

香港房屋政策能否「繼往開來」？

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

特區行政長官於10月13日發表任內最後一份施政報告，對市民熱門話題之房屋政策給公眾一個明確的答案。如特首近月不斷「放風」會復建居屋，這份報告明確地時間化和數量化了居屋的興建情形，與各大政黨所倡議的5千個單位大致相同，反映出政府順應民意的表現。



■有跡象顯示，現任或未來的特首必將加大公屋單位興建速度，使平均輪候時間減少。圖為房委會牛頭角上邨新公屋群。

2011/12年施政報告的首個重點是「居有所居」。其主要內容有五大項目，即公屋承擔、新居屋計劃、置安心計劃、未來土地供應量和立法規管售樓。未來5年約7.5萬公屋單位會落成，即年均產量是1.5萬個，並確保兌現平均輪候3年上樓承諾。其中一位「疑似」特首候選人梁振英更倡議增加至3.5萬個單位，這似乎肯定現任或未來的特首必將加大公屋單位興建速度，使平均輪候時間減少。但特區政府理應小心平衡公/私/居屋三者的年供應量比例和數目，因為尤其私樓的中小型種類與公屋/居屋的關係是密不可分的。

如果短期內大量增加公屋供應量，勢必拖累居屋和中小型私樓的銷情，使她們的售價會長期偏低，不利私樓業主變賣小型單位再晉身中大型住宅，嚴重阻礙業主往「上游」的行為。因為近期中國經濟發展速度加快而產生了大量富豪，一些已分散投資本港大型住宅單位，令內地投資者幾年內對豪宅下注呈現正增長。如果小型單位出現大量供應量而使售價受壓，則會產生另外一個巨大缺口，即小型單位業主更加困難地換購中大型物業，這正是另外一個社會人士關注的房屋問題！

在這份「繼往開來」的施政報告中著墨最多要算是「新居屋計劃」和「置安心計劃」，大眾關心是這兩個計劃如何能「雙軌而行」呢？復建居屋新政策是要為每月收入不超過3萬元家庭提供實用面積約400至500平方呎的單位，初步估算為150萬至200萬元。由2016/2017年起算4年，共提供超過1.7萬個單位，即年供應量是2,500至6,500個，首批單位於2014或2015年預售。

房署的初步選址是沙田、荃灣和元朗三區。新居屋設有5年公開禁售期，首5年可出售予房委會或公屋居民；5年後向房委會補地價後，才可自由買賣，補價按購入時價格計算，並不是現行的機制中的市值，這有助小

業主賺取更大的差額而換上較大單位。但這份報告書並沒有「關愛」到3萬元至6萬元家庭收入的中產人士，他們也受盡賣樓困難之苦。為了堵塞缺口，特區政府應考慮推出中產人士的資助購樓計劃，如借出首期、提供優惠供款利率、稅務減免等等。

特首特別詳細解釋「置安心」計劃的「改良版」：市民可選擇「先租後買」或「可租可買」。單位首次開賣時的市價即是「封頂價」，選擇「先租後買」的住戶，在終止租約2年內購買有關單位，即使樓市升，仍可以「封頂價」買樓，樓市跌，也可以市價購買單位。特首表明市民可以同時申請兩項計劃；兩者的區別是前者賣出時要補地價才可在自由市場轉手，後者則可先租後賣。兩者相同之點是樓價已在開售時「封頂」，減少樓價上升的影響。

大家不可忽略是特區政府已下定決心要提供未來充足土地供應量！確保每年平均可提供4萬個住宅單位：即約2萬個私樓、1.5萬個公屋及5,000個新居屋單位。不要看輕這個年供4萬個的供應量，這會大大增加住宅供應量。另外在今年起政府賣地中的「限呎地」令中小單位於2016年前大幅增加，明顯使這個種類的價格受壓嚴重。大家不難預期這些小型樓宇供應量多集中在新界各市鎮和市區邊緣地區，將來他們會是「重災區」。為了進一步規管一手住宅銷售，政府立例會以實用面積售樓，營造更加公平、公開、公正的買賣環境。

這份報告書已為未來5年本港住宅樓市定下明確的方向，即土地供應量充足、新居屋單位陸續登場、公屋供應穩定和一手住宅市場更加規範。市民的反應是良好的，大多已轉租單位，期待2014/2015年入市。如果未來5年內地及本港經濟的勢頭仍然保持平穩之下，筆者預料本港私樓售價不會出現大起大落的情況，而政府的大量土地儲備會起了正面調控市場作用！

市場情緒雖樂觀 協議治標不治本

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

上周，歐盟領導人就解決歐債危機的方案達成共識，市場情緒變得樂觀，VIX指數亦終於跌至25以下的水平，回到今年4月至7月期間的橫行區間上限。

然而，歐盟峰會雖然達成了多項協議，包括希臘削減50%，歐盟政府亦將為銀行提供擔保，不確定性因素有所減少，惟部分細節仍未曾敲定，特別是如何擴大歐洲金融穩定的基方面的細節上，似乎未有實質的內容。

財困國財赤及債務惹關注

再者，多項協議中，除了希臘債務減值的額度增至50%，成功為希臘減少約1,000億歐元的債務外，其餘的都是增強資金的流動性，擴大援助的能力和增強銀行的資本，並沒有觸及歐債危機的根源，即財困國本身的財赤及債務。所以，目前歐盟領導人所提出的解決方案，除了是規模大一點外，一如從前的援助計劃般，只是治標不治本。

因此，即使歐盟領導人為解決歐債危機達成了共識，但意大利上周五拍賣10年期國債的反應仍未如理想，息率更突破6厘，達到6.06厘，為自從歐元面世以來最高水平，息率亦較9月份拍賣的同年期國債上升了0.2厘。至於認購金額亦低於意大利政府85億歐元的目標上限，為79.4億歐元。拍賣

的成績反映出市場對歐債問題能否圓滿解決仍然有戒心。

可以預期的是，歐債危機進一步的事態發展，將會繼續成為主導金融市場的主軸，而於本周四及周五於法國舉行的二十國集團領導人峰會，歐債危機解決方案的執行問題將會成為重點的討論議題之一，而歐元區能否成功尋求新興國家的支援，使金融穩定基金的規模能擴大4至5倍至1萬歐元的計劃，亦可能於會後有新的進展。

美推寬鬆政策預期正升溫

除歐債危機的問題外，經濟增長放緩亦為市場所擔心的事情，因此，在歐元區CPI下降以及經濟增長放緩的預期下，市場對歐央行或於本周四舉行的議息會議舉行後，將為往後減息作準備，以及暗示推出寬鬆政策的預期亦正在升溫，投資者需要留意金融市場對會議結果的反應。

此外，美國聯儲局亦會於本周二及周三舉行議息會議，雖然從成效上看，聯儲局進一步推行量化寬鬆的可能性十分低。不過，伯南克很有可能重申目前美國經濟增長速度仍不及預期的說法，並會持續探索新的經濟刺激措施。

再加上，多項重要的經濟數據亦將會於本周公布，包括美國10月份非農業就業報告、失業率、美國ISM製造業指數以及9月份工廠訂單等數據，若數據再次偏離市場的普遍預期，市場的樂觀情緒很有可能會被抹去，金融市場又會再一次出現劇烈波動。

歐債危機對內地和香港出口影響浮現

中銀香港發展規劃部經濟研究處高級經濟研究員
戴道華

歐盟峰會達成救市方案初步協議：私人投資者要接受50%的損失以幫助希臘削減；歐洲銀行進行另一輪注資/增資行動；救援基金EFSF 杠杆化。樂觀來看歐洲乃至全球金融市場暫時避免了一場巨大的震盪，但不容樂觀的是歐債國家將難以避免衰退。雖然歐債問題未必能把美國經濟也拖入衰退，但由於歐洲市場對內地和香港出口的重要性，它將通過出口渠道拖累香港的經濟增長。如果香港的股市和樓市也受到影響而下跌的話，則香港的內部消費和投資最終也會受到明顯影響。

據此，樂觀來看歐盟拿出了一攬子救援方案，歐洲乃至全球金融市場暫時避免了一場巨大的震盪，而且希臘的債務危機將告一段落。但不容樂觀的是小型歐債國家，希臘、愛爾蘭和葡萄牙可能最終都要以某種形式的違約收場，大型歐債國家西班牙和意大利不能奢望外援，只能靠自身緊縮來減債。

除希臘、愛爾蘭和葡萄牙將無可避免陷入經濟衰退外，財政緊縮和銀行籌資將令西班牙和意大利最好也只能在衰退邊緣苦苦掙扎。儘管歐洲將全面實行另一輪銀行注資和補充資本行動，但約1,060億歐元的增資是否足夠，錢從何來，能否避免演化成另一場歐洲銀行體系的系統性風險等還是未知之數。

提防美經濟再次陷入衰退

在歐洲債務危機、財政緊縮和經濟不景氣糾結在一起形成惡性循環的情況下，歐洲是否把美國經濟再次拖入衰退，就決定了香港所受的影響會有多深。從短期數據來看，美國經濟的表現暫時未受歐債危機的影響。雖然美國最新的失業率仍然高企在9.1%，平均住宅樓價按年仍跌3.8%，但這兩個環節是美國經濟本身的癥結所在，至於別的其他領域，美國的情況相對歐洲而言為佳，如美國9月份的ISM 製造業指數為51.6（擴張水平），

勝於歐元區的48.5（收縮水平）；美國會議局的經濟領先指標保持正增長，勝於歐元區ZEW 領先指標自今年第2季度起便連續下跌的情況；第3季度美國GDP以年率2.5%增長，從首兩個季度的0.4%和1.3%持續改善，較歐元區GDP 首兩季度環比增長0.8%和0.2%，第3季度就有收縮風險的情況為佳。

儘管如此，由於香港經濟細小開放，貿易行業是最大和雇用人數最多的行業，加上香港每年處理着相當於本身GDP3.6 倍的進出口貨值，對外貿易的表現會對香港GDP 形成放大影響，因此歐債危機令歐洲經濟衰退的風險增加，香港也會受到較大牽連。香港的轉口佔整體出口的比重高達97%，來自中國內地經香港轉口往其他地區的貨值約佔整體轉口貿易的一半，而中國最主要的出口目的地已從幾年之前的美國變為現在的歐盟。據此，即使美國經濟能幸免衰退，但歐洲經濟的問題也足以拖垮香港的出口，從而負面影響香港的整體經濟增長步伐。

金融海嘯期間，2008年10月份香港整體出口增幅尚有9.4%，但到了11月份就由升轉跌5.3%，其後跌幅至2009年上半年擴大至逾兩成，美、歐需求的崩潰通過出口渠道最終影響到香港的內部消費和投資。2008年末季香港GDP開始收縮2.6%，在出口跌幅擴大至逾兩成時，GDP 跌幅也一併擴大至7.9%，經濟衰退歷時4個季度，之後的復甦也是由出口率先回升帶動的，足見貿易的影響力。

港商品出口由升轉跌惹憂慮

今年9月份，香港商品出口自金融海嘯以來首次由升轉跌，跌幅為3.0%，令人擔心金融海嘯一幕會重演。在10大轉口目的地當中，歐盟國家計有德國、英國和荷蘭，香港往其的轉口分別跌0.5%、12.0%和7.5%，同期香港往美國的轉口也跌8.4%，往內地的轉口更出人意料地跌7.3%，顯示歐債危機對內地和香港出口的影響正在浮現。
(《評估歐債危機的最新發展及對香港的影響》二之一 本報有刪節)

落實債務危機應對協議任重道遠

路透社專欄撰稿人

Pierre Briancon

熱點透視

歐元區領導人達成了協議。在最近幾周分歧嚴重的三個熱點問題上，他們終於達成了原則性共識。希臘債務負擔將會減輕。歐元區銀行將重整資本。歐洲金融穩定機構(EFSF)的擘因能力也將得到提高。

歐元區17國達成共識的情況並不多見，市場一如既往歡欣鼓舞。但未免慶幸得有點太早。古人有云，魔鬼藏在細節中，而歐元區領導人正是留下了許多細節問題懸而未解。

如果歐元區信譽夠高，能夠讓市場相信其將言出必行，那問題也不大。但歐元區恰恰缺乏這種信用，所以他們必須加倍努力彌補這種缺失。對已達成的協議，必須滴水不漏地加以執行。即便以上都能做到，歐元區眼下的命運還要取決於政府影響力之外的兩個因素：歐洲央行的行動，全球經濟增長。

留意三項最緊迫問題細節

視乎上述三項最緊迫問題細節討論的結果，協議內容可能會有所變動。民間部門所持希臘債券的「自願」扣減，如何做到自願以及能達到多大的自願程度，目前尚不清楚。銀行方面的問題，尤其是關係到樹立信心的關鍵因素—改善定期融資問題，仍是未知。另外，提高EFSF擘因能力兩個選項的最終細節，也有待下月財長會議決定。

如果歐洲國家領導人擁有足以保證自身決定可得到執行的信用，那麼將細節留給下屬去做這個事實也可以忽略不計。但在持續近兩年的一次次危機當中，歐元區幾乎從未展現過這種信用。一方面區內17國意見不合，讓信譽大減。另一方面歐元區老大德國的限制，也讓爭論遲遲無果。

末日輪風險極高 散戶不宜參與

中銀國際金融產品部執行董事

雷裕武

衍生權證和牛熊證近月交投活躍，在前周佔大市總成交比例更升越41%，創下歷史高位，成為一時佳話，事實上，並非所有權證屬高風險，不同條款（如槓桿高低，到期日長短）均直接影響風險係數，其中一些即將到期的條款（或俗稱「末日輪」），其價格波動幅度極高，投資者不能掉以輕心。

目前市場上有近5,300隻權證和牛熊證，其中將於11月和12月到期的條款，分別佔11.7%（619隻）和16.2%（856隻），合共超過市場所有的四分之一。到底「末日輪」的價格特性與普通認股證有何不同？投資「末日輪」又有甚麼竅門或值得留意的地方？

「末日輪」本身並沒有特定的定義，一般泛指剩餘壽命佔整個投資期不足三分之一的條款。投資這類權證普遍涉及頗高的風險，主要因為時日無多，正股可以波動的機會亦逐漸減少，同時，權證的價值也會隨時間消逝而逐步下降，一些價內的權證最終極可能只剩下內在值，而價外的則會一文不值。

吸引力在於上落波幅大

事實上，買賣「末日輪」的吸引力，主要在於股價上落波幅大，加上槓桿比率普遍極高，可視為以小博大，「刀仔鋸大樹」的極端策略，但要留意的是，此等窩輪賭博成分甚高，加上時間值逐日加速流逝，只適合當經驗的投資者參與，同時他們必須對個別正股的極短期走勢有強烈看法，所有投資決定猶如與時間競賽，買賣決定必須果斷迅速，並需嚴守止蝕。

回顧歷史，一場峰會或是一份聯合公報的簽署，並不能消弭分歧。這個協議更為艱難的部分是執行。如果個別政府在國內受到壓力，則可能帶來新的障礙，導致協議執行一拖再拖，市場神經被一次次掀起。

歐央行維持金融穩定角色

此次峰會展現出，德國引導了爭論的方向。對歐元區而言，這既是安慰，也是顧慮。能帶來安慰，是因為梅克爾似乎終於清楚自己想要什麼，並且得到了下議院更明確的授權。帶來了憂慮，是因為德國不願打破一些禁忌而總是讓所有討論頻頻碰壁，尤其是在是否可能賦予歐洲央行維持歐元區金融穩定這個角色的問題上。

歐洲央行在銀行定期融資、公債購買和利率方面的行動，將是未來幾周的關鍵。不必擔心新總裁德拉吉上任後，歐洲央行態度會來個180度大轉彎，歐洲央行的力量平衡還將保持原樣，但若該央行認為政府已經盡到責任，就可能選擇採取更加靈活的立場。

最終，如何評價10月26日達成的協議，要看以下三個問題的答案。希臘債務減輕了嗎？答案是有可能。市場受到恐慌性衝擊時，歐元區尤其是區內銀行能得到保護嗎？答案是或許可以。它解決了意大利的問題嗎，意大利公債收益率(殖利率)能從當前接近6%的水平下跌嗎？答案是沒有。意大利需要一個嚴肅認真、願意改革的政府，只要這樣它就無需求助EFSF。但如果沒有這樣一個政府，等真正的麻煩降臨時，EFSF也無濟于事。而歐洲領導人達成的這個協議，並未改變意大利政治現實。

這份協議沒有傳遞出危機終結的信號，甚至都沒暗示危機要開始終結。但若每個歐元區政府都馬上堅決表示將徹底執行該協議，它將有助於緩解憂慮。

末日輪除了可利用作短線槓桿買賣外，部分投資者也會以此作策略性投資，並一直持貨至到期，為何他們會如此決定？一般來說，他們選取的權證大多屬極度價內狀態，甚至可能是負溢價買賣，同時，由於目前買賣權證可免卻交易印花稅，為看好相關正股短期表現的投資者，提供一個較實際的入市途徑。

倘若投資者考慮持貨至到期日，必須牢記「最後結算價的計算期」及「最後買賣日」這兩個重要日子。目前，所有認股證均為自動行使，現金交收，投資者不再需要預備足夠現金在窩輪到期時購入正股。股份認股證的最後盈虧狀況，是取決於最後結算價及行使價的差額，而最後結算價的計算方法，是正股於窩輪到期前5個交易日的平均收市價。至於恆指輪，最終回報將取決於即日期指結算水平及行使價的差額，而非5日平均價。

無論是指數輪或非指數輪，它們的最後買賣日均為到期日的前4個交易日。

倘若投資者在最後買賣日或以前仍未沽出持貨，那便要一直持有至最後到期日，換言之，持貨人需承擔期內的一定股價風險。

時間值隨投資期減少加快

一般投資者明白時間值消耗對窩輪價格的影響，但部分可能誤以為時間值消耗的速度是相同的，實際並非如此。時間值消耗的速度會隨投資期減少而加快，因此投資末日輪的風險較普通的認股證為高。

投資者需留意，由於末日輪的剩餘日子不多，投資買賣除了要當機立斷外，也不應有不切實際的憧憬，更不宜投入太多資金，切忌貪勝不知輸。
(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議。)