

內地積極財政政策料仍有較大空間

全球觀察

龐溟 經濟學博士、經濟學家

筆者此前在專欄中指出，內地最近推出的於2024年至2028年間直接增加地方債資源10萬億元(人民幣，下同)的化債政策，堪稱方向準、力度大、思路新，有利於加快防範化解地方政府債務風險進程，為地方經濟發展保駕護航。不過，如果詳細閱讀國務院新聞辦和財政部對此舉的新聞發布會的文字實錄，不難發現其他方面的增量政策似略不如市場預期。

其一是在2024年至2028年期間從新增地方政府專項債券中安排用於置換隱性債務的4萬億元，並非新增的專項債額度。事實上，數據顯示，專項債用於化解地方政府債務風險和化解地方中小銀行風險等「其他」用途的佔比，已從過去數年的10%至30%，大幅提升至今年以來的70%左右。這也顯示出新增專項債資金用途限制早已有所突破，未來連續五年內每年安排的8,000億元化債額度對財政力度而言並非全新「彈藥」。

藉提高地方債務限額化債

其二是市場憧憬的十四屆全國人大常委會第十二次會議有可能批准增發1萬億至2萬億元規模的特別

國債，事實上也並未發生。筆者認為，不能排除決策者此前確曾設想過發行一定規模的特別國債，以中央政府兜底方式來加快推進地方政府化債工作。但考慮到這可能帶來逆向選擇和道德風險，不利於建立健全規範、透明、受約束的財政預算和融資舉債機制，最終採取了提高地方債務限額而非通過國債形式來化債。

維持超長期特別國債規模

其三是對明年使用超長期特別國債工具的展望，採取的是「繼續發行」的表述。今年的政府工作報告明確，從2024年開始擬連續幾年發行超長期特別國債，專項用於國家重大戰略實施和重點領域安全能力建設，今年先發行1萬億元。市場此前期待2025年超長期特別國債的發行規模將高於今年，最高有望達到2萬億元。但「繼續發行」，意味着2025年超長期特別國債發行規模有可能仍保持在1萬億元左右。

其四是在全國人大常委會審議地方債務限額和預算調整方案後，財政部此次並未公布化債政策之外其他增量政策的具體方案。在筆者看來，這或涉及

到今年專項債已基本發行完畢，專項債資金投向須由財政部會商其他部委進行調整、冬季項目開工率受限、增發超長期特別國債項目須待目前資金使用完畢等諸多因素。

逆周期調節力度將繼續加大

但是，正如9月底中央政治局會議所強調的那樣，筆者相信未來一段時間內，財政政策逆周期調節力度將進一步加大，以保證必要的財政支出，切實做好基層「三保」工作，超長期特別國債和地方政府專項債將繼續發行好使用好，以更好發揮政府投資帶動作用。

根據國家財政部部長藍佛安的表態，目前首要工作是持續抓好增量政策落地見效，支持房地產市場健康發展的相關稅收政策已按程序報批，近期即將推出，隱性債務置換工作將馬上啟動，發行特別國債補充國有大型商業銀行核心一級資本等工作正在加快推進中，使用專項債券支持回收閒置存量土地、新增土地儲備、收購存量商品房用作保障性住房等方面工作，財政部也正在配合相關部門研究制定政策細則並推動加快落地。

可從五方面擴大政策空間

展望明年，在實施更加給力的財政政策時，中央財政仍有較大的政策空間：一是積極利用可提升的赤字空間；二是擴大專項債券發行規模，拓寬投向領域，提高用作本金的比例；三是繼續發行超長期特別國債，支持國家重大戰略和重點領域安全能力建設；四是加大力度支持大規模設備更新，擴大消費品以舊換新的品種和規模；五是加大中央對地方轉移支付規模，加強對科技創新、民生等重點領域投入保障力度。

筆者預計，「積極利用可提升的赤字空間」，意味着赤字率有可能從目前的3%提高到3.5%以上，按照明年一般公共預算支出5%增進來測算，對應赤字率或達3.7%；「擴大專項債券發行規模」，意味着明年規模有可能在2023年和2024年的3.8萬億元和3.9萬億元的基礎上，進一步擴大到4萬億元左右或以上；發行特別國債補充商業銀行核心一級資本的總規模或在1萬億元左右，並有望在今年年底或明年年初落地；使用專項債支持回收閒置土地和收購存量商品房的資金總規模也有望逾4萬億元。

觀望經濟數據 外界憧憬減息

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

上周末之前，美國感恩節假期的因素存在，以至本周一開盤，與上周末收盤，往往見到一些較明顯的差距，這一點在平日較罕見。當然，不計這個偶然因素，回到基本面，短期而言，投資者當然觀望，本周眾多數據公布如何影響大家的評估，本月美聯儲議息的可能性。

假如無意外的話，尤其其全球各地不少先進經濟體系都在減息，減息週期一開展，不會馬上完結，而漸進式亦是常態，相信有望維持到起碼明年首季或次季，幅度都在25點子之譜較有可能。事實上，綜合美聯儲之前各個層面的表態，均有跡可尋。

減幅料為四分之一厘

首先是美聯儲主席鮑威爾發言認為美國經濟當前環境不錯，不急於減息，但別忘了這是基於早前連番減息，甚至一減就半厘，這樣的背景而說的解畫。然後，美聯儲的議息會議紀錄，局方成員傾向漸進式減息，市場人士無不知悉。事實上，投資者亦傾向如此，比較容易掌握，有規律，較低不明朗因素。此之所以，正常來說，按目前市場的押注，12月份減息25點子的概率不低。

如今最大的不明朗，一是數據，始終所謂數據為本，局方自然看重，只是大方向上，除非通脹大幅抽升，又或者失業明顯改善，但兩者概率均不高。另一潛在風險，自然是特朗普上場，鮑威爾與其不和，需小心鮑威爾為刻意表現公平公開公正，表述



●聯儲局主席鮑威爾表示，目前經濟強過9月開始減息時預期，當局或對減息更加謹慎。法新社

措辭上刻意強硬，這一點在日內將有客觀評估。整體而言，避險指標並不一致，沒有特別訊號。

信念與價量互為影響

提到訊號，隨着美國總統大選過後，不難發現，某些資產價格走勢，已經又回到老樣子。比方說，有一段時間，大家認為美元匯價與金價不再存在負相關，偏偏打從上述不明朗因素消除後，在過去多個星期，兩者故老相傳的關係又再出現。

當然，究竟這是短期現象，抑或是長期如此，可以進一步探討，但可以肯定的是，投資者信念當然對市場力量下價量變化有影響，絕非一成不變，另一邊廂，當價量變化達到某個程度，也會由量變到質變，對於投資者信念有影響。是的，愈多人認為兩者不存在負相關，則其買賣行為本身，將減少相

關的對沖套利活動，但愈是這樣，兩者的關係亦由原本的穩定變為不穩定，最終出現非常明顯的對沖套利獲利機會，便又會反轉過來。

美匯金價關係非一成不變

某程度上，這解釋了何以簡單如美匯與金價，何以不是永遠的負相關，有時是正相關，甚至也有統計上未能見到相關性的日子。關鍵未必純粹是美匯或金價本身，而是投資者怎樣去解讀有關變化，然後押注，以至調節本身策略，一切都是互動一部分。踏入2025年，類似情況將更多。

(權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)

markto@wfgold.com

各路熱錢湧入 大馬IPO今年冠絕東南亞

盧銘恩 華坊諮詢評估 董事總經理

在疫情過後的近兩年資本市場裏，業內行家留意到印尼的新股上市市場都非常火熱，而且在印尼交易所上市的企業都能得到相當不錯的估值。而另一邊廂，悶聲不響的馬來西亞(簡稱大馬)首次公開募股(IPO)市場在今年的表現亦十分卓越，2024年首10個月，大馬資本市場的新股上市數量，以及集資額和總市值都超過了其他東南亞交易所。

今年年初至今，大馬已有46家上市公司，去年為32家。截至2024年11月15日，大馬IPO共籌集資金15億美元，為2017年以來最高水平，市值達66億美元，是2023年全年的兩倍多。

政治趨穩 企業上市意欲高

筆者也剛到訪大馬與不少資本市場圈子裏的公司會面探討，得知當地IPO市場表現強勁，大概始於疫情過後，政治趨向穩定，加上當地銀行融資渠道不算理想，不少企業都尋求經過公開上市而得到更多的融資和選擇。加上估值高，具備一定吸引力，機構和散戶投資者的參與度不斷增加。

另外，隨着Google和微軟等科技巨頭宣布在大馬投資數十億美元，不少外國投資機構都開始積極參與該國的資本市場，這也是一個重要的推動力量，使得其IPO市場的超額認購率已超過200倍。

明年IPO數量料較今年更多

大馬今年的IPO數量佔東南亞整體的IPO數量達三分之一，新加坡、泰國、菲律賓、印尼和越南加起來的也僅僅是122宗。筆者在當地的不少朋友都認為，2025年大馬的IPO數量，甚至會比2024年的更多。尤其大馬的中立地緣政治地位，也是一個強大的優勢。在特朗普當選美國總統後，筆者預計中美貿易戰會持續激烈，導致「中國製造」成為了西方社會貿易的禁忌詞。

在東盟國家中較獲中企青睞

而不少中國企業都積極出海，不論是資金出海，或是企業出海。而大馬在芸芸東盟國家當中，應該是中國企業比較願意和容易落戶的地方。馬來西亞華人群體亦因為語言優勢，絕對比泰國或越南等地，更能與中國企業的老闆們溝通。另外，大馬商業世界，一般也能用英語交流，這也有利於中國企業與歐美溝通。在外國直接投資(FDI)持續流入該地區等多種因素的支撐下，也難怪筆者的資本圈友會對2025年的大馬IPO市場那麼樂觀。

「中小企融資專責小組」成立 更深入解決業界融資問題

龍漢標 立法會地產及建造界議員

在當前的經濟環境下，企業融資確實變得比較困難，尤其是對於中小企情況更明顯。香港金融管理局(金管局)今年3月推出九項措施來緩解中小企融資困境，措施包括要求銀行不對那些還款正常，但抵押品價值下跌的客戶追收差額，另外亦有多項措施協助中小企獲取銀行融資，讓他們持續發展，作為一個「逆周期措施」。

然而，措施推出之後，不少市場聲音都指措施並沒有達到預期的效果，仍有不少銀行向中小企追收貸款的個案。金管局於是在2024年8月，進一步成立「中小企融資專責小組」，成員包括金管局和16間活躍於中小企貸款市場的銀行，小組旨在跟進3月推出的九項措施是否妥善落實，確保持續和貫徹執行早前推出的九項措施，並向市場、尤其是中小

企傳遞出正面的信息。

新措施獲銀行界高層重視

小組成立之後，銀行界高層已採取了一些行動，目的都是希望每間銀行都採取更包容的態度來處理中小企融資，使得資金鏈不會斷裂。

早年我曾在銀行工作，就讓我暫時代入銀行信貸經理的角色去看看這件事。事實上，即使銀行高層在政策上說對中小企放款時可以寬鬆一些，但最後實際與借款人接觸的還是信貸經理，他們會根據客戶的業務狀況、整體經濟情況，以及抵押品的價值來決定是否放款。最重要的是，信貸經理需要看得到客戶業務的前景，因為這直接影響到他們能否收回貸款。由於信貸經理擔心貸款一旦收不回來，有

可能會影響到自己的晉升機會，所以他們在面對前景不明朗的客戶時往往會趨於保守，不願意放款。這就造成了銀行放款政策與實務之間的落差。

借款人應多分享業務計劃

為了解決這一問題，我會建議所有借款人，無論是中小企甚至大企，在向銀行申請貸款時都盡可能提供詳細的業務計劃，因為銀行非常關注客戶的還款能力，所以借款人如果能與銀行分享更多業務計劃，增強銀行對其還款能力的信心，那麼獲得貸款的可能性就會增加。

最後，金管局的「中小企融資專責小組」設有熱線電話：28781199，如果企業在融資時遇上困難，可試打這個電話，相信可以得到適當的幫助。

「國補」續發力帶動消費復甦

孟昕、張嘉 中銀國際研究有限公司

延續了十六年的「雙十一」購物節，在國家以舊換新補貼(國補)的助力下，今年更起到了強勁的刺激性消費、釋放動力的作用。與往年相比，2024年「雙十一」時間跨度更長，從10月14日到11月11日，相比起去年，整整多了10天，29天的大促期間，各大傳統電商、直播平台以及即時零售平台紛紛提前布局，大促前各平台支付與物流方面互聯互通，各平台加大補貼、優惠券力度，疊加國家級的補貼政策之下，無疑為本次大促增添了新的動力。

各平台斥巨資助商家降本增效

此次大促的主題，各平台不再單純追求低價競爭，而是更加注重服務升級、商家和消費者體驗。各平台宣布投入數百億元(人民幣，下同)資金，包括百億元補貼、消費券、流量扶持等促增長、降成本的舉措，幫助商家降本增效以及為消費者帶來更直接的消費減免及優質的購物體驗。

國家統計局數據顯示，1月至9月份，社會消費品零售總額353,564億元(人民幣，下同)，同比增長

3.3%。其中，全國網上零售額108,928億元，同比增長8.6%。而整體消費在「雙十一」出現拐點，由於大促提早疊加國補刺激，帶動整體消費穩步復甦，10月份國民經濟運行穩中有進，整體社會零售零售增速4.8%，比9月份單月加快1.6個百分點，線上零售增速同比回到雙位數增長。根據星圖數據監測顯示，各平台完整大促周期，綜合電商平台、直播電商平台累積銷售額為14,418億元，同比增長26.6%。(2024年為10月14日到11月11日，2023年為10月24日到11月11日)。

線上高增速時代回歸理性狀態

拐點已至，國家補貼政策直接刺激、拉動家電和3C品類的銷售額：商務部全國家電以舊換新數據平台顯示，截至11月8日，超2,000萬名消費者購買八大類家電產品超3,000萬台，帶動銷售接近1,380億元。從社會零售數據看，整體消費在10月份出現拐點，處於逐漸恢復期，其中，帶電、美妝及體育用品引領增長，增速達到平均30%至40%。

過去幾年，由疫情催生的線上化滲透率提高、渠道改革帶來的線上高增速時代結束了，平台、商家、消費者都已回歸理性狀態，對銷售額的追求逐漸轉為健康增長和利潤驅動。最直觀體現在各大電商平台紛紛關注生態建設和平台高質量增長，主動減少形式主義。「雙十一」晚會的停辦，標誌着平台的錢將不再花費在對成交無直接激勵的事情上，更多的是補貼商家和消費者。

各渠道分化，各自在強勢品類發揮優勢：今年拉動「雙十一」的兩個最大的品類分別是數碼家電及美妝個護；數碼家電的增長動能來自於政府補貼加持，其根因是國債的支持。

美妝個護在疫期間一直是高增長品類，疫情囤貨釋放需求，以及渠道線上化帶來的激進讓美妝個護一直處於高增長態勢。今年的補貼主要針對消費端，各平台落實百億元補貼、平台券、跨店滿減等活動，使得這次大促超過預期。除了針對消費端的補貼扶持，各平台拿出百億元規模對商家端做了流量扶持，以及減免服務費的措施，保證商戶利潤，從而反哺平台廣告佣金。

大促期間，各平台VIP用戶的增速和消費ARPU值的漲幅也超過筆者預期，大促期間對於成交額的銷售貢獻同比提高，對消費升級起到帶動作

用。VIP客戶的需求更在品牌旗艦店，同時對於品質以及服務的需求也會提高。

互聯互通幫助用戶增長：無論是支付端各平台打通，還是物流端鏈接到不同的平台，這次各核心平台的互聯互通對於用戶的增長有顯著推動作用。

對明年互聯網板塊看好

明年筆者對於互聯網板塊的看法保持樂觀，今年各省市包括浙江、廣東、山東、上海、北京、江蘇等省市發放家電以舊換新補貼，個人消費者購買8類一級能效享受成交價20%的補貼，二級能效15%補貼，每類產品補貼上限2,000元已經逐步落實，筆者預期明年會有更多品類加入到國補品類。

而大促期間各平台推出減免服務費，鬆綁僅退款，快速回款，補貼運費措施筆者預期明年將延續，各平台將落實將優惠給予消費者，並且持續維護與商戶之間的良好關係，建立健康可持續發展的生態。筆者預測明年傳統電商平台交易額會保持中至高單位數增長，整體消費在國補支持下穩步恢復。

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。