

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

百家觀點

樓市有循環 今年已摸頂？

農曆五月初五的一個星期，本港住宅樓市經歷不平凡的日子。筆者回想港島波老道豪宅地皮公開拍賣的前夕，市場人士一片看好，紛紛提高預測成交呎價到超過三萬元，更預測會成為特區新住宅地王。但言猶在耳，六月九日的成交價正告訴大家貴重住宅地皮屢創新高的勢頭被叫停了。它的成交呎價是為26,800元，屬市場估價的中下限，但如果添加其他發展成本，總成本仍是超過150億，不可以說不大手筆。

■特區政府連番出招後，近月來本地住宅樓宇已出現成交量急降的情況，有預期今年的高位距離已不遠了。

美聯社



港府於市場拍出自備住宅地後，旋即推出新一輪的加碼遏抑樓價措施，以中短期方法希望打擊住宅樓價的升勢。除了樓價600萬以下銀行仍會提供最高七成按揭，在600萬以上最高只能按六成，而在833萬以上更收緊到五成以下；金管局首次將按揭成數上限區分，以申請人收入來源是否來自香港作準則，要求銀行將其向海外買家按揭成數全面再下調一成。

同時，發展局局長宣佈港府會在下季推出八幅用地，預計可提供6,000個住宅，即首二季可產出約9,000個住宅，政府的年度目標已交了「一半功課」。這一連串措施加上住宅地王價未能推上新高點是否告訴大家今年住宅樓市已摸頂並轉下，還是如以往打擊措施引來短期死寂後再迎來下次高峰呢？

從以往歷史看，住宅樓市是有循環性的，如其他投資工具一樣價格是按照循環規律運作的，但每個周期是很長，一般五至十年完成。自從2008年起本地住宅樓價摸底回升，它的上向動力源自低利息、低樓價和大量海外熱錢湧入(以大陸資金來源最大宗)。

如筆者常常指出，這個升市「成也利息，敗也利息」。踏入2011年，銀行對住宅按揭的積極性和利息的計算方法出現了明顯改變。回想去年本地的貸款需求只集中於樓宇按揭上，銀行不得不「千方百計」以最優惠利息吸引客戶，出現了「百年一遇」的「超低息口」，如HIBOR + 0.65至0.7厘 或 HIBOR + 0厘(但每年要交約

0.7%至1%的手續費)。但時移世易，首先銀行的幾年對樓宇按揭的「大力度」放款已令其貸款結構偏向房地產，如再大幅借出「樓按」則風險有增無減。

再者本地的非地產行業對貸款需求今年有明顯增加，使銀行可以適度放寬貸款行業基礎，匯豐銀行首先將按揭息口上調至H + 1.5至2厘已清楚說明這個轉向，並正式宣布本地按揭息口已轉向上升，其上升速度已經「本地化」了。

其次，樓價另一推手即熱錢的湧入正逐漸減弱，這是歸咎於內地銀根緊縮所致。中國經濟跨過幾年的高速增長後，正面通脹急升和樓價過高棘手問題，必須要收緊銀根並提高利息以收降溫作用，資金緊張減少熱錢流出的勢頭。

以上兩大因素使近月本地住宅樓宇出現成交量急降但樓價高居不下的情形，「實力雄厚」的業主仍未願意/未被迫削價求售，樓宇進入短期「冰河期」。但大家請注意這次「冰河期」後樓市不可能如以往幾次措施後急速回暖，其原因是「幕後黑手」已「功力」漸失了！樓市這種「動物」是比較慢熱的，不可能短期內迅速衰落，必須經歷六至十二個月才可使敗落的情況體現。

究竟樓市何時會明顯轉勢向下，筆者不敢貿然預測，但可以大膽告訴大家今年的高位距離已不遠了，餘下的半年下跌的風險每日在增大呢！

美經濟未如理想 債息維持低水平

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

美國國債已觸及國會所允許的14.29萬億上限，債務違約風險正在上升。在債務違約風險增加下，理論上，美國國債利率應會不斷上升，但近期短中長期美國國債利率卻反覆下跌，並跌至今年以來的低位，風險回報不成正比，似有點反常。

或有人說，美國國會未就提高國債上限達成共識為政治拉鋸，到最後仍會達成共識，因此美國國債風險不大，利率率下跌屬正常。

美提高舉債上限機會大

此說法不無道理，因為一旦美國建約，對全球的影響十分大，是誰也不能承擔的，在奧巴馬政府努力游說下，美國國會最後仍會通過提高舉債上限，但這理由最多只可解釋利率不上升，而非下跌的理由。

然而，若果美國的經濟數據參差，使市場預期美國經濟增長放緩，令股票及商品市場下跌，相對地，債市的吸引力亦會增加，此才是利率上升的原因，而近期美國的經濟數據亦確實不理想。

美國5月份房屋開工量增長3.5%，以年率計有56萬戶，較預期多2萬戶；而同月的建築許可增長8.7%，年率計有61.2萬戶，亦較預期多5.4萬戶。不過，美國5月份的房屋開工量仍較2010年的平均值

為低，因此並未足以反映美國的房地產市場好轉。

雖然以量度美國經濟增長的美國5月份領先指標按月為增長0.8%，增幅大於預期的0.3%，亦扭轉4月份的下跌0.4%。但其後的數據顯示6月份的經濟增長似有放緩跡象；美國費城聯邦儲備銀行公布，反映中西部地區製造業活動的6月份製造業指數，跌至負7.7，差過5月份的正3.9，亦遠差過預期的正7。

除經濟數據參差外，國際貨幣基金組織(IMF)亦警告，歐洲債務危機以及美國經濟放緩，會對全球經濟復甦構成威脅，並且下調美國經濟增長預測0.3%，至2.5%，而明年預測則由2.9%降至2.7%，美國經濟增長放緩的勢頭正在增加。

在上述因素影響下，市場對美國國債的需求亦有所增加；美國聯儲局的數據顯示，最近1星期外國央行持有的美國國債及機構債總量增加107.4億美元，達到3,457萬億美元，繼續為美國國債價格帶來支持，從而推低利率。

避險需求持續有利債市

最後，歐元區債務問題持續，即使希臘問題有望解決，仍然有其他財困的成員國有爆發債務危機的可能，避險需求持續將會有利債市。加上在目前美國經濟增長仍然未如理想，美國的利率正處於歷史低位，而美國聯儲局主席伯南克早前亦重申，低利率將會維持一段時間，因此短期內美國國債利率仍可維持在目前的中低水平。

市場開始憂慮中國經濟增長放緩

恒生銀行財資處

高級經濟師 梁祥煊 高級經濟師 姚少華
首席經濟師 嚴愛群

內地經濟近幾個月繼續穩步增長，主要是憑藉內需的支持。然而，由於內地政府加快收緊貨幣政策以遏抑通脹及樓價上升，市場開始憂慮經濟會否硬着陸。儘管硬着陸一詞並無正式定義，但普遍認為這是代表國內生產總值連續數季的按年增長只有7%或以下。認為經濟有可能硬着陸的人士指出，首季國內生產總值按季增長減慢以及零售銷售升幅放緩均是經濟增長即將急降的明證。然而，有關數字可能並不能很好的反映基本趨勢。

以國內生產總值數字為例，國內生產總值按季增長由去年第4季的10%放緩至今年首季的8.7%（數字經季節性調整及以年率計）。然而，由於過往並無按季增長的歷史數據，迄今僅有兩季的數字，而按年增長則有較長的歷史數據，按年增長數字或能更有效反映內地的經濟情況。於此基礎上，首季國內生產總值增長維持9.7%的強勁步伐，與去年第4季的9.8%增幅不相伯仲。

同樣，儘管零售銷售增長由3月份的17.4%略為放緩至4月份的17.1%，但它主要反映汽車銷售急降，因政府年初取消了金融危機時為刺激經濟而實施的銷售優惠。若將汽車銷售的因素計算在內，相信零售銷售應為強勁。

內地經濟雖仍穩步增長，但預期增長步伐將於未來數月放緩。

美經濟復甦似已失動力

國外方面，全球經濟前景正充斥著眾多不明朗因素。例如，美國經濟復甦似已失去動力，主要因為消費開支備受高失業率、住房價格下跌、食品及能源價格上漲等打擊。

歐洲方面，由於主權債務危機持續加劇，情況亦未見理想。葡萄牙繼希臘及愛爾蘭後成為第三個向歐盟及國際貨幣基金組織尋求財政援助的國家，而希臘出現債務重組或債務違約的風險亦在上升。日本3月中大地震造成的供應短缺對經濟的影響亦

將於未來數月浮現。

因此，我們預期內地今年的出口平均增長18%。這增速雖較去年的31.3%極速增長大幅下降，即使以內地的標準而論，仍屬理想水平。

國內方面，緊縮貨幣政策降低了貨幣供應增長速度，從而導致中小企業融資困難。另外，政府亦透過阻止樓市進一步過熱而促使經濟增長放緩，成效亦漸顯現。例如，樓市交投下降，而一些城市的樓價亦持續下跌。房地產投資增長料趨放緩。消費開支某程度上亦可能受物價上漲影響。

國內、外需求降溫，會特別打擊工業生產。工業生產增長由首季的14.4%放緩至4月份的13.4%。製造業採購經理指數等領先指標顯示未來增長將更趨放緩。過去兩個月官方的製造業採購經理指數持續向下，5月份跌至52.0。然而，該指數仍高於50，表示內地工業仍在擴張，儘管擴張的步伐在減慢。

雖然內地經濟失去一些動力，但相信整體增長仍會在基建開支及收入增加下持續。我們仍預期內地經濟今年將增長9.3%，增幅雖不及2010年的10.3%，但仍難以視為硬着陸。

內地經濟料不會硬着陸

總括而言，儘管內地經濟持續穩步增長，但增長步伐料將放緩，主要因為國外環境更趨不明朗以及國內信貸及投資增長減慢。長江下游省份近期的大旱大澇及電力供應緊縮亦增添了未來經濟增長及通脹的風險。然而，除非目前的天然及電力供應等問題惡化，我們預期內地經濟今年仍會因內需強勁而有9.3%的增長。估計經濟不會出現硬着陸的情況。

同時，由於食品、住房及進口貨物價格持續上升以及工資上漲，通脹料將在第2季進一步上升，然後在今年下半年逐漸下降。我們維持全年消費物價通脹由2010年的3.3%上升至4.5%的預測。

由於通脹及住房價格依然高企，硬着陸的風險亦低，內地政府料不會轉變目前緊縮的貨幣政策。我們預期，央行將會再度加息兩次，每次25個基點，及上調法定存款準備金率兩次，每次50個基點。到今年底，一年期貸款利率或會上調至6.81%，而大型銀行的法定存款準備金率則升至22.0%。

(原文較長，本報有刪節)

歐洲「雷曼時刻」逼近 投資者不敢放鬆

路透專欄撰稿人

George Hay/
Peter Thal Larsen

熱點透視

歐洲是否正面臨着自己的「雷曼時刻」？希臘的混亂局面已讓人不禁聯想到雷曼兄弟在2008年9月破產後引發的連鎖反應。不過到目前為止，局面尚未緊張到那種程度。

區內銀行同業拆借仍正常

評估銀行業風險蔓延情況的最佳指標是歐元區銀行同業拆息。歐元無擔保之加權平均隔夜利率(EURIBOR)和三個月期歐元銀行間拆放款利率(EURIBOR)之差，對於衡量銀行是否不敢進行較長時期的同業拆借尤其適用。在貝爾斯登於2008年3月垮台到半年後雷曼兄弟破產，Eonia-Euribor利差從40個基點擴大至逾100個基點。再查看現在，該利差僅有20個基點，在過去幾月中甚至略有收窄。

誠然，歐洲央行(ECB)願意為缺乏其他融資渠道的金融機構提供大量流動性，扭曲了歐洲銀行間拆借市場走勢。該央行目前正努力幫助希臘和愛爾蘭等歐元區二線國家的銀行渡過難關。

但總體而言，歐洲央行發揮的支持作用已經沒有過去那樣重要了。截止6月2日，該央行通過公開市場操作作出了4,170億歐元資金，僅為雷曼倒台後的數月中借出資金規模的一半。這一金額也遠低於2010年5月該央行參與第一次希臘



■希臘的混亂局面已讓人不禁聯想到雷曼兄弟在2008年9月破產後引發的連鎖反應。圖為希臘財政部大樓。

美聯社

救助行動時的出資規模。

即便如此，投資者也沒有徹底放鬆。歐元區銀行類股目前的交易價格平均還不到各自賬面價值的60%，甚至略低於雷曼兄弟破產後的估值水平。不過該估值仍高於2009年初的低點，當時歐元區銀行類股的價格平均僅為賬面價值的35%。

CDS走高 為壞消息作準備

歐元區銀行業信用違約互換(CDS)也顯現出緊張跡象。在2008年9月初雷曼兄弟破產的前幾日，反映大型歐洲金融機構CDS價格的ITraxx指數較歐洲企業的同類指數低15個基點。而現在金融機構指數較企業指數高出60個基點，遠高於4月時的25個基點。雷曼時刻可能仍未到，但投資者顯然正在為迎接更多壞消息作準備。

金融強國戰略在於內「實」外「虛」

復旦大學經濟學院副院長、金融學教授

孫立堅

聯合BLOG

6月7日中國概念股被捲入美國「造假風波」而全線下挫，為此引來了我諸多的反思：首先，一直標榜監管體系嚴謹的美國市場為什麼能夠讓不合格的中國企業成功上市？面對中國企業「走出去」的行為，中國決策部門的「開放」戰略應作怎樣的調整？其次，中國金融體系的「深化」能否成為今天肩負中國經濟未來發展重任的中小企業茁壯成長的沃土？

近來民營資本不斷「虛假化」的現象會給中國經濟帶來怎樣的負面影響？為此，我們宏觀緊縮政策的組合拳又應該作出怎樣的調整？第三，中國與美國的金融「合作」戰略是否就是爭取在彼此之間的同等待遇？或者說容許美國企業和機構在華投資的同時是否就應該鼓勵更多的企業去美國上市？

盡快對民企開放金融服務

隨着中國「走出去」戰略屢屢在美受挫的案例增加，重新思考這類問題就顯得非常重要了。於是，針對「金融開放、金融深化和金融合作」這「三位一體」的金融「強國戰略」，我想跟讀者介紹一下最近一直在思考的、處在中國目前這一發展階段所需倡導的內「實」外「虛」的方針。即：對本國企業盡快「實實在在」地開放金融服務業，而對外資一方面要「虛心學習」他們金融治國的經驗，但另一方面不能輕易開放我們有待完善的金融市場。

中國今天很多民營企業走出去的理由彼此間雖然有很大的差異，但是都有着和中國金融業開放程度密切相關的共同因素。

首先，因為中國金融體系民營化程度不高，所以即使成長性高的中小企業在國內「封閉性」的融資環境下也很難能施展出他們過人的才藝，於是，它們很容易在海外投機和私募基金的幫助下爭先恐後地進入「開放性」的美國資本市場。尤其是中國經濟高增長和大大市場的概念在金融危機後更加增添了海外投資者對它們的興趣和追捧。

其次，中國很多民營企業去美國上市的主要目的之一是獲取進入中國金融體系所需要的「光環」。因為能在美國這一成熟市場上市就等於向國內監管部門和社會大眾釋放了「我是好企業」的信號，為真正打回中國市場創造良好的條件。可惜這一回兒美國「精明」的機構投資者和國家利益至上的監管部門把求勝心切並不知道美國市場深淺的中國企業團團不留情面地「晾」了出來。

第三，人民幣升值加速(利率不斷上調)、人民幣國際化(國際板建設)進程加快、政府主導的投資拉動經濟增長方式基本不變的大環境下，大量外資流入的態勢會越來越強，這對市場在外成本在內、而且本來就受到金融歧視的中小企業而言，更會因為國內做實業入不敷出的壓力越來越大而實地地向外進軍；如果此時自己再不好好關，那麼，最後結果很有可能是先充當了別人賺錢的籌碼(先讓中國資本推高疲軟的美國股市，接着高位「做空」存在泡沫的中國企業，由此獲取巨大的價差所帶來的暴利)，然後再被別人壞了名聲而讓你不得不出局。

因此，為了避免只有「概念」而沒有「實力」的中國民營企業免受挫折——而且，有時海外的負面影響嚴重傳染到國內市場的健康運行，從而放大了他的衝擊效應。所以，中國政府首先要讓自己的金融業在不斷提高風險控制能力的同時向民營企業開放產業發展所需要的金融扶持業務，包括融資、信息、審核和監管等環節。

須正視金融監管效率風險

儘管目前這些條件還不完全具備但完全可以通過適度的金融創新和制度體系的日益完善來加以彌補。另一方面，如果我們過早的對外開放金融業而對內放任金融歧視現象，那麼，就會因為匯率、利率和資產價格的過度變動而面臨擠出中國產業資本、削弱中國金融監管效率的風險！甚至最終還會因為一時發生的宏觀經濟波動被過於敏感的國際資本大進大出的舉動而「放大」，結果出現先是中國實體經濟的低增長狀態被虛假經濟暫時的過度繁榮所替代的格局，後來就可能是以金融危機的爆發而收場——讓海外資本「公平地」拿走中國社會這些年經濟發展所積累和形成的寶貴財富！(摘自孫立堅個人網誌，本報有刪節)