

樓市告別牛市 靜待熊市

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

最近，筆者參加朋友、親友或同事聚會，最熱門的話題是樓市幾時調整向下？還記得今年頭一季時，這些聚會是每每談論到樓市升到何時？這個時候應否入市？入市後上升的幅度還有多少成呢？這個民意的轉向是否意味着本港住宅樓市「輪流」轉下跌呢？還是市民的不現實渴望呢？

我們試從政府樓宇買賣 / 轉讓和香港金融管理局對貨幣統計數字去分析一下後市的走向。香港政府土地註冊處剛公布10月份的房地產登記的統計數據，樓宇買賣合約共錄得5,675宗，較九月份下降約13.7%，更較去年十月份大幅減少53.3%，而樓宇轉讓契約於10月份共計9,712宗，較九月份上升4.5%，但較去年十月份大幅減少45.5%。

這兩組數字顯示十月份的樓宇買賣或轉讓宗數都在一年內錄得大幅下降。但從今年與去年十月的樓宇買賣和轉讓的平均值可見樓價仍然處於上升軌，樓宇買賣平均值從4.65百萬升到4.85百萬，而樓宇轉讓平均值從3.54百萬上升到4.60百萬，後者升幅非常可觀。同樣的萎縮情形在香港金融管理局公布的九月份住宅按揭統計結果一致。九月份新取用和新推出的貸款額分別下跌6.4%和7.5%。當中涉及一手成交、二手成交和轉讓交易，新批出貸款的變化率分別是+2.6%、-6.0%和-22.2%。

在9月份新批的按揭貸款中，以最優惠利率定價的比例由8月份的42.1%升到51.3%，反映出優惠利率定價已成為主流方法，意味着市民供樓的平息年代已悄然落幕。這個改變主要源於銀行找到另一條可收取較高息口的「錢途」。從金管局的貨幣統計數字中可以找到本地金融機構一年內已加重「境外使用貸款」的比重，去年9月到今年9月已上升48.4%，以賺取較高的利息。

其實政府經過了整整一年政策調控後，樓價已基本上受控，但令成交大幅減少。如筆者早前在本欄目提過，這次本港樓宇上升周期源於利息太低和銀行對住宅按揭貸款充裕，但這兩個利好因素正在逐步減少，形成現在「買賣兩閒」的膠着情形。又有些「好友」舉出「租金持續上升」的理由去支持樓價不倒的說法。

今年年初至年中的租金因為通貨膨脹凌厲和租盤數目不多已錄得超過兩成的升幅。因近月本港銀行對住宅按揭業務收縮，使業主成功「抄出」持有「一手」或「二手」樓宇的數目大幅減少，他們眼見租金回報理想，紛紛「轉買為租」，令近期租盤大幅增長，尤其以「一手」樓供應量「滿額」的新界新市鎮更是租盤「重災區」。這些地區的租金逐步回順會慢慢影響到其他市區的租金走下，達到整體的租金下跌局面。讀者可見「租金上升」的因素也逐漸消失。

再者，各大本港「龍頭」開發商也開始面對樓價下跌的壓力，加入小業主減價的行列，但這個降價暫時仍維持在新界新市鎮的樓盤中，市區的「一手」樓相對上價格仍然平穩。「一手」樓開始減價有着重要啟示，以往由同區「一手」樓拉動「二手」樓價上升的連環局面已完全扭轉，反過來將是「一手」樓價拉低「二手」樓的情形會出現！開發商願意降價主要是應對同區的未來5年內的龐大供應量和近月撿得平地的現實情況，「貨如輪轉」對他們來說才最重要。讀者現在應「心中數」這幾個以往住宅樓價上升的原因已不復存在啦。



香港政府土地註冊處剛公布10月份的房地產登記的統計數據，樓宇買賣合約共錄得5,675宗，較九月份下降約13.7%，更較去年十月份大幅減少53.3%。

意政局趨穩 惟危機仍存

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

市場憂慮歐債危機擴展至意大利，令意大利10年期國債收益率於上週三（9日）一度上升至7.483厘的歷史新高，而債息上升，將會令意大利的融資成本上升，市場的恐慌情緒再度升溫，VIX指數從上週二（8日）的30以下急升至36的水平。

在國債利率急升的情況下，意大利上週四（10日）雖然成功發行了50億歐元的12個月期國債，平均中標收益率達到6.087厘，較上月的3.57厘明顯上升；不過，歐洲央行大手買入意債，該國10年期國債收益率回落至7厘以下，稍為緩解了市場的憂慮情緒。

此外，於上週五（11日），意大利通過了新的緊縮財政預算案，總理貝盧斯科尼於上週末辭職，並預期新任臨時政府總理蒙蒂能使意大利避過債務危機；而希臘新任總理帕納季莫斯亦於同日宣誓就職，並承諾爭取援助資金，以避免費務違約，使歐債危機憂慮得以舒緩，意大利10年期國債收益率進一步回落至6.45厘，刺激油價及環球股市造好，VIX指數亦由周中的36回落至近30的水平。

於周一（14日）早上，蒙蒂亦一如預期被任命為意大利新總理，使當地政局穩定下來，為意大利提供了喘息的機會。然而，歐債危機為一長期結構性問題，並非單單透過轉換領導人

就能解決得到。考慮到意大利的經濟體系，以及所涉及的債務規模之大，一旦市場再次對其失去信心而拉高債息，後果將會遠較希臘違約的影響大得多，因此，意大利剛獲得的寧靜，可能只是短暫和脆弱的。

截至2011年6月底，各歐洲國家持有的意大利風險敞口約為7,500億歐元，當中，以法國居首，達4,200億歐元，而德國亦達1,600億歐元。另一方面，在歐洲銀行業中，前十名銀行持有的意大利風險敞口亦達2,400億歐元，因此，假若意大利出現債務違約，將會直接使這些國家及銀行資產負債表中的資產大幅縮減。

另一方面，評級機構更會下調這些受意大利波及的國家或銀行的評級，尤其是擁有最大意大利風險敞口的法國，其AAA的評級將會不保。

德法兩國AAA評級不容有失

而一旦法國的AAA評級不保，將會使市場對由德法兩國的AAA評級所支撐，用於救市場的歐元區金融穩定基金失去信心，又如何為陷入債務危機的國家進行擔保，以及拯救整個歐元區的銀行業？

因此，一旦意大利的情況失控，歐元區將會整個被拖垮，後果不堪設想，在市場信心崩潰的情況下，像2008年金融海嘯般的災難將會重臨，或許，世界各國又會一如當時般，開動印鈔機以拯救經濟。

十大通識投資法增勝算

中銀國際金融產品部執行董事
雷裕武

經過金融海嘯的洗禮，不少人對投資買賣存有戒心，誤以為所有投資均涉及大量複雜的數學算式，要有學問和豐富的實戰經驗才有勝算，非一般散戶所能掌握；然而，事實並非如此。原來不少投資秘訣也只不过是「一般常識」（或俗稱「民間智慧」）累積而來的，並非甚麼高言大智。以下筆者嘗試粗略地把部分要點歸納為十大通識投資法：

1、有投資計劃：「以目標為本」，起碼認清自己的投資目的和方向，如保本、定期收息、跑贏通脹、或賺更多的錢等等，因為不同的目標涉及不同的投資風險各異；當然，假若你自己對投資目的也毫無頭緒，相信最終要成功也不能寄以厚望。

2、明白複息效應：「複息效應」是指把投資本金和已賺取的利息回報，一同再投資及生息，從而產生「利疊利」的雪球效應。當然，越早開始投資，複息效應的成效越高。投資年期愈長，可以累計的利息回報也會愈多。

分散投資減低整體風險

3、分散風險：分散投資的概念非常簡單，就如不要將所有蛋放在同一籃子裡；一般散戶投資者會按地域或資產類別進行分散投資，例如分散投資股票、房地產、債券等，即使有個別投資表現不理想，其他部分或有機會表現理想，從而減低整體投資風險。

4、認識投資項目：曾聽過「風險不可怕，可怕的是對風險一知半解，不能有清楚的認識」。所有投資均涉及風險，當中不同項目的風險也有高低，投資者常見的問題是對投資一知半解，往往只是跟隨市場貼士或專家評論作決定。試想想，這些專家在推介時並沒有考慮受眾的背景和風險承受程度，最終極有機會出現落差。

5、避免「純概念」投資：市場上不時會出現

一些概念股或所謂「變身股」，缺乏實質盈利貢獻，只靠一些特別的「當炒」概念便能吸引大量投資者追捧。投資者應把焦點放在一些已有穩定業務增長和派息紀錄的公司，它們或較具投資價值。

6、避免羊群心理：不少投資者入市的目的只為賺快錢，對花時間做功課的興趣並不大。部分或純粹人云亦云，跟隨友人的買賣決定，甚至對自己的買賣一無所知。

對參與的投資切勿過慮

7、要留意參與的投資，但切勿過慮：投資者應留意自己參與的投資，倘若其基本因素出現結構性轉變，嚴重地影響業務前景和投資價值，便要即時決定去留；然而，部分投資者對股價的短期波動非常在意，經常在股票行連連以緊貼市況。其實過度緊張投資的人，平白浪費很多時間，或許不能專注在一些更有意義的工作上。

8、貫徹始終投資：一旦找到「好投資」，便應貫徹始終，不應受到短期波動市的影響。投資者的通病往往「議而不決，決而不可行」，令致白白錯過不少的入市良機。投資者或可考慮分段入市，透過一些月供計劃，每月定期定額購入股票或基金，在市跌時多買，而在市升時少買，假以時日，相信定能建立具增長潛力的投資儲備。

9、流通量的重要性：「流通量」指該投資能在市場上放售套現的速度，例如一些大藍籌的流通量普遍較二三線股高，交投較多。即使該投資的前景如何亮麗，潛在回報如何可觀，倘若流通量低，到頭來或許只是紙上談兵，切勿掉以輕心。

10、最大的投資是自己：不少人誤以為人生最大投資是透過市場買賣賺最多的錢。筆者認為，人生最大的投資應是自己的時間、精力、金錢以及人際網絡，雖然投資或可帶來可觀的財富，切忌忘記本業以及其它重要的事。（以上資料只供參考，並不構成任何投資建議）

索羅斯救歐元區的兩招

路透專欄撰稿人
Chrystia Freeland

上周有人在為歐洲民眾加油打氣，這個人就是投資大鱷索羅斯。他知道該如何避開貨幣危機，當然，他也並非盲目樂觀。索羅斯認為現在拯救歐洲和歐元還來得及。但他警告指出，時不我待，歐洲領導人必須從根本上改變戰略，才能成功應對危機。

先說說壞消息。「現在，危機已經達到新高點，因為希臘和意大利的政府危機沒有解決」，索羅斯本周在華沙表示。

「而且金融危機有即將惡化的趨勢，因為推動歐洲金融穩定機構(EFSF)槓桿化的所有努力遇到法律或技術障礙」，他表示。

到目前為止，情況一團糟——但索羅斯有兩個辦法，應該可以讓你振作起來。一個是和火箭炮有關，另一個是和全世界最重要的女性有關。

火箭炮是歐洲所設立的金融武器，用來保護疲弱的歐洲經濟體，免於受做空投機客的狙擊。為了終結這場危機，歐洲需要一個大到足以說服市場的火箭炮，讓市場相信和法蘭克福賭賭，將是徒勞無功且要付出高昂代價的。

直到現在，這場金融危機的發展就是一場歐洲領導人永遠慢市場一拍的故事。先是空手奪刀，接着掄刀戰槍，卻一直沒拿出火箭炮。一般看法，以及本周市場的論調就是，歐洲金融穩定機構(EFSF)4,400億歐元或6,000億歐元的救助規模只能是這種火力不足的延續。索羅斯對此不以為然，「假如用對地方，他們實際上已經有火箭炮」。

索羅斯表示，要這麼做，歐洲必須首先承認它的火箭炮火力太小無法直接拯救歐洲搖搖欲墜的成員國。他表示，該紓困基金設計宗旨是用來對政府債券提供擔保，但這個確實力有未逮。紓困基金也無力幫意大利和西班牙解危。

但索羅斯認為，如果換種方式來解救歐洲，紓困基

金便綽綽有餘。「它需要用來擔保銀行體系，」他表示。「這將建立一家最後貸款者，而這是目前所欠缺的。」

他還表示，該救助基金可以擔負償債能力風險，而這正是歐洲央行法律職責之外。「為此要有大量資金」，他說。這樣獲得支持之後，銀行業者就能夠買入歐洲國家現在苦於找到買主的高收益政府公債。

索羅斯稱，銀行業者也將有動力投資於政府公債，這些公債他們隨時可以丟給歐洲央行。「這樣公債就是現金等價物，而且收益還高出現金，因此他們就會持有公債，」索羅斯表示。「此舉將使意大利和西班牙等國在危機期間可以以極小成本舉債。」

索羅斯指出，他的計劃將使意大利的債務「可以持續，因為歐央行有大量資金可以用來提供流動性。同時，此舉還不會違反禁止歐央行直接為政府融資的規定。本質上，索羅斯的這項計劃是繞開歐洲經濟基本面上的瑕疵：單一貨幣的歐元區但卻沒有最終貸款人。「雖然這是一小把戲，但確是有效的小手段。」

由於德國堅決反對這類手段，所以歐洲危機已經蔓延。索羅斯相對樂觀的第二個原因是，他相信德國及其總理默克爾的想法最近發生了重大變化。默克爾就是上文提及的全球最重要的女性。

默克爾態度有變帶來轉機

「情況完全在德國的掌控之中，」索羅斯說。「默克爾的態度已發生轉變。她認識到歐元面臨致命的危險，她願意以自己的政治前途做賭注拯救歐元。我覺得，她認識到是德國導致危機失控，她現在決心予以糾正。」

默克爾善於達其所想，因此索羅斯的這番預言，應該在一定程度上令熱愛歐洲和歐元的人感到寬心。索羅斯救助歐洲的計劃非常有說服力，但他最有力的言論是對我的——一個明確的問答。我問他，如果他仍積極地進行交易會怎麼做。他回答道：「我會與其他人一樣持觀望態度，因為形勢很不明朗。」

節儉悖論與擺脫危機

中金策略

「在每一個家庭的管理中是精明的舉措，用於一個大國的管理中，很少會是錯的。」——亞當·史密斯

政府需增加支出以彌補私人消費萎縮；對於有無財政壓力的國家，需採取不同的投資策略。

在《貨幣論》出版前的幾個月，凱恩斯曾用香蕉的供求做過一個比喻來解釋他的理論，當香蕉需求低迷導致產能過剩時，凱恩斯當時能想像到的解決方案只有：（1）香蕉種植全部暫停；（2）消費者飢腸轆轆；（3）政府增加投資。雖然凱恩斯忽視了消費者的邊際消費意願並因此而誇大了前兩個解決方案帶來的悲慘結局，但這一個假設為全球正面臨的問題提供了一個簡明解決之道，也就是增加政府財政支出。

此後過了很長時間經濟學家辜朝明在《宏觀經濟學的聖盃》一書中用現代社會的例子對上述比喻進行了很好的詮釋。2008年全球經濟衰退本質上是資產負債表的收縮。在類似經濟衰退中，資產價格大幅下跌導致企業將關心的焦點從追求利潤最大化轉向削減債務，同時每個家庭壓縮支出以修復其資產負債狀況。從歷史上來看，只有1929年經濟危機和日本失落的十年可能與目前情形相提並論。私人部門壓縮支出導致常規貨幣政策難以有效發揮作用，此時必須採用積極的財政政策。

到目前為止，美國在面對危機時採取了正確的財政和貨幣政策，但歐洲政府反應相對滯後。我們每周一圖顯示在美國私人部門支出銳減，同時儲蓄率飆升，但政府的財政赤字也相應出現急劇膨脹。但遺憾的是，美國政府即將大幅削減支出。歐洲國家財政赤字也在膨脹，但不足以彌補私人消費和投資的萎縮。

另外，由於國債收益率已攀升至關鍵水平，歐洲國家越來越

難以為其債務籌得資金。而像中國等無財政赤字壓力，而且在全世界都擁有大量儲蓄的國家，在是否援助歐洲問題上仍然舉棋不定。由於缺少足夠的資金支持，歐洲主權債務危機在出現根本的好轉前可能會繼續惡化。

對於有無財政赤字壓力的國家，投資者需要採取不同的投資策略。我們的分析表明對於美國、日本和英國等深陷資產負債表收縮壓力的國家來說，今年年初以來在政府增加支出時股市表現往往會好轉。這些國家到目前為止採取了正確的策略來應對經濟危機。對於無財政壓力的國家，情況正好與之相反。面對經濟放緩，中國貨幣政策微調或將持續；近期反彈行情進入下半場。

中國流動性未有根本改觀

中國近期貨幣統計數據顯示國內流動性狀況雖有小幅改善，但並未出現根本的改觀。例如，貸款增速似乎加快，不過可能是由於更多貸款轉回表內所致；銀行同業拆借利率已經持穩；與上月相比，債券買入返售月度加權平均收益率小幅下滑；M2增速基本符合預期。不過，財政存款大幅增長可能是M2增速下滑的主要原因之一。與此同時，淨資本流入正在放緩，可能導致未來幾個月M2增速進一步下滑。因此，中國可能持續進行貨幣政策微調，年底前有望下調存款準備金率，如是，最有可能的是從下調差別化準備金率開始。

短期來看，市場可能持續受到歐洲方面因素的影響，呈現區間波動走勢，並藉此逐漸消化10月份漲幅。在每次歐洲債務展期時，投資者都如坐針氈，但總體來看，投資者仍然在逢低吸納，尤其是在美國市場。市場投資情緒10月份從低迷水平急劇提升後目前處於中性，因此沒有明確的買入或賣出的市場信號。同時，隨着近期反彈行情進入下半場，市場風險正在上升。