



▲2019年，中國的計算機、通信和其他電子設備製造業行業規模達到1.1372萬億元人民幣

疫情對產業鏈衝擊幾何？

中國疫情防控進入「下半場」，經濟恢復路上的第一道關卡——國內供給側衝擊已得到極大緩解。然而，新冠肺炎從中國的「黑天鵝」演變為全球的「灰犀牛」，全球疫情大流行下，中國經濟面臨的第二道關卡——外部供需衝擊不斷凸顯。本次疫情導致海外需求側和供給側對中國的產業鏈衝擊已引起廣泛關注。



建言獻策
沈建光

京東數科副總裁
首席經濟學家

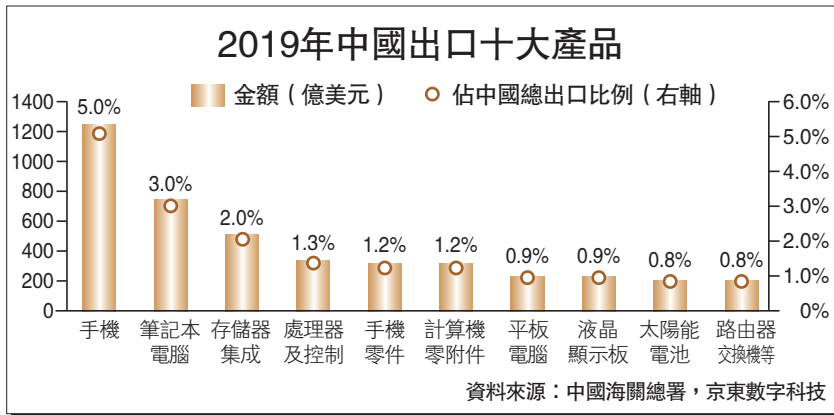
中國疫情防控進入「下半場」，以暫停經濟活動為代價的「抗疫」行動取得成效，大多數省市免於大範圍疫情，目前工作重點已經轉為復工復產和防範疫情復發。一季度中國GDP同比下降6.8%，但3月份零售、投資、工業增加值等指標已經較1-2月顯著反彈。從高頻數據看，挖掘機銷售、發電耗煤等與經濟活躍程度密切相關的指標已經接近往年可比時期水平。經濟恢復路上的第一道關卡——國內供給側衝擊已得到極大緩解。

然而，新冠肺炎從中國的「黑天鵝」演變為全球的「灰犀牛」，全球疫情大流行下，中國經濟面臨的第二道關卡——外部供需衝擊不斷凸顯。截至4月19日，全球確診數已超210萬人，各國升級防控措施導致經濟暫停，貿易活動萎縮，失業大幅上升。在2020年4月的《全球經濟展望》報告中，IMF（國際貨幣基金組織）預計全球GDP全年將下降3%；世貿組織預測，2020年全球貿易最多可能下滑32%。

一季度以美元計價的中國出口金額下降13.3%，更是為外貿敲響警鐘。外貿提供了大量的中國就業崗位，穩貿易是穩就業的關鍵途徑，貿易萎縮衝擊中國經濟、進而波及就業的後果值得警惕。商務部2018年《全球價值鏈與中國貿易增加值核算研究報告》測算，2018年貨物出口拉動的就業達到9988.3萬人次，估計佔到了全部就業的12.87%。

本次疫情導致海外需求側和供給側對中國的產業鏈衝擊已引起廣泛關注，但少有研究綜合分析各個產業面臨的進、出口衝擊大小。是次報告將在分析中國進、出口整體在全球產業鏈中的位置、規模基礎上，將2019年進口的8000多種商品，特別5800多種資本品和中間品（HS8位碼口徑）與國民經濟行業分類下製造業31個行業逐一映射匹配，設計產業進口依存度和出口依存度指標，綜合利用UN Comtrade的數據與國家統計局、海關總署的數據，評估中國各個產業的進、出口風險敞口。

結合各國經濟形勢和中國防疫經驗，筆者預計中國二季度海外需



求將面臨兩位數下滑，甚至達到20%，海外訂單收縮將持續一、兩個季度乃至更長時間。一方面，通過需求渠道影響出口。海外疫情防控導致需求下滑，外貿訂單減少，進而對出口企業的營收和就業產生衝擊，目前「無工可復」的現象已經出現。另一方面，通過供給渠道影響生產所需的進口物資，上游關鍵的原材料、生產設備或中間品斷供，可能導致中下游企業無法生產。

1、需求側：產業出口依存度評估

一個產業的出口依存度主要看該產業的出口額佔行業產值的百分比。筆者計算了國民經濟行業分類下製造業31個行業的外需敞口。由於行業總產值數據不再公布，筆者將行業的營業收入作為行業規模的代理指標，將「出口交貨值／營業收入之比」作為出口佔比的代理指標。

電子設備製造業和紡織、服裝、皮革、鞋類行業的外需敞口較大。2019年，計算機、通信和其他電子設備製造業行業規模達到1.1372萬億元（人民幣，下同），出口依賴程度為49.3%，外需敞口最大，均遠超其他各個行業。在海關總署公布的2019年HS8位碼商品貿易數據中，出口金額前十大商品中有九項屬於該行業，合計佔據中國全年出口的16.2%。紡織、服裝、皮革、鞋類儘管較早經歷產業外遷，但敞口同樣較高，2019年行業規模達到5172億元，出口佔比為18.6%。其他敞口較高的行業包括通用設備製造、電氣機械和器材、橡膠和塑料製品。

2、供給側：行業進口依存度評估

考慮到原材料、資本品、零件的供應中斷直接影響企業的生產推進和生產成本，筆者將行業「進口依存度」定義為「行業的資本品、中間品進口／行業營業成本」。為了比較準確地測算各個行業的進口依存度，筆者將中國2019年進口的5831種資本品和中間品（HS8位碼

口徑）與國民經濟行業分類下31個製造業行業逐個匹配，計算每個行業的進口金額，再將其除以統計局公布的工業企業營業成本，從而估算出行業的進口依存度。需要注意，部分資本品和中間品的需求行業不易區分，故將「通用裝備製造業」和「專用裝備製造業」合併為「裝備製造」，將「木材加工和木、竹、藤、棕、草製造業」和「傢具製造業」合併為「木材加工和傢具」。

筆者的估算結果顯示，對海外供給敞口較高的行業包括石油、煤炭及其他燃料加工業（51.1%）、文教、工美、體育和娛樂用品製造業（36.3%）以及計算機、通信和其他電子設備製造業（36.8%）；其他對中間品和資本品進口依存度較高的重要行業包括橡膠和塑料製品（25.8%）、設備製造（20.5%）、木材加工和傢具（21.2%）。

綜合各個產業的出口依存度和進口依存度，筆者可以對製造業各個產業在全球供應鏈中的位置作出更加準確全面的判斷：

計算機、通信和其他電子設備製造業出口、進口依存度都非常高，表明該產業已經深刻融入全球價值鏈分工。高出口依存度產業包括紡織、服裝、皮革、鞋類製造業，鐵路、船舶、航空航天和其他運輸設備製造業、電氣機械和器材製造業。

這也表明，中國的出口競爭力從消費品延伸至部分資本品。高進口依存度產業包括石油、煤炭及其他燃料加工業、黑色、有色金屬冶煉及壓延加工業、木材加工和傢具製造業。這也表明，中國對能源、金屬、木材等上游原材料依賴程度較大。

如果剔除大宗商品的影響，那麼外部供給側的衝擊將顯著小於外部需求側的衝擊。當然，基於國民經濟行業大類的分析並不能反映中國對部分絕對需求小、附加值高、技術精密的商品（如光刻機）存在的依賴，一些領域被「卡脖子」的風險需要重視。

油價短期受制存儲短缺



財經解碼
陶冬

瑞信董事總經理

上周史詩級傳奇再次上演，美國石油期貨價格跌出負值，並連帶資本市場震盪下挫。WTI五月期貨由於倉儲等物理條件限制無法交割，導致交割日價格暴跌至-37美元一桶。能源期貨市場史無前例的慘烈調整，觸發了股市和公司債市場的拋售，資金再次規避風險、去槓桿，直至油價趨於穩定、白宮簽署4840億美元的新救市計劃，上周五美國交易尾段資產價格明顯反彈，但全周計算世界大多數股市均錄得虧損。

原油期貨震盪，資金流入國債市場，10年期美國國債利率下降到0.61%，信用債與國債之間的利差就明顯擴大，能源類債券所受衝擊尤其明顯。意大利逃過了主權評級被下調，周五見到資金流入。同樣受到油價震盪的影響，美元指數本周輕易劃破100大關，幾乎所有其他貨幣對美元均呈弱勢，新興市場貨幣受壓嚴重。避險資產黃金上周表現良好。

WTI期貨市場的暴跌實屬震撼性的，但其價格動盪也有失真的一面。油價如此誇張地下墜和交割日直接有關，遭到重創的主要是WTI

五月期貨合同，或者更準確地說是臨近交割日仍無轉倉、平倉的個別非專業投資者。當然事件發生後，六月合同遭遇最大石油ETF的巨額轉倉也出現了很多的價格波動，但性質已經不同。可做現金交割的布蘭特期貨就沒有受到WTI那麼大的衝擊。

筆者認為，隨著USO（美國石油指數基金）順利轉倉展期和暫停透明運作，WTI市場的逼多現象已經暫時告一段落，但是石油市場供過於求的基本面因素仍未解決。由於全球範圍內經濟活動的驟停，石油需求出現了接近每天2000萬桶的缺口，並非OPEC+5月份開始執行的減產1000萬桶可以覆蓋，甚至缺口之大令存儲空間在5月之前已經告急，石油面臨生產中斷的風險，頁岩氣生產則更面臨減頂之災。指望全球經濟活動在5月份恢復正常並不現實，能源市場的短期挑戰依然極其嚴峻，而此又可能向其他資產種類傳遞風險。石油的價值在目前的期貨價格上可能被低估了，但是需求的消失對於行業是一劫，價格在短期直接受制於存儲和運輸能力。

市場料有二次探底

資金是沒有記性的！美股在經歷3月份慘烈調整（包括四次熔断）後迅速反彈，重回技術牛市。從前瞻性PE（市盈率）看已經突破21倍，上次見到此數是在2001年互聯網泡沫破滅的時候了。目前所見的經濟停頓情況，是史無前例的，具有巨大的不確定性，上市公司也未能給出新的盈利指引，分析員研究報告中的盈利預測頗有盲人摸象的感覺。

筆者估計疫情可能反覆波動，恢復經濟活動後防疫措施仍會常態化，需求鏈、供應鏈仍會不時出問題，如此場景下消費和企業盈利均會長期遭受衝擊。股市已經消化了信用坍塌所帶來資產價格調整，但是對於盈利前景惡化的準備未必充足，對於潛在的連鎖反應的風險也準備未必充足。當然，與之前的市場危機不同的是，聯儲與政策聯手救市的決心和手段也是前所未有的。筆者相信市場會有二次探底，以盈利惡化為由的調整，但第二次探底的底部是否低過第一個底則取決於華盛頓的措施和政治決心。



▲能源市場短期挑戰依然嚴峻

辣稅造成沽貨困局



樓語縱橫
陳坤興

Q房網香港董事總經理

自1月23日本港錄得首宗新冠肺炎確診個案，至今疫情已持續超過3個月。猶幸近日疫情已稍稍放緩，過去2日更連續出現「零感染」情況，但由於疫情在全球蔓延情況仍然嚴峻，防疫工作仍然未能鬆懈，本地的「限聚令」亦剛剛宣布再延長14天至5月7日為止。隨著疫情已變成持久戰，我們亦需為疫市新常態作好長遠準備，樓市整固或許仍會持續，現階段需為急於沽貨業主紓難解困。

正如筆者過去的分析，因應疫情持續，加上限聚令實施下，令不少發展商停止新盤推出，一手市場幾乎進入「休漁期」。相對於過往「月月有盤推」，推盤勢頭一浪接一浪，近月新盤市場成交明顯轉趨淡靜，但同時間亦有個別客源轉投二手市場尋寶，整體樓市由過去「一手旺、二手靜」，轉為「一手靜、二手穩」。

用家主導近期成交

一手淡靜、二手平穩或許已成為疫市新常態。與此同時，實際上我們可以從最新稅務局所公布印花稅的統計資料，從辣招稅項的急跌正好反映目前疫市下物業市場的一

些變化，特別是連月來需要支付辣招稅項的樓市成交持續減少，反映目前樓市幾乎完全由用家主導。

連月來非本地居民來港買樓大幅減少。按稅務局的統計，需要徵收買家印花稅（BSD）的個案已經連跌五個月，上月只有42宗買家印花稅的成交，佔上月整體住宅成交僅約1%而已，同時間需要支付達樓價15%的新從價印花稅（New Ad Valorem Stamp Duty）的個案亦大幅回落，上月只有149宗，扣除其中42宗同時需要支付BSD的成交，上月只有107宗屬於本身已持有多於一個住宅單位的本地買家入市個案，按上月整體約4000宗住宅成交來看，當中竟多達96.3%成交屬於首置用家。

另外，過去沽貨的業主十居其九都可以獲利，但因應近月樓價持續整固，令近月成交中蝕讓離場個案明顯增加，相信大家亦明白，基於全港失業率持續上升，面對減薪、裁員、甚或是公司需要停業下，難免會有個別業主或需急於沽貨套現。

奈何在額外印花稅的3年徵稅期，令不少業主即使想盡早止蝕離場也有一定困難，或許在近3年內入市的業主中，個別正面對沽貨困局。

事實上，現階段政府也許需要選擇性減辣，可考慮縮短額外印花稅的徵稅期，甚或撤銷徵稅，協助有需要業主紓難解困。