

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

香港有必要恢復三級式住宅市場

在上任未滿月前，新任特首公布五招惠民政策，其中「重中之重」的當然是推出年度5,000個白表申請免補地價購入二手房屋和以十億元資助非政府機構興建青年宿舍。本文試從歷任特首政府房屋政策中分析，以史為鑑，取長補短，從而分析推出房屋策略的利弊，讓特區政府再優化現行政策。

市場一致看好回歸前景，於94至97年間香港樓價急升7成，令港人供樓佔工資比率創下歷史新高。回歸後，董特首決心幫助港人上車，毅然提出年產85,000個單位的宏大目標，希望10年內讓半數以上港人擁有自置居所，一舉解決殖民地政府的高地價政策。但碰上98年金融風暴和2003年香港沙士疫症，本港樓市每況愈下。2002年11月政府推出所謂「孫九招」，主旨是暫停拍賣、取消勾地和鐵路招標一年及即時叫停屋宇計劃。但這連串暫停行為已嚴重減少未來住宅供應，種下日後經濟回升擊起樓價上升的禍根。

以非常手段去叫停樓價向下的勢頭，董建華政府的短暫措施是可以理解的。但當曾蔭權上台後，特區政府碰上全球低息環境和信貸放鬆時代，本港樓市成為炒家樂園，大小住宅價格齊升，近年更升破97年高位，使市民上車夢變成愈走愈遠，加深人民怨氣。曾特首並沒有着眼根治樓價上升的基本問題，只推出SSD額外稅種、收緊樓按比率等限制樓花期內轉手，這些措施成功驅走炒家但同時大幅減少樓盤供應，使樓市繼續「乾升」，持續的樓宇需求推高價格。

從這些歷史中，大家不難明白樓市上升的基本原因是社會和經濟各項因素所產生的剛性居住要求未能得到適當土地供應量去消化，政府的短期行政手段只能拖慢樓價升勢，但缺盤情況使樓價持續乾升上車更遙遙無期。既然前兩屆政府已犯下眼光短淺的毛病，梁特首應吸取歷史教訓去徹底根治香港人的住屋問題。

面對市民「上車難」的困局，梁特首於出席7月中首次立法會特首答問大會時，立刻宣布首二宗房屋政策，以實際行動回應廣大市民的訴求。首先特區政府會於每年抽出5,000名白表申請者，在居屋第二市場購買未補價居屋單位，日後如在公開市場再出售

時才補回地價。這次政策主要願望是主動幫助每年5,000家庭更容易「上車」，但其政策成效則要視乎這些居屋業主願意放盤。

從現實情況以考量，這些居屋業主全是十年前購入單位，財政壓力不大令他們放盤意願不高。這些業主已步入中年，收入趨向穩定，另外家庭規模也應隨之增大，各項主觀條件鼓勵他們放盤上到私樓市場，但十年間私樓升幅遠遠高於居屋幅度，令他們「上私樓車」變得困難。如果單靠特區政府這項政策，從現實情況去考量5,000個名額能否達標仍然是未知之數。

特區政府另外一宗政策是資助非政府機構如東華三院、青年協會、女童軍總會等興建青年宿舍。首輪目標是提供3,000個住宿單位，有關建築費開支約10億元。申請人主要來自18-35歲以下在職單身青年和小量已婚夫婦，入息上限建議約1.7萬元(夫婦計雙倍)，總資產淨值限額上限約為26.5萬元，但申請人不能擁有香港住宅物業。

租金方面，當局擬收取同區同質量單位租金的5成至6成，租約開始2年，總租住期上限5年。這些青年宿舍地處市區或新市鎮中

心區，又租金有四至五成折扣，應該會受青年人歡迎，低廉租金可幫助他們省下首次置業的首付金額，但這項政策本身不能幫助平抑樓價上升的勢頭。試想如果樓價仍然五年內持續上升，省下4至5成市值租金未必能幫助支付首期上車。

這些推出的政策可以收到短期的功效，但未能根治樓價上升的核心問題，問題根源仍是持續的土地供應量。特區政府應考慮復建居屋，持續供應住宅用地，修改流拍的鐵路沿線土地再推出市場，研究「港人港地」政策，落實優化推首次置業按揭優惠政策，落實激活二手居屋市場，增建公屋以減輕輪候時間等等。特區政府應明白以往的三級式住宅市場(即公屋、居屋、私樓)是恒之有效，



圖為毗鄰香港仔南避風塘的居屋漁安苑。 資料圖片

恢復三級市場的正常供應量才是「長治久安」的。

市民應給政府充足時間去改革房屋政策，希望新政府能短期去解決十年遺留問題是不現實的。在充足特區財政儲備下，梁特首應「大刀闊斧」進行改革，我們支持你！

歐央行料入市買債壓息

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

西班牙之財政情況持續惡化，一旦尋求援助，以西班牙的經濟規模，潛在的資金需求將十分大。更有分析認為，歐洲金融穩定機制(EFSF)加上仍未運作的歐洲穩定機制(ESM)加起來的5,000億歐元資金，亦不足以應付其資金需要，逼使歐央行改變原本反對入市之立場。

歐央行官員近日頻頻釋出救市的訊息；歐央行官員諾沃特尼日前表示應考慮給ESM頒發銀行牌照。歐洲央行總裁德拉吉亦表示，將採取一切措施維持歐元區的完整性，包括降低成員國政府過高的借貸成本，意味著歐央行或準備買入西班牙及意大利國債，壓低財政疲弱國的借貸成本，市場信心得到提振，使西班牙及意大利國債息近日亦從高位大幅回落。

雖然歐債危機並非單單加大援助力度就能解決的問題，更需要的，是歐元區要作出制度上的改變，令財政狀況改善，回復其可持續性，但歐央行入市，可望穩定市場信心，對風險資產短線仍然有利。

購入南歐國債已逾2000億歐元

歐央行目前可以使用的工具之中，可能性最大的，應為債券購買計劃(SMP)。事實上，自2010年5月以來，歐央行已累計買入逾2,000億歐元的南歐國家債券，在短期內對穩定金融市場起了一定的作用。不過，過去幾個月歐央行已暫停了此計劃，隨著歐債危機再度惡化，歐央行重啟計劃的可能性不高。

至於在買債的做法上，歐央行更可選擇以設定某些目標，如維持部分財政疲弱國相對於德國同年期國債的息差於某一水平以下，限制了投資財政疲弱國國債的風險，從而吸引投資者，不過，這便變相歐央行作出無限買債的承諾，這將會是難以作出的決定。

除重啟債券購買計劃外，歐央行亦可選擇推出第三輪長期再融資計劃(LTRO)或是進一步下調利率，然而，在推出了兩輪長期再融資計劃後，對金融市場的效用似乎已有所遞減，加上此計劃需要透過銀行系統實施，惟西班牙及意大利部分銀行自身亦陷入危機，這將減低壓低財政疲弱國借貸成本之成效。

減息未必能刺激存款消費或投資

另外，在目前歐元區利率已降至歷史低位，惟歐洲投資者仍着重避險的情況下，減息未必能刺激投資者將存款用於消費或投資，因此，從歐央行的角度而言，重啟買債計劃應是較為可取的方案。

雖然歐央行態度改變，但入市計劃仍需要德國的支持才能成功，而德國上週五(27日)亦連同法國發表聯合聲明，稱將採取一切措施維持歐元區的完整性，然而，德國仍有官員繼續反對歐央行買債，聲稱這造成貨幣和財政政策的界線模糊，歐元區之政治爭拗繼續成為解決歐債危機之絆腳石。



圖為歐洲央行總部大樓。 新華社

權證街貨量 反映市場情緒

中銀國際證券股票衍生品部執行董事
雷裕武

隨著投資者教育日漸普及，投資者開始掌握權證流通量和街貨量，與其價格表現的密切關係。我們在過去數周已簡單介紹流通量的定義及重要性，也認識到此數據與發行人開價表現息息相關。另一重要分析數據——街貨量，近年始為市場重視，它代表了個別權證被市場吸納的實際數目，一般來說，街貨量愈高，市場的自然調節能力/供求協調運作愈佳，同時也代表投資情緒或市場氣氛也會逐漸主宰輪價走勢。

以往，散戶投資者普遍只會以成交量來論英雄，一窩蜂地追捧高成交的權證，但自從他們認識到權證的每日街貨量變化後，便可利用街貨量的多寡去分析個別權證表現。大家細心觀察，不難發現部分高成交量的權證，其街貨量可能頗低，亦有一些低成交量的權證，擁有極高的街貨量，到底當中有什麼玄機？就這方面，筆者將會在日後詳細探討。

街貨量愈高 發行人銷情愈理想

對發行人來說，街貨量是實際的銷售數據，亦即是投資者願意持有過夜的數量。當然，街貨量愈高，代表發行人的銷情愈理想。然而，作為投資者，街貨量的多寡對他們選擇權證條款又有何啟示？一些街貨量高的權證，除了反映捧場客眾多以外，又是否一定是「好輪」的保證？

權證的街貨量愈高，代表其市場持貨量已累積不少，極可能已成為市場焦點，以及眾多投資者談論的對象。話雖如此，也不一定代表它們的基本因素或條款吸引力較同類權證優勝，也許只可

反映平日買賣較為熱鬧，受到市場重視。投資者入市前，亦要配合其他條件進行綜合分析。

輪價較正股「先行」 風險極高

街貨量高的權證，優點當然是買賣極為容易，一般交投異常活躍，更特別的是，其價格往往反映出市場情緒起伏，故此這等權證間中會出現偏離理論價值的情況。例如，當市場一致看好和黃(0013)的短期表現，部分街貨量高的權證可能因需求劇增而上升，升幅甚至高於合理價格，同時，其價格更可能較正股「先行」。要緊記，買入此類權證，涉及極高的投資風險，特別是一些難以預測的市場因素如市場情緒，往往也非發行人的能力所能控制的。

只要細心觀察，我們不難看到一些街貨量極高，被市場吹捧為個別正股的指標權證，其表現卻往往跟正股走勢背道而馳，到底原因何在？這主要是由於市場供求力量失衡，即使股價上升，但持貨人一窩蜂地沽貨離場，其引伸波幅也會出現大幅波動。

相反，當正股出現大幅調整，一些熱門認購證的價格可能不跌反升，也許是因為投資者普遍認為正股短線向上的動力較大，而選擇繼續持有，甚至增持，間接為股證價格帶來支持。倘若正股最終扭轉跌勢而上升，投資者將會因着股證的槓桿效應，獲得更多的回報，這正是權證較正股先行的另一例證。

總的來說，街貨量可被視為市場情緒放大器，或可將市場對個別權證甚至相關正股的未來走勢顯示出來。至於投資者查核街貨量的途徑及其應用方法，下周再談。(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議)

美不同方案量寬 投資商機各異

AMD高乘財策劃董事兼行政總裁
曾慶璘

美國聯儲局自2011年10月開始推行規模4,000億美元的扭轉操作(OT)，賣出3年期以下的公債，買進期限6至30年的長期公債。這項方案在今年6月底到期。現時市場預期聯儲局將進一步推出第三輪量寬政策(QE3)，估計是進一步延遲加息周期和購買房貸抵押債券，繼續推低長息，有利樓市復甦。由於現時通脹預期有所舒緩，加上就業市場疲弱，聯儲局推出QE3的機會逐步上升。但今次QE3究竟會以哪種方式出現呢？

理論上OT可以持續壓低長債利率，又不會增加聯儲局的資產負債表規模，引發通脹的可能性較小。可是，從OT推出至今，看不出對就業與經濟增長上有何幫助。不論是消費借貸或是工商業借貸，都未見明顯增幅，就業增長也與執行前差異不大。OT既然是賣短債買長債，最顯著的影響便在債券利差上。近期利差再度下跌，很可能表示市場預期當局將推出OT2。惟聯儲局手持的短期債券數量有限，預期OT2的規模較小。

OT對金融市場的真正影響，恐怕與聯儲局想像的剛剛相反。聯儲局期待能壓抑長期利率，讓低利率持續促進樓市與企業蓬勃發展。不過目前美國10年債利率已低於1.8%，30年債利率2.9%，這與10年前日本長債利率相同。未來利率續跌的空間非常有限，但是短債利率已確實被扯高。

兩次推OT成效不太大

OT過去曾經實施過兩次，但似乎沒有太大的成效，尤其在現時金融工具發達的現代。市場早已有心理準備，利用各種金融工具與政府作對。這不僅對債市影響有限，聯儲局的超低利率政策和龐大公債持有部分造成不確定性，更同時傷害小企業信心和就業成長。過去的量化寬鬆政策令人



美聯儲局會否推QE3備受關注。 法新社

最擔憂的是釋放大量資金後所造成的嚴重通貨膨脹，甚至出現商品市場可能泡沫化的疑慮。然而，目前在全球經濟成長動能趨緩，特別是新興市場的需求降低，導致商品價格大幅回落之際，推動實質的經濟成長將成為重要焦點，在年底美國大選壓力下，實施QE3的可能性將提升。

讓經濟自然復甦會更好

聯儲局其實可採取不同的方案，如：不再推行公開市場操作或推出QE3或OT2。這些不同方案所引發的金融投資商機將有所差異，因此我們認為對於聯儲局是否推行QE3的判斷其實已經等於是對通貨膨脹的判斷、或對國際商品與原油價格的趨勢判斷。若商品與原物料價格持續高企，則靠拉高短期利率、壓低長期利率的OT可能是較佳的選擇，屆時投資者可考慮購買日圓股票與基金。相反，若商品與原物料價格已下跌，聯儲局則可能推出QE3。事實上，若聯儲局甚麼都不做，讓經濟自然復甦，或許是對全球更好的方法。美國目前就業與樓市均已溫和復甦，政府官員也大幅裁減超過50萬人，已不需要這些振苗助長的貨幣政策了。

內地房價八年後會下降

時富金融策略師
黎智凱

在內地，房價到底是漲是跌，中央政府的態度起了決定性作用。在凱恩斯的經濟學理論中，有一個核心理念，是「管理預期」。對於房地產，在一定時候確實需要政府「管理預期」，不能讓大家都相信今後房價仍會繼續上漲、無限的上漲。倘若大家預期房價會上漲，紛紛搶購，房地產泡沫就會越來越大。

中國房貸佔家庭收入比例過高

在筆者看來，房價泡沫帶來城市家庭高負債。理論上來講，房貸佔家庭收入的比例最恰當的比例是30%，如果絕大多數有房貸家庭房貸比例超過50%時，這個國家的經濟就是不健康的。

7月29日上午，獨立經濟學家謝國忠在廈門大學EMBA鼓浪嶼名家論壇上拋出「千萬別買房子，有空房子趕快賣掉」的觀點。他指出如果以房價與收入比算的話，中國的房價在全世界是最高的，香港的房價也高，但是房價收入比是15倍，而發達國家只有6倍，但是中國的北京、上海最高已經達到20倍、30倍。

人口老化 房價隨需求回落

筆者完全贊同這觀點。中國的房價現在已經高得很離譜。中國的房價也已到世界的最高水平了，無法與普通居民的收入水平相匹配，這顯然不合理。但是隨着勞動人口的下降、人口老齡化的增加，房價必然會有下跌的時候。

在內地，1996年之前人口自然增長率是千分之15左右，而1996年之後是千分之5左右，一下子減少了三分之二。2015年中國社會將進入老齡化階段，到2020年人口將會下降。



如果以房價與收入比算的話，中國的房價在全世界是最高的。 資料圖片

筆者認為，在「四二一」構成的金字塔家庭情況下，住房的需求會很少，而且目前中國城市裡居民住房自有率達到了90%以上，農村基本上是百分之百，中國人的自有住房率已接近世界的最高水平。如果從計劃生育政策和中國人口的老齡化趨勢來看中國房地產市場的走勢，接下來8年左右的時間，內地房地產需求是不大的，價格有相對有所下降。

另一方面，之前房地產泡沫部分原因是基於外資熱錢追逐人民幣升值，流入房地產市場。外資又利用本身稅收優惠，以及早前政府沒有限制外資炒房的相關政策，故房地產可以在短時間內形成泡沫。隨着人民幣升值預期減弱，加上國內需求減弱，預計外資對於內地房地產的需求將會減弱。