

中央摸「家底」 市場未宜過敏

太平金融·太平證券(香港)研究部主管
陳義明 百家觀點

中央開始對地方債務進行摸底。國家審計署上週日發表了簡單的一句話聲明稱，近日，根據國務院要求，審計署將組織全國審計機關對政府性債務進行審計。本次全國性審計工作將於8月1日起全面展開，全國審計機關將對中央、省、市、縣、鄉五級政府性債務進行徹底摸底和評估。儘管其他更多具體細節尚不明晰，但消息引發了市場對未來地方融資平台政策不確定性的擔憂，港股和A股昨天借勢調整。

當前中國內地比較大的經濟問題之一是總負債水準尚可，但負債上升過快。國家審計署今年6月曾發佈報告警告稱，地方政府債務水平正在上升，由此帶來的財政負擔和風險並不被及時合理管控。根據審計署的採樣資料，截至2012年底，36個地方政府的債務總量為3.85萬億元人民幣，比2010年增長了12.94%。2010年年底的首輪地方政府債務審計發現，這36個地方政府的債務餘額便已佔全國地方政府性債務總額10.72萬億元人民幣的31.79%。

對於中央而言，地方政府被沉重債務纏身是一個比較大的困擾。地方政府債務高企阻礙了政府為經濟增長放緩提供進一步刺激，且可能對國家造成系統性和宏觀經濟風險。中國人民銀行行長周小川曾於3月份指出，

20%的債務比例是冒險的。上周五，包括穆迪在內的國際機構警告，在中國經濟穩增長、調結構的同時，下半年中國的地方政府融資工具數千億融資遭遇嚴峻挑戰，中國可能首次出現境內債券違約。

中央的態度意味著要加速暴露債務風險。在目前政府放緩經濟以促進改革的背景下，這次緊急審查表明政府對於不斷上升的債務水平，尤其是地方債務引發系統性風險的擔憂。考慮中央經濟工作會議提出的防範地方政府債務風險的要求，可以推斷此次審計的目的是再次對地方債務進行摸底，並暴露有關風險，為政府解決地方政府的融資問題，進一步推進財稅體制改革做準備。因此不排除審計後，將出具有針對性的債務解決方案的可能。

由於審計部門不是國家的宏觀決策部門，審計本身並不構成調控政策，因此預計這次審計對地方政府的投資影響有限。但是，融資平台風險是今年中央針對的經濟問題的一條主線，在中央正關注金融機構行為的時候，銀行和信託等機構沒有太大的意願為地方拆東補西，因此估計信用風險將進一步上升。

李克強總理的管治核心是守住底線，加轉轉型。我們認為有關舉措具結構性特徵，旨在理順財稅、產業等結構，助推資源有效配置，以及使風險定價



圖為中國國家審計署。

網上圖片

趨於合理。政府性債務審計是希望摸清家底，在確保不發生系統性風險的情況下，地方將來能以更規範的形式舉債。有關舉措對股市影響不大。

政府性債務審計將開展

時富金融策略師
黎智凱

7月28日，審計署網站發佈消息顯示，根據國務院要求，審計署將組織全國審計機關對政府性債務進行審計。政府性債務包含地方政府負有償還責任的債務、負有擔保責任的債務以及一些其他相關債務，尤其是一些地方融資平台公司的債務。筆者預計，這次將會對中央和地方政府性債務首次進行全面審計。

中國究竟有多少地方政府性債務？或許就連地方政府自己也不知道有多少，只有經過統計了才知道其結果。審計署2011年預計是10.7萬億元，前財長項懷誠4月稱有20萬億元。瑞銀此前估計中國地方政府債務可能達到GDP的30%。國際貨幣基金組織7月首次公佈其對中國政府債務水平評估稱，2012年廣義政府債務已超過GDP的45%。而據渣打銀行日前發佈的報告估算，截至2012年末中國政府債務佔GDP的78%。雖然不少國內或國外的機構給出了各種估算，但目前政府性債務規模並無官方的權威統計。

乃最近三年來第三次審計

對政府性債務進行全面審計並非第一次。事實上，這次審計也是最近三年來，審計署第三次進行審計地方政府性債務。第一次是2011年，審計署審計了1979年以來到2010年底，除54個縣級政府沒有政府性債務外，全國省、市、縣三級地方政府性債務餘額共計107,174.9億元。第二次是2012年11月至2013年2月，審計署又組織對36個地方政府本級2011年以來政府性債務變化情況進行了「抽查」。審計發現，經過兩年時間，36個地方政府本級政

府性債務餘額38,475.81億元，比2010年增加4,409.81億元，增長12.94%。

2008年金融危機爆發以後，在「穩增長」的政策下，各地紛紛加大基礎設施建設和城鎮化推進步伐，地方債券發行規模逐年上漲。36個地區的地方債審計結果已於6月公佈，36個地區中4個省、17個省會城市以土地出讓收入作為償債來源。從而得出，當下地方債務高致「資不抵債」的現狀。

須完善地方債務報告系統

地方政府之所以熱衷於發行地方債券，原因主要在於「中央拿大頭、地方拿小頭」的現行分稅制體制。筆者認為，應當採取有效措施加強地方政府性債務管理，建立完善的地方債務報告系統，避免地方政府因過度舉債而破產。應該改掉地方政府不問責任、只問政績這弊病。公開政府財政預算，保證財政公開透明，是確保地方政府債務健康運行最有效的保障。



中國地方債或超萬億元人民幣。

網上圖片

進取型策略更適合現時經濟環境

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶祺

歐洲經濟沉寂了好一段時間，最新公布的製造業指數結果令人振奮。7月份歐元區製造業採購經理人指數(PMI)初值重返擴張區域至50.1，其中德國和法國的製造業增長速度大於歐元區整體製造業的增長，PMI分別升至50.3和49.8。

另外，歐洲企業預期指數升至56.9，創三個月新高，反映歐洲企業對商業前景感到樂觀。然而，其他重要經濟數據如失業率和消費者信心指數仍未見復甦跡象，而法國6月份消費者信心指數更降至自開始統計以來的新低。

環球市場信心料不會惡化

美國經濟整體表現持續向好，7月份PMI擴張步伐加快。相反，匯豐Markit中國PMI初值為47.7，是連續第3個月處於收縮區域，可見整體製造業正有進一步的萎縮。我們看到美國經濟基礎面顯較2008年、2009年時更穩固，儘管美聯儲將按經濟及社會發展情況而緩慢地退出擴張性貨幣政策，但是經濟下滑的風險其實已大大消退。其餘最主要的風險將為國外的風險，包括中國今年以經濟改革為主導的取態。中國國務院總理表示經濟增長的下限為7.5%，相信環球市場的信心不會惡化。

投資者在理財方面，要適應市場環境的變化，投資者需要靈活及多元化的投資策略。在香港，不少港人都着重投資理財，最普及的莫過於投資股票。然而，股票市場中，每天都會充斥不少利好或利淡的消息，因而影響股市走勢，投資者有時或會感到氣餒。例如，錯誤估計買入或賣出

的時機，買入後股價便跌，或賣出後股價才升；或者，持股幾年，中間股價大升大跌，最後股價終於上升，但當你高追後，股價不但不升反而大跌，令你再度「坐艇」。

投資者面對我們提供的多元化投資產品及計劃，一般都不懂如何取捨。以進取的投資目標為例子，過去3年多，分別100%投資港股(以恒生指數歷史價格計算)，以及100%分散投資於環球股票(以摩根士丹利所有國家世界指數歷史價格計算)，總回報分別約為-2.3%和24.9%。

兩者皆是進取型投資，但要承受的風險程度差異卻很大。同樣，平衡、穩健和保守型投資也是按投資於股票和債券等類別的比例計算出來。以上的數字是資金進場後，沒有作其他買賣交易而計算出來。得出的數字，不是要說明投資港股較投資環球股票市場遜色，而是希望投資者能領略更多理財之道。事實上，主動型投資於股市的回報動輒可較被動型投資方式更高。與此同時，主動型投資更講究時機和技巧。



圖為紐交所的交易員。

路透社

伯南克退市取態料偏軟

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

經過波動的5月及6月份，環球股市於7月份回穩，並相繼出現反彈，然而，本周再次有大量重要消息公布；多國央行將會舉行議息會議，中美亦會公布重要經濟數據，若稍有差池，市場又會再次迎來波動。

本週四(1日)聯儲局將公布議息會議結果，而於同日歐央行及英倫銀行亦會公布議息會議結果，相信歐央行及英倫銀行的議息會議結果並不會有太大驚喜，反而聯儲局之會議結果更為值得關注。

觀乎近月伯南克之講話，其對退市量寬措施的取態變化不一，引發近月之環球市場波動；伯南克於5月底出席國會見證會時表示，若經濟增長維持動力，不排除在未來數次息口會議中的其中一次縮減買債規模；而後於6月份之議息會議後，更明確表示推出退市時間表，指出聯儲局或會在今年稍後減少買債，並於明年中結束購買資產，而結束購買資產時，失業率應在7%左右，言論比5月底在國會作證的講話相比更為強硬。

收緊貨幣政策步伐應不變

不過，在7月初時，伯南克對退市的取態再次軟化，其在公布6月份之議息會議紀錄後發表講話，表示在可預見的未來仍需高度寬鬆的貨幣政策，並強調不會在失業率降至6.5%後自動加息，言論取態與前幾次議息會議聲明後有所不同，而在會

議紀錄中亦顯示委員們仍未有對何時停止買債達成共識。

明顯地，聯儲局對暫停買債計劃之態度與5及6月之取態相比明顯軟化，相信其主要原因，是當局眼見近日資產市場因對貨幣政策之預期而大幅波動，為了穩定市場而作出的考慮。然而，隨著美國經濟好轉並重拾增長動力，相信聯儲局收緊貨幣政策的步伐應不會改變。

不過，由於聯儲局貨幣政策對資產價格之影響極大，當局對退市取態時鬆時緊，將不利金融市場之穩定，假如即將面臨的議息會議後，伯南克又再次對退市展示強硬的取態，一反7月初的態度，將會再一次為市場帶來震盪。然而，有了5及6月時的經驗，相信伯南克會明白到這一點，為防止金融市場波動，他於是次議息會議後之講話，應會保持適度偏軟的取態，一方面維護量寬政策，另一方面則壓低市場對加息之預期，令市場避免再次出現因對去槓桿化之憂慮，而引發風險資產急瀉。

內地PMI料會低於50水平

除美國外，中國亦會於周四公布7月份之PMI數據。考慮到中央政策取態偏緊，如最近便有消息指，國家審計署將組織全國審計機關，對地方政府債務進行審計，以防地方政府盲目舉債發展，可見中央着重經濟質素多於經濟增長之取態，相信PMI數據將會低於50的水平，而為了經濟長遠發展，短時間內中國需承受一定的痛楚，經濟增長放緩的趨勢亦會持續一段時間。

俄羅斯經濟何去何從？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

美國前中情局僱員斯諾滯留在莫斯科機場禁區，使俄羅斯變成新聞焦點！作為世界最大面積國土的國家，俄羅斯人口約1億4千2百萬，卻是排在世界第九位，而經濟上她屬金磚四國的中流分子，是全球第五大經濟體及主要石油和天然氣的出口地。

在脫離蒙古帝國統治後，古時俄國經歷兩個皇朝統治，廣為人知的較近代的羅曼諾夫王朝(1613-1917)的彼得大帝執政時代。著名的「十月革命」令末代沙皇尼古拉二世退位讓權，列寧締造了蘇維埃社會主義共和國聯盟(蘇聯)，再經歷斯大林、赫魯曉夫、戈爾巴喬夫時代，葉利欽總統將蘇聯解體並迅速將其產經濟轉變為市場經濟，實施大幅更改價格及貨幣的「震撼療法」與國營企業私有化等政策，導致物價飛漲、貨幣大幅減值、巨富寡頭、貧富懸殊等眾多問題。1999年葉利欽辭職後由普京接任總統。從2000年直至今天，普京同梅德韋傑夫更替地執政，普京並於去年再次競選成功為新任總統！

頭八年的普京執政(2000年-2008年)見證了俄羅斯經濟收復，人均GDP由2000年的1,744美元上升至2008的3,044美元，平均每年增長達7%，人民實際工資倍增，中產人數急增至5千5百萬人，而通貨膨脹則落到單位數字。當梅德韋傑夫2008年掌權後，世界經濟衰退深深打擊俄羅斯經濟，主要是世界油價大幅回跌(由每桶140美元下跌至40美元)和資金由淨流入變成流出。

冀透過基建投資振興經濟

隨著經濟逐漸復甦，俄羅斯於2009年第二季度GDP已按季回升7.5%，而通貨膨脹也穩定下來，2012年2月創下歷史性的3.7%新低，令全年通脹率維持在6%左右。2012年全歐各國都陷入不同程度的經濟衰退，俄羅斯身為歐洲各國的經濟合作夥伴當然不能獨善其身，GDP增長只錄得了3.6%，但通脹率維持5.3%，經濟正式步入滯脹情形！

踏入2013年，俄羅斯經濟持續放緩，頭季GDP只錄得1.1%增長，國際貨幣基金組織下調全年增長由3.4%至2.5%，而2014年也被降至3.25%，但全年通脹仍被預測在5%-6%內，明年才可望回落至4%-5%，似乎未來兩年GDP增長放緩和通脹率高於GDP增長已被認定為最新趨勢，官方的經濟發展部預測資金淨流出至年底可達35億美元，整

體經濟勢頭令人擔心不已！

面對俄羅斯經濟可能向下的危機，總統普京於六月二十二日聖彼得堡國際經濟高峰論壇中提議從國家養老基金動用約43.5億美元貸款給國家三大基建項目和其他投資計劃去振興經濟，其中包括最少14億美元去現代化跨越西伯利亞鐵路(由莫斯科至海參崴)；興建高鐵連接莫斯科和喀山及興建環繞莫斯科市區的超級高速公路。

但是西方經濟專家卻覺得其成效只是短期的，還會再次推高受控的通脹率，俄羅斯現今極度需求的是經濟體制的結構性改革如減少寡頭壟斷、減少經濟對天然資源出口收入的過分依賴、改革各個行業的管理模式趨向市場化、注資銀行體系並鼓勵借貸市場化和放貸給中小型企業、提高各類工業水平、落實維護私有產權法等例，進一步提升服務行業水平、激活市場零售氣氛等等。

俄羅斯主要出口地包括荷蘭(12.2%)，中國(6.4%)，意大利(5.6%)，德國(4.6%)及波蘭(4.2%)，以石油及石油產品、天然氣、各種金屬、木材和木製成品、化學用品及各類軍用/民用製成品如飛機等；其進口地包括中國(15.5%)，德國(10.0%)，烏克蘭(6.6%)及意大利(4.3%)，以機械、汽車、藥品、半製成金屬產品、肉類、生果、鋼鐵和視光/醫療器材。

力拓亞洲貿易成當務之急

讀者不難發現出口/進口貿易夥伴以歐洲國家為主，亞洲地區只有中國佔有重要地位，令到歐洲廣泛的經濟衰退已嚴重打擊俄羅斯近年經濟增長表現，似乎着力拓展亞洲區貿易比重成為當務之急！投資者信心危機正加速資金流出，令俄羅斯盧布持續減值，當然短期可激活出口量，但長久會使國庫收支平衡產生問題，且會再加速資金流走。普京政府必須著力振興服務行業如房地產、建造業、銀行業、保險業、旅遊業、IT行業、通訊業去減少對天然資源出口收入的比重，並致力完善服務行業相關監管法例使外國投資者紛紛加入。

筆者於6月中旬去莫斯科/聖彼得堡旅遊，感到該國旅遊資源豐富、旅遊配套完善、人民生活條件不俗、市場物資充足、高檔貨物市場活躍和夏天天氣宜人，實是旅遊勝地之一！今天的俄羅斯居民夏天的生活條件不錯，莫斯科/聖彼得堡居民收入已足夠生活開支，但巨富人士仍然持有主要行業的大部分收益使民怨日深，普京政府必須正視並短期推行解決方法。俄羅斯能否再躋身世界經濟強國，還看今朝普京總統了！