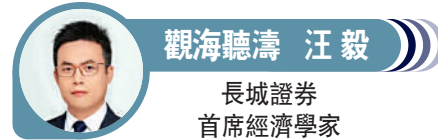




▲美國經濟復甦預期經歷波折，市場憂慮出現「再通脹」或「再滯脹」。

中國製造業設備更新 拉動投資增長



長城證券
首席經濟學家

當前中國製造業固定投資額企穩回升，這種回升不僅反映出市場力量對設備更新需求的內在驅動增強，也是對當前政策扶持效應蓄勢待發的樂觀預期，預示着設備更新投資可能正處於轉折點，即將步入上行通道，但尚且需要一定程度的鞏固。

本輪設備更新政策的力度相比以往，涉及的領域更廣、規模更大、質量要求更高。從設備更新、以舊換新相關政策的歷史沿革來看，設備更新、消費品以舊換新並不是今年新產生的概念，但是以「大規模」去形容此次設備更新政策涉及的範圍和體量，是近15年來第一次出現。

此次政策於去年已開始醞釀，2023年12月的中央經濟工作會議提出「要以提高技術、能耗、排放等標準為牽引，推動大規模設備更新和消費品以舊換新」，2024年2月的中央財經委員會會議中則進一步對於設備更新、消費品以舊換新做出更具體的部署，2024年3月的國務院常務會議指出「要結合各類設備和消費品更新換代差異化需求，加大財稅、金融等政策支持」。

從本次政策描述和以往製造業、基礎設備更新政策的歷史經驗上看，對設備更新的政策支持主要體現在財政稅收、貸款等資金相關手段，本輪設備更新政策支持力度可能會相比於2016年和2022年更大。

方案明確提出「通過中央財政安排的節能減排補助資金支持符合條件的汽車以舊換新；鼓勵有條件的地方統籌使用中央財政安排的現代商貿流通體系相關資金等，支持家電等領域耐用消費品以舊換新。持續實施好老舊營運車船更新補貼，支持老舊船舶、柴油貨車等更新。鼓勵有條件的地方統籌利用中央財政安排的城市交通發展獎勵資金，支持新能源公交車及電池更新」。

從歷史經驗來看，2016年、2022年中央均頒布了設備更新的相關政策，具體實施手段包含了財政資金支持和設立設備更新改造專項再貸款，本輪設備更新可能會加大補貼和稅收優惠，以及

財政資金支持的力度。

通過觀測2009年、2016年、2022年三輪存量更新政策實施過程，除了2022年，在其餘兩次更新周期中，即2009年至2011年間伴隨財政刺激計劃，以及2016年至2018年間的「供給側改革」，政策導向均有力地推動了設備更新進程。在這兩個時期內，我們普遍觀察到產能利用景氣擴散指數強勁反彈，而2022年，由於出口的回落和內需有待提振，企業缺乏資金回流的信心，政策端僅僅通過提供專項再貸款無法鼓勵企業增加對於固定資產的投資。

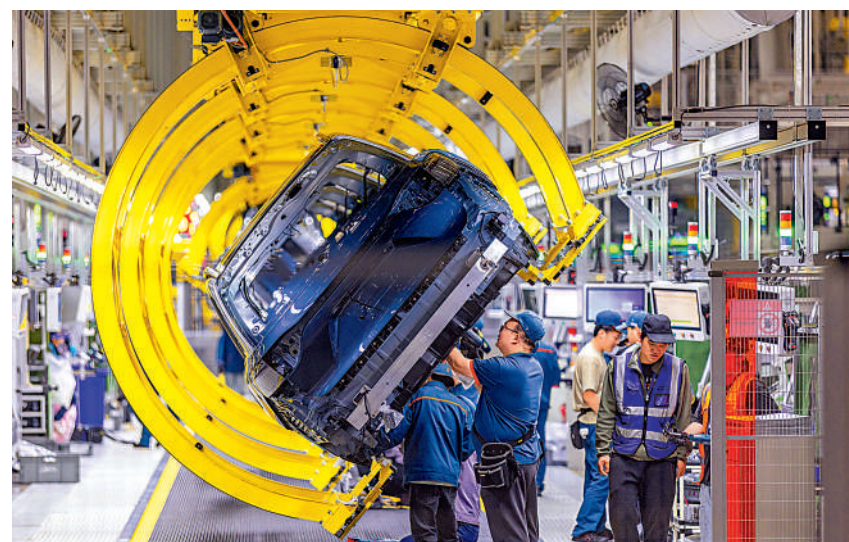
年均規模超5萬億

根據2024年3月15日發改委發布的《實行大規模設備更新和消費品以舊換新既利當前、更利長遠》一文，2023年間，中國在關鍵經濟領域，諸如工業與農業，其設備投資總額達到約4.9萬億元（人民幣，下同）之巨。

根據初步評估，在本輪設備更新和消費品以舊換新的過程中，一個年均規模超過5萬億元的龐大市場正在形成，產業邁向更高附加值、更綠色環保、更智能化的發展軌道，從而有力拉動效益顯著的投資增長。

此輪政策另外值得關注點是對汽車以舊換新以及增強二手車市場流動性的強調，根據中國乘用車市場信息聯席會秘書長崔東樹披露的信息，到2027年，預期報廢並需換購的乘用車有望達到1366萬輛。

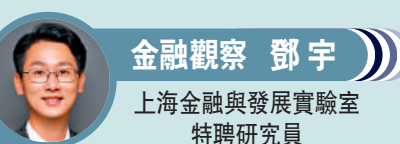
汽車國內市場銷售可以細分為初次購買（新購）、車輛增補（增購）以及以舊換新（換購）三種類型。根據數據，自2009年起，中國汽車市場經歷了顯著的井噴式增長，銷量由2008年的567萬輛一路飆升至2017年的2420萬輛，連續數年呈現出強勁的爆發性增長，當前中國已步入車輛報廢高峯期。以普遍遵循的15年報廢週期計算，預計2023年將有約567萬輛乘用車完成報廢並進入換購流程，這一數字在2024年將進一步增至800萬輛，至2025年將達到1133萬輛，顯示出極為迅猛的增量趨勢，根據乘聯會的推算，到2027年，預期報廢並需換購的乘用車數量有望達到1366萬輛。若計入商用車的更新需求，當年總體更新規模預計將突破1500萬輛大關。



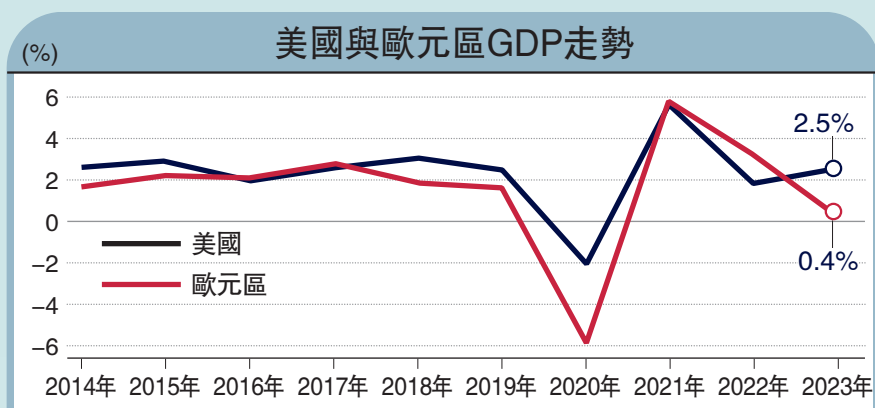
▲本輪的設備更新政策，包括汽車以舊換新，將增強對新車的需求。

本輪歐美經濟的復甦軌跡呈現新的特徵，一是經濟復甦超預期，二是貨幣政策的超預期。大國博弈和地緣政治因素加劇了不確定性，導致財政擴張步伐難停，財赤仍在增長，同時美聯儲和歐洲央行的貨幣政策調整更顯審慎。即便前期市場預計歐美央行減息的概率升高，但現實經濟和通脹變化卻存在不確定性，也意味着難度加大。

通脹難下 美歐復甦無以為繼



上海金融與發展實驗室
特聘研究員



危機、巴以衝突等，而且大國博弈仍持續發酵。從原油和美匯指數來看，國際市場的恐慌情緒仍時常湧現。美匯指數方面，2022年4月初以來，指數雖有小幅波動，但始終維持在100以上；布倫特期油維持80美元以上。投資者對不確定性的交易及不穩定的投資回報存在疑慮，因而導致全球FDI流量下滑，2023年全球FDI實際下降18%。總的來看，大國博弈和地緣政治將進入新常態，由此對國際大宗商品和外匯市場帶來負面溢出效應，疊加「再通脹」和減息預期減弱等影響，預計2024年全球金融市場仍將劇烈波動。

其二，「脫鉤斷鏈」和保護政策的溢出效應將顯現。過去歐美經濟所依賴的增長基礎，很大部分源於全球化的發展紅利，即全球產業鏈體系所帶來的廉價能源和消費品，同時歐美大量跨國企業憑藉國際金融、貿易體系獲取超額的海外收益。但是，由於世界秩序變遷，歐美內部出現「逆全球化」思潮，「脫鉤斷鏈」和保護政策頻出。早期歐美國家主要通過設置綠色壁壘和貿易壁壘對外國商品和服務進出口設限，製造貿易摩擦，近年則直接推動高科技出口管制，並對歐美國家內的5G通信、新能源汽車、光伏產品等進行投資審查。2023年美國對華商品出口額為1449億美元，按年下降4.3%。與之相反，新興經濟體傾向深化國際合作，擴大自由貿易，因而催生《區域全面經濟夥伴關係協定》（RCEP）、「金磚+」擴員，並驅動共建「一帶一路」取得巨大進展，反觀歐美國家不但拒絕融入「再全球化」，致使全球經濟和貿易增長受挫，這些政策的負面溢出效應將削弱歐美經濟的韌性基礎。

財赤持續擴大 減息預期轉弱

三、歐美財政與貨幣政策正常化遇阻
一方面，財政赤字與公共債務的增長態勢很難扭轉。歐美國家發揮中央銀行的「最後貸款人」功能，並向「最後做市商」的角色轉變，從而為財政赤字創造信用，中央銀行直接購買政府債券或公共債券等，在放大財政預算赤字的同时，也直接導致其資產大幅擴張。截至2023財年末，美國聯邦公共債務達到26.2萬億美元，佔GDP的97%，預計到2025年佔GDP的比重將達到101.7%。IMF報告指出，預計美國2025年的財政赤字與GDP之比將達到7.1%，是其他發達經濟體平均2%水平的3倍多。由於高利率將維持，歐美的財政利息負擔將

加重，2019至2023年美國聯邦政府財政支出利息淨額從3752億美元增至6593億美元。由於2024年美國處於選舉年，按照經驗，選舉年的財政支出呈現擴張狀態，因而美國財赤上行的趨勢較強，屆時聯邦政府債務再度突破法定上限的概率將增加。

另一方面，貨幣政策走向正常化將可能更加曲折漫長。歐美央行控制通脹的政策效果已有正面反饋，美國和歐盟的消費物價指數(CPI)從高位持續回落，通脹壓力暫緩。美國的CPI從2022年6月9.1%的高點降至2024年3月的3.5%，歐元區的HICP(調和的CPI)從2022年10月的10.6%的高點降至2024年4月的2.4%。但是，歐美的高利率仍高企。從兩個維度看，一方面是高利率仍在高位，美國經濟能否較長時間承受高利率仍有變數。截至2024年4月，美國聯邦基金目標利率和歐元區基準利率（主要再融資利率）分別為5.5%、4.5%。高利率維持的時間愈長，美國經濟承受的壓力將更大。另一方面是美國的通脹走勢存在波動。2024年3月美國的核心CPI維持在3.8%，歐元區上月的核心通脹雖降至2.7%，但仍偏高。較早前市場預計美聯儲今年減息至少3至4次，但隨着經濟及通脹發生變化，減息預期有所減弱，反觀歐洲央行雖然釋放減息信號，但預計下調空間有限。

本輪歐美經濟的復甦預期經歷了一些波折，當下外界所討論的「再通脹」和「再滯脹」充分反映市場對歐美經濟衰退的擔憂和恐慌情緒，而短期「美弱歐強」格局可能只是暫時，較大的不確定性在於美國和歐元區經濟同步走弱。目前來看，歐美國家尚未完全做好應對不確定性的政策準備。一方面是「保護主義」傾向嚴重，加劇經濟復甦的風險；另一方面是宏觀政策的調整面臨異常複雜的境況，現有的宏觀政策試錯成本大幅增加，美聯儲曾出現的「通脹暫時論」以及不斷反轉的減息預期便是例證。歐美既希望通過製造業回流、近岸外包等政策來實現「脫鉤斷鏈」，也試圖將宏觀政策預期引導推動負面溢出風險外遷。種種跡象表明歐美意在擺脫傳統全球化模式，但代價可能是宏觀經濟的不穩定，以及宏觀政策的起伏不定。可見，歐美經濟復甦與宏觀政策調整的結構性矛盾一時很難調和，歐美經濟雖出現短期的「軟着陸」，但難以完全忽視中長期經濟衰退的風險。

(本文僅代表個人觀點)

內地人買港樓 撤辣前後之別(上)



中原按揭
董事總經理

特區政府於今年2月底公布對樓市全面撤辣，讓樓市鬆綁復常作多元發展。現時不論港人、內地或海外人士在港置業，在繳付印花稅項及入市門檻方面基本上一致；市場上積聚多時的潛在購買力頓時釋放，當中亦吸引不少內地人士來港買樓。

印花稅率與本地人一致

現時內地人士在港買樓之稅款開支，在撤辣之前，內地人士在港買樓一般需繳交新住宅印花稅(NRSD)，為樓價之7.5%，以及買家印花稅(BSD)，亦為樓價之7.5%，即合共為樓價之15%。撤辣之後，內地人士繳交之印花稅與港人一致，按售價或價值(以高者為準)之分層稅率繳付從價印花稅(AVD)，由100元至樓價4.25%不等。

以買入600萬元之物業為例，撤辣前內地人士需繳交印花稅共15%即90萬元，撤辣後需繳交印花稅降至2.25%即13.5萬元，減幅達85%。若買300萬元或以下細價單位，以成交價280萬元為例，撤辣前後交之印花稅由42萬元降至

僅100元，減幅達99.98%。

此外，特區政府已同時撤銷額外印花稅(SSD)，不論港人、內地或海外人士，現時買樓已不再有捆綁期，以往買家在買樓後兩年內轉售單位，將會衍生效額外印花稅之收費，稅率介乎10%至20%，現時已撤銷這項稅收。

去年10月特區政府為內地及來港人才提供「先後免徵」的置業印花稅安排，即是在買物業時先繳交與港人一致的從價印花稅(AVD)，若未能成為香港永久居民才需補繳有關稅項；現時來港人才亦已毋須「先後免徵」，而是與港人買樓所繳交之從價印花稅率完全一致，同樣是由100元至最高樓價4.25%不等。

在房貸配套方面，內地人士同樣可在港申請樓宇按揭貸款，有關按揭準則、首期比例，及房貸息率原則上與港人相同。但當中需留意，根據現行在港承造按揭的準則，買樓自住或投資出租獲批之按揭成數有所不同。以首套自用住宅物業樓價不高於3000萬元計，銀行按揭成數高達七成，首期比例為三成；3500萬元或以上樓價的按揭成數則高達六成；以上所指的是自住物業之可造按揭成數，例如適用於透過人才計劃來港工作及定居的置業人士。若果內地客戶在港置業用作出租用途，可申請的按揭數則高達六成。