行業風險	優異管治能力	可忽略/低公司風險	最佳標竿	佔市場類型百分比
有傳統房企	47	45	23	35	22	47%
有房託基金	28	28	17	24	17	61%
有傳統企+房託基金	25	25	19	24	19	76%