

在內地，房地產與地方債務、中小金融機構被稱為當前三大重點風險領域。



房地產延續調整是造成當前市場信心不足和經濟運行承壓的重要原因。2024年7月底中央政治局會議指出，重點領域風險隱患仍然較多，新舊動能轉換存在陣痛，同時強調這些是發展中、轉型中的問題，我們既要增強風險意識和底線思維，積極主動應對，又要保持戰略定力，堅定發展信心。就防範化解房地產風險而言，用改革和發展的辦法解決前進中的問題，需要堅持長短結合、標本兼治，打好政策「組合拳」。

## 透過改革 防範化解房地產風險

集思廣益 管濤  
中銀證券  
全球首席經濟學家

化解房地產風險工作的艱巨性複雜性與30年前的國有銀行商業化改革相比不遑多讓，當年的經驗可資借鑒。

### 國有銀行改革的兩大啟示

1993年底十四屆三中全會審議通過的《中共中央關於建立社會主義市場經濟體制若干問題的決定》提出，加快金融體制改革，建立政策性銀行，實行政策性業務與商業性業務分離，發展商業性銀行。同年底國務院印發了《關於金融體制改革的決定》，1994年成立了三家政策性銀行，給工行、建行、農行、中行四大國有銀行剝離政策性業務。

1997年底第一次全國金融工作會議提出，把銀行辦成真正的銀行，加快國有銀行的商業化步伐。1998年亞洲金融危機期間，發行2700億特別國債注資，給四大國有銀行充實資本；1999年成立四家資產管理公司，給四大國有銀行剝離1.4萬億不良資產。

前述措施短暫增強和改善了銀行資本實力和財務狀況。但由於計劃經濟烙印太深，銀行難以擺脫政府干預，疊加債權債務關係不清，銀行不良貸款問題仍然嚴重。到2004年一季度末，內地商業銀行不良貸款比率為16.6%，其中大型商業銀行高達19.2%。

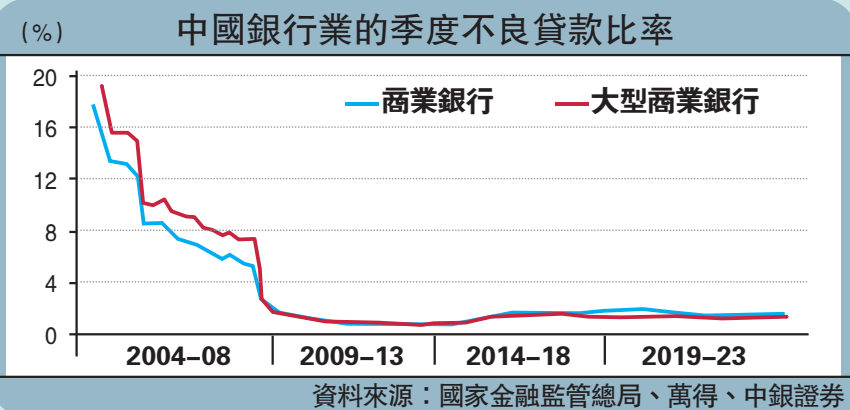
2002年初第二次全國金融工作會議再次強調，必須把銀行辦成現代金融企業，推進國有獨資商業銀行的綜合改革是整個金融改革的重點。從2003年底向中行、建行注資到2010年7月農行完成上市，通過儲備注資、財務重組、引進戰投、股改上市一整套操作後，建立現代公司治理體制，四大國有銀行才徹底脫胎換骨。在英國《銀行家》發布的年度全球銀行1000強榜單中，按一級資本排名，它們過去7年蟬聯全球前四位。從2009年二季度起，內地商業銀行和大型商業銀行的不良貸款比率均控制在2%以內，到2024年二季度末分別為1.56%和1.24%。

國有銀行浴火重生的歷史告訴我們：一是重大風險化解不能指望畢其功於一役，而要不斷摸索經驗甚至試錯；二是若不從根本上採取一攬子措施解決問題，零敲碎打的政策，持續性不強、效果有限。

### 三大風險化解要統籌考慮

在內地，房地產與地方債務、中小金融機構被稱為當前三大重點風險領域，是2023年10月底中央金融工作會議所指金融領域各種矛盾和問題相互交織、相互影響的突出表現之一。同年底中央經濟工作會議提出，要統籌化解房地產、地方債務、中小金融機構等風險。

防範化解與房地產有關的財政風險問題，要與深化財稅體制改革，防範化解地方債務風險統籌考慮。2022



年以來，受房地產調整的影響，全國土地出讓收入連年大幅下降，削弱了地方財力，加大了地方債務風險。中央金融工作會議提出，構建防範化解地方債務風險長效機制，建立同高質量發展相適應的政府債務管理機制，優化中央和地方政府債務結構。二十屆三中全會審議通過的《中共中央關於進一步全面深化改革推進中國式現代化的決定》（下稱《決定》）進一步細化為：

一是健全地方稅體系。推進消費稅徵收環節後移並穩步下劃地方，完善增值稅留抵退稅政策和抵扣鏈條。研究把城市維護建設稅、教育費附加、地方教育附加併為地方附加稅，授權地方在一定幅度內確定具體適用稅率。

二是清晰劃分中央與地方財政事權和支出責任。適當加強中央事權、提高中央財政支出比例。中央財政事權原則上通過中央級安排支出，減少委託地方代行的中央財政事權。

三是優化中央和地方收入劃分。增加地方自主財力，拓展地方稅源，適當擴大地方稅收管理權限。結合稅制改革優化共享稅分享比例。完善產業在內地梯度有序轉移的協作機制，推動轉出地和承接地利益共享。規範非稅收入管理，適當下沉部分非稅收入管理權限。

四是完善財政轉移支付體系。清理規範專項轉移支付，增加一般性轉移支付，提升市縣財力同事權相匹配程度。建立促進高質量發展轉移支付激勵約束機制。繼續推進省以下財政體制改革，優化省以下財力分配，切實加強基層財力保障。

五是健全政府債務管理體系。完善政府債務分類和功能定位，優化中央和地方政府債務結構。建立全口徑地方債務監測監管體系和防範化解隱性債務風險長效機制，嚴格對地方違規違法舉債問題監督問責。加強地方政府專項債券管理，加快地方融資平台改革轉型。

防範化解與房地產有關的金融風險，也要與深化金融體制改革，防範化解中小金融機構風險通盤考慮。近年來，內地一些中小金融機構出險與其在房地產市場的風險暴露較多有關。根據中央金融工作會議精神，《決定》進一步細化提出，要完善金融機構定位和治理，完善金融監管體系，實施五大監管，依法將所有金融活動納入監管，健全金融消費者保護和打擊非法金融活動機制，構建產業資本和金融資本「防火牆」。其中，

特別要強化「實質重於形式」的穿透式監管，進一步規範按照分業監管做什麼業務申請什麼牌照，對在一個實際控制人名下從事混業經營的金融活動，做到無死角、兜底式監管。

### 構建房地產發展新模式

2021年下半年「三條紅線」加碼房地產調控，直接針對房地產業的過度金融化。中央金融工作會議又重提促進金融與房地產良性循環，並提出健全房地產企業主體監管制度和資金監管，完善房地產金融宏觀審慎管理，構建房地產發展新模式。《決定》進一步明確，加快建立租購並舉的住房制度，加大保障性住房建設和供給滿足剛性住房需求，支持城鄉居民多樣化改善性住房需求，充分賦予各地政府調控自主權，改革房地產開發融資方式和商品房預售制度，完善房地產稅收制度。

當然，上述改革不可能一蹴而就。如何緩解當前房地產調整帶來的陣痛成為各界關注的焦點。最近，國際貨幣基金組織（IMF）與中國年度第四條款磋商報告中，建議為房地產業提供一次性、約相當於國內生產總值（GDP）5.5%的中央財政支持，來完成和交付預售的未完成項目，或向購房者提供補償，引發了市場熱議。但對於IMF建議的核心部分，即以足夠低的成本獲取資產，支持應針對在特定截止日期之前預售且無法通過市場融資完成的房屋，市場卻基本選擇性地無視。

此外，早在2013年底十八屆三中全會審議通過的《中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定》中就提出建立住宅政策性金融機構。當下內地房地產發展面臨困境，但危中有機，重啟相關研究，或是用金融而非財政手段構建金融與房地產良性循環的新機遇。

總括而言，要用改革的辦法防範化解房地產風險，但政策沒有無痛的選擇，改革也沒有終南捷徑，必須做到五個「堅持」：一是堅持系統觀念，夯實房地產產業基礎與三大重點領域風險防化要統籌考慮，增強改革系統性、整體性、協同性；二是堅持守正創新，順應實踐發展，突出問題導向，推進理論、實踐和制度創新；三是堅持制度為先，加強頂層設計、總體謀劃，破立並舉、先立後破；四是堅持依法行政，特別要注意根據法不溯既往的原則做好新老劃斷；五是堅持久久為功，克服速勝心理，以釘釘子精神抓好重大部署的落實。

## 加速拓展新市場 港金融注入動能

高文宏議 李惟宏  
香港立法會議員

有關香港特區政府2024年施政報告，筆者先後從「推進資本市場改革」（9月5日A13版），和「促進金融多元發展」（9月11日A14版）等兩方面提出多項建議，今篇文章則聚焦探討如何「拓展新市場機遇」，改善香港金融服務業的痛點和增強經濟發展動能。以下有5點意見：

1) 擴闊跨境理財通2.0。筆者感謝中央政府持續優化「跨境理財通」，並於今年初公布相關的實施細則，當中包括合資格券商參與的准入條件、擴大產品範圍（如納入具有較高風險評級的基金）、優化宣傳和銷售安排等。

筆者建議監管機構與內地監管部門進一步商討，調低合資格香港券商的入場門檻（包括現有5億港元交易額的要求），讓更多內地和香港券商參與，並允許一家內地券商與多家香港券商建立合作安排，以及繼續擴大投資產品範圍，涵蓋更多不同類型的投資產品。同時，相關機構和部門亦可研究將理財通2.0擴容至服務領域；目前，理財通的痛點是在操作上，兩地人員未能互相推廣有關產品，希望兩地監管機構能夠進一步優化計劃，讓業界可以在大灣區推廣有關業務，加快香港金融服務業融入大灣區。

2) 深化互聯互通。有業界人士建議，擴大現時ETF通的產品範圍，涵蓋不同市場（已發展市場和新興市場）、資產類別（債券、股票、大宗商品等）和貨幣計價（人民幣、美元、港元等）的ETF（交易所買賣基金）；以及將ETF產品納入大灣區跨境理財通，增加內地投資者的選擇。同時，支持進一步擴大互聯互通機制，包括推出商品通、期貨通，以及新股通等，提升市場深度和廣度。

為建設大灣區統一碳市場，筆者建議港交所加強與廣州碳交所及廣州期交所的合作，將碳信用產品和碳期貨納入互聯互通機制，促進兩地金融產品多元化發展。此舉亦可善用香港現有的金融基礎設施，為碳金融產品提供跨境交易、結算、交收等服務，並提升香港金融服務業和零售投資者的參與度，以配合大灣區碳市場的發展。

3) 加強對中東、東盟的拜訪及宣傳。筆者建議特區政府牽頭與業界籌辦更多拜訪團和投資推介會，推動業界開拓東盟、中東等國家的業務，增加其在當地的發展機會。為協助業界拓展新市場，尤其是較少接觸的新興市場國家，證監會可研究擴大其遠距開戶、建立海外客戶業務關係的合資格司法管轄區名單，而現時該名單仍未涵蓋主要的中東及東盟國家。

特區政府除了繼續吸引東盟、中東企業來港進行投融資活動，亦可着力推動中東皇室及家族在港設立家族辦公

室，並推出加快審批政策，讓中東資金可以更快、更便捷落戶香港，有助鞏固香港國際金融中心的地位。

商界亦期望，香港能盡早加入《區域全面經濟夥伴關係協定》（RCEP），藉以降低貿易成本，讓更多香港中小企業進入東盟以至其他RCEP國家的市場。隨著彼此之間的經貿往來漸趨頻繁，將帶動更多金融和專業服務需求，從而有利香港金融業發展。

4) 平衡監管，促進新興領域發展。筆者建議監管機構減少以專業投資者限制；例如，目前有大量債券和特殊目的收購公司（SPAC）股票受到專業投資者方面的限制，導致相關發展不理想。就SPAC改革，筆者樂見早前提出降低獨立第三方的投資門檻，有關建議經已成事；另有業界人士建議，可考慮適度容許零售投資者參與SPAC交易，以及提高SPAC上市審批的可預期性，藉此優化SPAC上市機制。

另一方面，筆者歡迎證監會就虛擬資產交易放寬投資者限制，適度容許零售投資者參與；建議監管機構透過加強投資者教育，穩步增加零售投資者參與更多不同的虛擬資產產品交易（當中包括增加不同幣種），並強調他們在本地合規平台買賣將得到更大的監管保障，以促進香港虛擬資產市場發展。

同時，業界亦期望證監會能夠加快審批資產管理牌照升級事宜，以及適度放寬中介人銷售虛擬資產ETF的規定（例如相關產品聲明和客戶知識評估）。特區政府即將開展「穩定幣發行人監管制度」，以及「虛擬資產場外交易所監管制度」的立法建議；希望未來相關發牌的審批過程盡量精簡、門檻要求不應過高，在監管與市場發展之間取得適當平衡。

### 宜重推伊斯蘭債券

5) 增加針對中東的人民幣產品。特區政府先後於2014年、2015年及2017年發售伊斯蘭債券，既有助香港發展伊斯蘭金融，亦促進本地債券市場的持續發展。為加強與中東、東盟等國家的聯繫（不少中東及東盟國家信奉伊斯蘭教），開拓這些新興市場的發展機遇，以及促進香港金融業多元發展。筆者建議特區政府推出更多伊斯蘭金融產品，包括重推伊斯蘭債券，並加入更多新元素，例如發行多種貨幣計價（包括人民幣）的伊斯蘭債券，進一步拓展香港的伊斯蘭金融業務。

同時，特區政府亦應積極在貿易中累積不少人民幣的中東國家，提供更多元化的離岸人民幣產品和服務，既可鞏固香港作為離岸人民幣業務樞紐的地位，亦有利於加快人民幣國際化。早前在財政預算案中，談及追蹤沙特阿拉伯股票的ETF已在港交所上市；而特區政府亦正推動在中東上市一隻追蹤香港股票指數的ETF。筆者建議未來持續增加中東ETF產品（包括人民幣計價），進一步強化香港ETF生態圈發展。

## 庫存逐步消化 樓市回升有望

樓市強心針 廖偉強  
利嘉閣地產總裁

綜觀上半年，私人住宅落成量有6817伙，是過去5年同期的新低；動工量則只有4335伙，也是近10年同期最少。這些數據進一步凸顯出未來供應不足的問題，在預計供不應求下，樓價理應穩定下來，但這顯然沒有發生。箇中的問題是發展商仍然積存超23000伙貨尾單位，倘樓市在減息期臨臨後轉活，這些貨尾的消化速度才能夠加快，屆時發展商就可以減低壓力，不用再無止境減價推盤，樓價將可以慢慢地止跌回穩。

### 經濟基調保持穩健

筆者認為，除了息口上落會影響樓市走勢，更重要的是香港要加速推動經濟，令各行各業可以擺脫困境，這樣置業者才會有足夠信心入市。特首早前提到，近期多個海外品牌相繼進駐香港，例如人氣運動鞋品牌HOKA等都來港開設概念店或旗艦店。這可反映外國品牌對香港的零售行業都投下信心一票，相信零售業可以逐漸復甦過來。

進軍香港的不仅有零售品牌，還有



▲當店舖空置率開始減少，店舖租金將有望逐步穩定下來。

飲食行業。在過去一年，很多海外或內地餐飲品牌來港，導致不少遊客區及民生區的店舖空置率開始減少，雖然目前店舖的租金仍未見底，但筆者認為，隨着經濟出現復甦跡象，店舖租金也可以逐步穩定下來。雖然目前仍有很多商家，敵不過淡市而結業，但今次的洗牌相信已經接近尾聲，加上香港積極融合在大灣區，能夠借力於內地的科技和資源，只要求變和懂得變，總能抓住谷底反彈的好機會。相信很多膽識過人的生意人，更會爭取到市場變化帶來的機遇，重新進入市場開展業務。

筆者認為，地產市場都是一樣，雖然銀行對商業借貸及樓宇按揭仍然甚為審慎，但整體而言，樓價確實已跌至非常合理的水平，現在只等待有好消息出現，樓市就會借勢喘定下來，並且逐漸回勇。