

地方政府自行發債具亮點

太平金控・太平証券（香港）研究部主管

陳羨明

內地從穩增長到抓改革，市場風格正不斷轉換。在金融財政改革方面，最大的亮點在於建立以政府債券為主題的地方政府舉債融資機制，剝離融資平台政府融資功能。5月20日國務院批轉發改委《關於2014年深化經濟體制改革重點任務的意見》，金融和價格改革基本在預期之內，後續仍要觀察進一步推進的進度和力度。

中央代發債存多項缺陷

中央每年都代發地方債，為何要推行市政債？政策公布其背景。內地從2009年開始發行地方政府債券，但此後的兩年中，所有的地方債券都是由財政部代理發行。中央代發代債的模式尚存多項缺陷：規模小期限短，與基建資金規模大期限長的需求不匹配；缺乏市場和社會監督；擔保扭曲風險定價，且市級債券通常由省級財政轉貸。2011年，財政部啟動地方政府自行發債。

當前的調控思路淡化增速，強調風險。系統性和區域性金融風險的主要源泉是產能過剩的風險、地方政府融資平台的風險，以及房價下跌等等的風險，這些風險是有內在聯繫的。而地方政府債務是影響內地中長期經濟發展的問題，2014年後地方政府資金缺口逐步增大，而且地方政府債務牽涉中央與地方財稅體制、產業結構調整等重大問題。

市政債則具備透明度高、管理規範、償債來源穩定和市場定價較合理等優點。此次地方債試點發行採取自發自還的形式，即地方政府可以在國務院批准的發債規模限額內，自行組織本地區的地方債券發行、支付利息和償還本金，明確了地方政府對風險的完全承擔和對債務具有的完全償還責任。

而本次地方債試點城市增加、規模增加、期限延長。試點省市由6個增至10個，並且不同「信用資質」的城市均

有，首次出現中西部省份，新增的為北京、江西、寧夏、青島四省市。同時考慮到整體地方債務規模近年來逐年擴大，由2,000億(人民幣，下同)，3,500億到4,000億，其中完全自主部分亦大幅增長。而本次將地方債的發行期限從以前的3、5、7年品種拉長至5、7、10年。

試點擴大說明地方政府債務融資改革正在逐步落地。十八屆三中全會《決定》提出，要「建立規範合理的中央和地方政府債務管理及風險預警機制」，並且要「建立透明規範的城市建設投融資機制，允許地方政府通過發債等多種方式拓寬城市建設融資管道」。

今年兩會的政府工作報告中，提出要「建立規範的地方政府舉債融資機制，把地方政府性債務納入預算管理，推行政府綜合財務報告制度，防範和化解債務風險」。發改委《關於2014年深化經濟體制改革重點任務意見》提出，「規範政府舉債融資制度」，並「開明渠、堵暗道」建立以政府債券為主體的地方政府舉債融資機制。

有利滿足新型城鎮化需求

改革的啟動讓我們對中國經濟的改革抱有更加樂觀的態度。短期內，在地產處下行周期、地方政府收入增速放緩、債務償還壓力加大的環境下，增加債務額度有助於穩定存量債務的安全性；同時有利於滿足新型城鎮化規劃對資金的需求。長期看，未來對公共資源的配置更加合理、資金運用更加節約合理，促進預算硬約束意義更加深遠，對全社會的可持續性以及為民生帶來的紅利更加深遠。

此次市政債發行制度的推進，在債務風險嚴峻的形勢下試點地方債新制度，是推進金融創新體制改革的重要一步，但仍不能從根本上解決問題。合理風險定價的諸多基礎還不具備，市場約束和法律規範不健全，對於緩解政府債務負擔而言，尚需更多的配套政策支持。市場期待未來在金融財政制度上更多的改革措施。

鬆綁難擋內房下行趨勢

比富達證券（香港）業務部副總經理

林振輝

今年內地樓市風光不再，房價加速放緩、銷售下滑，不少開發商出現資金鏈問題，內房下行趨勢明顯。據中國財政部和統計局近日發佈的數據顯示，今年1月-4月商品房銷售面積同比下降6.9%至27,709萬平方米，商品房銷售額則同比下跌7.8%至18,307億元（人民幣，下同）；70個大中城市4月份新建住宅價格環比上漲的城市也由3月份的56個減至44個，是2012年10月以來上漲城市最少的一個月。近期關於地產商資金鏈斷裂的報道層出不窮，顯示樓市遇冷令地產商資金周轉受壓。為穩定經濟，不少地方政府紛紛出台措施，為樓市鬆綁。

庫存高企 資金鏈續緊張

不過筆者認為，不論是地方政府取消限購抑或有關部門要求銀行保證房貸暢順等措施，都無法扭轉內地樓市的下行趨勢。首先是房地產供給嚴重過剩，庫存量高企。據上海易居房地產研究院公佈的數據顯示，截至4月底，重點監測的35個城市新建商品住宅庫存總量同比增加19.5%至24,891萬平方米，創五年來新高；對應存銷比率也由3月份的13.9個月上升至15.2個月，去庫存時間大增。其中一線城市庫存問題不大，但二三線城市庫存問題嚴重，如溫州存銷比高達42.4個月，需要用接近四年時間才可以沽完目前庫存，而且還未考慮在建新樓。

其次地產商資金面難現寬鬆。樓市量價齊跌已經令地產商資金鏈受壓，銀行貸款、信託及管道業務等融資手段收縮更令地產商雪上加霜。儘管包括央行在內的有關部門一再要求銀行放鬆房貸，例如要求銀行起碼要保證首套房貸款等。但考慮到銀行自身壞賬率

上升，資金成本升高等因素，銀行執行放鬆房貸的力度有限。即使地方政府放鬆限購，也難以左右銀行的信貸政策。此外，銀監會不斷出台措施監管影子銀行業務，地產商的融資手段進一步被收窄。

步入老年社會 購買力降

人口結構及購買力水平的變化也顯示內地樓市剛需觸頂。中國實行計劃生育超過三十年，人口紅利將會在五年內見頂回落，屆時適齡工作人口比例將會出現明顯下降，許多家庭將出現兩個人撫養三個家庭（新婚夫婦及各自父母）的狀況，支出增大導致房屋需求下跌。現時樓價已經非常高，一二線城市許多家庭的月供收入比已經超過70%，普通家庭已經難以承受目前樓價。筆者相信，短期的限購鬆綁或微刺激都不會改變房地產行業下行的趨勢。內地樓市已經步入調整期，過去十幾年的黃金增長時期已經一去不返。



■分析認為，內地樓市步入調整期，過去十幾年的黃金增長時期已經一去不返。

資料圖片

長者持物業收租應豁免 DSD

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

地產建設商會與其他商會及測量師行聯合刊登，以《無理稅項拖累本港經濟》為題的聲明，要求政府修訂2013年印花稅（修訂）條例草案，豁免自用、投資及重建等各屬正常商業活動的非住宅物業買賣所繳交的雙倍印花稅（DSD）。

聲明認同行政長官在施政報告中所述「本屆政府致力發展經濟，改善民生」等理念，然而政府近日開徵新稅而令中小企經營成本不斷增加，令本港固有競爭優勢遭到蠶食，亦阻礙商廈翻新及增加酒店與零售樓面供應等步伐。

聲明又指，政府以關注民生安居為新稅護航，一再重申各項需求管理而向住宅物業徵收的印花稅是「非常時期」的非常措施，可是向非住宅物業交易徵收雙倍印花稅，令屬於正常商業活動的非住宅物業買賣一併牽連。港府自去年初實施需求管理雙辣稅措施之後，樓市各類物業成交大幅回落，當中針對住宅而作徵收各項辣稅，出發點是杜絕炒家及阻嚇非本地資金入市推高樓價，而港府同步增加供應，藉此令本地置業人士較易上車。

向非住宅物業「加辣」受非議

但針對非住宅物業實施雙倍印花稅，一直受到業界非議。港府的理由在於，非住宅物業價格太高，也會引致該些物業租金上升，從而影響營商環境，經營者亦會把

加租部分轉嫁消費者，最後推高物價甚至通脹，也衍生民生問題。

香港作為一個國際都市，正常的商業活動必然包括買賣各種資產，用抽重稅以加大交易成本去阻嚇買賣非住宅類不動產，有違商業原則。各大小企業包括銀行信貸者，都會有購買物業自用或出售物業套現的需要，對買賣交易抽取重稅，會窒礙這些正常商業活動。

筆者見到不少個案，經營者為避免承受加租之苦，在儲足首期後，選擇購入商舖或寫字樓自用，但現時不可能這樣做，購買商舖/寫字樓要付出雙辣稅成本太高，況且這些稅款是不會獲得銀行借貸的，買入徵稅門檻太高，令這些經營者唯有繼續被迫捱房租，一個可能是勉強慘淡經營，另一個可能是搬到較次地點的商舖/寫字樓繼續經營，最壞打算是被迫結業。

筆者所說的中小企業包括各行各業小商店及專業人士如醫務所、律師及會計師樓等。假如港府真正想針對的是投機買賣，更實際的做法是就着每次炒賣所獲得利潤加大徵稅。

長線持物業保本乃全球通用

筆者認同港府應考慮因應業界意見而作出適當修訂相關措施。現時處於低息環境，某些機構或人士比如退休基金及長者，不能承受高風險投資，持有物業取其保本兼有穩陣租金回報是全球通用的做法，長者冒風險投資而蒙受巨大損失，是大家所不欲見，筆者建議，長者長線持有物業（包括住宅）作收租之用，亦應該豁免DSD。

退市雖未擬加快 推遲加息機會微

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

聯儲局周四凌晨發佈上個月的議息紀錄，紀錄顯示，聯儲局官員就貨幣政策正常化，以及加息可能使用的幾種途徑，進行了討論，但強調此種討論是持審慎態度，且不應被解讀為加息會加快進行。局方認為，採取寬鬆貨幣政策刺激經濟，並無引發通脹飆升的風險。部分委員更指，目前確認美國經濟恢復到持續高於趨勢增長，仍然為時過早，可見當局仍未認為加息時機已到，但相信推遲加息時間的可能性不大。

紀錄提到，與會委員普遍同意，在今次會議上開始考慮政策正常化是明智的做法，有助委員會選擇正確的工具，並且在政策正常化推行前一段時間，就可以更好與公眾溝通。

就業改善 美復勢勢頭未變

在議息紀錄中，聯儲局將第一季度經濟的緩慢發展，歸咎於嚴寒天氣，而從數據上亦可看出，第一季度末期，美國經濟已出現明顯反彈。

雖然3月份的失業率維持在6.7%的高位，但在聯儲局利率決議之後公佈的4月份失業率大幅下跌至6.3%，好過市場預期6.6%，並創下2008年9月金融海嘯以來的最低水平。同期，非農就業職位更新增28.8萬個，超過預期增加21.8萬個，創2012年1月以來的最大增幅，顯示就業市場整體向好，惟報告公佈的勞動參與率下跌至35年來新低62.8%，為市場帶來隱憂。

通脹方面，美國3月份個人消費支出（PCE）物價指數按月升0.2%，按年升1.1%，符合市場預期。紀要顯示，聯儲



■聯儲局認為，採取寬鬆貨幣政策刺激經濟，並無引發通脹飆升的風險。

資料圖片

避險情緒漸濃 6月市睇跌

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

環球市場近日表現頗為平靜，只有美股走勢相對反覆。東盟部分國家受政治因素影響，股匯市出現震盪的情況。但是，美國十年及三十年債息持續下跌，以及日圓匯價近期持續走強，而金價走勢保持平穩。三大避險資產竟然有所上升，究竟問題出在哪裡？投資者又應該怎樣部署呢？

在主要國家中，美國的經濟情況出現異常回落的情況。這可以歸因於美國按揭息率持續高企，30年按息自去年5月起，持續高企於4.3厘水平，令部分需要以按揭置業的投資者，受到較大的影響。另外，中國的反貪行動，亦令部分贖款只好留在內地收藏，令資金流向美國的樓市減少。美國近期中西部地區天氣嚴重乾旱，除了打擊當地農產品收成外，更影響到需要以大量地下水開發的頁岩氣及頁岩油。除了工人沒有工作外，亦可能影響到美國想依靠低能源成本，以吸引工業回流的計劃。

至於歐洲及中國方面，其實亦有不同的風險。歐洲方面，歐債危機雖然憂慮減退，但是歐洲失業率高企及低通脹情況持續，料即使經濟復甦，預料亦只會相當溫和。更何況歐洲央行近期多次表示可能會推出措

施，但往往沒有政策推出。市場日前預期，6月份推出的機會頗高。一旦央行仍沒有政策推出，可能付出沉重代價。至於中國方面，即將臨近半年結。雖然上海銀行同業拆息目前未見異常情況，但資金鏈可能逐漸出現緊張的情況，不排除出現拆息抽升的情況。

在避險情況有所增加下，投資者的投資策略亦應有所轉變。筆者眼見近期東盟國家出現政局不穩時，可候低吸納東盟股票基金。除了泰國外，筆者認為其他國家的投資穩定性較高。雖然印尼近期政局亦有轉變的跡象，但預料可以順利渡過。目前只有泰國的局勢比較動盪。若美國經濟放緩，令聯儲局委員可能把明年年中上調利率的看法延後的話，將會對東盟國家的經濟相對有利。

除了地區基金外，投資者亦可留意貨幣方面。以目前情況看，一旦避險情緒升溫，料資金將會流向日圓及瑞郎的機會較大。資金可能流出歐元、英鎊及主要商品貨幣。至於美匯指數方面，料可受惠於其他貨幣下跌的情況。金價方面，有機會受惠避險，但預料升幅未必顯著。

總括而言，筆者對6月份市況感到回調的壓力較大。目前要留意美國十年債息會否再跌穿2.5厘水平，以及美元兌日圓會否跌穿100的水平。若兩者同時跌穿，有可能是調整市的出現。

對沖基金經理一定好打得？

彭博專欄作家

Noah Smith

財經雜誌 Institutional Investor Alpha 最近發表了一篇對沖基金調查報告，使所有人都開始思考一個問題：為什麼對沖基金經理現在依然能賺這麼多的錢？

很多學者和媒體人士指出，對沖基金這個資產類別，已經很久沒有給投資者帶來高於市場平均水平的費用後回報了。當然，不管市場上漲或者下跌，對沖基金的管理費總是照收不誤，所以問題其實是：為什麼對沖基金總能獲得養老基金或是其他投資者的持續大筆資金投入呢？

《紐約客》雜誌的 John Cassidy 對解釋這一現象的主要理論做了一個很好的概括。他的概述中還包含了一些相當不錯的研究報告鏈接，而這些研究報告的主題就是對沖基金是否能帶來超常的風險調整後回報，或是能否給投資者帶來巨大的投資多元化潛力。但真正的問題是：人們何以一開始就會指望對沖基金能給他們帶來超常的回報？

人們似乎經常下意識地將「對沖基金」與「擁有超高科技能的基金經理」等同起來。在去年的 Skybridge Alternatives Conference (SALT) 會議上，主持人 Anthony Scaramucci 對與會人士說：「共同基金是螺

旋槳飛機，對沖基金是戰鬥機。」的確，我們都聽說過約翰·保爾森、Ken Griffin 或者 Cliff Asness 這些億萬富豪對沖基金經理的著名投資事跡。

但是，對沖基金真的有一種共性使他們成為「戰鬥機」嗎？對沖基金不過是一個法律上的資產類別而已。有一些專門的法規規定了對沖基金可以交易哪些資產，以及哪些投資者可以成為對沖基金的投資者。對沖基金只允許向特定類型的投資者發行，比如富人、大型機構，以及夠格成為所謂成熟投資者的人。作為發行對象受限制的回報，對沖基金在交易資產的類別以及投資槓桿等方面有很高的自由度。

理論上而言，這種自由度意味着對沖基金有幫助投資者實現投資多元化的潛力。鑒於他們能夠投資其他基金不能投資的資產，所以買入投資基金理論上可以使投資者間接投資更廣泛的資產。

但除此之外，沒有理由讓人相信對沖基金能夠帶來什麼特別的好處。畢竟，任何一個 Tom、Dick 或者 Harry 都可以創立對沖基金。這一點是千真萬確的，只要你能弄到一個業務執照。即使你這輩子都沒有管理過一毛錢，你也可以成立對沖基金。這就是所謂的「自由進入」。在經濟學上，自由進入意味着這個行業扣除機會成本後的平均利潤就會在充分競爭之下向零回歸。所以，對沖基金有什麼理由與眾不同呢？

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。