公募REITs助引資金流入中國實體經濟

寶鉅證券金融集團投資研究部

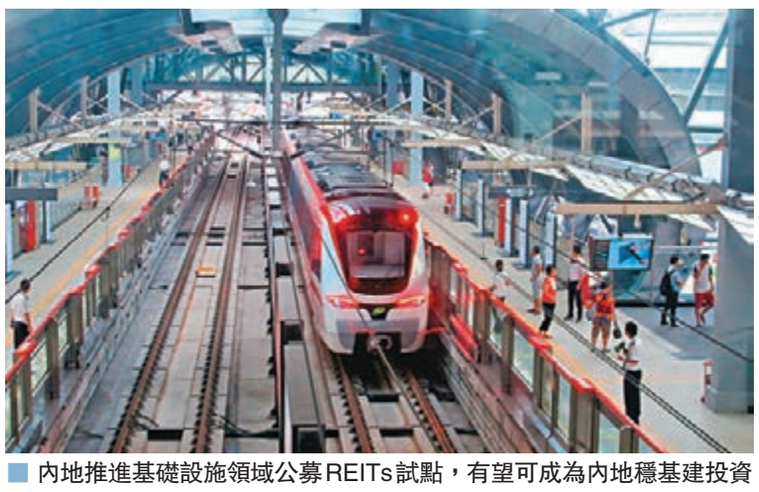
受新冠肺炎疫情影響，國家統計局4月中旬公佈內地本年第一季度國內生產總值同比下降6.8%，雖然下降幅度與市場預期相符，但這是自1992年內地有公佈季度GDP數據以來最低值，亦是首次出現季度負增長。面對內地疫情日漸受控，為重啟經濟增長，先後推出政策大力擴大內外需以及加快復工復產。近日，內地又再公佈另一重磅措施，亦即是公募REITs (Real Estate Investment Trusts, 即不動產投資信託基金)的推行。

本年度4月30日，中證監及發改委聯合發佈《關於推進基礎設施領域不動產投資信託基金(REITs)試點相關工作的通知》，《通知》除了明確提出基建REITs的推行需符合國家政策及遵循市場原則等六大基本原則外，亦指出在試點項目要求上，要聚焦重點區域和重點行業。例如將優先支持京津冀、長江經濟帶、雄安新區、粵港澳大灣區等重點區域，同時亦要優先支持基建補短板行業，包括倉儲物流、收費公路等交通設施，水電氣熱等市政工程項目。

公募REITs自60年代在美國推行以來，已先後有超過40個國家或地區發行了該種類產品，隨着現時內地金融市場發展日漸成熟，是次公募REITs的推行除了滿足了市場的需求外，亦有着其必要性。以往的基建投資主要由國企及城市投資企業來營運，而融資的主要渠道則是透過銀行貸款、發行債券等方式去完成，但這種模式亦令地方政府債務壓力日益增大，槓桿率持續提升亦令金融風險不斷增加，而公募REITs的推出為基建提供了一種全新的募資方式，除了能令融資的手續變得更為簡單外，亦將有效降低城投企業或國企的整體槓桿率與債務水平，令金融風險得以回落。另一方面，現時內地受疫情因素影響，經濟重啟需要大量資金支持，有市場研究指出，如參考美國REITs市場規模與GDP佔比計算，中國的公募REITs將能撬動6萬億元人民幣的資金，預料將可成為內地穩基建投資增長的一大助力。

有望達到多贏局面

當然，現時公募REITs的相關資料仍只屬初步階段，產品結構及治理要求、分紅比例等仍有待商榷，但是次公募REITs的推行將有望填補有關於此類金融產品的空白，令投資者能有更多優質投資產品可以選擇。更重要的是，公募REITs除了能繼續吸引長期資金，如養老金、保險、銀行等進駐外，個人投資者亦能因其普遍低入場門檻而進行投資，從而令資金能有更多渠道流入實體經濟。是次公募REITs的推動一方面成為了內地建構成熟REITs市場的新里程碑，另一方面則能達至穩經濟增長的最終目的，不論對投資者、金融市場的發展或是實體經濟而言，公募REITs的推行均是能達到多贏局面的舉措。



■ 內地推進基礎設施領域公募REITs試點，有望可成為內地穩基建投資增長一大助力。 資料圖片

重啟經濟需時 刻下靜待非農

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“雖然投資者在憧憬各國重啟經濟，但擺在眼前的經濟數據讓大家難樂觀。在疲弱的製造業和非製造業數據後，美國4月ADP私企職位減少2,023萬個，是歷來最差，這讓投資者更擔心周五即將公佈的非農報告和失業率。”

不僅如此，歐洲的數據也不樂觀。IHS Markit公佈的歐元區PMI滑落至歷史低位13.6。歐元區3月零售額創下歷史最大降幅，服務業PMI降至12。德國3月工業訂單創有記錄以來最大降幅。歐元在疲弱數據加上德國法院質疑歐洲央行的量化寬鬆政策後沽壓加重，已經連續下跌三日，還有下探空間，關注3月低點1.0636的支持。

避險資金續湧入美元

此消彼長之下，美元的避險光環持續。擔憂情緒推動美元走高，在六個交易日後重返100水平。昨日一度高見100.2，連續上漲第四日。不過，99至101的運行區間目前還沒有改變。

然而，美元和黃金並未同步上漲。避險情緒推動美元走高，在六個交易日後重返100水平。黃金並未反映疲弱的數據，隨着對疫情的擔憂減弱，加上黃金供應隨着冶煉廠恢復運營而增加的預期，金價結束三日連陽。不過，考慮央行維持寬鬆政策加上經濟前景不明朗，金價不至於破壞上行趨勢。短線還在1,650至1,750美元的運行區間震盪，後市還是有機會向上作出突破。

重點是，對於疫情，大家有了更佳掌握，甚至超前反映相關擔憂，恐慌指數VIX雖然相對於三月份的高位對比，已經回落了不少，目前主要在30至40區間震盪，但離三月之前10至20的運行區間還有距離，這已反映投資者對經濟前景的擔憂。

■ 擔憂情緒推動下，資金紛紛進入美元資產避險。美元指數更升至99至101區間，惟目前美國經濟數據讓市場難以樂觀。 美聯社

主要央行政策趨寬鬆

面對經濟修復，各地央行不得不繼續保持寬鬆的貨幣政策，巴西央行今日就大幅減息至3厘，已經連續第七次做出減息決定。

無論如何，實體經濟不會亮麗，即使現在很多地區重啟經濟，的確給需求端帶來希望，但這需要時間修復，近期的數據實在不樂觀。**（筆者為證監會持牌人士，並無持有所述股份之財務權益）**

房產是奢侈品 也是必需品

廖偉強 利嘉閣地產總裁

新冠肺炎疫情全球爆發，令到世界各地的經濟大受打擊，香港同樣在疫情陰霾下經濟活動大減，導致失業率持續攀升，而政府公佈今年1月至3月的失業率升至4.2%，是逾9年新高。由於經濟出現衰退，本港物業市場的價格及租金也跟隨下跌，當中店舖的跌幅最明顯；而市民最關心的住宅樓價由疫情發生至今，下跌的變化卻非常輕微，使到很多專家都無法相信這個事實。他們認為今時今日香港樓價過高，已成為一般市民不能負擔的奢侈品，在經濟差的時候，奢侈品並非生活必需品，可以買或是不買，加上還有租賃市場供市民選擇，所以樓價必然會大跌。

內地客港人皆偏愛港樓

但筆者的看法有所不同，政府在土地供應方面長期不足，造成市場嚴重供不應求的情況，加上香港是一個自由城市，擁有簡單稅制和健全的法律制度，吸引世界各地的人選擇來港居住，特別是內地人。而內地人偏愛香港的房地產，原因是香港物業買賣手續簡單，轉手銷售亦不困難，相對內地限制也較少，所以成為他們投資首選之地。加上安居樂業是中國人根深柢固的傳統觀念，大部分的香港人都為擁有自己的理想居所而努力工作，所以即使樓價再高，在他們的心目中房地產已變為奢侈的必需品。

雖然香港面積只有1,106平方公里，人口亦只有700多萬，但貴為美食之都和購物天堂的香港，不同國家的菜式和世界著名的品牌都可以在香港找到；而樓價之高也是香港著名的特色，當中商舖無論在售價或租金方面更加是位於世界前列之一。

自從2003年香港有了內地自由行之後，大量內地同胞來港購物，他們特別喜歡奢侈品及名牌，吸引全球各大品牌爭先恐後地進駐香港遊客區，使到該地區的店舖售價及租金急升，變得非常昂貴，更加是一舖難求。但面對今次的新冠肺炎疫情，所有國家都自我封鎖，來港遊客數字急跌，整個香港旅遊業停頓下來，而本地消費同樣疲弱，位處遊客區域的商舖更首當其衝，生意一落千丈，導致很多能夠負擔高昂租金的大牌子漸漸離場。

空置店舖增 是危亦是機

由於市場需求大減，遊客區的空置店舖湧現，使到店舖的租金及售價急劇下滑。這個情況對於業主而言當然並不理想，相反，在做生意的僱主角度是一個難得的機會；因為在香港營商最困難是要面對高昂的租金，如果租金能夠大幅回落，僱主的成本就能夠減低。筆者認為，現時很多僱主敵不過疫情而結業，但在經濟蕭條的期間，是屬於一次性的大洗牌，只要疫情稍為緩和及租金下調，加上企業能夠保持品質，要在絕境中生存並不困難。

上市公司私有化的定價

羅珏瑜 華坊諮詢評估有限公司執行董事

上市公司會德豐(0020)2月份宣佈將啟動私有化。根據公告，會德豐大股東吳光正及其家族將以1股九倉(0004)股票、1股九龍倉置業(1997)股票及12元現金，置換1股會德豐股票，溢價率較會德豐停牌前股價達到約50%。市場自該消息公佈後一直議論紛紛，其中「私有化定價的合理性」是大家重點討論的話題之一。

其實對於發展較為成熟的金融市場，上市公司私有化並非罕見，特別是在港股市場裡。據公開資料顯示，2019年港股主動私有化退市的數量達到10家，並有多家公司發佈了未來私有化的計劃。在這些已成功私有化的案例裡，我們注意到私有化價格較停牌前股價的溢價率在10%至60%之間，說明不同上市公司的私有化溢價率不盡相同，甚至差距懸殊。

對於小股東而言，溢價較高的私有化價格無疑會帶來更多的投資收益，但從收購者的角度出發，溢價越高，意味着私有化成本的提高。那麼，私有化價格到底該如何合理定價？

上市公司私有化與普通的併購不大相同。由於上市公司私有化屬於股東內部的合併，不涉及其他公司，因此在對私有化定價時無需考慮協同效益的價值。一般而言，上市公司私有化的定價會以現在自身的市價為基礎，並考慮一定比例的溢價計算出私有化價格。

溢價水準通常考慮三因素

在衡量上市公司自身的市價時，可以以基準日前20天至90天的平均股價作為參考。該時間段的股票均價能較為準確地反映出當前市場所認可的公司價值而在確定溢價水準時，我們通常需要考慮以下幾個因素。

因素一，公司的自由現金流佔比在公司管理中，管理層與股票持有者會存在代理成本，即管理層偏向持有公司的現金以謀取自身利益最大化，放棄諸多高收益的投資項目，從而致使與公司利益最大化的目標相背離。當自由現金流越多時，管理層與股東們的利益衝突會愈加嚴重，那麼通過私有化解決代理問題所產生的收益也愈多。因此，當公司自由現金流佔比越高，私有化的溢價水準通常也會越高。

因素二，公司的市值低估程度。對於企業價值被市場低估的上市公司來說，公司可以選擇私有化，擇機去自身價值能被合理評估的資本市場再次上市。因此，當市值越被低估，私有化預期所帶來的收益也就愈高，公司的私有化意願也會愈強，它們亦願意支付更高的溢價盡快完成私有化。

因素三，激勵重組。一般而言，公司管理層集中度越低，其經營效率也會越低。而私有化則能將擁有權進一步集中，公司的整體運營管理也將得到提升。因此，對於管理層擁有權越低的公司來說，它們通過私有化獲得擁有權集中所帶來的利益也往往更高，也更傾向於支付更高的溢價進行私有化。

價格須獲更多小股東支持

除上述的三個因素外，上市公司的收購者們仍需要權衡如何既能獲得更多的小股東支持，又不加重自身的財務負擔等其他非市場因素。可以看出，上市公司私有化定價不是通過簡單的市場估值計算即可確定，而是需要全面考慮公司的運營管理及各方的心理博弈後所產生的最終結果。但，這也正是資本市場的魅力所在。

中國的世界產業鏈地位需科技發展保持

史立德 香港中華廠商聯合會第一副會長

和氣生財是生意人的金科玉律，大家共同目標是追求利益，不會鬥氣。所以，即使美國總統特朗普大聲疾呼「美國優先」，號召美國廠商品牌回巢，響應的人寥寥無幾！原因簡單，企業必定在交易過程尋求最大利益，除非自身政府強硬立法規定，某些屬戰略物資的產品必須在本土生產，否則中國在世界工業產品產業鏈地位，短期內不會大變。

廠商需要精打細算，力求自己的產品在市場具有最好的競爭力。試舉一個簡單例子，美國的最低工資是多少？中國物價最高的深圳市，最低工資又是多少？只要一比較，大家自然心中有數！

現時，中國是全球工業製造領域最齊備的國家，所以新冠肺炎疫情爆發後，內地實施最嚴格的封城措施，影響到各行各業的正常生產，及整個世界的產業鏈。以武漢地區的廠商為例，他們為歐洲製造汽車零件，受封城令所限，春節假期後不能立即復工，意料之外，即使歐洲汽車製造商知道中國人在農曆新年的習慣和作息節奏，特意在假期前增加備貨，亦未能預計內地供應商會停產。隨着4月8日解封，武漢製造汽車零件商回復生產，均要以空運付貨，以趕及買家需求。

正朝高端產品發展

事實上，中國的工業產品已朝高端產品發展，汽車零件只屬中端產業，高端產品包括為空客和波音兩家飛機生產巨頭生產的飛機零件，以及為勞斯萊斯生產被譽為工業皇冠的飛機窩扇發動機製造零件。製造現代客機引擎殊不容易，因為一架飛機載乘四五百人，一旦出事，被索償的金額會是天文數字。如果國家工業缺乏頂尖一流的生產技術和管理水平，這些世界工業巨頭又怎會選擇在中國生產？

長遠而言，面對某些被視作戰略產品的項目撤離，如飛機產線、飛機發動機生產線及製藥等，國家可用龐大且在不斷增長的市場作為籌碼，利誘和反制動輒技術封鎖中國的企業和國家，以市場換取時間和生存空間，另一方面就是一邊做外國訂單，一邊發展自己的科學技術。假以時日，以中國人的智慧，絕對可以生產出比外國更好的技術和產品，手機5G技術便是一個最佳例子。

油價漲跌背後的「創造性破壞」機理

龐溟 華興證券宏觀及策略研究主管

在過去兩個月內，從「水比油貴」到「買油倒給錢」再到連續上漲，油價在新冠病毒肺炎疫情下經歷了歷史性大幅波動。由於供給面、需求面和資金面諸多不確定性尚未消除，投資者和分析人士對油價後續走勢依然有較大分歧。許多人認為，石油輸出國組織（OPEC）的增產減產協議會對國際油價產生重大影響。但美國其實已成為世界上最大的石油開採國，並有望超過沙特阿拉伯成為世界上最大的石油出口國。

高油價促使開採技術突破

事實上，美國早就曾是世界石油開採中心。1859年，賓夕法尼亞打出了第一口現代工業油井，赫爾曼．梅爾維爾在《白鯨》中描摹的獵殺鯨魚、獲取廉價鯨油的捕鯨業，由此逐漸退出歷史舞台。只是從上世紀50年代開始，中東產油國伴隨着石油勘探技術和鑽井技術的發展而崛起，美國油氣產量才從1970年到2005年間下降了40%之多。

美國油氣行業的復甦，要拜高油價所賜。2000年以後國際油價一路上漲，並在2008年7月達到147美元/桶的歷史頂峰，大大刺激了非常規儲層改造技術發展和開採井規模化的水力壓裂革命（fracking revolution），也讓原本開採成本比常規油氣要更高的頁岩油開採變得更有經濟價值。

從雪佛蘭、馬拉松石油、大陸能源等美國主要頁岩油企業財報推算，其2018年每桶成本大致介於32至49美元之間。由此可見，當前油價已低於頁岩油開採成本；計入運輸價格和庫存收儲成本，原油期貨價甚至井口價為負不難理解。

過去成功 造就今日困境

紐約聯邦儲備銀行研究與統計部門兩位副總裁Matthew Higgins和Thomas Klitgaard的最新研究認為，正是美國頁岩油氣企業在過去幾年內的成功，把它們自己帶進了當下的困境中。在2008年金融危機後，國際油價在2011年再次衝上110美元/桶高位。受此刺激，美國油氣產量在2011年至2014年增長了50%以上，加上其他產油國增產降價以爭奪市場，油價從2014年8月的每桶100多美元跌至年底的每桶60美元。

2015年至2016年，美國原油行業減少開採活動的投資，直接拉低了美國每年GDP增長率0.3個百分點。但根據國際能源署（IEA）的數據，美國的產量從2017年的每天1,330萬桶增加到2019年的每天1,720萬桶，在短短3年內，美國油氣企業的全要素生產率增長了40%，每台活躍鑽機的產量增長了50%，並將自己的全球市場份額提高了5個百分點。

低油價已令油氣公司受壓

過去數年來的低油價，已經給頁岩油氣行業帶來現金流壓力和到期債務壓力。疫情帶來的產量減少和價格下跌，只會讓它們的日子更加難過。頁岩油氣行業的盛衰起伏，恰恰證明了經濟學家熊彼特的「創造性破壞」（creative destruction）論斷：由於創新和競爭，資本主義不斷破壞舊有的秩序、平衡與沉澱，並不斷創造和改革經濟結構，把社會資源投入生產力更高的社會活動；另一方面，正因為創新、新企業和企業家總是在同一時間裡成批成群地、集聚式地湧現（in groups or swarms），一定程度的產能過剩和重複建設乃至於「商業循環」或「經濟周期」，也就在所難免。

本文為作者之個人意見，不代表任職公司立場。

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。