

地方債料可控 毋須過慮

太平金控·太平証券(香港) 研究部主管
陳羨明

百家觀點

內地的影子銀行問題及地方融資平台風險，近日再次成為市場的焦點。國際評級機構惠譽及穆迪相繼唱淡中國，分別降低中國的信貸評級及前景展望，矛頭直指地方政府債務未受控。然而，內地銀行體系健全，中央早已認識到地方債問題的存在。就看中央新班子如何拿出更強的決心與手段去解決這個問題。

評級機構惠譽上周下調中國長期本幣信用評級，穆迪周二亦下調中國信用評級展望。他們均指內地的地方債風險持續惡化，惠譽主訴內地政府債務膨脹和影子銀行信貸風險損害金融穩定，穆迪則表示內地在解決地方債務風險和信貸擴張問題上至今未達到預期目標。國際炒家更落井下石，乘機大力唱淡內地及香港股市，尤其是內銀股，以便圖利。

地方債令外界關注的主要問題是透明度低。因此，實際融資規模與風險的測量始終無法確定。據國際貨幣基金組織(IMF)的《財政監測報告》估計，按照數據顯示大致平衡

的周期性財政調整，以及可預測的利率增長變化，地方債務風險可望得以緩和，然而，若干省級以下地方政府的債務卻處於脆弱風險的邊緣。究竟影響有多大，難以說清楚。

對此，根據前年六月國家審計署發佈的《關於全國地方政府性債務審計情況報告》的資料，截至2010年底，全國包括省、市、縣三級地方政府的債務餘額逾10萬億元(人民幣，下同)，政府負有償還責任的債務佔6.7萬億元，負擔保責任的或有債務逾2.3萬億元。

若按地方債總量約近20萬億元計，加上中

央負債約9萬億元，中國內地公共債務亦僅佔去年國內生產總值不足六成，相較於美國的1.1倍及日本的2.3倍，數字明顯偏低。再者，內地地方債少涉複雜的衍生金融工具，所涉資金簡單易計，因此較易掌握處理，縱有個別地方債違約，亦不會引發骨牌效應，及引起金融危機。

不過，問題是地方債問題一直沒有改善，反饋惡化。過去兩年中央一再要力壓地方債再膨脹，然而，作為地方債重要融資管道的影子銀行，信貸量自2010年起，以每年近3成半的速度猛增。去年底財政部、發改委、央行和銀監會四部委聯合發出《關於制止地方政府違規融資行為通知》。對以「逐年回購」方法舉債作出規範，且嚴格禁止以擔保或者以公共設施作抵押再向銀行進行融資，然而，巨大的債務存量所積累的違約風險始終未能有效清理。

可以說，地方債既是內地的金融安全戰，



分析認為，內地地方債少涉複雜的衍生金融工具，所涉資金簡單易計，因此較易掌握處理，縱有個別地方債違約，預計也不會出現骨牌效應，及引起金融危機。

資料圖片

更是中央的威信戰，中央將全力以赴。剛上任的李克強總理前天主持國務院常務會議，部署經濟工作，重點之一是防範地方政府債務和信貸風險。要處理好這個問題，首先要做的是提高地方債的透明度，清楚闡述債務具體規模及變化，以消除外界的疑慮。

前天，身為中國主權基金的中投公司監事長金立群發表了公開演講，明確表示國際評級機構的評級保守，並稱內地高風險的地方債佔總額僅一至兩成，影子銀行和地方融資平台問題，可以通過金融改革逐步解決。接下來，就看中央何時提出解決問題的具體方案及時間表，以及如何戮力落實了。

塞國央行陷政治糾紛 表決援助存變數

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

上月一度撼動市場的塞浦路斯金融危機，在塞浦路斯與國際債權人達成協議延遲實現基本預算盈餘目標，及獲歐洲央行繼續提供緊急流動性支持後，氣氛一度平靜下來。

然而，上周塞浦路斯政府表示，需要更多的資金以渡過金融危機，及後向歐盟要求提供更多援助被拒，傳出塞浦路斯或出售黃金儲備籌資，引發了近日金價的急瀉。

根據世界黃金協會估計，塞浦路斯擁有13.9噸黃金；根據歐盟在4月9日作出的評估，塞浦路斯可銷售價值4億美元的黃金儲備而不致影響其儲備水平。面對有關塞國沽售黃金籌資的消息，塞浦路斯央行行長Panicos Demetriades上周表示，如果沒有央行同意，政府沒有權力沽售黃金儲備。

財長與央行行長不咬弦惹關注

然而，塞浦路斯財政部長Haris Georgiades於周三(17日)表示，尊重央行的獨立性，但如果央行同意，最快可以於下月開始出售部分黃金儲備，以紓緩該國的財政壓力，並指雙方的合作對應付該國危機有重要性。

而值得注意的是，塞浦路斯議會道德委員會於周二(16日)投票，同意該國總統提出向央行行長發出傳票對其進行質詢，要求回答他答辯其在對該國兩大銀行的調查過程中，可

能提供的有誤導性和錯誤的信息，而倘若拒絕出席委員會的聽證會，將以蔑視議會罪被逮捕。

但另一方面，歐洲央行行長德拉吉卻向塞浦路斯總統提出警告，指對Demetriades進行調查相對於攻擊其獨立性，違反了塞浦路斯和歐盟法律，塞浦路斯或被起訴到歐盟法院。

從財政部和議會接連針對Demetriades的言論和行動，以及歐洲央行行長的警告，塞浦路斯央行正處身於政治糾紛當中，其後發展較難預測。

儘管如此，但塞浦路斯黃金儲備只有13.9噸，在全球各國的排行榜居於60位以外，相對而言，美國聯儲局黃金儲備達8,133噸，第二位的德國佔3,391噸，IMF佔2,814噸；事實上，內地每年生產出的黃金便達到400噸之多，從數字上看，塞浦路斯沽金與否，應不足以大幅度改變黃金的供求關係。

但值得一提的是，除了塞浦路斯央行之外，塞國援助問題亦存在其他不確定性；該國會預期在本月底對政府與歐盟達成的援助方案進行最後表決，但繼Communist AKEL與Socialist EDEK表明反對方案後，小型政黨綠黨(Greens Party)亦於周三表示，決定反對有關方案。

由於這三個政黨所佔議席數量，接近56個國會議席的一半，相對而言，現執政聯盟在國會的議席不足半數，政府與歐盟達成的援助方案未必能順利獲得通過，或有機會再次掀起危機。

結構調整仍是今年經濟工作主題

比富達證券(香港) 業務部副總經理
林振輝

根據國家統計局發佈的數據，今年1季度GDP同比增長7.7%，環比增長1.6%，低於今年年初市場普遍預測的8%，但仍然高於政府制定的7.5%的目標。中國經歷了30年高速增長後，環境、資源與人力成本的要素均出現了顯著的變化，面對潛在增長率下降而結構調整及收入分配正在開始的當下，筆者認為，政府仍將堅持年初制定的方針及目標。

從消費、出口及投資的具體表現看，今年一季度消費在GDP增長中貢獻4.3個百分點，較去年有所回落。根據往年經驗，一季度往往是消費支出的旺季，而今年從總量上並不突出，一方面是對公款消費限制所致，從這個角度看是「可喜的下降」，但另一方面，從去年以來城鎮居民可支配收入增速與農村居民純收入增速持續下行，其對消費的制約也需要關注，在經濟增速轉為溫和的條件下，收入分配改革的具體化

及落實顯得更為緊迫，方能實現消費在經濟中的拉動作用。

出口方面，今年1季度，中國出口總值3.2萬億元，同比增長18.4%。但考慮到人民幣匯率上行壓力、美財政削減及歐洲經濟的不穩定，未來出口仍面臨不確定性。投資方面，1-3月份城鎮固定資產投資年率為20.9%，較1-2月份的21.2%有所回落，整體顯示企業投資意願不強，對此，筆者期待結構性減稅的盡快落實可以改善企業，尤其是新技術及環保企業的投资積極性。

從之前政府工作報告與去年年底的經濟工作會議來看，改革與經濟結構調整是今年經濟政策的重要題目之一，淘汰過剩產能、激勵創新與新產業、改善政府支出結構與效率、發展資源節約型產業與環保產業以及優化收入結構及平衡區域城鄉發展等將是今年經濟調整的重點。基於以上的認識，筆者認為一季度7.7%的增速仍在政府可容忍範圍之內，尤其是在着重關注經濟增長質量的今年，政府短期內不會急於進行刺激計劃，而貨幣政策也仍將維持穩健。

辣招奏效 應適時作檢討

香港專業人士協會副主席及資深測量師
陳東岳

《福布斯》發佈最新華人富豪榜，香港富豪中，最少三分之一來自房地產行業。無論第一桶金來自甚麼行業，第二桶金以上都或多或少與房地產有關，從客觀數據看，做房地產行業比其他行業較容易致富。然而，從社會整體角度來說，財富過度集中少數人身上，亦衍生出貧富差距拉遠、房價租金高、上車置業難等社會問題。

每一位富豪有今天的成就，都必定有其畢生努力奮鬥的成功史，對社會亦作出一定貢獻，包括以其投資推動整體經濟，以及提供就業崗位，令其員工得以安居樂業，養妻活兒。社會應該尊重企業家的努力，富豪致富亦與他們洞悉香港長期趨勢有關。

本地人口集中於市區，而市區地少人多，新來港人士不斷湧入，對市區住房持續有新增需求，長期樓價的確是朝上升軌走，但亦不是全無風險。97年金融風暴，樓市就試過大跌而遭逢沒頂者大不乏人。本港是小型自由經濟體，容易受國際及內地經濟形勢變化所影響，政府外來因素對本地經濟所造成的影響，往往處處被動，而所能做的措施，亦受到各種條件所局限。

就房地產政策範疇來說，本港最大的條件限制，就是土地供應。自開埠百多年以來至到97年，從來都是依靠移山填海，開發可供使用的土地。翻查歷史，中環、灣仔一帶、西九龍海旁、整個啟德機場舊址、九龍灣、各個新市鎮如沙田、大埔、屯門、馬鞍山和將軍澳等都是靠填海所得。政府各部門執行有關土地開發工作，一向已有既定政策如對受影響業權人作賠償及搬遷安排等。

97年成立特區政府，年底受金融風暴衝擊，樓價在幾年間大幅回落，之後03年又有「沙士」襲港及08年雷曼事件等。

十多年香港沒有開發土地，甚至採用勾地制度勒緊供應，奈何09之後全球化寬鬆，加上近年內地熱錢湧港，樓市一下子變成供不應求。富有人士都擁有固定資產，加上在這幾年間樓市升值期入市投資，簡直如魚得水，資產增值，富者愈富。反觀未上車置業人士，只能望樓興嘆，徒增怨憤。

近年經濟增長有限，樓市急升，更多是因為低息環境、全球量寬而內地買家湧港置業有關。本來樓市上升是好事，尤其是中小型樓甚至居屋及可轉售的公屋，價升令這些家庭受惠。但本地人士的收入未能同步追上，未上車者置業無期，本地社會貧者愈貧、富者愈富，形成社會怨氣加劇，仇官仇富情緒充斥市面。

須防矯枉過正不利經濟

特區政府換屆，意識到問題嚴重，樓市政策是重中之重，要穩定社會，就要作短中長期的部署。長期的措施就有開發岩洞、填海、改GIC規劃及開發新市鎮等增加土地供應計劃。但在短期內立即樓價遏止上升之勢有其必要，故連環推出加強版SSD、BSD，以至近期的雙倍印花稅DSD，加上金管局再收緊樓按等，都是遏抑來自投資的需求管理措施，同步讓首置者享有豁免付雙倍印花稅，加上推出資助房屋如置安心計劃及5,000個白表申請者免補地價買二手居屋等，都是向上車客傾斜的措施。

近期樓市成交大幅回落，樓價亦有回調跡象，證明港府凍結樓市開始奏效。普羅階層自然樂見其成，但房協綠悠雅苑揀樓比率稍低，顯示當樓市有預期調整時，任何買家都會遲疑。奉勸港府，或許當樓市持續低迷一段時間後，便應檢討各項措施會否有緩解空間，避免做成對樓市信心盡失，對相關經濟板塊造成衝擊。假如受到意想不到的外來因素所拖累，比如近期H7N9禽流感、外圍金市大跌等，到時又要費九牛二虎之力去激活樓市。

環球經濟動力嫌不足 金價或見反覆

康宏投資研究部環球市場高級分析員
葉澤恒

國際貨幣基金於周二公佈了最新全球經濟展望報告，其實對美國部分的內容早已於上周在市場上漏了出來。國基會最新預測今年全球經濟增長只有3.3%，較1月時的同類預測低0.2%。當中，美國、歐元區以及中國今年經濟增長均被下調。美國方面，由於政府開始啟動削減支機，令經濟增長放緩是預料之中的，下調0.2%到1.9%增長，亦是合理的。歐元區的經濟亦未見改善，部分成員國的經濟仍持續惡化，故下調今年經濟收縮至0.3%是可理解的。

報告中，令筆者感到驚喜的是組織料日本今年經濟增長可達到1.6%，較早前預測大幅上調0.4%。國基會指，日本轉換了首相及政府後，似乎在貨幣政策上變得激進，有機會得到成功。拉動通脹已成功在望，不少進口資源已提價超過一成。另外，部分外國奢侈品，例如：LV及Cartier已提價約一成左右。而日圓持續貶值，已驅使日本投資者吸納房地產及其他相關資產，有助資產價格上升。此外，筆者相信日本需要重振當地出口，特別是高科技產品。近年，鄰國韓國的電子產品表現不俗，不論是手機或電視機，總是想到韓國品牌，例如：三星或LG。若日本真的要重振出口，非改善當地科技產品不可。

另外，國基會對亞洲區經濟提出警告，

指全球經濟可能再度放緩，將對依賴出口為主的亞洲區經濟帶來影響，特別是企業投資及就業方面。因此，海外的經濟情況將對亞洲區經濟帶來較大的影響。據統計，東盟國家的出口中，約三成是相互之間貿易。因此，筆者相信報告是針對中國、韓國及台灣地區的出口可能轉差。

料1300美元有短期支持

金價自上星期起顯著波動，兩日內下跌超過200美元。金價急跌，市場歸咎了多個原因。第一，塞浦路斯為了達到獲得援助方案，可能不惜沽售黃金。投資者憂慮其他有財政困難的歐豬國家，亦可能做沽沽出黃金獲利。第二，多間投資銀行大幅下調今年黃金目標價，有些更預料今年將會跌至1,100美元。第三，聯儲局3月份會議詳細紀錄顯示，局內委員對中長線是否持續量化寬鬆措施，出現意見分歧，更有委員建議今年年底要停止量化寬鬆措施。第四，虛擬貨幣比特幣(Bitcoin)價格急跌，自上周二的高位下跌近7成，而它與黃金之相同之處在於兩者都受不信任現時主流貨幣的投資者所支持。

但是，既然有危險，其實亦可以產生一個投資機會。中印兩國國民見金價大跌後，出現瘋狂搶購潮。另外，不排除新興市場央行趁低吸納黃金，以增加其在外匯儲備的比重。因此，預料短期金價在1,300美元應見支持，而阻力在1,550美元左右。

橋底商用一舉多得

香港樹仁大學商業、經濟及公共政策研究中心
李樹甘 吳祖堯

筆者於3月15日的文章提到，於增加土地供應的問題上，我們可嘗試想像更多大膽創新的方法，並提議將橋底土地作中小企商舖之用，這可以是政府發展岩洞和填海以外的選擇。

根據民間組織「天橋底行動」的資料，全港共有1,213條行車天橋及693條行人天橋，橋底土地的利用受到社會廣泛關注。有建議指橋底土地可作住屋用途，可是，隨即有聲音指出橋底環境惡劣，不適宜居住。筆者認為橋底土地作商業用途效果更好。住宅與商業發展對空間的要求各有不同，住宅主要向高空發展，利用最小的面積興建最多的單位，但橋底空間受高度限制，興建住宅未能利用高空空間。而商舖「向橫」發展，沿着天橋延伸，則更方便消費者。

此外，橋底噪音及空氣污染較嚴重，住宅需長開冷氣機甚至安裝隔音裝置，但橋底住宅原意是給經濟能力較差的市民居住，他們根本不能負擔昂貴的電費。相對而言，商戶的承擔能力較強，冷氣及通風系統亦是做生意必要的設備，只要租金合理，即使電費較高，亦相信問題不大。至於噪音問題，一般街舖都面向馬路，相信噪音對商戶的影響有限，若政府為其安裝隔音裝置當然更好。另外，不少橋底位置處於馬路旁，若將橋底位置騰出予商戶使用，亦需要解決人流及行人安全問題，確保附近環境的配套妥當，方可使用該些空間。

可舒緩商舖租金上升壓力

筆者曾指出，租金高昂令中小企無法負擔一、二線舖位的租金，被迫選擇三、四線地段，嚴重壓縮其生存空間，而業主則傾向將舖位租予外國大品牌，中小企面對舖位不足的困難。將橋底土地規劃成商舖，無疑是幫助中小

企的最快方法，政府可收取合理租金，一方面庫房多了一筆經常性收入，另一方面可舒緩商舖租金上升的壓力。不少天橋位於一線地段，給予有能力但受高昂租金所困擾的中小企一個發圍的機會。若能系統地規劃每一條天橋，便可塑造像「女人街」一樣有特色的街道。各式各樣的橋底商店相信能成為香港一大新特色，市民不再局限於公式化的商場，旅遊業亦多了一大亮點，一舉多得。

除了地面外，我們亦可想像地下發展的可能性。不少亞洲地區已發展了相當完善的地下城系統，台北有捷運地下街店舖，日本則有東京火車站八重洲地下街、東京六本木地鐵站地下綜合體、札幌大通公園地下街、福岡天神商業區地下街等等。各地地下城系統多以地鐵交通線為發展軸，沿着軸向滾動發展，連接區內各建築和地鐵站。地下城通道全天開放，有效緩解地面交通問題，通道旁是商店、食店等，為中小企提供大量舖位。

早於2006年已有入提出在銅鑼灣興建地下商業城。當然，地下建設成本較高，而且香港地勢複雜，高樓大廈林立，興建地下系統有一定障礙。不過一旦找到合適地點，能一次性紓緩地面擠迫問題，得積極考慮。最後，我們亦可大膽想像一下，香港能否像其他國際大都會一樣，如倫敦，向外擴展，形成Greater Hong Kong?香港地方有限，未來發展將會愈來愈困難，與周邊城市合作，將香港的發展移到當地，可舒緩土地及勞力供應不足的問題。另外，香港亦能憑藉本身的經驗，為當地發展作出貢獻。香港中文大學獲深圳市政府支持，於深圳興建了香港中文大學深圳研究院，是一個很好的例子。現時香港正為興建第三條跑道選址，深圳前海緊臨國際機場和深圳機場，若深圳市政府同意，前海亦是一個理想的地址。若香港要成為國際大都會，便有需要考慮向外伸延的可能性。

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。