

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

百家觀點

# 舊樓重建豁免BSD應續溝通

近年，港府由被助長「地產霸權」，轉向為向發展商施加規範及掣肘，多項措施陸續出台，較早的包括發水限制、預售樓花指引、以實用面積訂價等，多屬於保障消費者權益範疇，每項措施均有其實施的理據。但較近期的新界東北發展以「傳統模式」徵地，以及實施「買家印花稅」(BSD)，當中尤其是對於後者，發展商反應強烈，港府掌管房策及稅務部門，應耐心與發展商代表詳細溝通及考慮彼此的理據，然後始確定執行的細節及豁免條款。

如世界許多大城市一樣，香港面臨市區老化，舊樓失修，老業主受經濟所限，無力維修，港府近年已大力推動包括由市建局執行的樓宇維修大行動、維修樓宇貸款計劃等，但修修補補，舊樓始終愈來愈舊，要長遠解決問題，始終是要重建，但各區舊樓數量龐大，市區重建任務不能光靠市建局去進行。上屆特區政府於2010年中，修訂〈土地（為重新發展而強制售賣）條例〉〈簡稱強拍條例〉，

舊樓強拍申請門檻調低，50年樓齡的只需收足八成業權份數便可申請強拍，目的就是鼓勵發展商併購舊樓作市區重建，修例得到正面效果，強拍申請由2010年的21宗，上升至2011年的46宗，今年到12月中更升至57宗。舊樓重建帶來新生活，個別地盤更向政府支付大額補地

價，帶來庫房新增收入。舊樓重建後亦帶來市區新增樓宇供應，滿足市場需求。

既然市區重建要靠發展商去執行，在各項政策上，應朝正面鼓勵方向去配合。今次推BSD，港府便未能全面考慮收購舊樓牽涉的困難及時間性。首先收購舊樓並非平鋪直敘，在未達到可以向「土地審裁處」申請強拍的門檻（即八成或九成業權份數）之前，透過代理與小業主接洽，只是你情我願性質，不可能有固定時間表，不知道甚麼時間可以完成。

很多時更有多於一家發展商在收購同一座或毗鄰舊樓，遇到小業主因某些理由不同意，發展商只能購入小部分業權然後慢慢與其他小業主洽商，就筆者所知曠日

持久的例子甚多。發展商可能按不同時間所收到單位，以不同有限公司持有。很多市區地盤是經過多次收購都不成功，最後能夠僥倖成功達致強拍門檻，全賴發展商有耐性兼肯添價而小業主最後肯軟化，但整個過程一般非十年以上不能達到。

另一方面，屋宇署要求100%業權人同意始審批建築圖則方案，換句話說，在收購過程完成前，根本無可能確定樓宇單位面積及單位數量。經過強拍程序，成功收購整個地段後，還可能要按不同情況，向城規申請轉用途、或需補地價、修改土地批租條款、同時向屋宇署入則等，然後才能做建築工程。

筆者看過選房局及地建會的網頁，在這個課題上，彼此意見南轅北轍。既然BSD的目的不是要阻嚇市區重建，就應該讓發展商收購舊樓作重建予以豁免。港府的「六年期」退稅條件不能切合上述實際情況，筆者建議當局應該直接豁免任何能夠取得符合申請強拍條例門檻的舊樓重建。

另外，同一發展商屬下的不同有限公司之間的住宅物



■深水埗即將拆卸重建的舊樓區，近處的一條橫街為北河街。左方為通州街公園方向。

資料圖片

業轉讓亦可獲直接豁免BSD。舊樓收租回報不高，非為重建，無人願意死守資金，買入同一地段多個舊樓單位，可能銀行亦不做按揭，建議鼓勵發展商繼續收購舊樓，發展商只要能證明於申請前5年內購得重建地段的20%業權份數，便可獲BSD退稅。

## 「財政懸崖」大限將至 墜崖機會低

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

聖誕節已過，美國距離跌入財政懸崖的最後限期已不足五日，不過，市場對此似乎並不緊張，股市及商品價格均未有出現異動，仍樂觀於美國國會將可達成共識，避免大幅增稅和減支等政策於明年1月1日生效。

自大選完結後，美國兩黨着重於財政懸崖談判上，雖然偶有進展，分歧亦逐步收窄，但期限將至，兩黨仍未能達成協議，讓不確定性持續下去。

在談判過程中，兩黨均有作出讓步，奧巴馬原先提出，向年收入25萬美元以上人士加稅，但在得不到共和黨員支持下，其後將加稅目標上調至40萬美元，不過同樣未能達成共識。至於一直與奧巴馬，就加稅爭持不下的共和黨眾議院議長博納，上周亦作出讓步，提出B計劃，年收入超過一百萬美元以上的人士才需要加稅，但因得不到其他共和黨員支持而要撤回表決。

分歧收窄，但距離成功過關仍需努力，奧巴馬亦被迫提早結束聖誕休假，返回華盛頓，為預算談判做最後努力。

目前兩黨不滿意的地方，分別在於稅收及醫療和福利計劃以上：許多共和黨員不願意支持任何形式的加稅，另外，亦有共和黨員以財政懸崖問題作威脅，要求擴大削減開支和改革醫療及福利計劃。

## 重整中國信託業 化解影子銀行風險

中國國家行政學院（香港）工商專業同學會

杜勁松博士

普益財富最新公佈的數據顯示，2012年第三季度，內地銀行體系理財產品的發行繼續保持增長，第三季度發行數量為9,582款，發行規模為8.09萬億元人民幣，較二季度增加21.65%。在銀行發行的理財產品中，除少數由於市場競爭的原因，是由銀行讓利給客戶而提高客戶收益率之外，大量的理財資金其實通過信託平台進入影子銀行體系。

2012年10月，國際貨幣基金組織再次對中國非銀行中介的信貸風險、流動性錯配和道德風險提出了警告，尤其是信託和理財產品的相關風險。中國監管機構則持不同的觀點：2012年12月初，中國銀監會已經為銀行理財業務正名，明確銀行自主開發管理的「保本」和「非保本」理財產品都不屬於影子銀行範疇。銀監會急於與影子銀行劃清界限，或許與市場對於中國影子銀行體系的風險評估相關。2012年11月底，位於上海的一家股份制商業銀行的信託類理財產品到期無法兌現，目前已進入司法程序。

根據中國銀監會的統計資料，截至2012年10月，大型商業銀行總資產比上年同期增長11.8%；非銀行金融機構總資產比上年同期增長20.2%。2011年12月底，兩類同比增速分別為13.4%和21.6%。2010年則分別為14.4%和21%。數據表明，過去三年，非銀行金融機構（以信託業為主）資產負債表擴充速度幾乎雙倍於大型商業銀行。如此高速增長所帶來的風險已引起業界的高度關注。

從發達國家的實踐來看，影子銀行的存在由來已久，並且不可能完全消除。對於中國這樣的轉型經濟體系而言，在官方利率仍受管制、金融資源配置低效率的環境下，影子銀行在客觀上既是

按照目前情況而然，兩黨要於餘下幾天全面就相關所有問題達成協議的可能性甚低，因此，最大可能的是，兩黨匆忙地就較小範圍的問題上達成共識，勉強避開財政懸崖問題的發生，將問題拖延，詳細協議留待明年才處理。

### 分階段通過協議機會較大

這方法亦與奧巴馬在博納提出的B計劃被拒絕後所提出的方案相似，即先制訂內容涉及範圍較小的協議，再尋求達成內容覆蓋更廣的預算削減協議。

要達成上述範圍較小的協議，仍需要獲得部分共和黨員的支持，因為，即使議案能順利通過民主黨控制的參議院，要通過由共和黨控制的眾議院，奧巴馬除必須確保所有民主黨議員同意外，亦要遊說額外20多位共和黨議員支持才能成事。

最理想的結果，當然是協議在未來幾日獲得通過，美國得以避過財政懸崖發生，然而，若不能妥協，由於布什政府推出的減稅政策將會到期，而去年兩黨達成的10年內減少1.2萬億美元政府開支的「自動削赤機制」亦會啟動，兩者合共達6,000億美元。

雖然長遠而言，有利於美國降低赤字和減債，但這將會抑制美國民眾的消費支出，從而對仍處於復甦階段的美國經濟帶來衝擊，但相信，這事情發生的可能性不會太大，市場樂觀有其道理。

市場力量的推動結果，又反過來倒逼金融市場的改革。

化解影子銀行風險，特別是化解信託平台所醞釀的潛在系統性風險，絕不能走老路；必須堅持「放鬆管制、加強監管」的宗旨。具體而言，包括以下兩個主要方面。

### 有必要與國際慣例接軌

一是與國際慣例接軌，為中國信託業重新定位。中國現有的信託投資公司實質上是履行投資人而不是受託人的職責，而投資人（無論以主事人身份還是代理人身份）與受託人存在明顯的利益衝突，因此決定了兩者職能絕對不能合二為一；必須根據國際慣例，確保公司治理機制上（包括物理設施）對投資功能與受託功能進行有效隔離，保護投資者利益，防止道德風險、隔離金融風險的傳遞。

二是重新理順監管體制。回顧歷史，信託業歸屬銀監會監管，其實是上一輪改革頂層設計、設立一行三會體制時，為化解信託業資不抵債危機而採取的臨時方案。過去十多年，中國內地資產管理行業已經得到較快發展，證券法、基金法的修訂也已進入最後階段。

在統一監管納入頂層改革議程之前，從早日化解風險的角度，可以考慮將信託業的投資功能劃歸中國證監會監管（並將名稱修訂為投資顧問公司或資產管理公司等），並頒發資產管理牌照；受託人業務則繼續由中國銀監會監管，並鼓勵大型商業銀行設立或者控股專門的受託人子公司。目前，中國主要商業銀行基金託管業務正在逐步從證券類託管，逐步衍生到包括產業基金、私募基金權基金等一般性資產託管，這已為未來進一步建立和完善與國際市場接軌的託管、受託人業務打下了良好的基礎。

以下的融資平台類企業發行中期票據項目的事件；政信合作的信託產品在所有信託中佔比持續上升的現象；以及以雲南嵩明縣為代表的「民間融資」的「大膽創新」都顯示出地方政府的「貧血」。目前地方政府的財務風險還呈現出任期化，大量舉債的地方官員很可能將償還的問題留給下一任官員。

### 須防財務風險呈現任期化

在地方政府投資任務較重、融資又趨向「畸形」的情形下，最終允許地方政府進入債券市場的可能性很大。畢竟政府債券在擴大其融資渠道的同時，還可以解決地方政府債務和資產的期限錯配問題，緩解政府融資整體的金融風險。

但允許地方政府進入債市的前提，是要求地方政府接受市場投資者及評級機構的公開監督：在發行債券的同時，地方政府需向市場公開其資產負債狀況，並公佈其投資項目的資金流向以及項目的預期收益率，以此保證投資者與評級機構可有效對其償債能力進行分析，並對其項目的可行性、面臨的主要風險以及現金流進行評估。

據此，市場「用腳投票」的機制可形成對政府行為的約束，對於是否允許政府進行某些項目的投資產生影響，降低政府投資的盲目性。而政府通過不斷與市場溝通，也可達到投資者與政府之間的良性互動。

## 房價受控 內房股仍屬吸納之選

康宏證券及資產管理董事

黃敏碩

國統局公佈70大中城市房價數據，在新建商品住宅中，價格錄得按月下跌的城市數目有10個，較10月減少7個，持平的則有7個，上升的城市數目達53個，較10月份增加18個。在上升的城市中，升幅均不逾1%。二手住宅方面，有19個城市的樓價，在11月錄得按月下跌，持平及上升的城市數目分別為16個及35個，在上升的城市中，升幅均不過0.9%。數字反映內地房價按月雖然錄得普遍上升，上升的城市數目亦見增加，惟升幅未算明顯，仍屬於可控範圍。

當局年內多番強調要引導房價合理回調，在房價方面，由70大中城市的數據看來，房價已初部受控，未有再呈現急升的情況，而11月國房景氣指數按月升1.15點，但指數只為95.71點，相比10年的高位105.89點，仍有一段較大的距離，而首11月累計全國房地產開發投資增速，按月加快1.3%，至16.7%，但相對於去年全年27.9%的增長，已有明顯的回落。

### 當局加大調控誘因較為有限

有指當局或加大調控力度，其中有傳房產稅的試點範圍或會於明年擴大。然而，內地房價繼續回穩，升幅

不算顯著，內房與宏觀經濟的關係密不可分，而內地刻下經濟只初現回穩勢頭，當局進一步加大調控的誘因較為有限。

另一方面，當局在中央工作會議中提及城鎮化，相信城鎮化在未來的日子，將進一步深化，房地產作為城鎮化的象徵，料為內房提供更多發展機遇，尤其甚具開發潛力的三四線城市，城鎮化比率續有不少提升空間，為內房提供發展機遇，配合發展商深化落後城市的銷售佈局，以及「以量換價」的銷售策略。內房股銷售料續有理想表現，內房明年展望續可樂觀，可留意資金鏈及資產負債表較穩健，營運具規模的發展商，並作分段吸納。

### 化肥股短線投放宜留意風險

此外，中央農村工作會議閉幕，會上提到明年農業農村工作目標是確保糧食等重要農產品再次取得豐收，農民收入維持增長勢頭，同時繼續改善農民生產及生活條件等，而明年公佈的「一號文件」，亦有落墨於「三農」，加上內地早前下調部分化肥出口關稅，均對化肥股有利好作用，惟需留意內地化肥業仍存在產能過剩的問題，企業盈利也尚待改善，在藉政策憧憬跟進有關股份時，需留意投資風險，短線投放之餘，亦宜控制投放額度。

## 「煤電聯動」長遠有利電力股

太平金控、太平證券(香港)研究部主管

陳羨明

上月下旬一直有消息指電煤價格並軌方案即將出台，結果在本月25日聖誕節當日國務院發布《關於深化電煤市場化改革的指導意見》，除落實並軌外，還出乎市場預料再度提出「煤電聯動」，相信指導意見的實行可緩和煤電企業雙方長期以來的矛盾，長遠對電力股有利。

煤炭一直是內地的重要能源，佔內地的能源消費結構比重近7成，而電煤則佔煤炭消費一半以上。而燃料成本佔火電的經營成本約7成，以燃煤發電的火電，佔內地整體發電量近8成，明顯地，煤炭價格直接影響發電成本及發電量。

但是，由於加電價既影響民生，也增加通脹壓力，因此電價受政府規管，在這情況下，即使煤價大幅度上升，電企亦不易將成本轉嫁，從而造成煤電矛盾，令火電企業經營受損。

### 煤價短期未見回升跡象

因此，電力股以往長期跑輸大市。而今年下半年開始電力股卻一反常態跑贏大市，主要原因是1-3季度的行業資料體現了明顯的去產能、去槓桿、盈利大幅回升特徵；今年三季度，火電創出歷史最高單季度業績。盈利大幅回升的原因是：一、下半年社會用電量增速回升。今年年初以來，全社會用電量增速隨着經濟增速下行而持續下滑，隨着中國經濟增速的企穩回升，6月份開始下滑的幅度趨緩，9月份降至2.9%的低點。

而從10月份開始，經過兩個月的反彈，全社會用電量增速已回升至7.6%。二、去年底起煤價大幅滑落，短期未見回升跡象。由於進口煤連續多月持續放量增長以及煤炭行業產能過剩問題仍然嚴重，煤炭現貨價跌至與合同價相差無幾，部分地區甚至出現現貨價低於合同價的倒掛現象。從消息面看，據11月26日《上海證券報》報道指，就2013年煤電合同談判，發改委已醞釀相關指導意見，預計很快就會出台。核心政策包括三點：首次取消煤炭重點合同；首次放開鐵路運力配置；繼續完善煤電聯動機制。報道又指，對市場最為關心且最留有懸念的煤炭產運需銜接的電價政策如何，業內人士稱，文件對電價只留了原則性的一句話，即繼續完善煤電價格聯動機制，在電煤價格出現劇烈波動時，依法採取臨時措施。這與電力行業的期待有些距離。

對此，我們本月7日在本欄「煤電新政有利電力企業」一文指，「取消煤炭重點合同，但未能完善煤電聯動機制的新政不會對電力股構成壓力」。事實上，本月7日至昨天止，電力股除華能國電(0902)和華電國際電力(1071)分別跌0.7%和1.18%外，華潤電力(0836)、中國電力(2380)、大唐發電(0991)則分別升9.60%、7%和3.57%。

剛發布的《意見》中提到要完善煤電價格聯動機制。文件指繼續實施並不斷完善煤電價格聯動機制，當電煤價格波動幅度超過5%時，以年度為周期，相應調整上網電價，同時將電力企業消納煤價波動的比例由30%調整為10%。從消息的角度看，這顯然比11月26日的市場消息對電力股更加有利。

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。