

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

香港樓市站在十字路口

最近當筆者出席客戶和社團集會時，都被別人問及未來一年特區樓市會怎樣走下去。這當然包括還未「上車」的一族，持有「重貨」的投資者和將要部署如何推盤的開發商，雖然各種人士的利益不同，但其共通點是關心未來樓市走向去計劃將來的投資取向。

回顧今年首季可以發覺內地及香港經濟正同步放緩。中國經濟在四月份錄得3.4%的通脹率、9.3%的工業增加值、14.1%的零售增長總額、20.7%固定資產投資正增長等等，全是近幾年增長率最低的表現。今年首季的特區本地生產總值僅增長0.4%，是30個月的最低，但樓價同期上升約5%，絕對值更首次升穿1997年高位，這與特區政府希望住宅樓價回穩的想法明顯是「背道而馳」。

近日，特區政府財金官員連環示警，明示樓市的表現與當前經濟表現不大相符，預測將來下行風險日益增加，並警告會再「出招」當樓價不受控制，筆者試分析面對本港樓市的利好及利空因素，去預測未來的樓價是升是跌呢？

推動當前特區樓價持續向上的重要推手是低息環境，預測未來兩年美國以香港利率仍會保持超低水平，今天的市民平均供樓只佔收入不足一半是主要得力於低抵押利息。奧巴馬政府正着力爭取連任，他會致力保持低

息環境和適度放寬銀根去振興經濟，全球利息到2014年底前可望維持平穩。

2011年是特區「打工仔」開心的一年，去年十二月底香港平均工資率同比上升9.4%，而通脹率高企於5%，即工資有淨增長約4.4%，高通脹率與淨工資上升促使市民購買物業作為改善居住環境和資金保值。特區的經濟已轉型以第三產業主導的模式，在中國大景氣的經濟情形下，特區首季失業率處於極低水平的3.4%，仍未受到歐美不景氣的影響，但可見當中國經濟在第二季有所回落時，特區會同樣受影響。

走在前面，中央政府連番減存款準備金率，令銀行可以將大筆資金回轉到市場，部分的會流向特區樓市，這會保證熱錢繼續來。除了本地經濟表現出色外，這次樓價急升的原因是中短期供應不足，新供應量未來2-3年仍會緊絀。從特區政府五月出版的香港物業報告中可見今年預測落成量只會比去年「輕微」回升至約11,800個，首季落成量只有5%，這與平均25%的預測完全不能

這樣。

如果仔細分析，今年供應量的3/4是小於100平方米，尤以40-70平方米佔最大宗，但高於160平方米佔比例最少，只及整體的7.4%，這可以解釋豪宅為何「愈升愈有」了。一級土地的供應量是由政府主導，新政府房屋政策是決定性因素。面對着現屆政府執政五年後市民更難「上車」的現實，新任政府「無可避免」地會致力增加住宅土地供應和加建公屋和資助性房屋去解決市民置業難的情形，這會對本港的中小型住宅市場產生平抑作用。

無論如何，香港是「外向型」經濟社會。可見的是未來外圍市場多變，希臘債務情況和歐債危機一直「揮之不去」，加上內地實質經濟近期表現不理想，特區經濟增長難免受壓，使工資水平增長放慢，對未來樓市添上不明朗因素。近期兩周，恆指經歷連日下跌已使投資氣氛受損，出現了二手住宅交投急挫形勢，更聽見有「撻訂」的傳聞，這反映出樓價急升後步入「調整期」了。

地監局最近公佈年初正式實施二樓廣告宣傳資料必須提供實用面積，進一步將建築面積制度「自然淘汰」。在今天的住宅市場有個普通現象是同區的二樓實用面積比率一般都比一樓高，如以實用面積計價則令二樓樓相比便宜使一手新樓銷售受影響。再者，在樓



■各大發展商近年密密重建區內舊樓，未來兩年將是西區重建「收期」，大量新樓落成。資料圖片

價升破97年心理關口後，市場更加關注升勢能否持續，市民繼續入市信心自然減弱。

綜合來說，特區樓市短期仍會維持「價高量低」的局面，「業主企硬、買家不前」下，成交量仍然維持低水平，期待新特區政府如何「出招」以解市民置業難的問題。但樓市「升得高些自然會低些」，市民小心經濟下行使市場悄悄地已進入「調整期」，這次樓市是否正在唱《夕陽之歌》呢？

希臘民調利好 西班牙動盪升級

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

雖然歐元區國家領袖多番重申支持希臘留在歐元區內，但一邊搖旗吶喊，一邊加緊研究方案應對希臘脫歐的衝擊，難以說服市場相信希臘能繼續留在歐元區內。而事實上，希臘能否留低，最重要的始終是受到該國議會重選結果，若該由堅持反對緊縮的政黨上台，恐怕難以和歐元區集團繼續進行談判，「脫歐」難免。

希臘民意支持留在歐元區

幸而近日希臘民意調查顯示，雖然無單一政黨可取得過半數議席，但支持歐盟緊縮方案的新民主黨支持率領先，市場憧憬其可與泛希臘社會主義運動成功組聯合政府；同時，調查亦顯示逾65%受訪者希望希臘留在歐元區，只有24%受訪者希望希臘退出歐元區，在這前提下，相信當選的政黨要繼續推行緊縮，或在這基礎上尋求其他的援助，亦較能獲得民意的支持。

在希臘政局出現利好消息之下，周一港股上揚，歐元反彈，歐股早市亦明顯走好。然而，應該留意的是，對於環球金融市場而言，投資者真正擔心的，不是希臘的經濟或是銀行體系，而是希臘脫歐或遭約潛在引發的連鎖效應。

其中一直被受關注的，應是西班牙的債務危機；而事實上，在剛剛過去的幾天，西班牙方面傳出不少消息，動盪有

蔓延的趨勢，應予關注。

國際評級機構標普於上周五（5月25日）宣佈，將西班牙5家銀行的評級各下調一級，指西班牙經濟正陷入二次衰退，而問題資產規模可能顯著擴大。

同日，西班牙最富庶的加泰羅尼亞（Catalonia）自治區表示，今年無法成功取得再融資，需要向中央政府尋求金融援助，而西班牙第四大銀行Bankia亦向中央政府尋求援助，要求注資190億歐元。

「提款」恐一發不可收拾

但值得注意的是，西班牙政府表示，考慮向Bankia發行政府擔保債券，換取Bankia約90%的股權，從而繞過在資本市場融資，而Bankia則以債券作為抵押品存入歐洲央行以換取現金。這種做法，從實際操作上看，有如西班牙政府透過國有化銀行，再從歐央行「提款」，但換個角度看，若歐央行應允這種做法，恐怕會出現各國爭相向銀行直接發債作「提款」的用途，一發不可收拾。

總體而言，歐債危機仍處於動盪時期，在希臘政局及西班牙危機明朗化之前，股票市場仍有一段反覆時期；然而，值得一提的是，上周美股及港股市場中，中細價股表現卻是勝於大價股，而本港藍籌股當中，又以一眾防守股跌幅最大，似乎顯示資金開始從防守股轉向中細價股，但對於一般投資者而言，與其現時冒險逆市撈底，倒不如待市況較為明確，股市開始反彈時才進場，減少「捱價」的風險。

要是希臘脫離歐元區會怎樣？

施羅德投資

希臘大選山雨欲來，令市場和我們預期希臘將會脫離歐元區。我們嘗試解答投資者的一些主要疑問。

要是希臘脫離歐元區，希臘會發生什麼情況？我們預期希臘重新使用的貨幣德拉克馬會貶值30-70%。當局也有可能以一個預設的匯率把德拉克馬與歐元掛鈎。當局亦有可能實施資本管制，阻止國內資金繼續流失。由於有關措施違反了歐盟的規定，因此希臘或者要暫時或永久性地退出歐盟。

如果希臘退出歐盟，可以做什麼避免情況蔓延至其他國家？最終解決方法可能是成立一個共同的債券市場，但這需要歐元區各國公投決定，因此難以即時獲得所需支持。歐盟有可能向計劃推行改革的周邊國家提供額外的財政援助。也可以利用長期再融資操作，三度向銀行業注入更多批資金。這將可以為西班牙和意大利的銀行提供所需的資金，購買本地政府債券。

還有沒有其他國家退出？

歐盟共有17個成員國，陸續會有成員退出的機會明顯很大，但我們預期不會有其他國家退出。我們認為，更多周邊國家(其中以西班牙的機會較大) 撤帳的情況似乎更有可能。若要維持歐元體制，周邊國家需要進行結構性的重組，以及德國接受較高的通脹和繼續對歐元區內鄰國提供財政援助。現時的財政緊縮議程將會測試周邊國家的政治決心。

核心成員國因為持續提供財政援助的捐獻疲勞同樣構成威脅，也不能排除歐盟解體的風險。

對經濟活動有什麼影響？

捷克斯拉夫在1993年年1月分裂成捷克共和國與斯洛伐克兩個國家，可作為參考的最相似例子。分裂後兩國之間的貿易急跌20%。擁有17個成員國和作為全球其中一個最大貿易區的歐元區，如果出現解體，其影響範圍將會相當驚人。我們必須接受歐元區解體勢必導致貿易大幅下降，因為沒有歐元這種共同貨幣，歐元區目前的貿易活動勢必無以為繼。但歷史告訴我們，經濟最終都會復甦。

整體而言，即時出現的影響將會是通脹。股價將會下跌。現金和英國政府債券將會成為相對較安全的資金避難所。衰退也會打擊物業價格，但倫敦中部的物業由於位處黃金地段，因此具有較高的抗跌力。利率將會繼續處於極低水平。英鎊兌美元匯價將會轉弱，而且不會成為歐洲區內最強的貨幣，最強的貨幣應該是德國馬克，但英鎊也不會是歐洲區內最疲弱的貨幣。

歐洲股價低廉。是否買入的時機？在過去十多年，歐元區股價一直落後鄰國。回顧過去五年，歐元區解體很可能會令股市走勢逆轉。明顯地，股價並沒有完全反映解體的後果，而股市走勢如果逆轉，以絕對值和相對值計算的股價，肯定低於現時的水平。

(原文較長，本報有刪節)

增長減速 投資回報升

AMTD高乘財策劃董事兼行政總裁

曾慶琪

今年人大會議開幕時，溫家寶總理宣布，2012年政府的經濟增長目標為7.5%，全球商品價格應聲下跌。這不單是中國經濟從統計數據上顯示減速的問題，而是政策方針容許，甚至主導其減速。在全球經濟在掙扎着復甦之際，以及中國政策主導下，目標增長率大幅降低，自然引起全世界的廣泛關注。

溫總理傳達的更是一種政策姿態多於實質措施。正如他解說，降低目標增長率是為了加快轉變經濟發展模式(從出口導向改為內需主導，從政府主導的固定資產投資改為民間創新和提高回報率)，切實提高經濟發展質量和效益。

固定資產投資一直是中國經濟增長最重要的引擎，這種模式的增長率顯然太高，但投資回報率偏低，近年來這兩個比率之差距更有擴大跡象。要解決問題不在於中國是否需要更多的投資，也不在於中國的吸收能力能否像過去十年般適應快速的投資增長，而是要在每單位投資增長率上增加其回報率，以及增長長期能持續。

最近的高鐵規劃項目就是以上差距問題的寫照。於2003年在中國上馬的第一個重點項目放眼於高鐵，加上金融危機時出台的四萬億元人民幣刺激措施的關鍵部分，高鐵基建投資可謂一日千里。直到2010年底，中國運營鐵路超過8000公里，另有17000公里正在興建，而西方國家花了半個世紀才建造了6500公里鐵路。

中國鋼鐵行業前景黯淡

路透專欄撰稿人

John Foley

熱點透視

中國內地處於虧損境地的鋼鐵產業需要的不僅是激勵。今年第一季該行業虧損10億元人民幣，目前鋼鐵生產企業正在減少供貨商的鐵礦石出貨，而且投入價格也在下降。問題在於瘋狂的過度擴張，而且周期是由政治，而非利潤決定的。

需要的不僅是激勵

就像中國的許多事情一樣，鋼鐵行業一直在不停發展。五年內鋼鐵產量增長63%，以滿足建築業旺盛的需求。儘管人們越加擔心充裕的中國鋼材供應對全球市場的影響，但多數鋼材已被中國市場所消化。中國目前鋼鐵出口並未高於2006年。

產能過剩令人頭痛

根據麥格理數據，中國鋼鐵業的現金利潤率為負值。產能

從已發展國家的經驗，鐵路項目本身的回報率甚低且維修成本高昂。若投資項目超過一個國家所能吸收的投資增長，反而會快速惡化投資的效益，進而危害長期增長前景。試想像十年後鐵路老化維修，人口紅利比今天更少，人工和原材料價格大幅上升，社會沉沒成本難以想像。

重要挑戰是投資結構調整

中國的投資率必須下降到一個可持續水平，與此同時，另一個重要的挑戰是調整投資結構。多年來，房地產開發在中國的投資中佔GDP比重10%和總投資額25%，而更多的資源應該被配置到建設人力資本、提供公共品和促進創造力和創新的項目中。可是，調整投資結構將不可避免地引起投資增長放緩，至少在過渡期內如此，因而會拉低總體GDP的增長率。

何況歐洲和美國的經濟低迷立刻會對出口需求形成衝擊，勞動成本增加和人民幣升值也將不利於中國出口部分。毫無疑問，中國需要較慢但更好的增長。為了補償由此對GDP增長不利的衝擊，在出口增長仍受全球需求萎靡約束的情況下，消費必須出現迅速增加，而這一點很難實現。

儘管速度有所放緩，投資驅動模式的回報率將隨着體制改革而進一步提高。如何實現增長率放緩而不導致硬着陸是中國政府所面臨最嚴峻的挑戰。中國領導人不可能不惜風險地「加速經濟發展模式轉型」。就算中央政府確實如此，相信GDP增長數字的地方政府仍有可能勉力追求盡可能高的增長率。這就是為何大部分中國經濟學家在官方目標大幅下調的情況下仍預測2012年的增長率將遠高於8%。

利用率已從2000年初的逾95%降至去年的83%。如果低於90%，鋼鐵生產企業就很難擁有較高利潤。中國鋼鐵業的營運利潤率是全球最低之一，一些上市鋼鐵企業目前正將業務多元化，分散到養豬等副業。

關廠歇業是明顯的選擇，但在政治上並非如此。鋼鐵業僱用的員工數量非常龐大，地方政府願意讓工廠不停運轉。鋼鐵業目前有數百家地方鋼鐵廠，許多建廠地址很不合適，每年冬天因為天氣原因都要減產。

規模較小的民間鋼鐵廠不是大問題，其中的許多企業效率頗高，因為較之較大的國企競爭對手，他們在鐵礦石方面支出更多，而且更難獲得銀行貸款。但目前多數鐵礦石是以「現金」交易，因此大型鋼鐵企業通常沒有競爭力。

如果不關閉工廠，那麼鋼鐵市場要用很長時間才能達到供需平衡。假如中期內中國GDP每年增長6%，GDP每增長1%，就需要再多生產0.6%的鋼鐵。當前的產能為8.5億噸，但目前只利用了6.8億噸，要用六年時間才能實現產能全負荷運作。換句話說，中國鋼鐵業未來十年前景依舊黯淡。

股票掛鈎產品攻守皆宜

中銀國際證券股票衍生品執行董事

雷裕武

坊間一向對衍生工具或結構性產品的認識不深，投資者普遍把所有的掛上「衍生」或「結構性」名義的投資產品，一律視為碰不得的高風險玩意，但事實卻非如此，這些產品的條款差別頗大，風險回報各異。若從另一方面理解，衍生工具可為投資者提供另一條富彈性的投資出路，若能運用得宜，甚至有助個人理財的整體部署。

我們到餐廳用膳，餐桌上會擺放不同的餐具，在功用上各有不同。我們不會利用餐刀鋸扒，或以匙羹來切蛋糕。只有能掌握不同餐具的用途，互相配合，才能物盡其用。同樣道理，投資者如能成功掌握衍生投資產品的特性和用途，並藉以制訂適切現況的投資策略，往往能提升投資彈性，有望間接提高勝算。

市面流通的衍生產品，各有不同的投資特性、風險及獨特的投資時機，假若投資者在任何市況皆採用同一投資產品，回報很大程度會受到局限。例如當我們預期正股將於短時間內出現強力反彈，理應考慮購入正股或相關的認購證，ELI產品則提供固定回報，未能令投資者受惠。

同樣地，在市場缺乏明顯方向及投資氣氛淡靜時，認股權證並非合適工具，由於短線買賣機會缺乏，加上時間價值逐日流失，持貨成本增加，投資者可轉移考慮購入防守性較強的ELI，其投資回報或許有機會在投資期內跑贏正股。

近日環球股市被希臘政局引發的不明朗因素

所籠罩，港股經過大幅調整後，市場觀望氣氛濃厚，短期何去何從仍屬未知之數，較大機會趨向「選股不選市」的格局，出現不同板塊輪流炒作，對市場訊息異常敏感。筆者相信，認股權證市場仍是短線投資者的焦點所在，主要在於其透明度高，以及其簡便的槓桿買賣途徑，但預期投資者入市意慾仍有待市場氣氛配合。始終，目前並非一個如2007年「雞犬皆升」的瘋狂市況，投資者若以權證作短線買賣，或捕捉大市反彈，必須格外留神，嚴控入場碼以及嚴守止蝕是不變法門。

收息之餘或會折讓價購股

此外，由於銀行存款利息持續徘徊在低水平，資金在缺乏出路下，也有望流向一些風險較低的投資產品，如一些與個別藍籌股票掛鈎的ELI產品。假如投資者認為港股自高位已累積不少跌幅，現水平再度大跌的風險有限，或可考慮候低購入實力股份作長線投資，當然，資深投資者也可透過買入股票掛鈎ELI產品來持有相關股票，在收息之餘，或會以折讓價(即較最初市價為低的價格)購股。此類產品一般年期短，提供固定高息回報，而最大風險是接收掛鈎股份，因此，最重要的是投資者必須有接貨的心理準備，同時不能單單着眼於高息，而忽略掛鈎股份的基本因素。

筆者相信，最終市場贏家仍是一些對相關正股走勢有通透分析，能成功捕捉機會，並能掌握不同投資工具的投資者。可幸的是，市面出現的機會俯拾皆是，投資者只要努力發掘寶藏，緊貼市況，透過衍生產品去捕捉那些稍縱即逝的機會，仍是大有可為的。