

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

不經意地，香港回歸祖國已經十五年了。香港素有「東方之珠」的美名，其中同名歌曲中有兩句歌詞令筆者印象特別深刻：東方之珠我的愛人，你的風采是否浪漫依然。回首十五個年頭，大家看到的香港仍是繁榮安定，但當中歷經「幾許風雨」，讓廣大市民從這段歷史中展望特區的未來日子。

從香港樓宇市場的價值走勢，大體上可以區分為五大階段。承接九六年香港各界一片看好回歸後的特區經濟聲音中，九七年前三季迎來持續上升的勢頭，但當十月開始，當時政府宣布極之進取的八萬五千個年建屋目標令市民預期日後房屋供過於求，出現樓價應聲下跌的後果。隨之而來的亞洲金融風暴及美國科網股拖垮全球經濟，香港樓價正式進入「熊市期」，並一直維持到2003年4月，住宅樓價平均跌幅達70%，低迷樓市臨到2003年SARS爆發跌至谷底。

在地產界推出各項買樓優惠措施和中央允許內地旅客自由行計劃後，樓價自谷底強力反彈，這個上升期足足保持五年至2008年3月，反彈幅度超越一倍以上。但好景不常，2008年美國次按危機持續惡化至

臨界點並引發金融海嘯，本港樓價轉勢下跌逾20%後並於當年年底開始喘定。

在國際金融海嘯爆發後，各經濟大國推出復甦方式和為銀行體系注入大量資金，大量境外熱錢（來自歐美和大陸）流入特區金融和樓宇市場，令樓價又一次重拾升軌，直至2011年中平均升幅已超過80%。在2008年底的開展的升浪中，特區政府時刻地觀察樓市，並確定樓價已達到小市民不能負擔的水平，有關主管政府部門推出連環降溫手段，期望使樓價「軟着陸」。自從2011年中開始，樓價進入短暫調整期，因各項措施的威力逐漸出現使市民謹慎入市。

此外，本地銀行自2011年開始收緊抵押成數和提高利息，本港樓市正式「告別牛市面向熊市」。踏入龍年，數月的剩餘購買

力引爆了小陽春現象，但當「低價盤」被準買家完全吸納後，發展商又採用「取量現價」方式推售一手樓，樓市悄然地「駛進」整固期，等待特首選舉後才決定下一步如何走下去。

如以各種面積住宅樓價比較，最大單位（即超過160平方米）的復原到九七年水平的時間約在2007年第二季。接着的是100-160平方米和70-100平方米的類別也已於2008年第三、四季回歸到九七年水平。反過來，最小的住宅單位是最後「回復九七原價」，40平方米以下和40-60平方米分項只能在2010年第一至三季「浮上水面」。

這個現象說明本港住宅可以大體區分為小型單位、中型單位和豪華單位市場，並分別受着不同因素影響。中大型單位是較受外圍尤其中國的資金流向支配，而小型單位是由特區經濟因素主導。又以現任特區政府管治時間去考量，從2008年至2012年內，小型單位升幅冠絕全港，並在龍年「變本加厲」，出現了各個中小型單位的屋邨和單幢樓「破頂」之勢，情形確使小市

民擔憂，這說明現屆政府施政五年令「市民上車」更困難。新任特首當選後，大眾市民都熱烈希望可以平抑樓盤使他們容易入市。

回顧過去十五年的樓價走勢，讀者都有個疑問，為什麼今天樓價（尤其是中小型的）已逐漸遠離特區工資增加水平？特區政府有何良方去引導樓市重回市民可負擔水平？特區政府應認真研究並吸取歷史教訓，制定全盤公私型住房屋政策，例如公屋/居屋復建數目、私樓未來五至十年土地供應量、幫助市民上車的金融措施、監管銀行樓宇抵押政策、研究未來三十年土地來源計劃、老年人退休房屋政策及私樓市場行為監督手法等等。

香港樓市已變得愈見複雜，參與者來自世界各地，受着不同地區經濟微觀表現左右，及時的反應是新任政府主管土地/房屋官員不能缺少的。筆者是「土生土長」的房地產人，衷心願望「東方之珠」永遠燦爛，這個愛人風采浪漫依然，攜着祖國之手奔向世界經濟大舞台。



圖為位於香港跑馬地的樓盤。 資料圖片

擴大穩定機制規模 防歐債危機擴散

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

隨着歐央行推出兩次長期再融資操作(LTRO)，舒緩了歐洲金融業的周轉問題，希臘危機亦因獲得了第二輪1,300億歐元的貸款而穩定下來，可以說，歐債危機的最壞階段經已過去，但目前仍有大量與歐債危機相關的問題需要解決。

事實上，一如本欄早前提及，歐豬五國中的葡萄牙及西班牙仍然面對着不低的債務違約風險；而最新數據亦顯示，葡萄牙今年首兩個月的核心公共赤字達7.99億歐元，而全國城鎮亦很可能會面臨約90億歐元的債務違約，當中大部分為銀行債務。

此外，該國的國債息率仍處於高水平，債務支出沉重，隨着該國經濟情況不斷轉差，若該國未能於市場尋求再融資，葡萄牙去年5月達成，於3年內獲得780億歐元的援助貸款，可能不足夠該國應付未來一至兩年的資金需求。

葡西兩國債務危機未消除

另一方面，西班牙今年全年的到期債務達1,475億歐元，雖然就近期西班牙政府的還債情況而言，該國的資金壓力不算太大，還債過程亦順利，但其經濟狀況十分令人擔憂；近月失業率更達全歐洲最高的接近23%，西班牙人拖欠還款的比例持續攀升，西班牙政府亦表示今年無法達成早前向歐盟承諾的減赤目標，若經濟情況持續惡化，將會進一步減弱投資者對西班牙的信心，使該國信息上升，令該國借貸成本上升，資金壓力增大，影響還債的進

追求「五星級的家」

中銀國際證券執行董事
雷裕武

數年前內地一個大型樓盤以「五星級的家」口號作為招徠，一時成為城中熱話。能有五星級酒店作為自己的家，相信是不少人的夢想；誠然，這只是宣傳伎倆而已。然而，近年發展商慢慢掌握買家心態，大多為本身樓盤「豪裝」化，藉以回應市場需求和加速銷路，再配以傳媒廣告鋪天蓋地的宣傳攻勢，普通市民已慢慢地接受理想的家要與會所設施、豪華裝修拉上關係。到底真正「五星級的家」應具備什麼元素呢？

還記得上一代家庭經濟普遍並不富庶，一家七、八口逼在狹小蝸居內比比皆是，但擠迫環境反倒拉近家人間之距離，家庭關係尤為密切；隨着過去二、三十年本港經濟不斷起飛，這一代人的生活質素普遍得到改善，房子也寬敞了不少，但卻同時衍生不少問題，令家人距離越拉越遠：父母為口奔馳，經常早出晚歸，孩子多由家傭湊大，實在難以跟父母建立緊密關係，父母要在繁重的工作壓力下，兼顧感受家的溫暖。

此外，這一代也強調私人空間，尊重彼此私隱，家人往往可以一整天各自關在自己的房間內，不論是工作、學習或上網消閒，不需與家人溝通。雖然同一屋簷下，不少家人往往要靠facebook留言去了解彼此的近況，部分甚至完全沒有溝通，想起來也有點諷刺和可悲。

家庭成員的生命質素，以及對家庭的投入感，其實對於建立和諧家庭有着密不可分的關係，每個家庭成員都有份參與的。不少父母滿以為只要為孩子提供一切物質所需，以及栽培成才，便已完成自己的終極責任，故此不停努力工作以求賺取更多，期望改善生

展。

兩國的債務危機仍未消除，因此，未來仍有機會向歐盟、歐洲央行及國際貨幣基金組織申請資金援助，而為了應付歐元區各國將來的資金需要，歐元區財長將會於周五（30日）哥本哈根舉行的會議上，討論提高歐元區防火牆，即歐洲穩定機制(ESM)和歐洲金融穩定基金(EFSF)的合併問題。

而目前主流有兩個方案，其一是暫時性的4,400億歐元歐洲金融穩定基金將會繼續運行，同時於今年年中再新增一個5,000億歐元規模，永久性的歐洲穩定機制，而一旦歐洲金融穩定基金到期，便會只剩下5,000億歐元的歐洲穩定機制繼續運行。

第二個方案為，將兩個機制結合成一個規模達9,400億歐元永久性的歐洲穩定機制，而更大規模的穩定機制，將可更有效地防止歐債危機蔓延。因此，目前在17個歐元國中，已有15個表示支持這一建議。

救市資金不足備受市場關注

若單單用於對付希臘、葡萄牙及愛爾蘭等小國的債務問題，5,000億歐元的規模是足夠的，但若西班牙及意大利等大國出現債務問題，5,000億歐元的規模便顯得捉襟見肘，因此，最理想的是將兩個機制結合成一個規模達9,400億歐元永久性的歐洲穩定機制。而早前堅持反對透過合併擴大機制規模的德國及芬蘭最近態度亦已有所軟化，如周五的歐元區財長會議成功就擴大歐洲穩定機制規模達成共識，相信可為歐元區建立起更穩固的防火牆，進一步降低潛在債務危機爆發的可能。

選擇居住環境要量力而為

我覺得家居與是否坐落「優質」校網區、豪宅地段、或擁有豪華會所設施並沒有必然關係，這一切僅是硬件(hardware)而已，雖然這些都是不少中產家庭夢寐以求的，但要真正建構理想的家，並不是必需的。人生每日都要面對不同的抉擇取舍，有些決定也會帶來深遠影響。假如無視自身經濟現況而硬要搬入豪宅地段，徒添家庭經濟壓力，甚至影響家人關係；其實，即使住在舊區唐樓，或沒有會所設施的單位，但換來較長時間陪伴孩子成長，也是值得考慮的。

我相信每個家庭都是獨特的，有自己的相處模式，父母在適當時也可以訂立一些家庭習慣，例如每晚睡前15分鐘與孩子說故事聊天，鼓勵他們想出一件當日值得感恩的事；而友人家家庭則在每次用餐前也會一同牽手向上主作謝飯禱告，讓孩子自幼學懂感恩。相信在父母的刻意經營下，孩子便可以逐漸建立對家庭的歸屬感。

人民幣匯率變得更自由

AMTD尚東財富策劃董事兼行政總裁
曾慶瑛

在金融風暴期間，人民幣持續上升。事實上，只要中國長時期存有貿易順差和淨資本流入，人民幣就有升值壓力。即使短期資本流見波動，其實對匯率影響不大。由於中國對資本流有所管制，因而令短期「熱錢」無法迅速地自由進出；再加上投機者在人民幣有秩序的升值指引下，造成自我完成的升值循環。

許多經濟學家指出，升值速度減緩是由於投資者認為，中國面臨經濟硬着陸的可能性增加，將有機會阻礙人民幣升值。可是，由於投資者看淡中國經濟前景的情緒並沒有太大改變的情況下，美元強勢並沒有令人民幣急速貶值。

直至去年12月，人民幣升值速度開始減慢，顯示了中國跨境資本流進一步自由化的表現。這進程其實始於2009年4月，當時中國開始以香港作為人民幣貿易結算機制(RTSS)的試點，容許大型企業在大陸和香港之間進行資金轉移。結果，離岸人民幣業務發展迅速，並在香港形成了人民幣離岸金融中心的基本框架，與在岸市場並行。

離岸與在岸市場影響趨明顯

開放的離岸人民幣市場與相對有約束性的在岸人民幣市場之間，相互影響趨於明顯。在人民幣升值以及大陸和香港正利差的預期下，美元匯價在離岸人民幣市場相對在岸市場上有「溢價」(Premium)空間。這差別促使大陸進口商和跨國公司展開了積極的套利活動(carry trade，即資本從香港流入大陸的一種形式)。大陸進口商和跨國公司的匯率套利行為，增加在岸人民幣匯率的升值壓力，但在離岸人民幣市場卻剛剛相反，匯價受壓出現貶值。在一個具有彈性利率和匯率的經濟體中，套利交易活動會迅速消除利差。但由於中國匯率和利率缺乏彈性，因此在岸與離岸價差持續存在，套利者藉此賺取豐厚利潤。

可是，在去年9月，歐洲主權債務危機導致市場流動性一度短缺，令位於香港的歐資銀行以美元計價方式將資金撤走，對美元需求增加，因而造成離岸人民幣對美元開始貶值。由於美元供應短缺尚未影響到在岸

人民幣市場，故在岸價格相對穩定，令在岸價變得比離岸價便宜，同時亦令套利活動變得困難。

大陸進口商和跨國公司不能再輕易透過離岸市場買入美元，再通過在岸市場兌換人民幣；或透過在岸市場賣出美元，然後在離岸市場買回美元而從中獲利。結果，美元短缺簡接造成了在岸人民幣價格的貶值壓力，如此的反向套利意味着資本從中國大陸流出。融資成本上升以及人民幣升值的不確定性，觸發了香港單方面出售人民幣資產。

強勁經濟基本面支持人幣升值

簡言之，由於RTSS出現，令跨國資本進出變得更加容易，短期資本流動對人民幣匯率愈加重要。外來衝擊首先影響離岸市場，然後影響在岸匯率。中長期來說，強勁的經濟基本面將支持人民幣持續升值，但短期資本流的不確定性將可能導致人民幣匯率持續波動。這一變化將給美國和中國的決策者帶來新的挑戰，但也是人民幣有序地自由兌換的最佳安排。



在金融風暴期間，人民幣持續上升。 路透社

內房調整格局基本形成

中銀香港發展規劃部
高級經濟研究員 應堅

受以上各種因素影響，開發商資金狀況逐漸惡化。去年全部開發資金增長14%，低於2010年的24%，更低於前年的44%，而房地產開發投資減速要慢得多，如去年開發投資增長27.9%，減慢5.3個百分點。根據市場數據，去年第三季A股上市房企平均資產負債率為63%，有15家高於80%。現金短缺現象嚴重，第三季134上市房企經營性現金流為-746億元，比年中擴大三成。另有機構認為，2011年所有開發商資金缺口為3500多億元，相對於數萬億銷售額來說，影響並不大，但估計今年資金缺口將擴大至1.2及2萬億元，相當於銷售額的25%及40%，所造成的影響是可以想到的。

一方面資金鏈越拉越緊，另一方面市場低迷造成嚴重的庫存。去年商品住宅待售(空置)面積為1.7億平方米，同比增長36%。部分城市住宅庫存更高，以北京為例，待售住宅達12萬套，以去年平均每月成交量計算，要24個月才能消化，若改以今年首兩月數據，則需要60個月。面對脆弱的財務狀況，今年開發商主動降價、快速出貨及回籠資金，或許將成為不可避免的選擇。

在嚴厲的調控措施下，住宅供求關係逆轉，資金供應更加緊張。這兩個影響樓市發展的基本因素出現變化，今年市場走勢將何去何從？

或將轉為一定幅度下跌

一、樓市調整格局基本形成，整體樓價將從目前停漲或微跌

轉為一定幅度下跌。今年落成量將有較大增長，而銷售前景並不樂觀，開發商為完成銷售目標，最近紛紛採取減價策略，樓價進一步下跌可以預見。中國社科院最近發表住房綠皮書，認為樓價「拐點」在第一季出現後，第三季會出現較大範圍、較大幅度的降價潮。

二、樓市調整將導致土地市場冷卻。鑒於樓市前景不明朗，發展商拿地意願下降，加上目前土地儲備較多，故重新調整購地策略，寧願更多地持有現金，導致去年下半年土地市場轉冷，流拍個案增加。去年土地購置面積僅增2.6%，遠低於2010年的28.4%，成交金額下降1.9%。今年仍會持續這一趨勢，近期不少拍地以低價成交，1月份130個城市住宅土地溢價只有1.2%，樓面價格環比下降27%。

三、樓市調控將促進房地產行業重組與整合。在樓市調整中，中小開發商遇到的困難更大，加上利潤越來越薄，不得不轉讓項目及土地甚至退市，龍頭企業趁機實施兼併，加快行業的整合，市場集中度也會提高。去年，北京宣佈註銷473家房企開發資質，而在產權交易所掛牌出讓的房企亦增加了一倍。能夠生存下來的開發商亦會調整策略，如轉向二三線城市、試步海外市場及引入多元化經營。

需留意的是，樓市調控將對內地經濟產生一定影響。房地產投資增長放緩可能會拖累固定資產投資，但由於保障性住房建設加速，實際對經濟增長的影響有限。不過，賣地收入減少很有可能造成一些地方財政問題的出現，而開發商還貸或還債能力下降則直接影響到包括銀行在內的眾多金融機構的資產素質，這應引起足夠的重視。（摘自中銀財經述評／《持續調控下內地樓市走勢探析》，四之四）