

內地收回閒置土地新政助解決用地難題

龐溟 經濟學博士、經濟學家

近日，自然資源部副部長劉國洪在新聞發布會上表示，自然資源部準備出臺政策，明確支持地方政府以合理價格收回企業無力繼續開發的閒置土地，或者收購司法以及破產拍賣中流拍的土地。這些土地收回、收購以後，用於建設保障性住房，還可以用於建設公共配套服務設施，改善周邊住宅配套條件等。

閒置土地規模持續增加

近年來，全國批而未供和閒置土地規模仍在增加，閒置土地依然存在「查而不盡」的現象。背後的原因，既有可能是部分地方政府在獲批的建設用地計劃指標因種種原因未能供出的情況下，為了不影響下一年度的報批量而將剩餘指標先批轉徵用在閒置待用，也有可能是部分企業因自身原因導致無法用地或有意囤地。從2021年第三次全國國土調查的主要數據看，內地城鎮建設用地節約集約程度不夠問題依然突出，一些地方存在大量低效和閒置土地。

此外，目前房地產市場仍在尋底調整，部分房地產開發企業資金鏈和現金流仍較緊張，住房價格、

銷售和房地產投資仍在持續承壓。預計房地產行業將繼續適應從增量時代到存量時代的變化、供求關係和長期趨勢的變化，由總量擴張轉為存量上的改造、去庫、消化和增量上的提質、調整、優化相結合。

新政利建市場聯動機制

在筆者看來，在這一背景下，發布新政支持地方收回、收購存量土地，是構建「人、房、地、錢」聯動機制的有益嘗試，通過以人定房、以房定地、以房定錢，實現根據住房需求科學安排土地供應和引導配置金融資源，降低潛在庫存壓力和提高土地利用效率，有效擴大和穩定保障房供給等多重目的，促進實現房地產市場供需平衡、結構合理、市場穩定。

要求地方以「合理價格」收回收購的，是企業無力繼續開發的閒置土地或者收購司法及破產拍賣中流拍的土地，因此不屬於此前實踐中閒置期間累計一定期限後政府可無償收回的情況，政府應有償收回且支付合理對價。在確定「合理價格」時，需要參考取得土地使用權的方式、前期有無劃撥土地價

款、建設用地手續是否已完備、是否設有抵押權、造成閒置的具體情由、動工開發遲延程度、土地價格變化趨勢、企業主觀意願與當地市場客觀情況等因素，同時也有可能要在返還的價款中適當計收和扣除土地閒置費。

量力而行避免風險交織

筆者認為，既要在市場化、法制化的原則下保證企業的合法權益和合理收益，又要充分考慮到市場供求關係變化、政策導向優化調整、地方政府財政狀況和經濟實力等因素，堅決避免和嚴防嚴控房地產風險、地方政府債務風險、地方中小金融機構風險等相互交織風險，這正是新政中強調「量力而行」的題中之義。

與此同時，也應確保房地產企業出售閒置土地後的回籠資金用於在建項目續建、切實履行保交房法定責任或及時有序做好債務重組和債務風險出清工作，推動房地產企業逐步形成自體造血和良性循環，提振市場情緒和購房者信心。

事實上，去年8月，國務院已經在出臺的《關於規劃建設保障性住房的指導意見》中提到，保障性

住房以劃撥方式供應土地，僅支付相應的土地成本，且要充分利用依法收回的已批未建土地、房地產企業破產處置商品住房和土地、閒置住房等建設籌集保障性住房。

在房地產市場庫存壓力較大、房地產企業流動性較緊、地方政府財政實力和支付能力較好、建設保障性住房和公共配套服務設施需求較強、權屬清晰手續完備資格程度高的可收儲土地以及能實現收支平衡的潛在項目較多的地區，新政有望首先落地，以更好地解決保障性住房的用地難題。

確保供求均衡 推動「帶押過戶」

筆者預計，後續在宏觀層面上，將確保各地結合當地商品住宅去化周期、存量和增量供應規模來確定新增土地供應量，在發布出讓公告、組織出讓活動、供地各環節更好地做好穩定和均衡工作。而在微觀層面上，則會允許房地產開發企業根據市場供求變化來動態合規地申請調整規劃條件和設計要求，並為企業合理提供合作開發，在土地二級市場依法登記轉讓和推動「帶押過戶」轉讓土地等開發建設機會和退出機會。

揭皮書無新意 期望管理成功

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

美聯儲最新公布的揭皮書，不難發現，當中所描述的經濟實況，與外界當前的印象，以至近期的央行官員的論調，相當一致，沒有什麼真正新鮮的地方，尤其對於一直跟進事態發展的人，更會認為是不外如是。

然而，這正是央行當局期望管理成功之處，真實世界根本不需要太多的新意，尤其金融市場，身處其中的投資者，已經是極為敏感，容易把很小的事情放大，特別是當前數據為本的年代，央行官員把短期數據以至其趨勢看得重要，因為他們需要數據和趨勢去說服他們以至其他人，究竟下一步應如何走。

通脹難降至中長期目標

是的，央行明知短期內無法把通脹壓至2%這個中長期目標，但仍然要堅持通脹目標，以調節通脹預期，只好維持較高利率較長時期，這一點是大勢所趨，大家漸漸發覺，去年底一面倒的猜想央行盡快減息，一減多達六次之譜，其實是絕不靠譜的說法。相比之下，筆者維持去年底至今的預測，2024年底前有一至兩次減息，當時看來極為保守，如今已是很進取，由此得見，市場意見猶如鐘擺，幅度之大，不容易事先想像。

無論如何，上述說通脹難以壓至央行目標，可不是隨口說說的。對比一下，金融海嘯後十年，以正常CPI或PPI或PCE等量度，無甚通脹，因為資產價格反映了。但如今已不再是當日的零息甚至負息年代，而是利率正數，通脹正數，更何況當日種下的資產升幅以至財富懸殊加劇的因，如今的地緣政局不穩，恐怕愈來愈成為趨勢，屆時怎可能透過各方友善的自由



◆近期美聯儲官員的論調相當一致，對於一直跟進事態發展的投資者，更會認為不外如是。
資料圖片

貿易壓低通脹呢？

市場避險信號含金量高

談及地區衝突，對於全球資產配置當然有影響，其真正影響遠不僅於此，只是不容易量度。

是的，之前談及油價或金價，以至VIX和債息，甚至美匯指數等，作為投資者短期避險升溫與否的信號，只是基於資金面的整體活動，而撇除個別商品本身其他供求因素。換言之，要上述一眾資產的方向一致，而且力度足夠在起碼短時間內擺脫其他供求因素影響，基本上已可以假設是避險為上的傾向。

而一旦出現這些信號，假陽性的概率甚低，不難想像，上述一眾市價的移動要一致，基本上已排除了其他供求因素，但亦因此，這個信號提供的買賣時間，並不太長，也就是說，信號的含金量高，但正因如此，可以出擊的次數會少之又少，一擊即中，鳴金收兵，一擊不中，亦須回防撤退。

當然，詳細而言，上述提及避險量度，仍可以再細分，例如，地緣政治不穩，與全球金融危機，表現方式便有相當不同，這一點在全球金融危機時，各地的債息，以至匯價等，反應最明顯，反而股市則齊跌無疑，相反，若是區域戰爭或衝突，則以油價和金價較為明顯。

金融海嘯間接導致地區衝突

無論如何，觀乎當前局勢，一如這裏預期的，金融海嘯後的救市行動，帶來量寬超低息環境，繼而是資產價格大漲，財富懸殊加劇，各地極端取態增加，不利自由貿易和全球化等，最終一定是帶來地區衝突和地緣政局不穩。一言以蔽之，大家可以坐下來談生意，是自願交易，便不用打仗，一旦打仗，則整體而言有利民生的大部分生意都減少，道理顯而易見。

(權益披露：本人為證監會持牌人士，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。)

阿里京東齊發可換股債彰顯融資能力

施家頌 FSMOne (香港) 環球債券部助理研究經理

阿里巴巴與京東在該兩家公司公布其年度或季度業績後，均宣布發行可換股債券，並擬把所得款項用於回購股份。由於阿里巴巴及京東沒有太大的資金或還款壓力，這些「財技」可視為融資能力較強的體現，甚至對一般債券投資者帶來正面作用。

一般而言，公司發債大多數有兩個目的：投資新項目與擴展業務或為舊有債務再融資，均反映公司有資金或還款壓力。

筆者認為，阿里巴巴及京東均不缺乏資金，兩者為淨現金公司，而且槓桿率（以EBITDA及自由現金流計算）只有一倍左右的水平，幾乎可以肯定公司並沒有太大的資金或還款壓力，它們的發債動機明顯與一般公司發行可換股債券有所不同。

阿里巴巴及京東發行可換股債券的內容及條款

相似，其特別之處在於：其所得款項將用於同步回購股份及為現有股份回購計劃提供資金。

筆者認為，這兩家公司實際上是進行「高賣低買」，賣出溢價率達行使價三成的認購期權（亦可理解為潛在新股發行），並把所得款項用於回購市價低迷的股份（包括即時的場外回購，以及正在進行的股份回購計劃），間接令可換股債券成為公司收復價值及套利工具。

對於一般債券投資者而言，筆者認為這次發行可換股債券可視為公司較強融資能力的體現，公司除了可以恒常途徑集資（比如發行新債券、借取銀行貸款等債務融資能力），亦能結合自身股權及債務融資能力去發行可換股債券。

發債影響料正面

鑑於兩家公司有不俗的現金水平與短期及股權

投資，再加上它們的業務能產生高額的自由現金流，這些「財技」對一般手持阿里巴巴與京東的債券投資者影響不大，甚至有正面作用。

筆者估計若可換股債券最終沒有被行使，兩家公司則享有極低成本的長年期融資。若可換股債券最終被行使（股價高於可換股債券轉換價），兩家公司甚至可以天然地降槓桿，皆因這些可換股債券將會被轉成股票，無須償還這筆債務。

留意存續期風險

相比起發行普通債券用於回購股份，這會增加公司的槓桿率；相比起直接使用現金用於回購股份，這會減少公司可用於償債的財務資源。因此，投資者仍可考慮阿里巴巴及京東的債券，不過須留意它們年期一般較長，存續期風險會較高。

內地餐飲企業經營有道 港地產代理可借鑒

廖偉強 利嘉閣地產總裁

費性硬件充足，而且服務到位。此外，內地還有「三平」的優勢，即「租金平」、「食材平」及「人工平」，這樣的條件下，餐飲業老闆們就能做到「輕資本經營」，加上港人紛紛前來消費，令很多食肆門庭若市。

輕資本經營利企業品牌發展

事實上，內地品牌來港，亦是朝着以上三個原則來經營。租金方面，目前香港的租金已經回落很多，風險相對低；食材方面，兩地交通便利，容易

輸出低價的優質食材到香港；至於人工方面，部分內地輸入勞工，以及智能化工序，已可減低工資成本。因此，這些品牌在港也能經營得好。

自媒體時代宜聚焦線上吸客

內地食肆這種輕資本經營模式，其實也給了香港地產代理啟示，以往，代理的經營成本中，舖租所佔的比例很大，但在現今的自媒體時代及超級個體時代，店舖的租金已經下降。雖然地舖還有一定的吸客能力，但也並非一定要租貴舖才可

生意；人方面亦已不再是以人多取勝，而是轉而實行「精兵制」，以質素為先；在廣告方面，現在的經營方式，實在不用鋪天蓋地去做廣告宣傳，多花心思在社交媒體及網絡上，收效可能更明顯。由此可見，地產代理運用輕資本經營模式，也許是長遠發展最為合宜的經營路線。

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。