

深化改革助降資產風險溢價

太平金控·太平證券(香港) 研究部主管

陳羨明

中共十八屆四中全會昨天起一連四日在北京召開，主題為依法治國。會議焦點雖在法治，但在中國經濟錯綜複雜步入改革「深水區」的當下，提高國家整體治理能力，實現國家治理現代化，明確政府與市場的邊界，將對經濟產生深遠影響。進一步釋放改革紅利，將是下一階段改革的重心所在。

資本市場離不開法治建設，只有建立在法治上才能最大化發揮資本的效率，全面推進依法治國對資本市場帶來相當大的促進作用。目前內幕交易、虛假陳述等置法律不顧等行為，實際上是中國資本市場發展的最大包袱。只有激發起全市場對於法治的信仰，弘揚股權文化，才能激活投資功能，進而激活資本市場融資功能。對於十八屆四中全會研究部署全面推進依法治國，市場充滿了期待。

依法治國減低不確定性

依法治國可降低企業經營環境的不確定性，降低資產的風險溢價。目前政府與企業的邊界、權力與市場的邊界缺乏清晰的界定，無章可循或有章不循，導致經濟運行成本高企，活力不強，影響企業的可持續性發展。此次全面推進依法治國的核心就是要界定政府與市場的邊界。

有觀點認為，政府可能為穩定短期經濟，而暫緩長期的改革措施。其實，十八屆三中全會已提出，建設法制中國，必須深

化司法體制改革，加快建設公正高效權威的社會主義司法制度，維護人民權益。可以看出，依法治國是十八屆三中全會的核心精神之一。十八屆四中全會討論依法治國，實際上是討論三中全會的核心精神如何落實和執行，對國家治理體制進行制度化、法制化的版面，同時也是為全面深化改革提供法律保障。

關注土地流轉制度改革

明年將是改革從籌劃到落實的關鍵年份，對於今年已提交深改組審議的改革，推進速度將較快。考慮到明年經濟下行壓力仍大，因此既能穩增長又能調結構的土地、財稅改革等經濟領域改革將成為重中之重。隨著十八屆四中全會的召開，市場的關注度也在不斷提升，土地流轉制度改革是其中可以關注的投資主題之一。

李克強總理力推新型城鎮化，在近期主持召開推進新型城鎮化建設試點工作座談會上，總理強調必須認真貫徹中央城鎮化工作會議精神，按照科學發展的要求，遵循規律，用改革的辦法、創新的精神推進新型城鎮化，促進「新四化」協同發展，取得新的突破。

近日，中央審議通過了發展農民股份合作、賦予農民集體資產股份權能的改革試點方案，標誌着佈局農村集體資產產權試點工作即將全面展開。在新型城鎮化建設試點工作座談會和農村集體資產產權試點工作的推進鋪墊下，土地流轉制度改革預期提升，有望成為十八屆四中全會的熱點之一。

內地還需解決短期資金缺口

時富金融策略師

黎智凱

中國近日再次推出常備借貸便利工具(SLF)及抵押補充貸款(PSL)，流出市場的資金有傳合共4,000億元(人民幣，下同)，加上9月中旬的5,000億元常備借貸便利工具，以及7月下旬向國家開發銀行棚改專項發放的1億元，市場短期內獲約1萬億元流動資金。中國國策下經濟氣候大致符合政府預期，而使用常備借貸便利工具及抵押補充貸款對算是作為整個大氣候下的短期調整工具，由於資金傳遞較快，影響較易調節，這對市場資金缺口會有實時及精準的支持。

當時第一輪常備借貸便利利率先流到五大國有銀行，當中包括農業銀行、交通銀行等，規模為5,000億元，利率3.7%。由於當時中國8月份經濟數據參差，整個信貸需求、工業等數據未見理想，加上房地產需求銳減的問題，發展令人擔憂。現在央行隔一個月後推出第二輪措施，相信人民銀行面對着這個錢荒問題，正遇上非常大的難度。如此密集地推出兩波刺激措施，無論是針對金融行業的流動性，還是經濟發展的資金鏈，都反映出年底需要填補資金缺口的急切性，特別是抵押補充貸款針對了再貸款利率偏高問題，希望減低流出市面的資金成本。

流到企業作投資並不多

內地現時釋出的資金主要是作解決短期資金短缺問題，或協調資金缺口轉移到其他金融工具上，例如企業債券、因抵押補充貸款而拉低利率的中期政策利率的中期金融工具等。實際上，透過資金鏈流到企業以作投資及發展的資金並不多。

中國式的問題，也許是企業不善利用資金(或者

可以說企業太過善用資金)。中國企業連續三年出現資金鏈問題，而央行連續三年出手幫助解決問題。這在某程度上縱容中小企業過度借貸而沒有處理自身企業問題，大多數的企業為了可快速集得資金，近日已在香港及內地多個城市以債券形式集資，而10月亦是內地IPO的高峰期，所得的資金主要都是償還債務。這種償還債務問題，本應是銀行能力所及的業務，但近年央行對資金鏈的參與程度及深度日增，不但變相淡化銀行在金融體制當中對存貸及融資活動的角色，亦令銀行對流動資金的依賴性增加。

與歐美金融危機大同小異

我認為中國的情況和曾經發生在歐、美的金融危機大同小異。資金缺口本身就是一個低信用評級的資產，無論這些資產如何轉手，它們都會落在某一個或數個個體上。當央行開綠燈要求銀行填補缺口時，整個風險就陷入了金融體制內。同時，如果中國評級機構不協調銀行資產信用評級，變相就是令銀行無法把資金缺口資產轉移到央行/其他投資者手上，而進一步增加自身信貸風險。

若進一步想想銀行在實行處理這個高流量高流動性資金的時候，假設銀行的流動資金可以流到大部分較良好的信貸級別企業，如果銀行可以選擇將資金以正常利率借到穩健的企業手上，又或者以較高的利率借到信用風險較高的企業手上，然後透過證券化資產後抵押到央行，後者利潤一定較高，從而令銀行容易面對更高風險。只要中國信用評級機構或不正確反映抵押資產的信用評級，或資金流出和利率無法反映企業借貸的風險因素，本以為已經轉嫁到其他個體的信貸風險會陸續出現在整個資金鏈當中。美國金融海嘯及歐債危機都是因為抵押品而令問題在整個金融板塊蔓延，這些風險實在不應忽略。

樓市剛需抵銷「佔中」影響

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

「佔中」持續二十多日，隨着警方清除銅鑼灣軒尼詩道、中環、金鐘及旺角部分街道的非法路障後，整個港島及九龍半島路面交通情況基本上回復正常，只有金鐘區及旺角區仍有示威人士集結，但是已受到控制了。

從經濟角度看，「佔中」對本地經濟影響已逐漸淡化，本地股市市場的波動也消化了，反而市場人士會着眼全球經濟衰退情況的惡化。

踏入本年第二季末，發展商積極開售一手樓宇單位，實行以較低於同區二手價的叫價發售，並提供不同購買優惠如回贈印花稅、延長交收期等等，令第二季內一手樓宇銷售成績理想。這股一手購買熱潮延續到「佔中」後首個周末(十月四/五日)。

綜合市場消息，這個十月首個周末有多個矚目新盤，包括不同龍頭地產商的柏傲山、瀚然、迎海、星灣御、天晉III等齊齊開賣。在兩日發售約500個單位中，沽出超過85%，可見一手樓宇興旺情況未受「佔中」行動衝擊，力撐整體住宅樓市。可以預料，暢旺的一手銷情仍於短期內持續，將市場大部分買家都招攬其中。

截至十月十日截止，作為本港主要住宅屋苑的十大屋苑交收不振，合計只有約50宗，按月大跌約4成。這反映在低息環境和租務市場旺盛之下，二手業主只會借貸高沽，如沒有理想售價則先租後賣。從整體數據中反映出「一手旺、二手靜」趨勢已延續至第三季末，總體成交量中之一/二手住宅數量比例是26.5%；73.5%，並可見存在租務市場強勁，「佔中」行動似乎沒有減退一手買家入市意慾。

四大零售區租金勢受壓

步入第三季度，本地商廈市場均啟動明顯減價潮。作為本地第四大零售區的中環、銅鑼灣、尖沙咀及旺角，無論一/二線街舖陸續出現「吉舖」，區內現存租客紛紛尋求業主找「頂租」者或與業主於重整新租約時要求大幅減租。小業主如果願意順從租客要求，則可以免去空置店舖幾個月之困局。一些旺區業主仍是頗為進取，運動輒再加租一至二成，則要面對店舖找不上租客的情況。各大店舖代理公司預料未來一年內，四大主要零售區租金會回落起碼一成，才會重新吸引租客進駐。

「佔中」行動實在嚴重打擊金鐘、中環、銅鑼灣及旺角店舖

的零售生意，國慶黃金周中旅客避免光顧「佔中行動區」，令該區生意急跌，尤其是金飾店、食肆、服裝店等等，一些中小企業更面臨閉門威脅！筆者祈望「佔中」行動會於短期內結束，顧客重臨「佔中」區域，令這些店舖生意重生。

看淡商廈後市未成主流

在本地住宅樓價持續向上的勢頭下，一些投資者尤其是來自內地的已轉戰商廈市場，當中部分購入小型商場舖或分層辦公樓。「佔中」行動啟動後，一些投資者(部分從內地來的)看不透未來特區政局發展，蝕讓沽貨離場。無論如何，「看淡後市」的商廈投資者仍未成為主流，在「佔中」行動期間也錄得不少大額成交案列。

中央容許「滬港通」上馬後，本地甲級辦公室租務市場將受到利好刺激，尤其來自內地的金融/證券/專業公司實質需求。筆者希望該措施盡快實施落地，特區金融地產甲級辦公室迎來一片景氣。

雖然現時「佔中」行動對特區經濟還未帶來深遠影響，只停留於短暫的地區業務的損失，但是，如果「佔中」行動「無止境地」拖長或甚至演變成恆常/重複行為，則對經濟影響非常嚴重！行政長官宣佈希望今周與「佔中」陣營開展良性對話，筆者樂見雙方能夠交換建設性意見。反對派人士不應提出「政制上不現實」的要求，雙方可以盡快達成和解協議，特區經濟/政治發展重回正常道路。

綜合來說，到目前為止，「佔中」對整體經濟情況及整體樓市的影響屬於短暫和輕微，本地深厚經濟基礎還可以承受。在樓宇成交方面，一手樓買家已搶先主導住宅市場，二手業主售價而沽令交投明顯放緩，但個別傳統住宅地區的成交價仍然不斷創新高。再者，除着個人遊人士消費模式轉向大眾化和佔中活動窒息零售活動，傳統四大零售區商舖確實受到少許影響，加速租金向下趨勢，出現價量皆跌情況。對於特區整體經濟發展，這肯定是一件好事。特區零售業界已經面對工資水平連連上升，租金的有序回落會有效地調整經營成本。

剛性需求推動遇上持續低息環境，斷層的住宅供應量造就近幾年的住宅升浪。隨着新任政府上台致力推高年度住宅供應量，住宅升市會預計到2015年後才可以真正舒緩。「佔中」行動對住宅市場影響不會太大，除非持續未能解決或重複出現，商廈市場租/售價的健康下調勢頭正好增加特區商戰競爭能力。

市場信念變化快如閃電

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

不經不覺，今年金融市場風雲幻變，行雷閃電，投資者若沒有足夠決斷，隨時在未來信念中，突然遭沒頂。

可不是嗎？不要說港股承接去年的氣勢，大家都押了重注在濠賭股和科網股，結果分別在今年1月中和3月，都先後見頂回落，絕大部分投資者高追了的，都肯定是套牢，若在高位沒追，在開始回吐一段之後，可能已經買入博反彈，結果是愈博愈彈不起，結果又是套牢。

「滬港通」概念股先炒起

慶幸有個「滬港通」概念，讓大家都多點想像空間，由4月公布，此前在2月和3月已經在炒，但一直到了今年9月，投資者心想，10月正式開通，不必賺盡最後一分錢，何不先行獲利，袋袋平安？結果，9月初段的跌勢，幾乎肯定是「滬港通」概念的獲利盤，尤其當中象徵意義最大的港交所(0388)，8月時已經見頂回落！

當然，港股可能不作準，大家不妨放眼全球，就以今年為例，去年伯南克在五月預告的退市，正式來說，是今年初才開始落實，每次會期減100億美元額度，相當清楚，大家對號入座，結果如何？一直到今天，幾乎肯定的，第4季，最快10月，最遲12月，可以完成寬量退市減買債。

且慢，不可開心得太早。當人人以為篤定之時，變數隨之而起。踏入今年夏天，投資者炒作的叫提早加息，本來這是無可厚非，既然美國經濟復甦到一個程度，足以讓聯儲局放心，可以由非常時期的非常手段，逐漸過渡至正常時期的正常手段，提早這一回事，倒也不是太驚奇，只要經濟數據改善速度足以支持即可。

然而，這就是最詭譎的地方，過去一段時間，美國經濟固然有改善，失業率等人人聚焦的，自然是改善，但亦有不少數據，其實勝出預期不算遠，故此，真正重點，似乎是搖搖板的道理，美國不算特別好，但其他地方如歐洲或日本卻真的差，兩者一比，資金出路相當清楚，買美股，買美元，買美債。

「三美」過去幾年大主題縮影

這「三美」，幾乎就是過去幾年的大主題縮影。幾年來，美股指數升完又升，創新高再創新高；美元強勢，今年九月，簡直無物可擋；美債的地位，亦是無可代替，近日投資者再炒退市不是加快，而是減慢，資金由股轉債，一時無兩，大幅波動的金融市場，令人知道，直到今天，大家仍在為幾年前的金融海嘯結賬，仍未有完成的跡象。

是的，若真的以為，金融海嘯已過去，那不算全錯，但讓金融海嘯過去的手段，其後遺症，或起碼是後果，仍然在浮現，年內投資者信念由提早加息轉至延遲加息，可能只是想當然的對號入座，但亦反映投資者沒有真正可以信賴的東西，央行過去一直嘗試讓大家放心，但去到真金白銀的押注，還是來回多試幾遍，才是投資者的天性。



幾年來，美股指數升完又升，創新高再創新高，也成為三大投資主題縮影之一。圖為美國紐約交所。

選購A股ETF應了解基金屬性

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁

曾慶璘

港股一向極受外圍的消息影響，隨着過去10年更多中資企業來港上市，內地及港股的相關性愈來愈高。雖然第三季兩地股市同樣受到滬港通消息帶動，紛紛創下今年新高，但近月來兩地股市的走勢卻出現背馳。

市場憂慮環球經濟增長放緩，尤其是歐洲經濟陷入停滯及瀕臨通縮邊緣，加上9月美國的經濟數據遜預期，導致美股連日大幅回落，本地市場也備受拖累。港股受到環球股市拖累，加上10月開始更被「佔中」的利淡政治因素籠罩，在飽受內外夾擊下，恒指從9月高位25,000持續下跌至現時23,000水平，令之前炒作滬港通的升幅全數抵銷。

中央或再放水支撐A股表現

相反，內地股市近期有獨善其身之感。中國經濟由下半年開始回暖，官方PMI 7月曾升至今年高位51.7，但其後回落至8月及9月的51.1，引起市場憂慮中國經濟增長動力不足。然而，經濟情況並沒有為中國股市帶來衝擊，市場普遍認為經濟下行風險增加，及9月CPI增幅低於預期，反可為中央提供進一步放寬貨幣政策的藉口。

受滬港通帶動投資氣氛良好下，上證綜合指數由2,000水平攀升至現時2,300水平之上，而近3個月的升幅達逾12% (17日)，但可惜未能支撐港股升勢。撇除環球經濟及政治因素影響，滬港通均有利內地及本港股市，資金北上南下，有助提升兩地股市流動性。

就港股而言，預期內地龐大的資金流入港股，有利那些為內地股民熟悉的藍籌股表現，至於一些只在港上市而在內地廣為人知的股票，更可看高一線。但長遠來說，相信A股受惠更大，因滬港通加促中國資本帳開放，令環球資金能涉足A股市場，不但增加A股流通性，亦有助內地監管制度、公司治理等走向國際，利好中國企業及經濟的長遠發展。

並非每隻都以A股為投資主題

滬港通即將來臨為中國股市帶來無限的憧憬，投資者於第三季開始紛紛買入中國股票基金或A股ETF，希望盡早部署趕上滬港通的順風車，迎接A股大變革。但市面上的中國基金種類繁多，並非每一隻都以A股為投資主題，大部分都只集中投資於H股及紅籌，因此投資者選購A股為主的基金時，宜先弄清基金的資產配置及投資目標，以免錯買只投資於H股及紅籌的中國基金。