

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

# 歐峰會達共識 市場暫回穩

歐盟峰會終於在周四凌晨結束，歐盟領導人最後都能夠就增強歐元區銀行的資本、私人投資者所需要承擔的希臘債務減值額度，以及歐洲金融穩定基金的規模達成了初步的共識。

■ 歐盟峰會終於在周四凌晨結束，歐洲領導人與銀行業代表達成協議，銀行代表同意將所持有的希臘國債減值額度由7月時的21%增加至50%。  
彭博社



歐元區領導人要求歐元區銀行在明年6月底前，將核心資本充足比率提高至9%，以增強銀行對抗衝擊的能力。而為了達到這一目標，歐元區多間主要銀行將總共需要籌資1,000億至1,100億歐元的資金，而有款項亦需要來自私人資本；但假若私人資本不足，就由當地政府提供；而當地政府亦未能協助的話，歐洲金融穩定基金才會介入。

至於希臘債務減值的額度方面，歐洲領導人亦與銀行業代表達成協議，銀行代表同意將所持有的希臘國債減值額度由7月時的21%增加至50%，從而減少1,000億歐元的希臘債務。

希臘政府目前的負債約為3,500億歐元，佔GDP的比例約為160%，因此，若希臘成功減值1,000億歐元，其負債將可減少至約2,500億歐元，佔GDP的比例則可降至120%或以下，減輕了希臘的負擔。

此外，歐元區領導人亦同意將歐洲金融穩定基金的規模，以槓桿化的方法把基金增大約4倍，至最少10,000億歐元的規模，令到一旦西班牙甚至意大利發生債務危機，基金亦能夠有足夠的資金去應付，以維持金融市場的穩定，而新的基金規模以及細節將會於11月落實。

相信在希臘國債作出了大幅減值，加上接受了歐盟的援助後，希臘應能暫時避開債務違約的發生。然而，歐債危機憂慮得以紓緩，市場的注意力亦將會回到實體經濟身上，不過，歐元區以及美國近日的經濟數據上看，當地經濟仍然疲弱。

歐元區10月製造業採購經理指數則降至47.3，服務業指數亦降至47.2，反映歐元區再陷入經濟衰退的風險加劇。而9月美國芝加哥聯邦儲備銀行全國活動指數為-0.22，反映經濟增長率低於平均水平。

另一方面，美國10月份消費者信心指數意外跌至39.8，創兩年半之最低水平，主要由於消費者對就業及工資前景感到悲觀。美國8月份樓價指數按月下跌0.1%，為5個月以來首次下跌，亦顯示出美國房地產市場仍然疲弱。

不過，雖然歐美經濟疲弱，但作為全球經濟火車頭的中國製造業數據有所轉佳，10月匯豐中國製造業採購經理預覽指數，由49.9回升至51.1，是5個月以來新高，亦是4個月以來首次升穿50的分界線，主要是受產出及新增訂單指數上升帶動，其中產出指數升至6個月高位。硬著陸的風險減低，環球經濟前景仍存希望，相信股票市場經過兩個多月的劇烈波動後，短期內將可逐步回穩。

## 內房跌幅達4成？言之尚早

康宏證券及資產管理董事  
黃敏碩

國家銀監會主席劉明康指出，內銀在房價下挫4成時，其風險仍屬可控水平，主要是因為內銀房地產貸款餘額佔比遠低於歐美銀行，截至八月底，比率只有19.8%，另亦是由於內銀業房地產的風險結構較為簡單，只有極少的證券化產品，集合信託與房產貸款餘額比例亦只有約4%。

此外，劉明康又提到，在房地產貸款中，貸款房價比率(LTV)少於8成的比重多達98%，而開發貸款的平均抵押品比重更有189%，在抵押品價值下跌四成的情況下，有關比率仍較國際標準110%為高等的數據支持其論點。劉明康的言論，不禁令人聯想到兩個問題。

首先，內地房價在國家調控下，跌幅會否多達四成？第二，內銀的房貸風險就算仍在可控範圍，那是否意味可以完全排除業內引發系統性風險的機會？

回應首個問題，劉明康指出，現時內房跌幅不足一成。有關當局雖然屢屢在額度及門檻等方面收緊房貸，並出台限購令等措施，惟內地低息環境以及資金出路有限等因素，驅使市場對房價樂觀的情緒，面對調控，樓市「量跌價不跌」，只呈現觀望。

不過，內地通脹續仍處高水平，銀根短期料難以放鬆。另隨樓市成交萎縮，發展商的資金鏈已開始受影響，若成交持續低迷，而銀行又繼續收緊信貸，發展商料加快推盤，降價促銷，並令更多發展商跟隨，繼而使供應量大增加，或扭轉市場對樓市只升不跌的預期，引致樓價提速下跌。

### 內銀系統風險料可控

不過，參考國內商品房銷售價格分類指數，截至8月，數字為101.6，較09年底的高位115.2下跌11.8%，而在金融海嘯期間，數字則由110，跌至95.8的低位，降幅12.9%，與是次周期的調整幅度相若。

另一方面，樓市佔地方收入一定比重，華遠地產董事長任志強就指出，房地產稅收佔了地方財政收

入的17-20%，該數字更未計入土地收入。房地產亦涉及一系列的周邊產業，如建材及家電等，相信當局亦不希望樓價急劇波動，不會再加強調控力度，並維持現有的調控方向。預期樓價將呈緩降，惟幅度達四成之巨則可謂言之尚早，但可以肯定的是，內房難免會進入整合期，盈利也料受累。

### 監控地方債資金流向

另一方面，當局批准上海、浙江、深圳及廣東實行地方債試點，地方財政有望得到紓緩，除非出現大規模的經濟滑波以及房地產崩盤，否則內銀爆發系統性風險預期有限。

然而，若地方發債額度過多，並將資金重新投放至房地產業內，或會令資產泡沫再次升溫，帶動通脹之餘，也會將風險提升至政府層面，亦會違背當局的政策方向，衍生中央與地方政府的博弈，當局有需要監控地方債的流向。



■ 圖為位於上海的招商銀行分行。  
彭博社

## 地方發債破冰 中央政府評級正面

穆迪主權風險部高級副總裁  
Tom Byrne

上星期四，中國財政部宣佈以華東及華南四個省市作為發行地方債券的試點。一直以來，地方政府不得自行發行債券。這項最終有助於政府債券市場發展的措施除了便於地方政府可直接在資本市場募資外，對中央政府的評級（Aa3/正面）有正面的信用影響。

上述試點計劃可提高地方政府財政透明度，並加強財政紀律。地方政府已積累大量表內及表外的債務，這些債務最終會成為中央政府資產負債表的或有負債。此外，試點計劃是改革開放新階段的又一進步，與當前的人民幣國際化互相配合，這些都是確保中國經濟長期健康發展的必要因素。

### 地方政府融資可多樣化

允許地方直接發債的試點計劃可使地方政府融資來源更多樣化，假如此計劃推行成功，將可降低地方政府依賴銀行提供其基礎設施融資的程度。鑒於資本市場的投資者將會要求更詳細的信息披露，我們預計政府部門的透明度及財政紀律將會有所改善。對信用狀況最好的地方政府而言，直接發債所支付的利息也有可能比銀行貸款低，從而降低地方政府的融資成本。

根據以上計劃，由上海、深圳、浙江及廣東四個省市發行的債券將分為3年期及5年期。中央政府會訂下每年總發行量的上限。在未來12個月，將會有大量的地方政府融資平台貸款到期；而試點計劃中3年及5年的債券期限將有助參與計劃的地方政府改善其融資期限情況。假如試點計劃得以擴大，地方政府債券市場的深度與發達程度提高，這將使地方政府獲得長期融資，以符合回報期一般較長（償還債務的時間亦然）的基礎設施項目的融資要求。



■ 中國財政部長謝旭人(左)和中國人民銀行行長周小川。  
路透社

根據中國審計署的數字，在全球經濟衰退期後，中國所採取的刺激經濟計劃產生了龐大的借貸潮，導致在2010年底有10.7萬億元人民幣（1.7萬億美元，約佔GDP的27%）與地方政府投資項目相關的債務。其中6.7萬億元人民幣被歸類為地方政府的直接債務。因此，截至2010年底，中央及地方政府的直接債務約為GDP的36%，如或有債務得到限制，上述直接債務的比率即可處於中央政府可以控制的水平。這也是我們基礎情景裡中國經濟保持強勁增長及避免硬著陸的情況。

### 有助避免經濟硬著陸

我們曾指出，地方政府融資平台貸款會增加地方政府的直接債務，並成為中央政府的或有負債，所以假如此情況不受控制，平台貸款可能產生重大的風險。根據我們銀行業分析師的估計，由上述融資方式產生的不良貸款將會大幅上升，但目前未能確定損失將會如何由債權人銀行、地方政府借款人，甚至由中央政府予以分擔。

## 內地樓價下跌趨勢加劇

建銀國際

過去一周，中國10個主要城市的房地產銷售量相比上周微幅下降，總體銷售面積按周下滑2.8%。一級市場成交量微幅下降的主要原因是假期因素的影響逐漸減弱。這是國慶假期結束兩周後房價連續第二周下跌。

長三角地區帶頭下跌，平均降幅為11.2%。南京的成交量按周下降44.4%，主要原因是其成交量在黃金周期間按周飆升204%，一周後開始趨於正常。

國家發改委於2011年10月18日公佈，9月份70個城市的平均房價環比下跌0.07%。這也是自8月份環比下跌0.05%以來，房價連續第二個月出現環比下跌。我們認為房價近期的下跌表明當前的政策正在發揮作用，鑒於今年以來房價累計上漲0.60%，當前政府無需出新的政策，或取消現有政策。倘若政府繼續實施緊縮政策，且開發商為提高銷售量繼續降價，那麼至少在2011年年底之前，房價下跌將成為大勢。在此期間，資產狀況較為疲弱的開發商可能會受到較大衝擊。

### 開發商審慎 土地市場疲軟

隨著房地產市場的走軟，開發商在收購土地方面也將變得更加謹慎。大多數開發商都在嚴格執行提供10-15%的折扣（相比峰值）戰略，以實現



■ 圖為內地民眾在聽取樓盤銷售員的介紹。  
法新社

其年度銷售目標。9月份土地價格的環比增幅也從8月份的2.17%收窄至1.69%。我們預計地價的增幅在2011年年底之前將持續下滑。

展望未來，我們維持我們的觀點，即鑒於當前的緊縮政策，成交量至少在未來2-3個月內將維持在低位。潛在的購房者認為放鬆政策可能已是咫尺之遙，因而紛紛採取觀望態度。

財務狀況較弱的開發商引起關注。在近期房價下跌的背景下，我們認為高淨資本負債率仍是一大風險因素，富力地產（2777）等公司短期內將受到衝擊。

## 新盤減價遭老業主圍攻的啟示

路透專欄撰稿人  
John Foley

購房者怒氣沖沖的抗議，預示着中國房地產市場的麻煩將至。10月22日，有300人闖進龍湖地產（0960）上海分公司，他們憤怒並不是因為房價太高，而是因為他們買房後公司降價25%。

事實上，房價並沒有降那麼快，但很有可能迎來大幅調整，當這一天到來時，上面這一幕會變得更加普遍。中國的房價有多高很難確切衡量。官方數字顯示9月房價持平，但這種比較並非採用相同基準。實際上，就連龍湖地產有沒有真的降價都還不清楚；也許公司只是決定向市場推出一些價位較低的單元。但無論如何，確實有跡象顯示房價將開始崩跌。根據復旦大學副教授陳杰提供的數字，越來越多的房地產中介向全款買房者提供5%-10%的折扣，上海約60%的樓盤最近都在降價。

由於開發商資金短絀，這股趨勢在未來幾個月有加速的可能。的確，許多開發商曾大量發債和貸款，因此顯

得資金非常充裕。龍湖地產賬面上的現金是短期貸款的將近3倍。但公布出來的賬目只是實際情況的一個方面。例如，開發商必須將購房人的定金另行存放在第三方保管的賬戶中，因此部分現金雖然顯示在資產負債表中，卻不能輕易動用。

### 問題關鍵是房價會跌多少

因此現在的問題不是房價會不會跌，而是會跌多少。根據大和證券的數據，大型房地產上市公司目前的股價較淨值折價60%，表明投資者十分悲觀。中國通脹嚴重的地區主要集中在東部沿海，如果這些地區的房價延續2009年刺激舉措之前的趨勢，則有可能下降15%左右。即便是兩倍的跌幅，也並非不可想像。

目前，決策層仍傾向於抑制房價上漲。但上海發生的情況表明，事情遠遠沒有完。參與房地產市場的市民如此之多，有太多家庭的財富蓄積其中，不論下一步走向如何，現在中國的房價已成為一個社會問題，同時也是一個金融問題。

## 港樓市一二手兩極化將持續

世紀21(香港)首席顧問兼註冊專業測量師  
陳東岳

《施政報告》出台後，二手樓市沉寂，部分大型屋苑成交比08年金海嘯更差。另一邊廂，一手新盤卻大張旗鼓，「深灣9號」、「天晉」、「逸瓏」等均錄得不俗的市場反應，發展商定價進取，除反映新盤質量外，亦顯示市場仍有承接力。

為何一、二手市場有截然不同的表現？筆者認為原因有幾個：

- (1) 額外印花稅(SSD)：港府推額外印花稅後，短線投資者不再買入新貨。有部分欲止賺沽貨離場，近期入貨者以用家為主，且多是本地人，還價減幅大，買賣方爭持，交易不易。
- (2) 銀行按揭保守：近期銀行承做二手住宅按揭，態度趨向保守，部分銀行今年借貸額已用完，仍願意考慮借貸申請的，則局限於較小金額的自用家庭按揭，而估價不到價的現象不少。
- (3) 《施政報告》推資助房屋：「置安心」及「新居

屋」均屬資助置業，令上車一族有新希望，這部分買家無須在現市況下入市，有新市鎮代理向筆者說，施政報告後，細價樓市交投轉疏，欲換樓者家庭放不出單位，亦不能買較大單位。

### 內地客佔新盤比例愈來愈高

(4) 內地客「北水長流」：數據顯示，近期新盤買家，內地客佔一至兩成，而且有愈來愈多的趨勢。雖然近期消息指國內資金短絀，但實際上卻無損內地客到港置業，兼且客路甚廣，港發展商到內地城市路演吸客，漸成潮流。

(5) 內地買家鍾情新盤：內地買家一般不認識本地樓市，但大都抱着「買靚嘢」、「信名牌」心態，新盤以豪宅包裝，示範單位美輪美奐，加上代理推介，買賣程序標準化，內地客較容易購入新樓盤。金管局其實已收緊對非本地人士的按揭，但內地客購新盤的比例仍在上升中。

筆者料樓市在今年剩餘日子將在兩極化中橫行，待內地銀根放鬆而港按揭貸款活躍後，始有轉機。