

# 本港房託基金發展對內地的啟示

左智卿 中國華融（澳門）國際股份投資管理部董事總經理

2003年7月，香港特區證監會發佈了《房地產投資信託基金守則》（以下簡稱《守則》），為房地產投資信託基金（REITs）發展提供了法律基礎，隨後香港REITs市場開始穩步發展，並持續表現出健康發展的良好態勢。截至2018年6月，香港共發行了10隻REITs產品，增長趨勢穩定，並實現了相對較高的年化收益，2017年香港REITs平均分派收益率為6.0%，遠高於收益率為1.83%的10年期國債收益率。值得肯定的是，香港REITs金融風險控制非常優秀，香港目前10隻REITs的平均資產負債比率為28.31%，其中富豪產業信託基金最高，資產負債率為37.8%，冠君產業信託基金最低，資產負債率僅為18.9%。

整體而言，經過多年的發展，香港REITs具有以下3個特點：一是契約型的組織形

式。《守則》規定，香港REITs的資產必須以信託形式持有，託管機構、管理公司、相關實體以及其他集體投資計劃的資產要分開管理；同時受託人在職能上必須獨立於REITs且是經香港證監會批准的專業管理公司。二是股息分配高。REITs主要優勢就是可以讓普通投資者分享房地產增值收益，為了保證相關理念的實施，香港在《守則》中規定，REITs每年必須將不少於90%的稅後淨收入分派給基金持有人。三是風控措施嚴格。香港REITs對其資金投向、持有資產期限、借入款項等做了嚴格限制，如要求至少有75%被投資於產生定期租金的房地產項目上且禁止投資空置土地，不得從事或參與物業發展的相關活動，持有每項房地產項目時間不得少於2年，借入款項不得超過總資產的45%等等類似規定。

## 有必要借鑒香港成功經驗

長期以來，內地房地產市場融資模式單一，急需相應的房地產金融工具來拓展融資渠道，而REITs無疑是內地金融市場發展的重點。因此，有必要在結合內地實際發展情況下借鑒香港REITs的成功經驗。

一是充分利用契約型的組織形式發展內地REITs市場。香港REITs統一採用契約型組織形式，且託管機構、管理公司、相關實體和其他集體投資計劃必須相互分開，同時REITs的管理公司必須是香港證監會批准的公司。當前REITs主要有公司型和契約型兩種組織形式，但為REITs而特別設立公司與內地《公司法》相關規定不符，且內地REITs處於起步階段，完善公司治理尚需時間，故建議採用契約型組織形式發展RE-

ITs，在發展中根據實際需要進一步完善和发展REITs的其他組織形式。

二是實施收益高分配制度。收益高分配是保證REITs進一步發展的基礎保證，內地企業在開展REITs建立工作時可參照香港地區的收益高分配制度，明確規定出REITs的大部分收益通過股份利息的形式分配給資金投資者，在保障投資者正常收益回報的基礎上穩固其資金投入。受到內地嚴格稅收制度的影響，在稅收方面可實行股息分紅制度。

三是加強風險監管工作力度。香港REITs的成功建立和穩定運行離不開風險監管和市場約束，內地企業可借鑒香港的經驗，有機結合法律法規建設和市場約束，為REITs的建立和良好發展提供一份法律保障。這就需



■領匯（現名領展）房產信託基金2005年上市，為香港REITs發展之初的里程碑之一。資料圖片

要做到以下工作：完善REITs建立和管理法律法規，明確投資方、管理方、投資範圍、組織結構以及收益分配事宜；引入審計中介機構，對REITs的運行風險進行評估；保證信息內部透明化，使投資者了解資金的去向以及運營狀況，降低運營風險。

# 看經濟表現

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

# 留政策空間

百家觀點

面對美國經濟數據開始疲弱，美聯儲態度轉鴿，美股抹掉今年以來漲幅，美國總統特朗普給美聯儲施壓，投資者對未來加息步伐的預期有變，重要決定公佈前，各類資產屏息等待。

## 明年加息2次 仍堅持縮表

最終繼續加息，符合我們之前的預期，包括筆者一直認為的全年加息四次，每季加息一次。會後聲明中，美聯儲還是對整體經濟保持強勁的判斷，認為美國經濟前景面臨的風險大體平衡，預期明年會加息兩次，少於之前預期，並堅持縮表步伐不變。

美股和美債敏感，加息決定前，美股三大指數迅速走高，道指一度重回兩萬四，恐慌指數VIX下跌超過9%。但在決策公佈後，三大指數迅速收窄漲幅，在鮑威爾講話期間更是擴大跌幅，道指一度暴跌逾500點。以至於周四亞洲股市也普遍受壓。日本股市大跌近3%。

恒指進一步下探，見逾一個月低位。跌勢也延續到歐洲市場，STOXX600指數盤初跌至兩年新低。

美債方面，長債反應激烈，10年期美債收益率連跌第四日，挫2.22%，失守2.8%

一線。30年期美債息重挫2.84%，跌破3%。對利率政策敏感的2年期美債收益率倒是結束四連跌，微升0.07%，企穩2.64%一線。

與此同時，收益率曲線持續轉平，2年和10年期美債收益率收窄利差，需要密切關注。

美匯指數升勢乏力，一度考驗50日線支持，最終跌0.07%至97.035。離岸和在岸人民幣雙雙跌破6.91算。

## 美元疲乏 金價仍有力上

金價一度增強動能，延續之前升勢，逼近1,260美元，不過最後還是收窄漲幅，1,250美元一線得而復失。白銀也同樣衝高回落，好在能守住14.5美元。短線來看，隨着投資者繼續消化美聯儲的決定，金銀可能有進一步調整。金價隨着加息放緩，經濟增長減速，美元乏力，仍有上行空間。

## 經濟數據比言論更重要

此外，香港金管局跟進美聯儲加息25個基點。內地央行先行一步，宣佈TMLF，為小微民營企業提供中長期穩定資金來源。



■美聯儲昨日決定加息25個基點，為今年第四次加息，符合市場預期。 資料圖片

實際上，美聯儲這樣做沒有錯。首先，美聯儲做的一切就是穩定市場，為此就要做好預期管理的功夫。畢竟目前所得經濟數據並沒有壞到不加息，所以12月的行動可以理解，但的確出現經濟增長放緩的訊號，加上地緣政治風險高企，引發市場廣泛關注。

美聯儲開始鬆口，希望告訴市場他們已經注意到這些風險，要放慢加息步伐，但後市還是要看經濟數據的表現，進行動態調整。近來態度的轉變，也是為了給未來政策留更多空間。

（筆者為證監會持牌人士，無持有所述股份權益）

# TMLF助中小企 明年穩經濟為重

康證投資研究部

中央經濟工作會議前夕，內地和香港股市在成交額收縮之下反覆低走。上周中央政治局未有提及樓市調控措施，當市場憧憬明年內地樓市減辣之際，山東省菏澤市住建局宣佈取消限售政策，被形容為響起內房鬆綁「第一槍」，緊接有珠海的金灣、斗門兩區放寬購房門檻，消息一度刺激內房股上揚。然而菏澤市調整政策是有其原因，該市去年的棚改規模位居全國地級市首位，當地近年受到限售政策影響，二手樓價急升，市政府為防止房價大幅波動而決定取消限售。隨着棚改貨幣化退出對三四線城市的樓市將構成不同程度影響，因城施政將成大勢所趨，調控措施如何調整都不能越過「房住不炒」的紅線，市場不宜過分解讀。

儘管美國總統特朗普多次公開施壓，美國聯邦儲備局一如市場預期加息0.25厘，聯儲局會後聲明下調美國今明兩年經濟增長及通脹預測，並暗示明年只加息兩次，雖然聲明偏鴿但會議後主席鮑威爾表示經濟焦慮情緒正籠罩美國，消息隨即令美股下挫，亞太區股市亦向下。市場憂慮美國以至全球經濟惡化，世界銀行發表報告，預期明年中國經濟增長降至6.2%。

## 下調公開市場操作利率前奏

因應外圍經濟惡化及國內經濟面臨壓力，中國人民銀行推出定向中期借貸便利（Targeted Medium-term Lending Facility，簡稱TMLF），同時再增加再貸款和再貼現額度1,000億元人民幣，旨在加大對中小微民企的金融支持力度。市場預期TMLF有可能是下調公開市場操作利率的前奏，但亦有分析認為是次首設TMLF後，央行可能會用之取代降準，因TMLF更精準地實施定向調控，更有效地幫助面對融資貴、融資難的中小微民企，央行政策的取向有待觀察。

中央經濟工作會議本周揭幕，會議將訂下明年內地經濟政策。隨着國內外面臨經濟下行壓力，中央政治局會議後的新聞稿表示穩經濟已經成為當前共識的政策目標，外界預料中央以往主張的去槓桿以及樓市調控等將不會被提及。

面對中美貿易爭端，預料中央將進一步開放外資進入中國市場，擴大市場深化改革，此是加入世貿後中國須履行的承諾，引入競爭亦有助於提高經濟增長的質素，促進各行各業升級。人民銀行行長易綱近日表示貨幣政策要考慮內外均衡，預料當局將繼續實施穩健中性的貨幣政策，加大逆周期調節力度，維持市場流動性合理充裕。

國家稅務總局表示，下一步工作重點是研究新一輪更大規模、實質性普惠的減稅降費措施。預期財政政策方面將更積極，為激發中小民企的活力，減稅降費有可能涉及降低企業所得稅和增值稅，令企業和居民更實質地的受惠，刺激內需以穩經濟為重點。

# 2019亞洲展望 留意低估值市場

陳廣泰 信安環球投資董事總經理、投資組合經理兼亞洲區主管



■香港等亞洲市場目前估值較低，明年或有上升空間。 資料圖片

對於2019年亞洲投資市場的觀點，筆者認為要關注三個因素：全球貿易、聯儲局的正常化進程及油價，而投資者應保持靈活，預備隨時重投部分在2018年表現遜色的亞洲市場。

## 因素一：全球貿易變化

世界各國在過去幾十年來建立了龐大的綜合供應鏈，令全球貿易前景與亞洲區增長有着密不可分的關係。這個循環不僅關乎亞洲區內的貿易，亦關乎與成熟市場的貿易關係，特別是美國。如果中美貿易談判能夠取得突破，兩國可以達成協議，化解困擾市場的不確定因素，這將成為利好明年發展的因素，而目前或已處於初步階段。

其次，美國聯儲局的政策鬆緊程度影響

全球金融狀況，亦對亞洲產生深遠影響。而且亞洲區央行經常把聯儲局加息視作訊號，若當地經濟穩健便會跟隨加息。

## 因素二：聯儲局正常化

此外，不少亞洲經濟體都依賴全球金融資金流；如果亞洲和美國之間的息差過窄，流入資金通常會減少、甚至逆轉，有鑑於此，亞洲國家為了確保宏觀經濟穩定，即使當地經濟增長率或者通脹率並不需要更高利息，亦往往被迫上調利率。

## 因素三：油價

第三個值得注意的重要趨勢是油價高企。油價高企將拖累亞洲消費及外判生意。與此同時，高油價將增加經營賬融

資和通脹壓力，促使當局採取加息等削弱經濟增長的措施，而市場的美元流動性亦會下降。事實上，低油價應能惠及亞洲區內大部分經濟體。

筆者認為，踏入2019年投資者應保持靈活，預備隨時重投部分在2018年表現遜色的亞洲市場，包括香港、中國內地、新加坡和韓國股市；這些市場的估值顯著低於歷史水平。印度、菲律賓和印尼亦值得注意，因為在過去一年，當地貨幣因美國加息、油價上升及投資資金流失而受壓。

他又強調，雖然其基本觀點是中美將在2019年開始解決貿易糾紛；不過，由於事態可能循兩個方向發展，投資者應維持均衡的分散投資策略，以避免顯而易見的特殊風險。

# 準備迎接本輪經濟周期結束

Ariel Bezalel 木星資產管理債券策略主管

整個2018年我們一直在為經濟周期的結束做準備，因為我們認為聯儲局的緊縮和加息雙重策略是全球及美國經濟放緩的最終催化劑。

從新興市場拋售到近期10月的股市回調，今年市場可謂是一波三折。我們認為波動加劇的主要原因是聯儲局縮減資產負債表及加息。預計歐洲央行不久亦將結束量化寬鬆政策，這可能會加劇流動性緊縮。隨着聯儲局數次加息，美元連續走高，新興市場最先感受到全球流動性的減少並不令人意外，因為它們積累了大量以美元計值債務。但我們認為新興市場的放緩也將不可避免地蔓延到已發展經濟體。

## 新興市場依賴中國經濟

具體而言，由於中國經濟放緩，今年全球製造業採購經理人指數（一個關鍵的經濟增長指標）已連續數月下滑。中國是全球國內生產總值增長的重要推動

力，新興市場高度依賴中國經濟增長。這種形勢最終會影響已發展市場，因為新興市場約佔全球國內生產總值的60%，佔全球國內生產總值增長的80%。在這種情況下，歐洲經濟數據開始惡化也就不足為奇，德國和瑞典等製造業大國亦因中國經濟放緩受到影響。

全球經濟增長放緩，加上美國消費者和企業債務創新高，以及收益率曲線趨於平緩，這也是我們繼續對美國債券採取高度信心並繼續進行避險策略。我們認為，聯儲局何時停止加息步伐只是時間問題，因為其他問題將不可避免地影響美國。我們的投資策略繼續着眼全球，尋找具有吸引力的收益機會。最近，我們在新興市場某些部分（阿根廷的短期票據為一個主要例子）和具高收益的防禦性業務（如美國醫療保健）尋找機遇，但在經濟周期的現階段上，我們仍然關注平衡上行潛力及下行風險不斷增加的需要。



■二手減價盤近期持續出現。 資料圖片

中國人一向喜愛買磚頭，除了能夠「有瓦遮頭」之外，同時會用作為投資及保值的工具。香港多年來樓價高企，主要是土地不足問題嚴重，導致新增房屋供應短缺，在供不應求的情況下，樓價自然越升越高。但現時香港樓市受到多項負面因素影響，包括中美貿易戰問題及美國加息等，樓價升浪遭打斷，並有下跌的趨勢，個別二手屋苑近期成交價較高峰期已下跌超過一成以上。由於二手減價盤出現，吸引部分買家入市，令到成交量開始有微微增加的跡象。

由於市民對樓市走勢抱觀望態度，樓市交投

# 肯蝕底換來更大着數

廖偉強 利嘉閣地產總裁

仍然非常淡靜，部分精明的發展商當然不會坐以待斃，嘗試出盡法寶，吸納市場上碩果僅存的買家。而上星期有一個大型新盤以低市價三成開售，當大家以為這次發展商是蝕底推盤，但實際上是着數的舉動。原因是這個價錢推售，發展商仍然是有利可圖，兼且能夠搶佔市場僅餘的買家，吸納那些怕執輸的買家入市，同時營造出「執平貨」氣氛，形成萬人空巷局面。當激活了市場後，為日後加價及清貨提供一個有利的環境，而事實證明發展商這次蝕底，是換來更大的着數。

有句說話非常深入民心，大家小都會聽過，就是「執輸行頭，慘過敗家」。香港人特別怕蝕底，如果大家有留心觀察，很多時在各種的交通工具或日常生活當中，爭先恐後去霸佔有利位置經常發生，原因是怕蝕底的心理，這或多或少反映本地文化之一。

## 紀律能夠磨練人意志

見客是地產代理主要工作之一，作為中間人的角色，一方面要了解業主的想法，另一方面

要清楚買家需要，所以與客人有良好的溝通非常重。很多代理經過歲月的磨練，得到一張能言善辯的嘴巴，有人說是口齒伶俐，也有人認為是巧言如簧。由於地產代理以業績掛帥，加上工作相對其他行業自由，因而很多自視聰明的地產代理變得沒有紀律，更加難以做到自律，久而久之成為一種風氣。

筆者認為紀律是能夠磨練人的意志，自律更是成功道路上的要素。如果經常遲到、早退，工作時又不專心，有些人認為是賺了着數，由於付出較別人少，並在偶爾的運氣之下換來比較多的回報，就相信這是聰明的做法。但運氣並不是時時出現，當日子過去，龜兔賽跑故事的結局會再重現，那些人最終將會失去更多的東西。成功的人士往往是看似經營放鬆，因為他們願意付出的時間及工作量都較別人多；而去到最後，答案當然是他們的收穫比別人多，得到更豐厚的着數。

題為編者所擬。本文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。