

# 內地經濟進新時代 港股迎新契機

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

全球觀察

上周，美國白宮人事變動頻繁引擔憂，特朗普的貿易政策或將更趨強硬。中國經濟1-2月份運行延續穩中向好態勢，推動港股市場企穩反彈，上周恒生指數漲1.63%，收於31,502點，國企指數漲1.95%，收於12,673點，港股日均成交金額為1,175億港元，較對上一周有所上升。

筆者認為，內地經濟進入高質量發展階段，對港股市場構成有力的基本面支撐。改革提升投資者對未來盈利增長的預期，是港股市場向好的主要驅動力。黨的十九大報告明確內地經濟發展進入新階段，中央經濟工作會議明確內地經濟發展新時代的基本特徵就是由高速增長階段轉向高質量發展階段，2018年政府工作報告延續了這一政策制定思路，強調要大力推動高質量發展，加大改

革開放力度，並從深入推進供給側結構性改革、加快創建創新型國家、深化基礎領域改革、堅決打好防範化解重大風險、精準脫貧和污染防治三大攻堅戰、大力實施鄉村振興戰略、扎實推進區域協同發展戰略，積極擴大消費和促進有效投資，推動形成全面開放新格局、提高保障和改善民生水平等多個方面提出了具體的工作建議。

## 港股仍是全球股市估值窪地

筆者認為，內地利好因素逐步聚集，港股市場向好格局有望持續。其原因如下：首先，經過2月份市場的大幅調整後，香港股票市場的估值更具有吸引力。根據彭博一致性預期，截至2018年3月16日，恒生指數2018年預測市盈率及市淨率分別為12.3倍和

1.3倍，較過去13年的歷史平均市盈率和市淨率分別低3.8%和15.1%；恒生國企指數2018年預測市盈率和市淨率分別為8.4和1.0倍，較過去13年的歷史平均市盈率和市淨率分別低21.8%和39.3%；恒生AH股溢價指數收報123.8，相當於A股較H股平均溢價23.8%。同時，與世界主要股票市場相比，港股市場仍然是全球主要股票市場中的估值窪地，對內地投資者的吸引力並未減弱。

## 大量北水今年有望持續南下

其次，在內地居民全球資產配置需求日益上升的背景下，2018年大量內地資金有望持續南下。截至3月16日，今年南向資金累計淨流入人民幣1,005億元，遠超去年同期水平；第三，2018年內地經濟將呈大體平

穩的增長態勢，上市公司盈利保持穩步增長。2018年1-2月份，內地經濟運行延續穩中向好態勢，經濟結構升級優化，質量效益持續改善。

## 聚焦兩會重點議題政策主題

資本市場方面，筆者建議投資者重點關注兩會重點議題和政策預期方面的主題投資機會。首先，供給側結構性改革主題。供給側結構性改革從供給、生產端入手，通過提高供給體系質量和效率以及擴大有效和中高端供給，促使行業供求關係發生積極變化，有利於行業龍頭企業進一步提升市場份額和市場集中度。第二，加快創建創新型國家主題。製造業升級、科技創新、軍工行業民用化，對互聯網、人工智能、大數據、5G、

自動化設備、航天軍工等行業構成利好。

第三，房地產長效機制落地主題。房地產業分類調控長期化，有利於提升行業集中度，龍頭房企業績將繼續增長；一二線城市租購並舉可能使新增土地供給向租賃用途傾斜，利好租賃業務公司。第四，消費升級主題。新生代主導消費市場、服務業改革開放等將促進居民部門消費升級，中高端食品飲料、白酒、文化、旅遊、醫療、教育等行業將受益。

第五，國有企業改革主題。第六，鄉村振興主題。第七，區域協調主題，雄安新區、粵港澳大灣區和京津冀地區建設利好基礎設施投資相關行業；部分二線城市城鎮化加快建設將刺激公共設施和耐用消費需求。第八，節能環保主題。（本文有刪節）

# 聚焦議息會議 留意市場波幅

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

隨着全球經濟從金融海嘯最壞的時期走過來，並嘗試開始轉變成正常時期，隨之恢復的也包括市場的波動性，恐慌指數VIX在2月初曾一度高見50.3，打破了之前平靜圍繞10水平上落的格局，而各類資產也表現得更為波動。

## 地緣政治風險存在

最主要的還是兩大影響因素，一是來自貨幣政策的影響，二是地緣政治風險。這兩點倒不是新的，之前一直存在，但近期市場開始變得更加敏感，對這兩大因素有了更大的反應。後者主要是圍繞特朗普展開的。在月初首席經濟顧問科恩請辭後，市場就更加擔憂貿易戰，而上周特朗普突然解僱國務卿，特朗普的不按常理出牌再次驗證，白宮內人人自危，不知道自己會不會是下一個被炒魷魚的人，人事風暴讓資本市場也受到影響。貿易保護主義的勢力在白宮將越來越大。白宮新首席經濟顧問更表示考慮帶領盟國在貿易上對抗中國。這些都令地緣政治風險升溫。在外圍不穩定的狀態下，投資者更加擔憂，對市場更加保守，風險資產自然受到拖累，包括美股和美元，安全資產包括黃金和日圓短線獲得支持。不過上周尾的時候，這樣的負面情緒又有所回落，VIX回落兩日，助長之前受打壓的美元和美

股。

## 美國數據相對樂觀

而來自貨幣政策的因素在本周將成為主導，因為以美聯儲為首的央行將在本周開會並宣佈利率決定。作為第一個邁開加息步伐的央行，美聯儲的一舉一動無疑受到密切的關注，對其他央行的決定也有相當程度的影響。上個月公佈的經濟數據尤其是就業方面相當亮麗，一度令通脹上行和加速加息的預期爆發，美股美債雙殺，並將恐慌情緒蔓延到全球其他市場。最新的數據倒是溫和不少，表現不一，但也不乏亮點。

薪資和零售數據不及預期，CPI在預期內，讓市場喘了一口氣，不過就業數據、工業產出、PPI和密歇根大學消費者信心指數強勁，證實了經濟還在往樂觀的方向發展，足夠給加息帶來佐證，同樣足夠給美元帶來動力。美元從1月末開始就保持在88至90的區間上落，期間有幾次嘗試突破，但都很快回落，不過上周五終於增強動能，再次升穿50日線，更高見90.378，目前已經連升四周累升1.27%，短線走勢靠穩，如此給非美貨幣和金價帶來壓力。

不過也不可否認，上行動能還是不足，應該還在等待新的議息會議。美債始終受壓，10年期收益率雖在周內回吐升幅，一



市場關注美聯儲本周開會並宣佈利率決定。圖為聯儲局新任主席鮑爾。路透社

度測試2.8%水平，但支持有力，上周五就反彈走高，近期都在高位整固，整體來看債市的壓力難減，已成趨勢。

## 美聯儲3月加息無懸念

面對美聯儲，3月加息幾乎沒有什麼懸念，更重要的是在等待其對未來通脹和加息的看法，畢竟到目前為止，大家對今年到底加幾次息仍然沒有達成共識，所以此番會議更受到關注，料市場波動

性也會擴大。此外，周內還有英央行和紐央行的決定需要關注，兩者料保持按兵不動。英央行5月行動的概率高於六成，脫歐問題眼下似乎又遇問題，英鎊圍繞50日線爭持，短線繼續遇阻1.4水平，乏力突破。新西蘭GDP增長低於預期，或令央行的加息步伐放慢，至少短期內料難有行動。紐元上周四和五加速下跌，失守50日線，測試0.72的支持，短線或繼續下探。

# 環球經濟增長利好新興市場

于學宇 施羅德北亞地區多元化資產產品主管

上月，金融市場普遍疲弱，但月底前有所回升。美國工數數據優於預期，為債券市場帶來壓力，因投資者擔憂聯儲局的態度將會更趨強硬，隨後恐慌情緒蔓延至股市。雖然數據顯示環球經濟仍持續擴張，但環球宏觀經濟數據平均而言仍略低於預期，而盈利公佈表現理想。

在新興市場的大事方面，除了中國的農曆新年之外，南非總統祖馬（Jacob Zuma）辭任為拉馬福薩（Cyril Ramaphosa）上任總統鋪路。印度方面，一間國有銀行傳出欺詐醜聞或會對整個

銀行業產生負面影響。最後，俄羅斯的主權債券評級獲標準普爾上調至投資級別，從而延續近期的改善趨勢。

## 選擇性投資新興市場

整體而言，由於環球經濟增長形勢利好，我們仍看好新興市場。股市仍是我們看好的資產類別；我們認為新興市場的估值優勢於已發展市場，特別是在盈利加快增長的環境下。固定收益方面，我們繼續專注於較高質量及較低存續期的債券，並進一步減少我們對當地貨幣債券的配置。

然而，鑒於今後的市況將會更加波動，加上通脹形勢及利率走勢有欠明朗，許多市場的內在風險升溫，我們認為投資者需要對新興市場採取更具選擇性的投資方式。

## 俄羅斯估值相對低廉

經濟環境仍然良好，而強勁的盈利增長將有助推高估值，特別是相對於已發展市場。我們認為俄羅斯是新興市場中估值最低廉的市場之一，擁有強勁的盈利增長及穩定的政治環境。

內地及韓國的估值依然具有吸引

力。內地方面，我們認為一些高增長消費相關股的價值被低估，同時金融股將會受惠於息息曲線變陡峭及貸款增長加快。

新興市場美元計值主權債券容易受到美國加息的影響。因此，我們自去年底以來持續分散配置，轉入較短存續期債券及高質素的企業債券。企業債券方面，我們繼續專注於估值具有吸引力的高質素亞洲企業債券。許多市場的通脹水平似乎已經見底，從而降低進一步減息的機會，並為該資產類別帶來明顯的利好因素。

# 內地房地產稅落地考功夫

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

內地媒體於報道今年政府工作報告時，每以《房地產稅真的要來了》為標題，這說明報告內房地產市場管理上，未來日子中房地產稅如何落地是焦點。2017年12月中，時任財政部長的國務委員、國務院秘書長肖捷在《人民日報》發表題為《加快建立現代財政制度》文章。文中明確指出：按照立法先行、充分授權、分步推進的原則，而3月5日李克強總理於政府工作報告中指出，要健全地方稅體系，穩妥推進房地產稅立法。筆者解讀為房地產稅已被定性是地方稅，並且以平穩執行的、通盤考慮的思維繼續開展立法工作這已構成未來房地產稅的指導方向，所有房地產持份者必須時刻留意。

歸納各方資料，房地產稅實施有下列三大原則：立法先行，充分授權、分步推進。在立法先行上，根據以往人大立法的經驗，房地產稅立法最快也要在2019年內才能通過。作為現時地方政府主要財政收入的賣地款，是房地產業務中開發性部分，如果平衡整項稅項開發、持有、轉讓性，則中央政府在實施原則中的充分授權內體現。所謂充分授權，是在立法通過和中央授權的前提下，

將由地方政府決定稅收的具體細節，包括稅制細節和實施節奏。

## 徵收原則「寬稅基、低稅率」

《加快建立現代財政制度》明確地說明「對工商業房地產和個人住房按照評估價值徵收房地產稅，適當降低建設、交易環節稅費負擔」。讀者請留意評估價值為稅基是保留了足夠操作空間：評估值是何日為基準制定？重新估值是相隔多久？評估值有無折扣率後才以稅率計算？根據國外類似房地產稅實施經驗，各地方政府會盡量符合「寬稅基、低稅率」的徵收原則，並且也要使房地產的閒置資源得到充分利用，低收入一羣不會增加太大稅務負擔。

可以預料，經濟發達地區推行房地產稅時，地方政府會較容易執行。整體城市的物業總價值（尤其是工商業發達的）愈高，所需要開徵的稅率愈低、稅基愈闊，長期來更容易吸引居民和企業進駐。反觀大多數三四線城市仍是面對人口、資金、企業淨流出情形，開拓房地產稅變成較為棘手。

## 分步推進達到平穩過渡效果

房地產稅的實施一定不是一刀分割和一步到位，可能採取先城市後村鎮、先市民後農民、先發達省後內陸省、甚至先商業物業後住宅物業、先是舊有估價值（如定於五年前基準日等）後按數年重估到現時值等策略實施，去體現實施第三原則的分步推進從而達到平穩過渡效果。

每個擁有私人物權的社會，都面對同樣問題：有房產者害怕房地產稅開徵會拖低房價，無殼人士希望房地產稅是一根稻草可以幫助他們置業。作為一個龐大員經濟發展程度不同的國家，中央政府巧妙地制訂上列三大原則，既可保留最終話事權，但也可適度下放權力至各級政府具體實行，這不失是最有效的方法。

## 稅收長期支持地方市政服務

平情而論，房地產稅是否真是破解樓價只升不跌的良方，現時去立論肯定是不盡不實。從外國經驗來參考，防止樓價急促上升只可用多種稅費多管齊下是最有效率的方法。比如加拿大的多倫多政府為了遏制去年房地產投機炒作，一口氣四法齊下，包括增加外國人購買住房20%交易稅、設立2%住



據以往人大立法的經驗，房地產稅立法最快在2019年內通過。圖為重慶市民參觀當地樓盤。資料圖片

房炒作稅、增加高樓價住房交易稅（由0.5%升到3%）及對住房貸款者進行嚴格壓力測試，當地樓價便短期大幅回落。僅是希望房地產稅便能遏制房地產投機是不現實的，況且樓價隨地區經濟發達而穩步上升應視為正常的。房地產業仍是國家和地方的主要經濟支

## 人行貨幣政策料鬆緊得宜

內地方面，第十三屆全國人大一次會議通過易綱當選人民銀行行長，接替卸任的周小川。雖然替換了行長，但筆者相信人行仍然會維持大方向，如控制風險、防範泡沫，因此相信人行今年的貨幣政策仍然會是鬆緊得宜，不會過度寬鬆。上海銀行同業拆息1月利率有輕微上升顯示銀根稍稍收緊了，同時限制了內地股市的升勢。內地股市受壓理所當然地便會影響在港上市的中資股，近期中資股欠缺動力，亦令港股成交和上升乏力。

除了內地因素外，港股本周觀望情緒濃厚，因為多間藍籌將公佈業績，如股王騰訊（0700），投資者氣氛很受業績影響，若業績理想，將有機會帶動港股突破32,000點關口，相反的話，港股將可能向下整固。技術走勢而言，恒指自1月底的高位33,484點，跌至2月初的低位29,129點，累積下跌了4,355點。若反彈整個跌浪的0.618倍，量度阻力位為31,820點。若恒指能升破及企穩在31,800點之上，恒指有機會重展新一輪升浪，挑戰歷史高位33,484點。

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。