

新型城鎮化深入推進 中國經濟持續發展添動力

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

近期，國家發改委發佈重磅文件《2019年新型城鎮化建設重點任務》（下稱《任務》），要求加大戶籍制度改革力度，城區常住人口100萬-300萬的Ⅱ型大城市要全面取消落戶限制；300萬-500萬的Ⅰ型大城市要全面放開放寬落戶條件，並全面取消重點群體落戶限制；超大特大城市要調整完善積分落戶政策，大幅增加落戶規模；允許租賃房屋的常住人口在城市公共戶口落戶。

根據《2017年城市建設統計年鑒》數據，目前已有92個城市的城區人口規模超過100萬。其中，超大城市4個，特大城市10個，Ⅰ型大城市13個，Ⅱ型大城市65個。

逾2億流動人口未「市民化」

中國過去的城鎮化很大程度上以土地為中心，憑借低要素成本建立產業競爭優勢，依靠土地「非農化」增值撬動銀行信貸進而加

快房地產和基礎設施發展，推動城市邊界不斷擴大。但是大量流動人口並未伴隨土地「非農化」而實現「市民化」。

目前，中國有超過2億的流動人口常住在城市但卻沒有城市戶籍，其背後隱含的社會保障、公共服務等制度缺陷已經嚴重約束了勞動力要素流動和資源配置優化，制約了居民收入增長和消費擴大，阻礙了中國產業升級和經濟轉型的步伐。

新型城鎮化建設是推動中國經濟結構調整和產業優化升級的重要抓手。深入推進新型城鎮化建設，可以充分釋放新型城鎮化蘊藏的巨大內需潛力，為中國經濟持續發展提供新動力。中國勞動年齡人口高峰期已在2012年到來。

勞動人口連續7年雙降

國家統計局數據顯示，自2012年起，我

國勞動年齡人口的數量和比重連續7年出現雙降，7年間減少了2,600餘萬人。新型城鎮化的根本途徑必須要通過改革消除現行制度對要素自由流動的束縛、減少政府部門對資源配置的干預，而戶籍制度改革則是破除流動障礙的關鍵。本次新型城鎮化建設重大政策的核心就是通過戶籍制度改革來實現勞動力要素有效流動，公共服務均等化和資源配置優化，從而推動中國經濟結構調整和產業優化升級，提高中國經濟潛在增長率。

城鎮化為資本市場注新活力

資本市場方面，新型城鎮化建設深入推進將為資本市場注入新的活力，為投資者增加新的長期投資機會。行業板塊方面，房地產、高端製造、消費升級、醫療、教育、基建和物流等行業有望受益，相關行業龍頭公司可重點關注。

第一，房地產板塊將是最直接受益者。《任務》明確了大城市要全面放開落戶條件，預計大量過去城鎮化政策下三四線城市的流入人群以及三四線城市的高資產群體，未來有望在新政引導下向放寬落戶的一二線城市和核心三線城市流入，帶來大量的置業需求，直接利好房地產板塊。建議重點關注在一二線城市和核心三城市，尤其是在京津冀、長三角、粵港澳以及成渝城市群，有一定土地儲備以及佈局的房地產龍頭企業。

第二，《任務》提出要培育發展現代化都市圈，利好高端製造和消費升級板塊。在新型城鎮建設政策推動下的城市人口持續增長將有利於促進消費升級，促使國內企業提高產品科技含量和產品質量，推動中國製造業邁向中高端，從而有利於實現中國經濟結構調整和產業優化升級。建議重點關注在細分

領域已形成競爭力的自主品牌龍頭企業。

第三，《任務》提出要在隨遷子女較多的城市加大教育資源供給，實現公辦學校普遍向隨遷子女開放，完善隨遷子女在流入地參加高考的政策。全面推進建立統一的城鄉居民醫保制度，提高跨省異地就醫住院費用線上結算率，推進遠程醫療和社區醫院高質量發展。建議關注相關醫療及教育公司的投資機會。

第四，《任務》提出要綜合考慮人口規模結構和流動變化趨勢，構建有前瞻性的綜合交通運輸網絡，要加強城市基礎設施建設，提高城鄉基礎設施建管能力。基建和物流板塊也將受益。

本文為筆者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不构成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。

復活節臨近 港股整固待變

姚浩然 時富資產管理董事總經理

恒指本周一（15日）升至約30,280點水平（相當於去年6月19日遺留下來的裂口附近）遇到較大阻力。市場近期關注環球公佈經濟數據、中美貿易談判進展，以及美國企業公佈首季業績，筆者預料隨着港股累積不少升幅及復活節假期因素影響，恒指短期或會回吐並整固，惟若外圍股市上升及投資氣氛良好帶動，後市仍可看高一線。

歐洲或重啟貨幣寬鬆

從近期各國經濟數據可以看到，環球經濟前景可謂好壞參半。歐洲方面，歐元區及德國製造業PMI數據過去兩個月處於榮枯線以下，同時國際貨幣基金組織（IMF）上周再度下調今年環球經濟增長預測，19年預測從3.5%向下降至3.3%，為金融海嘯以來最慢水平，2020年全球經濟增長的預測為3.6%。上周六（13日）IMF發表公報呼籲各國迅速行動以鞏固經濟增長，並在貨幣政策方面確保通脹繼續趨近目標。 歐元區公佈3月核心CPI按年僅升0.8%，遠低目標的2%，由此可見，縱然市場理解到央行放水將增加資產泡沫風險，惟面對眼前經濟增長放緩及低通脹的問題，加上英國脫歐為歐元經濟帶來不確定性，筆者認為歐洲重啟貨幣寬鬆政策的大方向也難以改變。

中國3月新增貸款勝預期

然而中國方面，上周五（12日）人民銀行公佈，3月新增貸款1.69萬億元（人民幣，下同），遠高於市場預期的1.25萬億元；3月底廣義貨幣供應量（M2）按年增長8.6%，高於市場預期增長8.2%。而內地3月社會融資規模增量2.86萬億元，同樣勝於預期1.85萬億元。從整個季度來看，新增貸款數據當中，住戶部門貸款增1.81萬億元，反映居民的房屋消費需求上，因此也帶動內地房地產市場上升。

內地GDP增長料達6.4%

另一方面，企業新增貸款增長也反映企業投資信心復甦，生產力有所提升，這亦與較早前內地PMI返回50以上的數據較為吻合。 由此可見，面對經濟增長放緩，內地年初全面降準及減稅降費措施漸見成效，內地3月CPI通脹回升至2.3%，可見內地未如歐元區般有迫切需要地透過降準等寬鬆政策以刺激通脹。故筆者預料本周三（17日）公佈首季GDP增長可達6.4%，意味內地經濟可望觸底並企穩，有利資本市場氣氛。

總括而言，各國的經濟前景未明，短期內股市難言有明確方向。惟筆者認為美國方面，投資者普遍已經對經濟及企業盈利出現較差的心理預期，未來數周美股公佈業績反而更易於勝過預期，若三大指數能因此再創歷史新高，內地A股市場隨着經濟回暖而向好，港股後市亦有向上試高位的條件。

美聯儲鴿派 美股再近高位

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“ 相對於其他國家，美國經濟依然擁有優勢，美元資產仍有吸引力，但也不得不承認經濟增長放慢和環球風險對其經濟的影響。

美國公佈的經濟數據好壞不一。最新的非農報告意外強勁，就業增加19.6萬人，超出預期，較上月大幅反彈，要知道2月的非農數據讓人大跌眼鏡。不過薪資增長環比和同比增速均不及預期。零售銷售在經歷去年12月暴跌後，1月有所反彈，但2月意外下跌0.2%。ISM製造業PMI倒是大幅回升，高於前值和預期。

3月CPI按月升0.4%，為2018年1月以來最大升幅，按年升1.9%，好於市場預期，不過核心CPI不及預期，升2%。PPI則大幅上升，是5個月來最大月度升幅，但主要是因為汽油成本上升所致。核心PPI增快至0.3%，好於預期。消費者對於經濟前景的樂觀信心正在動搖，對稅改帶來的利好影響正在減退。4月密西根大學消費者信心指數意外回落，低於預期，是今年來首降。

美聯儲保持耐心

即便如此，美聯儲還是在去年最後一季度轉變態度。可能就是考慮了全球經濟環境轉差，經濟增長放慢的大環境，加上全

球風險高企，以及美國不可能一直保持高速增長。3月的貨幣政策會議中暗示年內不會有加息，將從5月開始減慢縮表的步伐，這一重大轉變令全球各類資產都出現大波動。

最新的美聯儲會議紀錄也表達了這個鴿派信號，整體還是維持耐心等待的態度。美國總統特朗普也打破常規，高調向美聯儲施壓，多次公開呼籲減息，以舒緩經濟面臨的壓力。更揚言美聯儲的政策已經阻礙美國經濟增長，以至於美股喪失了原本可以多漲5,000-10,000點的機會。

須注意回吐壓力

從去年最後一季度美聯儲轉變態度來看，的確利好股市。恐慌指數VIX從去年聖誕假期之後，自36的高位一路回落，上周五跌至12.01，一度低見11.95，觸及六個月低位，累積回落逾六成。與此同時，美國股市做出反彈。道指從兩萬二以下的低位一路走高，到2月下旬就已經回補了去年尾以來的跌幅，隨後圍繞兩萬六一線反覆震盪，雖然暫時缺乏足夠的動能向上突破，但還是在一季度收穫了



■美股本月初承接了首季升勢，惟在全球經濟增長和企業盈利面臨諸多風險，投資者擔憂獲利回吐的壓力正在增加。

11.15%的漲幅。進入四月以來，動能增強，再次接近歷史新高。

納指和標普也表現強勁，從低位反彈。納指從6,500一線下方回升，升穿多個阻力位，尤其是4月加速走高，逼近8,000關口。標普從2,400以下反彈，4月開始企穩2,800後進一步上攻，已經在上周五突破2,900。走勢強勁，但投資者還是有所擔憂，估值重返高位的同時獲利回吐的壓力正在增加，尤其是全球經濟增長和企業盈利正在面臨諸多風險和壓力。

美匯表現趨反覆

美匯指數從去年4月下旬開始加速走高，但從去年最後一季度開始動能減弱，畢竟美聯儲轉變態度，不過也在大部分時間保持在96至98的區間內，目前表現反反覆覆。10年期美債收益率從去年11月的高位回落，今年3月底更一度失守2.4%一線，直到本月開始止跌反彈，上周五動能增強，已經連續上漲兩周，但也暫時未能脫離下行趨勢。（筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益）

市場衝高回落 宏觀面持續改善

邱志承 工銀國際研究部股票策略師

上周美元短期利率較平穩，中長期美國債利率明顯上升，中長期利率的持續上行結束美元收益率曲線的倒掛。中美貿易談判的消息較為正面，加上美元指數也有所下行，人民幣匯率有所上升。

港元利率繼續上升

PMI 高於市場預期後，上周披露3月中國宏觀數據，進一步提升了中國經濟已經見底的可能。3月的社會融資、信貸與貨幣不僅總量增速較好，其結構也有明顯的好轉，暗示企業的資金需求有明顯的恢復。再加上CPI 上升到2%以上，使得中長期人民幣利率持續上升，10年期人民幣國債利率3 周內上升了20 個基點。

上周港元利率也繼續上升，港元與美元之間的利差進一步大幅下降，匯率壓力也明顯下降。雖然港元利率近期有明顯上升，但近期香港的房價仍在加速上行。

全球股市上周小幅上行，周收盤再創1 年來的新高。發達市場金融、IT 與電信服務表現較好，部分受益於美國加速5G 網絡的推進。國際大宗商品價格也有小幅上升，代表中國商品價格的南華商品指數漲幅更大。

恒指在上周二突破3 萬點之後，出現明顯回調，港股全周基本持平。日均交易額保持在近期較高水平，陸股通的周交易額創出歷史新高。但雙向的淨買入都處於低位。一級行業表現分化明顯，醫療與IT 板

塊表現突出，其他板塊波動幅度不大。

港股回吐壓力大

與港股有些相似，A 股上周也是先漲後跌，但跌幅較大，整體下跌2%，之前漲幅較大的中小板和創業板的跌幅更大。A 股的交易額也從萬億元下降到8,018 億元，但仍為歷史較高水平，但兩融餘額仍較快上升。從行業上看，A 股一級行業除了消費與公用事業外，都有所下跌，IT 板塊的跌幅相對最大。

上周兩地市場表現較弱，主要原因是之前上漲過快，均有獲利回吐的壓力，下跌較多主要也是之前漲幅較多的板塊與股票；加上3 月CPI 高於預期，使得

市場對於貨幣政策的預期有所調整，成為下行的催化劑。不過，我們對於兩地市場仍較為樂觀，上周周報裡已經分析到，市場的驅動力量已經開始換檔，從之前的流動性為主，轉為基本面的驅動，上周市場的走勢印證了此判斷。宏觀數據顯示了中國經濟見底回升可能，但美元與人民幣利率上升，使得流動性的力量有所下降。

不過，快速增長的社融與貨幣，顯示了市場流動性並沒有大的改觀；此外，中美貿易談判仍為順利，也會對市場有提振作用。我們判斷兩地市場的此輪調整幅度與時間將十分有限，周股與高波動的股票將會有較好的表現。

一手空置稅會奏效嗎？

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

政府去年中提出多項房屋政策新措施，一手空置稅是六項新房策之一。

四月初，運輸及房屋局公佈一手空置稅建議《條例草案》詳細資料，並把發展商高管人員如同意或縱容干犯罪行，納入刑事犯罪化，期望收取最大的阻嚇作用。對於可能被刑事檢控，眾多開發商老闆及高管人員自然群起反對，並且紛紛提交各類修改意見。

可考慮對豪宅延長放寬期

先讓讀者重溫《條例草案》的主要內容。一手空置稅正名是「額外差餉」，主理部門是差餉物業估價處。收稅對象針對已落成12個月的一手住宅，二手住宅及工商物業均不會受影響，被徵收是持有住宅的發展商。徵收的稅款為單位應課差餉租值的兩倍，如

按私樓回報約2%至2.8%，空置稅大約相當於單位樓價的5%。換句話來說，發展商每年持有空置單位成本是5%，這相比現有私樓回報率還高於2.2%至3%。

明顯地，特區政府旨在逼發展商盡快脫手空置單位。讀者請關注一手住宅空置稅率是統一的，無再按單位面積和樓價區分，理論上法例對各類住宅負面影響相同。不過發展商則持有相反聲音，紛紛指出一手空置稅對豪宅衝擊最為嚴重。他們持有理論是豪宅的平均銷售期都超過12個月，因為豪宅投資者是較稀缺的，而且需要較長決定時間及銀行貸款批示期較久。

平情而論，發展商的反饋意見符合市場情況，不少豪宅都需要超過1年才可完全脫手。如果政府想通過一手空置稅來大幅增加新樓供應量，則豪宅部分的存量不變，對增加供應量

幫助不大。又如果一手空置稅是旨在增加年青人或未置業者成功上車，豪宅單位根本不是他們上車一族可負擔的。其實政府可考慮對豪宅延長放寬期限至24個月或減低空置稅至1倍，這樣才較符合現在情況。

對於計算空置日期，發展商與政府頗有分歧，草案建議是按入伙紙滿12個月計，但是發展商反建議以按出滿意紙後18個月至24個月計算，為發展商提供較為彈性寬限期作發展和銷售部署。發展商更揚言會把一手住宅空置稅納入計算發展總成本內，肯定影響投標住宅地皮的意慾和價錢。

按入伙紙日期計較公平

其實按照入伙紙日期計算較為容易和公平，因為入伙紙是表示已適宜入住和符合建

築物條例，但是滿意紙是視乎該地段的土地開發條文完全符合的，兩者是有着根本的分野。如果土地上有數幢住宅分期完成，又地段沒有再細分，則滿意紙是會於所有開發條例經地政署完成驗收後才發出。某些本地樓盤的滿意紙和首期入伙紙日子相差逾多年才成功獲取！發展商更會被鼓勵延長滿意紙日期，來達到延遲交納一手空置稅！既然入伙紙是只是針對相關幢數，且較為容易執行，保留入伙紙計算是較為簡單、公平的。

此外，政府評估至2018年3月底，一手私人住宅約有9,000個未售出單位（佔當時預計供應量4%），相比2013年3月底的4,000伙（佔當時預計供應量6%），數量錄得大幅增加，是主要支持政府採用一手空置稅的理由。但據商會收集的數據，有關數目包括已出租項目，估計實際空置單位不會多於三千伙，空置率估算只為半成。作者相信一手住宅空置率應該是豪宅遠高於中小型單位，尤其是合適上車的小型單位，其主因已於上幾段分享過。如發展商所說，一手空置稅收達

到真正供應大增的效果偏低，則市民渴望一手空置稅成功擠出開發商的貨尾單位的願望會落空。

姿態作用高於實際效果

筆者相信特區政府開收一手空置稅是「事在必行」，是姿態作用高於實際效果。但是作為政府打壓樓價的姿態作用是必須的，表明已採取不同手段去阻止持續上升。一手空置稅的條例已經開始諮詢，已經令發展商加速推售手中樓盤貨尾單位，且沒有再大幅增加叫價。不論條例最後「狼來了」或真正上馬，特區政府已收到預期效果，是值得點點的。

二手樓的空置率相信更低，擴展到二手空置稅是收不到顯著效果，且政治上是不受歡迎的，不提也罷。

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。