

樓價下半年會否大跌？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

根據政府數據顯示，今年上半年香港樓市是創了十二年來每半年成交紀錄的新低數字！在今年上半年，全港一共錄得38,702宗物業買賣登記，涉及金額約2,496億元，較2012年下半年分別大幅下跌36%及28%，但期間香港整體樓價並沒有出現大幅回順情形，與交投淡靜市道不相符。

在房屋政策「傾斜」的引導下，最近只有基層市民「上車」，其他投資者（無論短線或長線）或換樓客全是「靠邊站」，資金大部分流入首置市場。樓市淡靜已嚴重影響從業員生計，他們發動7月7日大型抗議行動，促使政府盡快調整樓市辣招令成交量回復正常水平，但似乎政府對當前本地樓價仍感覺「不合理地高企」，各主要財金和房屋/土地主管官員仍重申或會再出招冷卻樓市。

房屋/土地主管官員更主動公布本港未來十年的房屋政策，新界東北重整整體土地規劃/密度方案、延長樓花期新規定及下半年賣地計劃表等等。廣大讀者心中會發問下半年香港樓價何去何從呢？大跌？微調？持平？本文試圖作合理估算！

縱觀世界宏觀經濟，下半年經濟趨向不明朗。自2008年金融海嘯後，美國經濟經過五年持續改善下已確實有復甦跡象，近期更傳來聯儲局「試水式」公布考慮快將

完結第三次量化寬鬆，並開始步入加息期，已使全球金股匯市場產生震盪。

再者全球第二大經濟體的中國的未來經濟政策方向也備受關注！踏入七月，中國國務院會在月中的常會上就年中經濟形勢進行分析及發表報告，市場關注新領導班子會否重新定調未來十年經濟發展大方向，不再只注重量的突破，還是改為提升經濟發展質素去邁步至一個適合國情的可持續經濟發展模式呢？這可能意味着GDP的目標會由7.5%再下降呢？無論美息向上或中國經濟增長放緩都是利淡本港樓價的因素，但這些因素會否導致短期大跌呢？

在上月底，發展局局長陳茂波顯示下季政府賣地計劃，共九幅住宅用地，其中六幅是限量地，是歷來季度中比重最高的，但可建單位只有約2,500伙，按季下跌近20%。為力保每年推地可建兩萬伙供應目標，政府除了大量加重限量地比重外，更增設「後備」賣地表及將

預售樓花期延長至30個月，期望可以明顯增加供應，以穩定樓價。

此外，運輸及房屋局局長張炳良最近表明未來十年本港房屋政策會以公營主導樓市，公私營樓供應比例傾向六四比；而經過修訂後的新界東北住屋比例也是公營樓宇供應過半，這些因素意味着本港私人住宅供應量會定調為短期供應不足及中長期趨降的大方向，供應量不會長期趨升已是鐵一般事實！

在未來六個月，宏觀國際形勢改變是「利淡」本地樓價因素，熱錢會紛紛流出亞洲而轉入美國，但本港的短期供應則可能會限制樓價下跌幅度！可以預期，全球利息只會逐漸上升，對樓價打擊程度是「漸進形式」的。反而政府的辣招執行時間長短會是最直接的，如其他國家貨幣寬政策一樣，「下手容易、收手困難」，如何促使政府收起辣招才是樓市決定性因素！

正如政府房屋/土地官員所說，辣招只會在正常供應下結束任務，則這項政策起碼壽命到2014年尾，這個「樓價橫行、交投淡靜」局面還會維持最少六個月或以上，地產行業繼續「無運行」，從業員必須「自求多



■上半年樓市創下12年來成交紀錄的新低數字。彭博社福！既然如特首在七月一日慶祝酒會中所言，政府已經成功改變樓價只升不跌的市民預期，現在理應研究如何優化樓宇貸款計劃去幫助「未上車人士」置業，並且時刻監察特區樓價走向，適時適度放寬辣招規模，使樓市交易量逐漸回復合理水平。

請不要試圖一次性結束所有辣招政策，大家從歷史經驗中知道後遺症會太大，使整體經濟的損害非常可怕！在衡量過本身借款能力後，市民可以考慮自置居所自住，畢竟本港的樓宇是其中一種最可靠的投資工具，並且是中國人所追求的！

就業數據佳 伯老講話料傾向退市

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

上周美國公布的多項就業數據，均超出市場預期，ADP 6月份私營就業按月增加18萬8,000個，遠勝市場預期的增加16萬個；非農業職位增加19.5萬個，遠勝預期的16.5萬個，而4月及5月份新增職位亦向上修訂共7萬人。

雖然，上月失業率維持7.6%不變，但配合就業人數增加的情況看，失業率不變主要是由於更多的人開始重新尋找工作，整體就業市場的情況，明顯是處於較強的復甦期。

現時回過頭看，過去兩個月，聯儲局向市場「滲出」其退市的想法和路線圖，應可算是有效調節了市場的期望，避免市場因突然察覺就業市場改善時，才驚覺聯儲局可能提早退市而令金融市場出現混亂。

而目前市場正觀望將於周三（7月10日）公布的聯儲局會議紀錄，當日聯儲局主席伯南克亦將出席美國國家經濟研究局（NBER）會議並發表講話，預期投資者將繼續尋找退市相關的評論，而聯儲局亦將繼續強調其貨幣政策具有的彈性，以緩解市場對退市可能使經濟復甦無以為繼的憂慮。

值得一提的是，聯儲局官員近一個月以來為「退市」預期降溫，多次強調縮減買債規模並不同回收緊貨幣政策，暗示

尚有一段較長時間將維持低息環境；可以相信，在未來一段時間內，聯儲局將反覆重申這一訊息，以逐漸使其成為市場共識，以達到量寬「軟着陸」的效果。

市場預期能源需求將逐漸復甦

事實上，隨着市場逐漸消化聯儲局退市的因素，各種資產亦有跡象從最初的「去槓桿」操作，開始轉向較分歧的表現，在上周美國公布強勁就業數據後，部分資產如國債及貴金屬雖仍出現明顯下跌，但事實上，歐美股市並未受明顯影響，仍延續上月下旬開始的反彈，而油價更轉趨強勢，布蘭特期油升近三個月新高，而紐約期油更突破了過去一年的區間，創14個月新高，顯示市場預期能源需求將逐漸復甦。

值得一提的是，雖然美匯近一個月明顯上升，但港匯卻是比美匯更強，美元兌港幣從上月中7.766的高位，反覆回落至上周7.7522的低位，顯示資金正流入香港市場；某程度上，反映因預期聯儲局退市而進行的「拆倉」，或已告一段落。

話說回頭，雖然聯儲局未來一段長時間內將繼續調整市場的預期，但面對近日美股的漲勢，顯示美國投資者對退市的承受力已較強，在這情況下，伯南克周三的講話，或較為傾向強調退市的需要，以降低市場的期望。

中國A股路在何方？

時富金融策略師
黎智凱

日前中國國務院公佈《關於金融支持經濟結構調整和轉型升級的指導意見》，以「金融服務實體經濟」為指導，以「用好增量、盤活存量」為核心。所謂的「盤活存量」十項重點措施包括：發揮貨幣政策工具的引導作用；創新外匯儲備運用；探索發行企業優先股；定向開展重組企業的併購貸款；探索發展併購投資基金；擴大不良貸款處置自主權；逐步推進信貸資產證券化常規化發展；拓寬保險資金運用範圍；引導銀行理財產品對接實體項目；擴大民間資本進入金融業。

在筆者看來，經濟面臨「結構性矛盾」，「資金分佈不合理」，是本次《意見》出台的最重要背景。正是這個結構性矛盾，使大量收入、資源沉積在少數人和部門手裡，無法形成現實的消費與投資。使大量的資金放在不該放的地方，金融脫離了實體經濟。但是要觸動深層次的「利益」靈魂，要靠財稅體制改革調結構才是正道，但因涉及到多方利益集團，其過程是艱辛的。就像當下A股市場一樣，暴雨式的跌跌不休，IPO還將繼續。

7月1日公佈的中國5月份製造業調查數據顯示，工廠產出增長已經開始放緩，新訂單數量顯著下降。而在此之前，內地政府

連續數周收緊信貸市場。政府方面對中國採購經理人指數（PMI）跌至4個月低點的消息無動於衷——房價是一路猛漲，A股是一路暴跌。

更糟糕的是，國外投資者開始撤離中國A股市場。據數據提供商EPRF表示，過去18周中，國際資金有16周是淨撤離中國A股市場。而在6月的前五個交易日就累計撤出8.34億美元，創2008年1月份金融危機爆發以來的最大流出規模。7月8日A股市場再次迎來了暴跌，不禁會讓人問，A股市場將走向何處去？

股票跌逾80%比比皆是

在筆者看來，國外投資者撤離中國A股市場，是對中國股市投下的否定之票，是對中國經濟增長前景投下的不信任之票。筆者同感，在中國內地，最大的泡沫就是房地產房價，但調控政策屢次失靈，越調就漲，而與之相反的A股市場，卻總以一個暴跌結局。前期A股創下了投資者所說的「鴉片底」——1,849點，自從2007年到現在，股票跌幅80%大把，甚至類似中國遠洋這類跌幅高達96%的股票還在市場交易，不見退市；而今新股IPO還將前赴後繼。這無疑給本已跌跌不休的中國A股市場雪上加霜。為此筆者對中國領導層的不作為感到憂心，對於中國A股市場走向感到憂心。

《國十條》積極務實且及時

太平金控、太平証券（香港）研究部主管
陳羨明

7月5日我們在本欄為文，題目是「中央力促資金流向實體經濟」。文章指出：「事實上，在經濟下行壓力加大，貨幣政策從緊難免進一步削弱市場信心的環境下，上月中央卻有意續勒緊政策，主動炮製錢荒，藉危機揭示銀行濫貸、流動性空轉等金融亂象，直搗金融病灶，以倒逼經濟改革。」並提出了問題：「儘管李克強強調『盤活存量』，但若經濟無法形成新的增長點，資金就難以流向實體經濟，形勢發展便難於樂觀」。最後我們預測：「人民銀行本周推出向小微企業定向信貸的120億元人民幣再貼現額度。預計類似的促經改、助新產業的針對性措施應陸續有來。」

7月5日下午，國務院辦公廳發文公佈《關於金融支援經濟結構調整和轉型升級的指導意見》，這份被稱為金融的《國十條》，力圖打破經濟和金融發展失衡的困局，對如何建立多層次資本市場、修正金融資源不流向實體經濟的結構性紕漏，給小微企業一條獲得合理信貸的路等，提出了方式方法。其由國務院辦公廳發出通知落實，表明這一政策的重要性超過一般國務院常務會議的政策。

政策出台的背離是目前經濟與金融存在一定的背離。其中包括：貨幣增速回升，而經濟增長回落；另一方面，大企業可以通過金融市場獲得較低成本的資金而進行套利，而中小企業融資難且成本高，即信貸結構不合理。這種背離存在蘊含一定的風險，不利於經濟正常運行。

政策通過金融改革實現資源優化配置。由於存在上述的金融

扭曲現象，因而造成經濟結構不合理。例如許多大企業通過容易得來的低成本資金去生產，往往造成相應行業的產能過剩。對此，《國十條》加大結構性政策力度，其指出：繼續支援先進製造業、戰略性現代資訊等新興產業培養新的增長點；勞動密集型和服務業、傳統產業需改造升級；嚴控產能嚴重過剩行業的新增信貸投放；即便對傳統產能過剩行業的信貸需求，也要差別化對待；對整合過剩產能的企業定向開展併購貸款。

政策冀增強經濟活力

政策提出要發展多層次金融和推動利率市場化，以增強經濟活力。由於當前的資本市場和信貸體系制約了小微企業的發展，造成經濟發展缺乏活力。對如何增強經濟活力，《國十條》指出：「要發展多層次資本市場，整合金融資源支援小微企業發展」。事實上，發展直接融資，弱化銀行貸款融資，有助控制貨幣增量，紓緩已擴張至超過一百萬億元廣義貨幣供應量的規模。利率市場化是解決資金配置扭曲的關鍵措施，鼓勵民間資本進入金融行業可以打破金融行業的壟斷，也有助於市場利率的形成，將提高經濟效率和激發長期增長潛力。

很顯然，上月的「錢荒」作為示範，其效果展現了內地銀行信貸限期及結構錯配的風險，折射出銀行流動性及信貸管理的不足，反映了目前遇到的經濟結構性失衡的困局。本月出台的金融《國十條》則力圖糾正種種紕漏，解決了我們上文提到的、如何「盤活存量」、形成新的經濟增長點，以及將資金引向實體經濟的問題。《國十條》無疑是積極務實、且及時的政策。

美國樓市維持上升趨勢

AMID尚乘財策劃董事兼行政總裁
曾慶臻

本月初公布的中國官方及匯豐中國6月份採購經理人指數雙雙回落，反映中國經濟放緩，相信要等到第三季完結或會好轉過來。美國股市2013年至今仍處於強勁的格局。美國樓市方面，標準普爾/CS房價指數報告顯示，今年4月份美國20大城市房價按年上漲12.1%，顯示復甦進展良好。

根據2013年第三季數字，美國房地產市場代表國內生產總值（GDP）的2.5%，即GDP增長率的10%。因此，美國房地產的盛與衰，將直接影響美國整體經濟復甦。然而，近期出現了以下兩項正面的挑戰。

第一，新屋動工件數從2011至2012年增長達66%至約91萬套水平，至2013年新屋動工平均也繼續有明顯增長，但仍然低於金融海嘯前以年率計算的120萬至150萬套。據美國商務部數字，5月份售出的新建住宅當中有約36%是未開始興建的。新屋動工是房屋市場較為重要的一個指標，計算私人住宅的興建率。若建築產量可被突破，將能夠增加建築業和其他受惠行業的就業人數和產出。

第二，在美聯儲發表有關可能放慢債券購買力度的言論後，美國30年按揭利率大幅上升至4%以上。加上，自2012年按揭規則收緊，貸款

將變得難，可影響最近房價的復甦，並間接減少市民可消費的儲蓄。

儘管以上的挑戰，筆者認為2013年美國樓市將會繼續好轉。

消費市場信心已回升

建築業將會為經濟帶來一個連鎖性的良好效果。製造業新訂單總額連續兩個月上升，5月份按月增長2.1%，經修訂後4月份按月增長1%。看細分，包括機械、電腦及電子產品、電氣設備及零部件訂單也出現上漲。從2012年末至今，製造業新訂單按月增或減的幅度大增，明顯反映消費市場信心已回升，惟希望這個幅度可以繼續維持。目前住房建築未能追上需求，相信只是資本包括人手方面的短暫性短缺而已。

按揭利率升至4%以上，會否威脅住房市場復甦？利率上升，消費者收入和市場就業人口也將攀升。最新的消費者信心指數創5年多新高，收入數據也有回升。從消費者角度，這兩項因素相較利率上升的因素來得緊要。加上，房價上升的趨勢，也將抵銷了利率上升的影響。5月份新建住宅銷量成長2.1%，遠超過預期，並達到近5年來最高水準；顯示住房市場持續增強。

因此，從房價、新屋動工率 and 正面的消費者信心支持下，美國樓市在餘下的2013年將會維持上升的趨勢。

如何釐訂窩輪價值？

中銀國際證券股票衍生品部執行董事
雷裕武

早前筆者談及部分沒有經驗的投資新手，誤以為窩輪銀碼低，涉及風險也自然低，因此選擇以此代替正股入市，結果承擔過度風險。其實，投資者買賣正股，考慮要點不外乎股票的基本因素、營運狀況和派息歷史等，雖然窩輪價格一般只是一毫幾仙，影響價格的因素卻相對繁複，筆者建議投資者應先有買賣股票的經驗，才參與窩輪投資。

到底窩輪定價有甚麼影響因素？簡言之，主要有5方面，包括掛鈎資產價格、距離到期日時間、波幅、預測股息、利率等，每個因素的任何變動，都會影響窩輪價值，當中亦以正股價格及波幅的轉變，影響最為明顯，而利率的影響則相對輕微。正因為窩輪的定價因素眾多，或可解釋窩輪價格有時會跟不上正股，甚至背道而馳的現象。到底每個定價因素與窩輪價格的關係，就讓筆者與讀者們一齊探討。

掛鈎資產價格：一般來說，掛鈎資產表現是推動窩輪價格轉變的主要火車頭。投資者入市買窩輪，一定要對相關資產有短期、甚至超短期的看法，只要成功預測價格走勢，無論看好或看淡，均有機會透過買賣窩輪獲利。理論上，相關資產價格上升，認購證便會升值；反之，認購證價格便會下跌。認沽證的情況則剛好相反，股價下跌將有利於認沽證價格表現，而當股價上升，認沽證價格便會受壓。一旦正股表現牛皮，窩輪便會受時間值損毀而輕微下調，因此窩輪不宜被持有。

距離到期日時間：距離到期日的時間愈

長，窩輪的時間值就會愈高，因為投資者將有更多時間去捕捉資產價格波動，在最佳時機獲利。然而，時間值會隨著窩輪有效期縮短而逐步下跌，直至在到期時完全消失，投資者也可視為持有窩輪的部分成本。

「末日窩輪」風險頗高

此外，愈接近到期日，時間值損耗的速度也越來越快，因此，持有接近到期的「末日窩輪」，危險性頗高，即使其內在價值維持不變，但由於時間值不斷減少，認股證的整體價格無可避免會下跌，走勢或較預期遜色，投資者不可忽略。

波幅：波幅指相關資產價格變動的幅度，可理解為市場變化的「速度」。當資產價格走勢牛皮或不變，市場波幅自然下降，買賣窩輪的價值率也為減低。相反，當價格走勢出現明顯變化，或市場即市波幅大幅提高，投資者透過買賣窩輪獲利的機會也大大增加，這也是不少投資者所期待的。此外，波幅是正股價格之外，影響窩輪走勢的主要因素，當資產價格的波幅愈高，代表窩輪在到期日前進入價內狀態的機會愈大，無論是持有認購或認沽證，價值也愈高。

預期股息：早前提及，窩輪投資者是不會獲派正股股息，而輪價也不會受到股息影響。發行人在發行窩輪時，一般將投資期內可能派發的股息計算在內。不過，如果正股派息與預期出現偏差，窩輪價格將會無可避免地受到影響，例如，假如相關資產派息突然增加，正股受除息因素增加，對認購證有負面影響。

（以上資料只供參考，並不構成任何投資建議）

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。