

資金鏈斷 內房商死撐

SOHO中國董事長
潘石屹

百家觀點

全球經濟處在不穩定中，實際上08年經濟衰退後新的經濟秩序並沒有真正地建立起來。各國政府大幅度地實行寬鬆的貨幣政策，這相當於是飲鴆止渴、治標不治本。現在的波動是2008年危機的延續。



圖為SOHO位於北京三里屯的商住物業。

彭博社

在這種大的動盪面前，我們要看到任何一個個人的價值、公司的價值和機構的價值都在於為社會和他人創造財富，而不是簡單的投機。衡量公司價值的標準只有一個，就是它為社會創造真正的財富和提供的服務。回到這個基本點上，我們對所有的事件的判斷就會有方向，就不會人云亦云，也不會隨波逐流。

上周波動最大的無疑是中國的房地產市場和房地產的股票市場。今年初，政府實施的限購政策，給房地產中的住宅市場帶來了很大影響。今年下半年以來，這些政策顯示了它的效果，住宅市場成交量在萎縮，房地產開發商在死扛，因為在限購的情況下，即使降價也未必能使市場成交量增大，對開發商資金鏈的緩解也可能無濟於事。從今年下半年開始，具備買房資格的人已經基本上購買了，市場上具備購房資格的人越來越少，住宅市場的崩潰就在眼前。

開發商盼望着往年的「金九銀十」，盼望着旺銷的季節能夠到來，這都是老黃曆了。2011年不同於以往任何年份，因為實行了限購政策。前幾個月，具備購買資格的人基本上都已經買了房子，有錢沒有資格購買的人無法購買，潛在的客戶越來越少，所以，住宅市場在政府不取消限購政策的情況下，注定是成交量一月比一月走低，一周比一周走低。

開發商的資金、資金鏈成為現在政府、銀行、開發商自己最關注的問題。在過去兩年寬鬆的貨幣政策的情況下，開發商取

得了很高的銷售額，手裡都持有大量的現金，但隨着成交額的下跌，所有住宅的開發商都會進入一個入不敷出的境地，資金狀況會一天比一天差。標準普爾通過各家房地產上市公司的財務報表得到了不容樂觀的結論。

也有投資者擔心我們公司資金鏈的情況，我們對市場環境最基本的判斷是我們處在一個劇烈的動盪期，在這個動盪期中首要的任務是要有穩健的財務指標，手裡要有足夠的現金，足以應對任何可能出現的波動和危機。同時，在房地產市場劇烈波動的時候，大型城市、繁華地段的物業常常是波動幅度最小的區域，這就是我們的選擇，這就是我們應對市場波動的策略。

現在SOHO中國還有190億的現金，SOHO中國將會在未來迅速地完成戰略佈局，會在未來幾個月抓住時機購買土地和項目。在融資方式中，SOHO中國沒有一分錢來自高風險、高成本的信託融資渠道，信託給房地產的融資已經引起了銀行監管部門的格外警惕，未來負債率高的開發商日子肯定不好過。

我們看到，許多開發商紛紛下調了今年全年的銷售目標，並開始了降價行動。SOHO中國今年的項目大部分是7月份以後才拿到銷售許可證的，許多大客戶的談判正在進行中，目前還沒有調低全年銷售目標的必要。在價格方面，SOHO中國的產品是商業和寫字樓，不同於住宅產品，租金回報率遠遠高於住宅產品，而租金回報率是衡量價格高低最重要的指標。所以，SOHO中國沒有降價的打算。(原文較長，本報有刪節)

內地料續推積極財政政策

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

國家央行行長周小川早前接受《第一財經日報》的訪問時表示，國家需要提防國際經濟所出現的意外，以及是較預期更為嚴重的問題，在貨幣政策上要保留充分的針對性及靈活性。有關言論被視為內地即將放寬政策的訊號。

然而，周小川在訪問中同時提到金融海嘯期間，國家透過擴張性財政及貨幣政策應對問題，成為推升內地物價的其中一個因素，宏調首要任務將是保持物價水平基本穩定，並積極令經濟「軟著陸」，又提到現時的貨幣政策同時對經濟正常發展，以及控制通脹作出兼顧，是回歸常態的表現。

內地經濟環境仍然甚為複雜，調控方向及力度受制多項不明朗因素，政策固然需要預留一定的彈性，惟現時是否放寬貨幣政策的良機，筆者則傾向審慎。另內需在國家經濟增長的地位越見重要，因此相信穩健貨幣政策以及積極財政政策，將仍是下半年國家經濟政策的主調。

歐債危機沒完沒了，美國經濟衰退的風險也不斷升溫，對內地出口的影響料漸漸呈現。內地通脹雖由高位回落，但其回落幅度仍有待觀察，而首八個月的CPI累計升幅達5.6%，與國家4%的目標尚有一段距離，加上內地最低工資上升

及進口性通脹等影響下，CPI年內能否達標，難度不輕，當局顯然不能對通脹掉以輕心。

未宜憧憬銀根放寬

另一方面，上半年內地GDP的同比增長達9.6%，增速理想，出口雖受外圍拖累，惟GDP另外兩頭馬車——投資及消費，預期將穩步增長，有利經濟「軟著陸」，意味當局可繼續執行穩健貨幣政策，及早使貨幣供應重歸常態，放寬銀根，作出政策轉向的需要及可能性均有限。

至於因為流動性緊縮，而對保障性住房、三農、中小企及地方債等方面構成的擠壓，預期當局會以定向寬鬆應對，在相關範疇上作出針對性的政策放寬，冀維持整體政策方向之餘，亦可緩解個別重點領域的資金樽頸及發展難題。

國家放鬆銀根的機會雖然不高，惟相信仍會維持一定程度的積極財政政策，始終外圍不穩，內地經濟亦需減低對外敏感度，結構要作出轉型，內需已成為當局可依靠，並着力推動的一環。

不過，有關的刺激政策，整體規模相信難以媲美早年的四萬億刺激經濟方案，主要因為大型刺激政策，勢必再成為推高通脹的動力，除非消費及其他內需環節出現急劇滑坡，否則預期當局將會審慎而為，不會一次密集式出台大型財政政策。

償付危機持續 股市難言見底

中策策略

原則上講，中央銀行總是能夠通過開動印鈔機來解決流動性危機。然而，償付危機只能通過資產持有者削減其受損資產頭寸的方法來解決。上周全球央行(包括美聯儲和瑞士、英國和日本央行)聯手採取行動，暫時緩解了流動狀況，穩定了債券收益率，並有效提升了市場情緒。發達國家股票市場獲得顯著反彈，全周美股漲約5%。然而，中國股市繼續低迷，香港和上海均表現不佳。

儘管如此，自2008年全球金融危機以來，這已經不是世界各國央行首次聯手採取行動。2008年3月12日，美聯儲推出新的流動性支持工具：定期債券借貸安排(Term Securities Lending Facility, TSLF)，指出銀行能夠以缺乏流動性的MBS證券做抵押，交換高流動性的國債。

同時，美聯儲與歐洲央行和瑞士央行之間的臨時性互惠貨幣安排的規模分別從200億和40億提高到300億和60億美元。此外，英國和加拿大央行也分別宣佈向銀行業推出新的借貸工具。

儘管當時各國央行採取了這些流動性注入的緊急措施，貝爾斯登仍於2008年3月16日轟然倒下。雖然許多人將貝爾斯登倒閉的責任歸咎於美聯儲，但事實上，貝爾斯登及其高槓桿客戶持有的大量嚴重受損的GSE債券當時難以作為抵押品，說明這其實是一場償付危機。市場只是在貝爾斯登倒閉後出現短暫反彈，然後再度惡化，實際上也說明了同樣的問題。

總的來說，市場似乎能夠嗅出償付危機和流動性危機之間的差異。我們認

為，這是過去十二個月以來財政赤字率居高企的國家為什麼大幅跑輸的原因之一。我們的研究表明，新興市場包括金磚四國，往往表現良好，主要得益於這些國家財政支出更有節制且擁有高儲備。發達國家，尤其是歐洲入不敷出，給自己帶來了悲劇。美國或許是唯一可以僥倖應付大肆財政開支的國家，因為目前美元仍是世界儲備貨幣。

中國財政負擔較低可關注

總之，2008年流動性注入舉措並沒有解決當時的償付危機。這一次成功的機率甚至更低，直到歐洲債券持有人逐漸改善其賬簿。財政赤字和股市表現不佳之間的關係是償付危機的一個跡象。因此，我們認為，經過短暫技術性反彈之後，市場有可能再次探底。資產配置方面，建議繼續關注財政赤字負擔較低的「幸福」國家，例如中國。

市場情緒低迷和美聯儲的行動可能會帶來短暫的技術性反彈：2000年初，香港房價比1997年時的峰值下跌約65%。事實上，香港經濟在1998-2002年間收縮了12%，而房地產貢獻了跌幅的50%，彰顯了房地產行業對全港經濟的重要性。

我們的研究顯示，恒生地產分類指數領先恒指大約3個月。考慮到香港的經濟結構以及恒指中房地產成分的較高權重，這也不足為奇。經過7月末的暴跌之後，恒生地產分類指數(追蹤全市最大的七隻地產股票)已經開始企穩。地產指數的趨穩預示港股短期或有良好表現。儘管如此，趨勢性反轉仍需等待全球經濟基本面的好轉，且償付危機得到最終解決。

內房市場現信託融資危機

路透專欄撰稿人
John Foley

熱點透視

中國房地產開發商喜歡採用的融資方式之一開始失靈。監管當局已對總部位於杭州的地產商綠城(3900)發出警告，綠城通過信託公司為新地產開發項目進行債務融資。其它很多地產企業也都這樣做。但信託這種以土地和在建樓房等不動產作抵押的短期融資方式，天生易受流動性和市場信心危機衝擊。

去年，當中國銀行響應政府對資產價格泡沫的擔憂，收緊房地產貸款時，信託成為地產商彌補融資缺口的補救方式。據瑞信稱，雅居樂(3383)、合景泰富(1813)和保利等大型開發商去年超過40%的借款是通過信託方式取得。一般來說，信託公司為地產項目提供貸款，以項目權益作抵押，然後將地產信託賣給投資者。不過信託資金按設計初衷應該在一兩年後償還。可是很多地產項目完成所需時間要更長，因此很多信託公司需要尋找新投資者，籌集新款還舊債。

如果地產項目泡湯，投資者常能享有開發商擔

保提供的保護。不過，項目延期或是徹底失敗會讓開發商的擔保大打折扣。開發商如果現金緊缺，地產信託的投資者會被迫接管土地或空置房屋等抵押品。為追回資金而倉促出售這些不動產，很難以理想價格成交，最後所得資金也許比投資者應該拿回的少，而且會打壓房價。由此形成惡性循環。

交易量急跌 存貨節節高

內地房產商出現資金緊缺的可能性在上升。截至6月底，綠城的資產負債表上有6億元人民幣現金，但一年內的應付債款規模高達140億元。樓市整體也不景氣，交易量同比急跌，房屋存貨節節高。

與此同時，銀行還為遵守收緊信貸的規定推遲發放按揭貸款。哪怕開發商已達成售房協議，他們的現金流也會變得緊張起來。

信託融資快速成為中國地產商的關鍵融資來源之一。監管當局對這個問題很清楚，但可能沒有處理問題的相關工具。如果出現信心危機，連實力更強大的開發商都無法通過信託融資，那最後問題爆發起來，局面將不可收拾。

避險需求升 金價未受惠

永豐金融集團研究部主管

涂國彬



在歐債問題有惡化跡象的情況下，過去一直被視為避險商品的黃金以及其他貴金屬則未有受惠。彭博社

操作)但未有提及QE3量寬措施，以及芝加哥期貨交易所上調黃金期貨保證金的消息影響。不過，聯儲局的「扭曲操作」使長債成為市場上較佳的避險工具，替代品的吸引力增加，自然削弱了黃金作為避險工具的吸引力；而芝加哥期貨交易所上調黃金期貨保證金則反映出，金價近日的劇烈波動已經令投資黃金的風險大為增加，才迫使芝加哥期貨交易所作出相應的舉動，以保障投資者。

恐引發資金流動性緊張

避險情緒升溫但金跌美元升，其實亦可反映出，在目前投資者對金融市場的信心不斷減弱的情況下，投資者傾向於選擇賣出硬資產以套現，因為他們更為擔心歐債違約將會引發資金流動性緊張，認為現金更勝黃金。

而在市場對歐債危機將會繼續惡化的預期下，金價經過周二(27日)的反彈後，周三(28日)又再次跌逾2%，相信今日稍後，希臘重啟與歐洲央行、國際貨幣基金組織以及歐盟委員會官員的援助談判的結果，以及德國將對擴大歐洲金融穩定基金提議進行投票的結果，將會再次為金價帶來波動。

值得一提的是，國際貨幣基金組織昨日公布的數據顯示，新興市場國家8月份繼續擴大黃金儲備，其中俄羅斯、泰國和玻利維亞均在增持黃金，表明了發展中經濟體正在增加其外匯儲備的多樣性。

而新興市場央行近幾季不斷擴大黃金儲備的其中一個原因，是由於國內出口業的增長，使新興市場的外匯儲備持續增多所致。再加上，已發展經濟體持續不斷的主權債務危機，使美元和歐元等傳統儲備貨幣的穩定性受到衝擊，亦變相增加了新興市場增持黃金的需要。因此，可以預期的，新興市場央行未來對黃金的需求只會增無減，為黃金帶來一定的支持。

下年度差餉宜凍結在今年水平

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師

陳東岳

財爺在美國訪問期間表示，本港樓市將會「軟著陸」，樓價開始下調。近期一連串不利本港經濟消息，包括港主要出口美國市場貨值已連跌四個月，中國大陸輸往美國的出口雖有上升，但升幅遜於泰國及台灣，匯豐三年期存款3,000人，以及歐債危機的浮面、港股曾下試17,000點等，都令香港經濟後市蒙上陰影。

樓市見頂其實在六月份早見徵兆，只不過當時時淡趨勢未能確認而已。土地註冊處滯後數據顯示，住宅樓宇成交由六月份的逾9,000宗跌至7月及8月的每月5,000多宗，期間港府三次拍地，均以低於市場估值下限成交，至二樓近期勢重售消息不斷，再而將軍澳新盤以貼二手市場價推出，利淡證據愈出愈多，連財爺都開腔樓市已轉勢。

金管局早於6月份進一步收緊樓按，可能當時已察覺外圍經濟不穩，遲早殃及本港經濟，為免銀行在高樓價水平承做按揭，作為風險管理，金管局早一步發指引要求銀行收緊樓按，其實在六月至今

這段時間，銀行加住宅按揭，對非住宅類別的物業按揭亦見保守，有舖位投資者對我說，銀行對相熟客戶亦只借4、5成，不相熟的就乾脆婉拒不借。

另一方面，內地的銀根抽緊，「港資內貸」、「企業委託貸款」等亦抽走了原本可以在港投資的部分資金；內地民間以高息拆借，內地資金減少到港，暫時未聞中央會放寬銀根，發展下去，民間欠債爆煲潮或會出現。

去年至今，港府連串組合拳抑過熱樓市，包括增加土地供應、額外印花稅、收緊按揭，取消以物業作投資移民等，但效果反為不及如歐債危機等外圍經濟因素所做成的負面影響，港府已宣佈下季繼續賣地，而「置安心」及「新居屋」等計劃亦可能在特首十月施政報告中作更詳細交代，港府既然已察覺樓市會軟著陸，或許可考慮緩減部分措施，以免子有「落井下石」之口實。

今年度租金升幅可觀，由於差餉與租金掛鈎，明年年度差餉亦必然大升，建議港府考慮凍結下年度差餉在今年水平。無論是業主或租客，只要你是物業使用者(政府部門除外)，都要交差餉，凍結差餉有助紓緩家庭負擔，而受惠人數最廣。