

康宏証券及資產管理董事  
黃敏碩

百家觀點

# 限購令加碼 房價易跌難升



■歸根究底，內地房價屢升不止的主因乃資金過剩，如何有效控制內房產業的信貸，尤為重要。

國統局公布，去年12月全國70大中城市房價指數的按年升幅為6.4%，升幅連續8個月錄得下降；國房景氣指數亦按月減少1.41點，至101.79點，惟房地產企業完成投資增速連續高企於3成以上，當月累計商品房銷售量及銷售額也出現回升，反映內房熾熱未減，發展商對行業前景繼續樂觀，而此預期亦得到銷售數據反彈的配合。

較早時央行發布的「2010年第四季儲戶問卷調查報告」亦顯示，有75.5%的市民認為當前房價「過高，難以接受」，為調查的歷史高位，預期房價上升的比例亦只低於09年高位2.5%，達43.3%，另只有16.2%的居民在未來一季有意購房。

從以上數字可見，內地房價節節攀升，已令大眾不勝負荷，並在某程度上脫離了基本因素，同時無疑是對當局一系列調控措施，給予某程度上的否定。

房價升勢不止，其主因乃內地資金氾濫及低息環境，由此牽動了市場對房地產的投資/投機性需求，房價上升，亦於民間締造漲價預期，刺激行業向好的預期。另一邊廂，房地產企業藉流動性充裕，以及資產升值的預期，加快了資金鏈的流轉，並錄得理想的銷售。

中國科學院公布《2011年中國經濟預測與展望》，預期國家年內房產價格高增長難再，增長速度或會回落，惟價格仍續呈上升，增幅料達12.77%。

近日有報道指國家住建部將向部分房價升幅「相對較大」的二、三線城市政府施壓，着令其推出房地產限購令細則，若地方政府拒絕，當局將召見地方官員討論，另加上傳言已久的房產稅有望進行試點工作、保障性住房的增加，以及息口重新步入上升周期，又能否對房價產生抑制作用？

歸根究底，房價屢升不止的主因，乃資金過剩，如何有效控制內房產業的信貸，尤為重要。限購令及房產稅雖對產業具有抑制作用，惟效用只屬一次性，在巨大流動性支持下，一旦消息被市場消化後，房價又會再度回穩，重回上揚態勢。保障性住房雖能促進市場平衡，但加大保障性住房建設，即變相減少土地供應，繼而影響地方財政收入，或會影響政策推行的積極性，以及政策的效用。

此外，加息縱有助加快資金回流，同時增加融資成本，收窄負利率。然而，加息又會加快海外熱錢流入，並對匯率構成衝擊，當局亦對加息呈審慎態度，難以成為調控內房之主線。

調控內房的根本在於抑制流動性，減少流入房地產的資金，具體措施除了加息外，當局亦需着實加強信貸監管，依靠房產稅及限購令等行政措施，以至營造政策不明朗只具短暫之效，控制流動性當為解決問題的根本。

## 全球復甦成炒作新主題

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

踏入2011年，全球炒作復甦成為新主題，各種資產價格的走勢可供作證；當然，要重新評估復甦的進度，得由去年底開始，美國經濟數據往較預期為佳，而其為嚇人的歐債危機，亦奇怪地得到各方幫助，結果短期內未有進一步惡化，危機漸消。相比之下，奧巴馬周二（25日）發表國情咨文，建議政府未來5年凍結部分開支，10年減赤4,000億美元、堵塞稅務漏洞，削減公司利得稅以及結束對石油公司的稅務津貼等，投資者對這些諾言顯得相對冷靜和理性。

在這種情況催化下，舉凡與歐洲有關的資產價格，最近都有不錯的反彈，歐元如是，歐債如是，歐股亦如是。相比之下，雖然美國不少數據皆好，但美元則相形見绌，畢竟早前歐元極度落後，如今有反彈，美匯受壓亦合理，利好的反而是美股持續向上，在兩年半的高位運行。

### 美企業績亮麗反映經濟改善

無論如何，能夠令投資者改觀的，不單是數據本身，也包括企業盈利，甚至個人感受；後者主觀難以下判斷，但觀乎近期美國各大企業派成績表，不少增長較想像中好，證明宏觀經濟數據顯示的改善，的確有在企業和個人層面反映出來。

值得探討的是，金價亦同樣是客觀的反映，一樣可供參考。打從去年11月公布第二輪量化寬鬆開始，金價便由強轉弱，起碼短期計是易跌難升。其實不難明白，尤其金價經歷了10年的升勢，而最近3年特別明顯，其中又尤以2010年是過去3年最大升幅，如今經濟復甦的情況可能落實，央行未必如早前般大力注資，金價在高位有獲利回吐，未嘗不是正常。

### 量化寬鬆有利金價長遠向上

當然，客觀看，黃金的實質需求仍然旺盛，事實上，正如世界黃金協會公布報告指出，2010年以實物黃金為基礎的黃金ETF淨增加361公噸，達到140億美元，令至2010年底為止黃金ETF的持有量創下新高的2,167.4公噸，總值達980億美元。而珠寶、金條和金幣的需求也有所上升，從而推動金價於2010年升至歷史高位，並指出中國的黃金投資活動活躍，上海黃金交易所2010年實物交割量達到836.7公噸，反映有更多的投資者傾向持有黃金。換言之，只要量化寬鬆依然，則商品價格長遠仍向上，金價不怕短期調整，全年計仍是向上格局。

是的，這裡便涉及一個假設，就是央行的行動如何。幸運地，聯儲局最新一次議息，聯邦基金利率維持在0至0.25厘的低位，決定維持利率不變之餘，聯儲局公開市場委員會亦一致決定，維持現有量寬政策規模，重申在今年中前，購買總值6,000億美元的美國長期國債，此舉正好顯示聯儲局致力推動經濟增長的決心。

## 活化工廈難題多多

世紀21(香港)營運總監兼註冊專業測量師  
陳東岳

政府在去年4月推出活化工廈政策，鼓勵在指定區域內的工廈，在全體業主同意下，更改為商業用途，如獲批准，可獲免繳費用。此項優惠為期3年，到目前為止已有39宗申請，14宗獲得批准。

### 多業權工廈難意見一致

至目前為止，多宗申請均為單一業權者，沒有多業權工廈提出申請，究其原因，主要有2方面。首先，工廈難於取得100%業權同意；另外，技術性問題如消防設施，走火通道等亦不易解決。

活化工廈為商業用途物業增值的好處顯而易見，觀塘聯僑廣場變身後，由呎租5至6元無人問津的情況，改變至現在9元，並已成功租出多層，租金增幅逾50%。近期甲級商廈租金趨升，活化後的「新」廈令原本閒置的工廈樓面重投市場，增加供應滿足需求。



■舊工廈可塑性高，樓底高，容易迎合不同需要。

對商家來說，舊工廈可塑性高，樓底高間隔闊，容易迎合不同面積需要。從環保角度看，「活化」亦保留了原建築材料，不用拆卸丟棄；而在進行活化工作的過程，可引入多項環保設施如綠化天台及平台，使用再生建材，設置節能系統（包括水冷氣空調及恆電膽等），一方面既配合政府環保政策，又可節省電費。

為解決改裝工廈時遇到的問題，世紀21與「新昌」近期聯手推動活化工廈服務，測量師可以為變身後的物業價值作評估，工程顧問可以預計改裝項目技術上細節及工程造價，這樣的一條龍顧問組合，有利業主作可行性分析。

在申請「活化」的程序上，加上涉及取得100%業權同意及為工程問題提供解決方案等環節，組合式顧問團隊可以令活化過程更順暢。本月底我們還會舉行研討會，早前曾為此事約見發展局機遇辦公室羅志康主任，探討政府在這方面的政策最新發展，羅氏最希望在活化過程能引入更多環保元素。

## 已發展市場氣勢如虹

敦沛金融分析員  
郭子聰

在過去10年，新興市場股票相對已發展經濟股票表現明顯優勝，亦令新興市場成為金融市場當中最多人關注的投資概念之一。然而，在長遠新興市場股票跑贏已發展市場的趨勢當中，亦不乏一些短期的方向逆轉。

其實今次已發展市場股票領先於新興市場的趨勢由去年10月初開始，市場仍憧憬聯儲局將推第二輪量化寬鬆，投資氣氛良好。當時，新興市場的升勢未止，由10月初至聯儲局實際宣布第二輪量化寬鬆，MSCI新興市場指數仍然有近5.5%升幅。不過，環球股票已開始出現優勢，MSCI環球指數同期升幅達7.5%，較新興市場高2%。之後，新興市場股票出現顯著調整，而另一方面環球股票雖有調整，但幅度卻較低。結果，以10月初開始至今計算，MSCI環球指數升幅約11.64%，而新興市場指數則只有4.21%升幅，兩者差距持續擴大。

### 經濟數據不斷優於預期

其中一個推升環球股票的動力來自優於預期的經濟數據，而這可以從經濟驚喜指數的走勢所反映。經濟驚喜指數是一個顯示公布的經濟數據與預期相比的指標，例如經濟驚喜指數為正數，代表整體而言經濟數據優於市場預期。已發展經濟的數據從去年8月起已經不斷優於市場預期，參考花旗經濟驚喜指數G10，從8月開始一直保持正數，相比亞太指數曾於12月跌至負數，G10經濟數據明顯較優勝。

當然，除了經濟驚喜指數顯示數據優於預期外，實際數據亦不能太差，而這亦可從環球採購經理指數中見到。參考摩

根大通環球綜合採購經理指數，12月指數為57.1，是連續第17個月處於50以上，而且指數從9月開始連升3個月，亦是去年4月以來最高。強勁的經濟數據給予市場更大信心，從而推動股市向上。

### 美國經濟增長前景樂觀

在眾多已發展經濟之中，美國表現較為突出，由去年10月初至今升幅達13.5%，高於MSCI環球指數和新興市場指數，而經濟師亦對美國經濟增長前景趨正面。市場現時預測2010年美國經濟增長的中位數為2.9%，而2011年的經濟增長中位數，則由12月調查時的2.6%，升至最新的3.1%。由此可見，市場對今年美國經濟增長前景正面，更由原先預期的遜於2010年，變成較2010年有更高增長。

由此可見，投資市場明顯地對已發展市場的復甦更感興趣，相反新興市場、亞洲、中國等投資概念卻受到冷落，而最近彭博報道其調查亦證實了這種想法。彭博的調查結果顯示，在受訪的1,000名彭博用戶當中，最多人選擇了美國作為未來1年表現最好的市場，超過35%。其次有26%選擇中國，以及23%選擇巴西。而對上一次彭博去年11月調查時的結果依次為中國、巴西和印度，反映投資市場的轉變。

最後值得留意的是，從盈利增長角度而言，市場現時預期MSCI環球指數和新興市場指數增長程度相若，兩者今年每股盈利增長都是約22%，然而新興市場去年盈利已超過07年水平，但已發展市場預期今年增長22%後才有望回復復甦前水平，因此，新興市場其實仍然維持其領先的增長步伐。此外，由於實際上兩者增長率差異不大，如果已發展市場持續跑贏新興市場將會令兩者的市盈率差距拉闊，相信今次已發展市場跑贏新興市場的趨勢或只會短暫維持。

## 愛爾蘭稅制難媲美香港

中銀香港發展規劃部經濟研究處高級經濟研究員  
戴道華

愛爾蘭危機突顯了香港在稅制方面的優勢。愛爾蘭12.5%的企業利得稅標準稅率是全球最低之一，較香港本已具競爭力的16.5%還要低，成功吸引了諸如Google等大型跨國企業的進駐。愛爾蘭向歐盟求援並全面加稅的同時，仍然堅持不調升這一稅率，就顯示其明確的取態。然而，單一稅率上的優勢不足以構成整體稅制的優勢，愛爾蘭在企業利得稅率上的優勢更多是地區性的，難以與香港稅制全面和全球性的優勢相比。

### 港名副其實簡單低稅制

愛爾蘭的個人所得稅稅率並不低，最高的邊際稅率可達42.7%；愛爾蘭還徵收逾20%的增值稅；對股息也徵收重稅。反之，香港的個人所得稅標準稅率只有16%，且不徵收資本增值稅、銷售稅和遺產稅，是名副其實的簡單低稅制，在全球能夠功復製的少之又少。

以低稅率來吸引外來投資、打造理想的營商環境是所有經濟體都希望做到的事，但其難度甚高，即使愛爾蘭其實也是用較高的個人所得稅、

增值稅等來補貼較低的企業利得稅，是以內部資源來補貼外來投資。另外，愛爾蘭主權債務危機顯示其稅制在經濟不景和金融危機的環境下是無法維持的。它對香港的啟示便是整個稅制和政府財政的設計要十分周全，要能抵禦經濟周期高低起伏的影響。

### 財政有盈餘應積穀防饑

由於稅收是隨經濟和市場的好壞而上下波動的，那麼穩健財政的關鍵便是時刻遵守量入為出、控制開支的原則。另外，在好景時如能錄得財政盈餘，應撥出一部分作為財政儲備，以供在不景時彌補財政可能出現赤字之用。

愛爾蘭是歐元區成員國，理應受到財赤不逾GDP 3%的制約，然而這一規定並無嚴格執行。愛爾蘭政府財政在2006年和2007年還是有盈餘的，但在2008年危機出現初期，財赤便一下子達到GDP的7.3%，加上拯救銀行的費用，財赤在2009年再翻一番至相當於GDP的14.3%，債務危機隨之而來。相比之下，香港全面的簡單低稅制對政府財政紀律要求更高，因此香港才有量入為出、每年公共開支不逾GDP 20%等的審慎理財原則約束，未來只要繼續嚴格執行，便可望在維持全球具高度競爭力稅制的同時降低出現債務危機的風險。

【四之三】

## 工行小額收購試水美國市場

路透專欄撰稿人  
顧蔚

熱點透視

中國最大的銀行工商銀行在美國小試牛刀，探索性地展開一宗小額收購。工行擬向香港東亞銀行收購美國分支80%股權，作價約1.4億美元，以此試探美國監管當局對中資銀行收購的接納程度。這有可能給中國內地銀行跟風進行類似交易打開大門。不過，工行提高其在美影響力的路途可能不會一馬平川。

美國市場依然是中國每一家銀行夢寐以求的最高目標。雖然就分支網絡或市值而言，中國的一些銀行已經躋身全球最大銀行之列，但它們的國際影響力仍很小。工行通過在東亞和南非陸續收購其他銀行的少量股權，海外收購經驗漸長。但工行雄心壯志，欲獲取更多全球貿易融資業務和人民幣國際化帶來的潛在獲利機會，使得美國成為其心目中的重要目標市場。

### 美聯儲審批成交易障礙

美國監管審批將成為此宗收購的一大障礙。美國市場以前基本不對中國大陸銀行開放。中國銀行是唯一一家被允許在美國開展零售業務的中資銀行。工行在紐約設有分支機構，但只能提供商業銀行業務，因為美

國監管方仍認為中國當局對銀行的監管程度尚不充分。

想必工行在交易簽署前曾通過爭取華府支持，來運作對東亞銀行股權的收購。據《華爾街日報》報道，該交易是在中國國家主席胡錦濤訪美的最後一天達成的。但這也無法保證獨立運作的美國聯邦儲備理事會（美聯儲，FED）會批准這項收購。如果獲得聯儲批准，大量較小的中國內地銀行或會步工行後塵，對美國銀行資產展開類似收購。屆時，將很難知道美國監管當局會如何看待這股潛在的收購潮。就連工行這家中國最大的國有銀行，十年前都曾出現過技術破產的情況，更別提其他較小的銀行。

從前兆來看，這宗收購的財務前景也不太妙。中國民生銀行之前因為投資美國聯合銀行(UCBH Holdings)而虧損1.3億美元，因為這家銀行在2009年不幸破產。但工行需要從某處切入美國市場。這個立足點將成為具有重要歷史意義的新增長動力源。

### ■背景：

工商銀行1月23日稱，已同意以1.4億美元向香港東亞銀行收購其美國分支80%股權。東亞銀行還擁有賣出期權，可在本交易完成後，按雙方協議約定的條款和日期，將剩餘股份轉讓給工行。美國東亞銀行在紐約州和加州擁有13家分支，截至去年9月30日的總資產規模為7.17億美元。