

「國五條」細則具針對性 利行業發展

太平金控・太平証券（香港）研究部主管
陳義明

百家觀點

國務院上周五公佈新一輪樓市調控執行細則，出招較預期快、力度較預期大。如出售物業要徵收買樓收益20%的所得稅，更進一步收緊第二套房樓按等。反映中央新領導層着手壓樓市的決心，昨天內房股因而急挫，港股大市亦受拖累下跌。

總體看，本次「國五條」細則有幾個看點：一是體現具針對性的區域差異化，而並非搞一刀切。細則指出，以穩定房價為目標，各地需根據各自的實際情況進行調整。房價漲得快地區，以限購、二套房貸限額和稅收三方面作適度調整，並同時加快供給；對供大於求的地區，則以採取穩定措施為主。

二是本次細則出台主要以抑制投資性需求為主。措施主要在稅收方面的改革。其中個

稅計徵模式由此前總價1%-2%與差價20%二選一模式，轉變為從嚴按照差額20%計徵。未滿五年房產交易的個稅稅費將由原政策的1%升至7.66%。有關調整整體上將抬升交易成本，將在短期內明顯削弱二手房置業需求，投資性需求將逐步被擠出市場。

三是本次細則提出了加快研究提出完善住房供應體系、健全房地產市場運行和監管機制的工作思路和政策框架。包括推進房地產

稅制改革，完善住房金融體系和住房用地供應機制，推進住宅產業化等一系列長期機制等。

長期看，隨着本次「國五條」細則的出台，此新一輪的調控有利於行業的發展，有助行業整合加速，可令房地產企業財務水準更趨審慎健康。工作思路和政策框架如果真正得到落實，將有助於改善房行業整體運營環境，從而起到穩定市場的作用。

預計政策出台後年內的整體銷售預期不樂觀。整體上，有關調整令投資性需求將逐步被擠出市場，不可避免短時間內使剛需改善性購房者持觀望態度，因而同時也壓抑了剛性需求，從而導致一段時機內成交量下降。

去年三、四線城市成交已首次負增長，落實細則後行業在第二季度的回落可能性較大。

但具體看，料一、二線城市的樓價下降空間有限，成交可望逐步回升；以抑制投資投機為目的調控，邊緣作用減弱，尤其一、二線城市剛需基數龐大，大幅提高交易成本，收緊限購和二套房貸限額的邊緣作用減弱。內地房地產商財務狀況多處健康水準，調控對龍頭公司影響相對較小。調控對於行業情況的影響，未來需關注新開工情況。

港股大市的運行與我們預計的一樣，上周的反彈是個小反彈。內地最新推出的房地產市場調控措施拖累內房股走低，大市昨天以此借勢作進一步的調整。



■分析認為，內地一、二線城市的剛需基數龐大，預計樓價下降的空間將有限。圖為廣東的樓市售樓處。 資料圖片

內房新招或進一步推高房價

時富金融策略師
黎智凱

這兩天，上海北京等地多個房地產交易中心窗口前都排起了長長的隊伍。原因在於3月1日，《國務院辦公廳關於繼續做好房地產市場調控工作的通知》發佈，這一政策被稱為「國五條」實施細則。政策中進一步提高第二套住房貸款的首付款比例和貸款利率，出售自有住房按轉讓所得20%計徵個稅。

受房地產新政的影響，周一滬指暴跌3.65%，創2010年11月12日以來最大跌幅。住建部部長姜偉新在駐地遭遇媒體圍堵，面對記者關於新「國五條」是否會進一步推高樓價的質疑，他說：「政策剛出來，我們試一段再說吧。」

筆者從來不反對調控房價，但是調控必須從根本上解決。儘管此政策被稱為為樓市調控十年以來最犀利狠招，但並非新政，只不過是舊稅收政策的重申。對於個人轉讓住房，如何繳稅的問題，最早出現在《個人所得稅法》的規定中，個人出售自有住房取得的所得，應按「財產轉讓所得」項目計徵個人所得稅，稅率為20%。

取消勾地制度乃明智之舉

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

梁振英政府施政一大亮點是主力打壓不斷趨升的特區樓價！除了最近的「雙辣招」大幅增加住宅和非住宅印花稅外，發展局於二月尾正式宣佈取消勾地制度，重奪本港土地供應主導權，實是明智的政策選擇。

勾地制度始於九十年代末金融危機後，當時香港物業樓價大幅回落，政府以勾地去取代土地公開拍賣來減少如果土地價值大幅回落或拍賣時產生「流拍」收回對市場的負面影響。有興趣發展商先向政府申請勾地，但如果出價仍未達政府最低要求，則是次勾地申請會被否決。

在每個政府財政年度，地政署先宣佈全年勾地表，發展商有絕對自主權不參與，政府只有勾地計劃但沒有把握每年能賣土地數量，變成不可能恒久地推出土地來平衡價格。今次的政策調整正好重新掌控土地買賣的主導權，有效地可依照市場需求來適當推地使價格受控。

去年成功申請比率創新低

回顧過去三個財政年度，2010/11、11/12及12/13年勾地表上分別放置了62、52和47幅地，而勾地申請只有22、11和7宗，成功申請更低見8、5和2宗，成功申請比率只有4%至12%，去年更創歷史新低的4%，反映制度已「名存實亡」。

回顧一下這些被成功勾出土地全是優質土地，但「勾出價」和最後成交價卻大多相比市場估價「低水」，這

部分相關專家認為，「國五條」及實施細則進一步明確了調控從嚴的基調，對市場供應及成交都會產生明顯影響。隨着地方調控細則的陸續公佈，「一路高漲」的房地產市場可能有所降溫。

筆者認為，20%所得稅將同時抑制投機和剛性需求，剛需或將轉向新開樓盤，同時租房市場價格或將進一步提高。原因在於徵收20%交易所得稅其稅收成本還是由買者來承擔。如按照這種方式交易，將提高二手房的交易成本，二手房交易的重稅會讓更多的人轉向一手房交易市場，極大提高了首次置業人群的購房成本，這樣就使得更多剛性需求的購房者買不起房子，從而進一步促進租賃市場的發展，更進一步的推高房價。

中國總體的城鎮化水平還很低，從這幾年的走勢看，房價水平一直呈現上升趨勢，原因何在？是幾年來一些合理需求被限購限貸政策嚴重擠壓、推後，在無法承受時的爆發，是一種報復性的反彈。回顧10年房價，9次調控，屢調屢高。在筆者看來，如果不能對其科學認識，不能夠採取確實有利於剛需購房者的措施，僅僅只是一味的打壓，不但達不到目的，還將製造房價下一輪的暴漲。

說明發展商只會選擇支付自身感覺合理地價去入標。她們出價肯定偏向保守，而且投標方式缺乏競爭性，世界上沒有買家願意接納頭標遠高於其他標價的情形。勾地制度逐漸變成不是政府可以取得取高土地價格的方法，而且市場人士對此制度失去興趣。

照政府財政預算案和發展局最新資料，2013/14年政府提供56幅用地，其中46幅住宅地可提供1.36萬伙，首季先推約2,400伙。再者，西鐵、港鐵、私人土地修訂和其他項目再加添約1.22萬伙，尤以兩鐵項目是「主菜」共佔5,700伙，約46.7%。如果讀者仔細分析，即政府主動賣地和半公營機構供地可「保證」了約19,300伙的「供應量」，政府會更有效地支配未來的住宅土地供應。

在過去的賣地表中，政府都是主力提供較大型住宅用地，這令到中小型發展商不易「入市」。在首季度可推出的住宅土地表中，大家可以發現估價在十億以下共有四幅，能夠方便中小型地產商競投，而且分佈地區較廣泛，如將軍澳、屯門、沙田、大嶼山長沙和何文田，可供不同實力和地區開發商選擇。這些土地主要位於「非豪宅」地區，地產商會主力興建中小型住宅，有助增加「上車盤」供應量，這正好配合最新「雙辣招」的扶助上車一族和換樓一族的政策導向，值得市民一讚。

特區政府必須恒久地提供住宅土地使市場參與人士改變「樓價只有升沒有跌」的頑固思維，好讓市場重新納入正軌。試問低供應量問題是由來匪淺的，現任特區政府只可換上五年時間才可「撥亂反正」，請市民多包容給予空間吧！

華盛頓州雷德蒙（Redmond）的財富均值實現了翻一番，原因是基於比爾·蓋茨（Bill Gates）一個人的成功。1970年蓋茨收入不過50,000美元，而1980年已大幅增加至5,000萬美元。如此，說雷德蒙平均收入在10年中翻一番還有意義嗎？其他人的收入可一點也沒有變化。而中值在十年中保持不變，就更能描述這一社區的平均收入了。

考慮以下股市情形：100名股東，每人持有A公司100股，持有期為三年。三年後，他們把股票賣給其他投資者，後者又持有三年，然後再賣出，每名股東的平均持有期是三年。接着，90人和往常一樣，持有三年，但另外10人僅持有4個月後就把持股賣給新股東。你可能因此認為A公司股票的平均持有期只有20個月，而在美好的舊時代，平均持有期則為36個月。換句話說，持有期幾近折半。而如果我们認為管理者把前所未有的精力都集中在季度結果，這個可能就是主因。

但若有90%的股東和往常一樣，他們的持有時長並未縮短以及並非均勻分佈在中值兩側（Normal Distribution），則平均值就不能恰當地描述總體以及總體隨時間發生的變化。越來越多的證據表明，股票市場正是如此。美國的核心股票持有者的持股期在1985至2010年的25年中有所上升。1985年，美國的股票持有期為1.2年；而在2010年則增加到1.5年。一小撮快進快出的股票交易者也許極大地縮短了持股期均值，但大部分美國傳統持股者的持有期並沒有變化。

美自動減支啟動 短線影響不大

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

美國兩黨之間的矛盾繼續為市場帶來不確定性，美國民主共和兩黨因未達成共識，令美國總額850億美元的自動減支機制啟動，美國政府開支減少，或為目前正在復甦的經濟造成一定的阻礙。不過，市場當日的反應則相對平淡，風險資產未有出現一面倒下跌的情況，反映市場恐慌情緒的VIX指數更出現下跌，未有為市場帶來衝擊。

在目前的自動減支方案中，當中一半將會貢獻自削減國防開支，另一半則會在減少包括醫療、教育在內的國內事務及福利項目身上。就國內事務及福利項目方面，與民生相關的民航管理、教育、國家公園及衛生防疫等部門，將需要面對裁員減薪以及強制休假，其他部門的公務員亦會受到波及，最後更可能有部分政府機關會縮短辦公時間。

而國防開支方面，市場則對此早已有心理準備；自從伊拉克戰爭結束，中東局勢轉趨穩定，加上拉登最終被美軍擊斃，美國派駐海外的士兵需求減少，國防開支亦相應減少，美國國防部早已公布了減少美軍訓練、軍機飛行等方案。

規模相對財政預算十分有限

事實上，850億美元的自動減支規模，相對於美國聯邦政府的財政預算3.55萬億美元，

實在不多，僅佔其中的2.4%，對比美國一年的國民生產總值更是小毛見大毛，因此，減支對美國經濟的總體影響不大。更重要的一點是，850億美元的減支基礎，是在未來一年間，兩黨一直不肯妥協，才會在未來一年累計減支850億美元，意味着若兩黨有一天妥協，減支的金額將會低於此。

因此，國際貨幣基金組織預計自動減支將會令美國今年經濟增長降低最少0.5個百分點，似乎是過分悲觀，加上奧巴馬成功連任後，選民反應變得較為次要，民主黨與共和黨妥協變得迫切，這亦是為什麼奧巴馬在自動減支限期前對此的緊張程度較過往如「財政懸崖」談判為低。

當然，這並不代表兩黨可一直不妥協，讓減支方案持續，因為，十年內減少1.2萬億美元開支，其累計效應將會對美國經濟造成較明顯的衝擊，這是美國政府不得不提防的。

而觀乎過往的談判歷史，美國兩黨需要到最後一刻，出現嚴重後果前，才會作出妥協，並將幾個重大問題捆綁在一起，譜出解決方案，而本月底3月27日將會是兩黨達成共識的「機會」；當日支持美國聯邦政府財政的法案將會過期，而國會將需要為此尋求解決方案，若屆時未能建成延長期限的協議，美國政府或需要暫時關閉部分機關，出現此情況在美國歷史上並不罕見，但這很有機會為市場帶來恐慌，並為兩黨作出妥協帶來機會。

剖析長期窩輪部署

中銀國際證券股票衍生產品執行董事
雷裕武

一直以來，窩輪被視為與時間競賽的產品，在時間值每日流逝下，投資買賣必須速戰速決。近年市場出現的長期輪，數量漸多，截至上周五，在2016年到期的窩輪便有16隻，其中匯控輪佔5隻，另有5隻與A股ETF掛鉤，其餘掛鉤資產包括中石化（0386）、長實（0001）及二線股如恒安（1044）等，而「最長命」的窩輪為保協（3800）認購證，2016年11月才到期，計算下來，其「壽命」尚餘1300餘日。倘若計算2015年或之後才到期的，選擇更多，涵蓋的相關資產更廣，除恒指和重磅股外，當中也有熱門的中資股。

一般來說，長期輪的槓桿較低，以2016年到期的條款為例，槓桿僅2—4倍不等，但優點在於時間值損耗較慢，即使短期看錯方向，只要中線看法正確，仍有獲利機會，這正好補足了窩輪只能作即市買賣的限制。到底什麼投資者適合長期輪？其一是那些預期個別指數或股份將有異動，但何時入市的投資者；同時也適合一些不太緊貼市場，期望能避開短期市場波動的投資者，長期輪也可視為值得考

慮的槓桿部署。

雖然長期輪在時間及幅度上，為投資者提供較多的彈性，但要留意的是，其價格較短期輪更受引伸波幅變化影響，因此，投資者在揀長期輪時，要多比較，避開個別引伸波幅過高的條款，即使市場波幅出現變化，影響也相對輕微。

較貼價條款為首選

在揀選長期輪時，應以價外抑或價內較好，這視乎投資者的個人喜好，以及對後市看法。要知道，長期輪的時間值已高，若再加上價內較高的內在值，輪價將會相對偏貴，槓桿也會較低，影響吸引力。筆者建議，市場上如有選擇，應以貼價（即行使價與正股價相近）或輕微價外條款為首選，值博率相對較高，當然，也要留意街貨量的高低。

至於成交量方面，長期輪的成交額一般較少，交投也不及短期窩輪活躍，這也是可理解的，因為一般槓桿較低，難以吸引即市炒家參與買賣，反而獲得較多中線投資者垂青，故此，發行人的開價積極性便更為重要，建議投資者入市前先多觀察留意，甚至貨比三家，再作決定。

（以上資料只供參考，並不構成任何投資建議）

聖誕新年激活零售業黃金檔期

筆克主席
謝松發

每年聖誕及新年的月份均是零售業的黃金季節，據零售管理協會公佈的數字，去年12月單月的銷售額只有約9%增長，不及以往两年的雙位數升幅，此反映市道未如早兩年暢旺，然而我更相信突破佳績難免存在相當的阻力；更加上農曆新年延至二月有可能為零售業帶來較長的旺季，也有可能令市民的購買力分散，待三月中公佈的最新一月份零售數字是升是跌自有分曉。

各大商場每年聖誕及新年已費盡心思，以往只是一棵聖誕樹或一棵桃花年桔，今年要求新意，要設計美輪美奐的佈置，甚至希望以賣點吸引人流，贏得口碑之外，更期望旺丁旺財。筆克今年的主要挑戰來自多方面：主題及概念要突出，與別不同；年

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。