中資美元債淨發行轉負 投資級基準發行需求強勁

全球觀察

吳瓊 中銀國際研究有限公司

截至6月30日，中資境外美元債券市場上半年募資約640億美元，較去年同期的1,050億美元同比下降39%。實際上，該發行量是多年來最低的上半年發行水平。中資境外美元債的淨發行量則轉負，為-240億美元。

上述發行量的暴跌是由多個因素共同導致，包括在美國國債利率上升且企業債利差擴大的背景下，中國企業跨境發行成本激增，以及由於投資者信心疲弱導致高收益級中資房企新債發行疲軟。

一、美國國債利率飆升。為應對40年來的最高通脹，美聯儲自3月份以來持續加息。繼3月加息25基點及5月加息50基點後，6月最新75基點的「不同尋常」激進加息凸顯了美聯儲將控制通脹作為首要任務。未來幾個月預計仍將有更多的加息，直到通脹數據持續出現緩和跡象。有鑒於此，通常作為中資美元債新債發行基準的3年期與5年期美國國債，目前收益率分別為2.85%和2.88%，較年初各增加190基點和160基點以上。

二、更寬的企業債利差也促使境外發行成本上升。根據iBoxx美元中資投資級企業債指數，中資投資級債的OAS利差自年初至今擴寬了40基點至204基點。

三、相比境外，中資投資級發行人在境內的融資環境受益於政策寬鬆而依然有利。境內企業發行成本在上半年主要呈現區間波動，發行收益率於一季度走升後在二季度下行。因此，筆者預計，中資發行人跨境融資成本相對於境內成本的飆升將在下半年進一步抑制高評級機會型發行人的美元融資需求。

四、在高收益債方面，大多數中資房企的資本市場融資依然有限。iBoxx美元中資地產高收益債收益率在上半年攀升25個百分點至46%，反映出該行業流動性壓力不斷惡化以及違約風險高企。年初至今，不良債務交換和重組貢獻了行業大部分的債券供應，筆者預計這一趨勢將在下半年持續。除房地產行業外，近期部分非地產信用債的市場波動也加重了對高收益級債發行前景的憂慮。

全年發行額料1340億美元

在此背景下，筆者預計2022全年中資境外美元債發行額約為1,340億美元。同時，有鑒於2022年是中資境外美元債到期的高峰年，淨供應量將收縮至-660億美元。再融資活動將繼續是下半年新債發行的主要動力。此外，淨供應的增量將來自於城投行業，儘管大多數的城投債發行規模很小。

投資級基準名字發行的缺乏而投資者需求強勁共同導致了新發行的大幅負溢價，顯示了新債市場上投資級發行人可以以大幅低於二級市場交易的利差發行新債。筆者研究了境外市場上常見的中資發行人自2020年以來所發行的480隻美元新債數據。

近期投資級新債負溢價較高

值得注意的是，今年2月以來投資級新債的新發行負溢價較高，每月平均在-25基點到-36基點之間。相對比，在2021年間，投資級新債的新發行溢價每月平均在-3基點到-19基點之間。今年上半年，投資級新債樣本大多是基準的央企或金融企業債。在筆者看來，如此巨大的新發行負溢價與對優資質基準名字的強勁需求是一致的。特別是，對於境內經歷資產荒的中資投資者而言，境外投資級債目前提供了具吸引力的收益率。

觀通脹數據 捉市場脈搏

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

隨着美聯儲開啟加息步伐，其他主要央行也加息。加息本來只是平常事，在正常時期的正常手段，以應付經濟周期的起伏，毋須大驚小怪。只是當前通脹預期水平高，要壓下來恐怕有點難度。尤其美聯儲之前多年來一直嘗試催生通脹預期而不果，如今通脹預期出現，局方又是否真的有足夠本領可以軟着陸？單純壓低通脹已經不容易，但要避開經濟衰退而為之，恐怕是難上加難。由此可見，投資者非常理性，一早已經預見資產價格有必要先來一波調整，打折無可避免。

◆環球經濟衰退風險上升，加上貨幣政策前景不確定性增加，各類資產波幅擴大。圖為紐約證券交易所。 資料圖片

恐慌指數VIX今年上半年以來波幅大，一度逼近40水平，但最低也跌破20。整體來說，VIX在上半年累積66.7%的漲幅。現在經濟衰退風險增加，擔憂情緒持續，加上貨幣政策前景不確定性升溫，各類資產波幅擴大。

美股調整料尚未完

VIX變相量度美股標普後市的引伸波幅，如此一來，VIX的大漲，美股受挫便是順理成章。美股的科技板塊，估值尤其面對考驗。美股從4月下旬開始下行壓力增加。始終美聯儲明確了壓低通脹的決心，大幅加息還將延續，股市調整未完。

說起來，香港股市上半年下跌6.6%，更是連跌四個季度，現在再次失守兩萬二，但平心而論，已經遠勝於美股，有點風水輪流轉的味道，但更可能是因為之前多年美股漲得太多，大部分拜低息和量寬環境所賜，如今大方向逆轉，方可壓低通脹預期，尤其年初至今，美股回吐空間多的是，相比之下，年初亦已有不少人看好港股，絕非無跡可尋。短期而言，相信港股還是能延續反彈，只是目前缺乏足夠動能，未必有太大上行空間。

相比之下，金價這半年來表現反反覆覆。第一季度，地緣政治風險給金價帶來了支持，一度突破,2050美元水平，一季度最終累積近6%的漲幅，表現非常強勁。當時大部分風險資產普遍面對壓力。但隨着美聯儲從3月正式開啟加息大門，投資者對俄烏局勢擔憂有所減退，金價獲得避險需求支持減弱，尤其是從4月下旬開始擔憂美聯儲加速加息，金價回吐漲幅，一度失守1,800支持，金價在二季度下跌逾6%，回吐了今年以來的漲幅。上周五金價一度低見1,784.5美元，不過最終收窄跌幅，反彈回千八之上，錄得三周連跌。

黃金吸引力呈減弱

面對高通脹，美聯儲已經表明態度一定會出手控制，至少年內會繼續大幅加息。其他主要央行也在加息的行列中，大環境讓黃金的吸引力大不如前，漲幅受限。然而，真的大幅加息的話，股票等金融市場也會出現大幅波動，這樣又有利於金價。

回顧半年，另一市場焦點，自然是油價。俄烏局勢給油價帶來支持，紐油從今年來都維持上行趨勢，六月一度突破120美元水平，上半年一共累積近五成的漲幅。六月下旬，對於需求前景的擔憂增加，油價從高位回落，但還是能守住100美元支持。短線，利比亞石油出口受阻也給油價帶來動能，紐油在上周五反彈2.52%至108.43美元。油價波幅增加，但整體還是在高位運行。

整體而言，投資者聚焦美聯儲會議紀錄及一眾數據，希望從中捉摸得到政策取態轉變中的脈搏。

（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。）

憂慮通脹和衰退 美股上半年表現差

姚浩然 時富資產管理董事總經理

2022上半年，環球股市主要指數均下挫。標普500指數創1970年代以來首半年最差表現，2022年上半年累計跌逾兩成，另外，道指和納指分別累跌15.3%和29.5%，恒指跌幅則相對溫和僅跌6.5%。總結上半年，由於俄烏衝突、疫情、全球供應鏈短缺等因素，導致通脹加劇和經濟衰退的憂慮揮之不去。筆者預計下半年，聯儲局不斷加息有望壓抑通脹，市場或會將焦點轉移至消費需求減弱、經濟面臨衰退，以及企業盈利倒退等問題。

美經濟數據呈下滑

上周，美國公布5月核心個人消費支出（PCE）價格指數由上月4.9%下降至4.7%，低過預期的4.8%；另外，國際油價高位受阻，近期紐約期油一度跌至每桶105美元；美國10年期債息此前升至3.5厘後持續受壓並跌穿3厘，反映市場認為通脹有見頂跡象。美國首季的個人消費開支大幅向下修訂，增幅由原定的3.1%下調至1.8%，主要是非耐用品開支減少3.7%，而私人庫存較前一季增加1,890億美元；首季國內生產總值（GDP）終值為下滑1.6%，消費需求放緩，加劇對經濟衰退的疑慮。

美國6月份ISM製造業指數由5月的56.1降至53，差過預期的54.9；新訂單指數由55.1降至49.2，為2020年5月以來最低，反映經濟活動放緩。亞特蘭大聯儲經濟分析工具GDPNow估算，美國次季GDP收縮2.1%，若結果符預期，連同首季收縮1.6%，上半年或已進入衰退。綜合眾多經濟數據和各類資產價格的走勢，金融市場的於下半年的主調可能會逐步由「高通脹環境」轉變為「經濟衰退」的部署。

憧憬聯儲局減慢加息

除了宏觀經濟數據之外，近期美國企業公布的業績和前景展望也反映企業盈利將面臨倒退，不利股市發展。例如社交平台Facebook的母公司Meta警告廣告業務受累於宏觀逆風而進一步放緩；記憶體大廠美光科技預料下季的個人電腦和智能手機需求疲弱，半導體庫存偏高導致記憶體價格和出貨量將會下降；台積電遭三大客戶削減訂單等。雖然如此，筆者認為若從一個中長期的維度來看，當通脹問題受控，而為免美國經濟步入衰退，聯儲局將會減慢加息，甚或貨幣政策轉向減息，屆時股市下行壓力有望減輕。況且，從歷史統計來看，過往美股若然在上半年累積較大跌幅，往往下半年皆會迎來不錯的反彈。

展望本周，周一(4日)為美國獨立紀念日，美股休市一天；市場關注聯儲局公布的6月議息會議紀錄。另外，美國將公布多項經濟數據，包括6月非製造業PMI、非農就業數據等，預料整體市況窄幅上落。

(筆者為證監會持牌人，編號AEI004，一、四、九牌照)

港版SPAC能否成港股新經濟的「活水源泉」?

趙紅梅 中泰國際分析師

港股新股市場今年上半年表現慘淡，新股上市量驟降九成，創下近年來新低，但1月香港聯交所推出SPAC（特殊目的收購公司）機制不久後，有兩家全新的SPAC公司在IPO市場已掛牌成功，成為慘淡的新股市場難得的亮色，儘管美國已出現SPAC併購交易量下滑、投資者情緒降溫等現象，但香港的試水仍在有條不紊地進行且已吸取美國經驗教訓，更重質量而非數量，港版SPAC能否成為港股新經濟的「活水源泉」，參與者能否圍繞SPAC制度構建良好的生態系統、發起人的參與是否能攪動傳統IPO市場，時間會給出答案。

今年1月，香港聯交所戰略性推出SPAC上市機制，這是繼韓國、馬來西亞、新加坡之後第四個引入SPAC的亞太資本市場。儘管今年首季起美股SPAC驟然降溫，但為提升香港資本市場國際競爭力和多元化，香港加快推進SPAC在港上市機制，並立足「人有我優」的原則，採取了更嚴格的上市及併購規則，在推動多元化資本市場發展與保證高質量SPAC之間取得平衡。

增設SPAC機制是香港構建多元化資本市場結構的重要戰略之一，以吸引內地及世界各地更多企業來港上市。港版SPAC博採眾長，相較於美國、新加坡的機制，更強調高專業性、對投資者的保護及提高交易價格的公允性。SPAC制度下企業的估值主要取決於發起人和PIPE，香港SPAC制度側重專業性的優勢將被放大，而新經濟企業也有望受惠於此取得理想的估值。聯交所因地制宜推出SPAC制度，與近年高速發展的新經濟高度契合，有助於新經濟企業在SPAC中獲得更合理估值，並有了併購及傳統IPO之外的新選擇。

聯交所SPAC發展勢頭正趕超新交所，截至6月已有十三家SPAC申請上市，兩家成功上市。首批香港SPAC發起人類別多樣，集結中資金融機構、私募基金實控人、企業家名人、境外上市中國企業等，並且多數重點關注亞太地區或中國內地的新消費、新能源等熱門領域。

IPO後併購前或是最佳窗口

SPAC相較於傳統IPO具有更靈活的交易策略，SPAC IPO、尋找併購標的、De-SPAC等時點均可入場。為避免併購後的劇烈股價波動以及發起人股份帶來的攤薄效應，我們認為IPO後、與目標公司併購前或成為SPAC最佳投資窗口。

（摘錄）

市區舊樓地盤尋寶記

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

為着加快市區舊樓重建步伐，香港特區政府擬放寬舊樓強拍門檻。發展局早前指出，目標在今年第三季內向立法會完成相關建議，並在明年提出法例修訂。

作為相關的專業服務學會，測量師學會最新就降低強拍門檻，提出六項政策建議。主要內容建議將所謂「三無大廈」或樓齡六十年或以上大廈的強拍門檻由80%調低至66%。

其他向發展局提出五項建議還包括：檢討地段申請限制（再審視以申請地段有否「通過共同樓梯連接」來界定可否採用百分比計算強拍門檻的要求是否太嚴格）；設立上訴機制及檢討資源分配（允許以估價為由提出上訴）；設立合理交吉期及減少失蹤業主的影響；提供經濟資助及保障業主權益（政府設立機制以資助小業主向有關專業人士尋求專業意見，以保障他們在強拍申請過程中的權益得到充分保障）和加強測量師的角色。上列六項建議面向發展局，期望協助政府盡快修改法例，加速舊樓重建改造。

截至2021年底，根據發展局提供的數字，各類私人樓宇（含住宅、綜合用途、商業及工業）的超過30年樓齡共計有27,030幢，而50年至59年及60年或以上分別錄有5,617和3,545幢。

近10年樓宇老化速度驚人

不過，最令人注目的是過去十年間，樓齡達50年以上私樓數目由3,900幢急增至8,600幢，可謂樓宇老化速度驚人！再以立法會選舉地方選區劃分，超過50年樓齡的9,162幢中，依次是最高向低的首三位分別是九龍西區、港島西及九龍中。

特區政府剛好成立25年，中原地產大數據統計指出全港十八區平均實用呎價升幅頭九位分別是油尖旺區、九龍城區、元朗區、屯門區、中西區、深水埗區、黃大仙區、觀塘區和灣仔區，上升幅度是由91.6%至235.6%不等。如果把舊樓分布地區和十八區升幅地區互相結合，不難結論是舊區樓宇集中地區的新樓升幅不俗，收購舊樓再拆建是一門穩定且賺錢的地產投資。無怪乎，過去三年社會事件和新冠疫情下，投資舊樓地盤受到影響較微小，且引誘大中小地產商齊積極參加。反過來說，上述三年連串事件間接地推動舊區樓盤地皮交易的步伐。業主因為居家時間變長而更加注重自住樓宇的安全和環境，令到他們決心變賣物業，使用收購金換新樓。連串的社會事件和新冠肺炎令到小商戶經營困難，年長的商戶自然會萌生結束營業的念頭。

發展商紛紛積極吸納舊樓

以大型物業重建來說，收購方主要是市區重建局或地產發展商。她們首先會考慮以私人協議方式向現有業主收購權益。如未能收購土地上全部權益，她們可能會通過收地或強制售賣的方式，收購其餘土地權益。市區重建局收回土地全部權益後，局方會通過招標形式，邀請有興趣地產商投標。今年3月初，長實以59.96億元奪得市建局土瓜灣「小區模式」的「四合一」項目，每平方呎樓面地價約11,382元，這跟去年嘉里建設及恒基地產分別投得同區重建項目，樓面呎價比較相近，反映大型發展商熱衷市區大型重建項目，真是有價有市！除了上述「一口價」外，發展商還要當住宅售樓收益達102億元後需分紅兩至五成給市建局；首十年為市建局及長實共同持有商場部分，租金收益以三七比例瓜分。另外，中標財團亦須興建兩項社區設施，包括長者鄰舍中心及社區中心，落成後政府斥資2,130萬元（現在固定估算建築成本）回購。

大宗強拍申請持續出現

精明的讀者立刻會聯想市區重建局開納條件眾多，但是地商仍積極競投。其實原因是好簡單，舊樓收購重建是悠久且艱難的流程，每每花上五年至十年才成功收購。一些複雜的案例更加長久十五年至廿年，可謂每項重建都會見證樓市起伏。如果通過市區重建局的工作，地產發展商不需耗上大量大力、財力、時間，並且可以確定重建體量和日子。其實，不少地產商不停密密收購舊樓地皮的不同部分，當達到現時法例規定的八成後申請強拍，統一業權進行重建。

隨着第五波疫情受控，今年首二季已出現近期最大宗的工業樓宇和商住樓宇的強拍申請。今年2月中，土地審裁處正式批出太古地產收購多年的鯽魚涌仁孚工業大廈，底價為50.526億元。發展商計劃重建作辦公樓及商業用途，涉及總樓宇面積約77.9萬平方呎。最大型商住樓申請強拍算是新世界發展的銅鑼灣舊樓。其位置包括波斯富街54至76號、利園山道5至27號及羅素街60號，強拍估值約為45.05億元。該計劃若以商業規劃用途發展，可建樓面積29.75萬平方呎。這兩項舊樓收購後再建成地區新地標，正解釋市區舊樓真是發展商尋寶的地方。

舊樓重建是社會大勢所向

面對特區人口及樓宇雙老化趨勢，長者仍對自住的舊樓產生濃厚感情，樓宇年年老化是會產生無數的安全和衞生隱患。新冠肺炎的流行促使人類注意健康、關心附近居住環境。舊樓重建是社會大勢所向，官民之間如何平衡利益，則是歷久常新的社會及經濟問題！

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。