

租金回報率跌至新低水平

中環香港高級經濟研究員

蔡永雄

財經述評

香港的住宅物業除了是市民大眾的居所外，亦是市民一生最大的投資，故社會對本港樓價走勢甚為關注。因此，亦可以從投資的角度來分析目前住宅樓價的水平。在衡量住宅物業是否值得投資時，一般會以其租金回報率及風險水平與其他投資產品作出比較。

樓市已上升近12年

在金融海嘯過後，全球主要央行已把其基準利率降至零或負利率的水平，並推出量化寬鬆措施，使貨幣環境在接近零息時仍可進一步寬鬆。在這個背景下，全球主要資產市場的投資回報率均隨基準利率一同下跌，令不同年期和質素的國債和企業債息率，以至股息率持續下滑，股價和樓價則紛紛上升。香港實行聯繫匯率，港息必須跟隨美息下調，吸引了數輪國際資金流入本港。雖然本港股市相比

環球其他股市的估值仍然偏低，但樓市已上升了接近十二年，租金回報率亦跟隨基準利率跌至新低水平。

根據差餉物業估價署的數據，私人住宅的租金回報率創下歷史新低水平。甲類(實用面積40平方米以下)和丁類(100平方米至159.9平方米)住宅的租金回報率分別於2003年樓市低迷時創下6.5%及5.1%的高峰，隨後逐步回落至目前2.9%及2.3%的新低。

事實上，香港銀行的最優惠利率於2008年11月金融海嘯期間已跟隨美國減至5%的低位，之後便一直再沒有減息，但甲類和丁類住宅的回報率則由2008年底的4.8%及3.6%持續下跌至目前的2.9%及2.3%。

除此之外，還可以把私人住宅租金回報率與恒生指數股息率及美國十年期國庫債券息率作比較。當中恒生指數的股息率於2003年6月、2008年12月和2015年6月分別為3.99%、4.93%及3.46%，分別較甲類住宅租金回報率低2.51%，高0.13%及高0.56%。

再與美國十年期國庫債券息率比較，其於2003年6月、2008年12月和2015年6月分別為3.51%、2.21%及2.35%，分別較甲類住宅租金回報率低2.99%、2.59%及0.55%。由此可見，私人住宅租金回報率與股市和債市等比較，其息差在金融海嘯後已明顯收窄，由以往較市場認為無風險的美國國債息率高2.5%以上的息差跌至僅略高於0.5%，並更低於恒生指數的股息率水平。

收租投資回報不吸引

再者，值得注意的是差餉物業估價署的租金數字是以淨額計算，即不包括差餉、管理費及其他費用。然而，有關數字則尚未包括：出租物業的物業稅、購買物業時的印花稅(特別是非首次置業人士需要繳交雙倍印花稅)、買賣和出租物業時的經紀佣金，以及裝修和維修成本等，故在計及有關成本後，私人住宅的租金回報率相對股市和債市就更低了。因此，若單純以住宅物業來作為收租的投資工具，其投資回報並不吸引，特別是美國

有機會在今年內開始加息，這足以反映住宅樓價過高和市民對住宅物業的偏好。

宜選流動性較高屋苑

無疑，部分人或會認為住宅物業的升幅較快，足以彌補租金回報率較低的問題，甚至認為樓價長遠只升不跌，形成對住宅物業「有買貴、無買錯」的心態，但這種心態與投機無異，已偏離理性的投資準則。當然，亦有一部分人確實是有住屋需求的，如：新婚或新生小孩等，在決定是否買樓自住時，必須量力而為。

畢竟本港住宅樓市經已累積了近十二年的升幅，必須小心評估自己及家人承受樓價下跌的能力、能否應付未來因加息而增加的供款負擔、家庭收入是否穩定、是否容易受到裁員影響、以及在支付首期後是否仍有資金應付半年以上的生活和供款需要等。如在評估上述問題後，仍認為應該買樓的話，應可選擇一些流動性較高的大型屋苑，並盡量避免一些升幅過急的住宅物業。

拆解美加息與新興市場關係

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

聯儲局昨日公佈7月份會議的詳細記錄顯示，雖然距離首次加息的時間越來越接近，但官員關注到工資及通脹上升速度緩慢，以及中國經濟前景。參與會議的委員認為，就業市場接近加息的條件，但對於通脹是否足以支持加息，意見存有分歧。因此，多數委員認為目前加息的理據仍未充份。官員一致認為，當就業市場及通脹進一步有所改善，便是加息的良好時機。當中，大部分委員認同，美國目前已經接近全民就業的情況。因此，只需要勞工市場再有一些改善，便可以符合加息的條件。對於中國經濟方面，聯儲局委員會指內地股市近日急跌，對中國經濟增長前景影響有限。但上月會議時，人行仍未有把人民幣貶值。

9月份應否加息仍存疑問

筆者認為，是次會議記錄反映聯儲局委員對加息仍未有足夠信心，特別是對於工資及通脹升幅緩慢的問題，更顯得有點憂慮。人行近期的舉動，更加說明中國經濟有進一步轉弱的風險下，聯儲局9月份應否加息的疑問將會進一步增加。從公佈的聯邦基金利率期貨顯示，估計9月份加息的機會進一步降至36%的情況看，似乎9月份聯儲局仍會維持利率不變。

巴西及俄國情況感憂慮

但令筆者更為憂慮的是，聯儲局仍未加息，便可能拖死一眾新興市場。筆者認為，在金砖四國中，巴西及俄羅斯的情

況最令投資者感到憂慮。先談巴西方面，當地貨幣雷亞爾單是上個月，便急跌7%，連分析員的報告亦迫不及其下跌的速度。當地目前經濟處於兩難問題，一方面通脹持續上升，令央行不停加息，以壓抑通脹。但是，高息問題卻拖累當地經濟增長表現，而鐵礦石價格下跌亦影響當地經濟。更令投資者擔心的是，當地政治局勢可能出現動盪。

據最新民調顯示，總統羅塞夫的支持率只有8%，是近二十年以來最低支持率的總統。投資者目前憂慮，一旦有更多人參加反政府示威，可能令總統羅塞夫被迫下台。近期，標普及穆迪先後下調了當地的評級展望，距離垃圾評級只差一級。目前市場估計，當地今年經濟將持續收縮1.5%，是當地近25年以來最差的經濟表現。

至於俄羅斯方面，當地經濟自從入侵烏克蘭，受到國際社會的制裁後，經濟便持續疲弱，外資基本上已經逃離俄羅斯。近一年的貿易制裁後，俄羅斯經濟所受到的衝擊逐步浮上水面。當地今年第二季的經濟同比收縮4.6%，是六年多以來最嚴重的經濟衰退。

近期國際油價再度下跌，以及新興市場貨幣再度轉弱，令俄羅斯盧布大幅貶值，增加了當地經濟未來的不確定性。當地負債自2010年起便持續上升，目前俄羅斯83個地區的負債已升至大約100%至150%，而當中已經有20個可能已經出現債務違約的情況。因此，即使俄羅斯總統普京仍想刺激經濟，但受到貿易制裁的影響，令當地經濟難於短期內起死回生。

總括而言，聯儲局加息，將令美元變強。而新興市場中，不少國家以出口資源為主，目前資源價格持續下跌，將對有關國家帶來經濟及財政壓力。

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

美聯儲局7月會議紀要顯示，美聯儲局加息條件正在接近，官員在肯定勞動力市場回復的同時，亦看到了其復甦的更廣闊的空間，但他們對於通脹正朝著美聯儲局的目標發展，需要更多的信心。距離下一次會議(9月28日-29日)還有四周，美聯儲局官員並未對於到時是否會作出加息決定給出明確信號，近期公開的評論亦少。

聯儲局仍玩着預期管理

本港時間周四凌晨，新聞中所見，所謂加息條件正在接近，可以理解為美聯儲局暗示有在9月加息的可能，但低於預期的CPI數據讓我們不得不擔憂通脹前景可能不會很快滿足美聯儲局加息的這一條件。美聯儲局到最後一刻仍玩着預期管理，9月的會議對於美聯儲局和投資者而言，或許都是一個懸念。

有趣的是，美東時間周三下午1點41分，彭博社在美聯儲局公佈7月會議紀要全文(原定2點)之前，超前發出了關於多數美聯儲局官員認為加息條件接近的新聞標題。隨後市場反應迅速，十多分鐘後，美聯儲局才公佈了7月會議紀要全文。

陰謀論者當然會質疑，這到底是故意為之，還是別有用意，便不得而知。我們可以知道的是，面對商品低迷，人民幣貶值的外部環境，原本似乎理所當然的加息決定變得越來越複雜，美聯儲局的態度更顯謹慎。

非美貨幣紛反彈惹關注

備受關注的會議記錄對市場影響仍較大。首先來看美匯指數，在疲弱CPI公佈後美匯回落0.15%，而會議

記錄令其急跌0.63%，結束四連陽，跌穿5日和10日均線，有100日均線支撐，有進一步走低的趨勢。10年期美債收益率在CPI公佈後下跌，不過很快衝高回落，而會議記錄公佈後則再度迅速下跌。非美貨幣則趁勢反彈，除了紐元和加元。如歐元則聞訊大幅反彈，突破1.112，重拾動力。

股市方面，美國三大股指皆受會議記錄影響先衝高，後回落收跌。來看標普，其受會議記錄影響而上升，小幅回落後又加速衝高逾10點，最後收跌0.83%或17.31點。道指和納指走勢類似，全日分別跌0.93%和0.80%。

商品方面，持續低位並受壓。期油先受到美庫存數據增高而大幅走低，而美會議記錄令其一度從40.5反彈會41美元上方，不過反彈很快回吐，最終跌4.27%刷新低40.8美元。

貴金屬全線反彈，紐約期金升0.98%，至1,127.9；期銀升2.62%，至15.22；鉑金期貨升1.91%，至1,013.1；鈀金期貨升2.14%，至609.75。黃金上行動能足，連續三個交易日收高。在CPI數據公佈後金價先走低，而會議記錄後迅速走高，最高觸及1,134.78美元，5日均線繼續升穿10日和20日均線，10日升穿20日均線，好友力量強勁，下方10日均線支撐有力。昨日亞洲盤延續升勢，已在盤中突破1,140美元。

從各方面的資產價格走勢觀之，整體金融市場並不特別敏感，始終美國聯儲局做期望管理好幾年。投資者多多少少已經在這種訓練中，適應了相關的訊息，不悲不喜，沒有意外，也沒有驚喜，這才是最高明的境界。

美國加息之路好事多磨



■面對商品低迷、人民幣貶值的外部環境，原本似乎理所當然的加息決定變得越來越複雜，美聯儲局的態度更顯謹慎。資料圖片

雙底完成 不妨下半注

興證國際證券有限公司客戶投資組董事

張文偉

「七月」沒翻身，「八月」繼續沉，「九月」加息方向怎去尋？當市場陷入困局，投資者往往不知所措。股票大跌也好，沒有信心下注買平貨也沒辦法。

8月人民幣銀行進行完善人民幣報價及中間價操作，人民幣對每百港元，一度由80貶到85，歐美等外國國家對出口、及在有關在內地所賺利潤持極度悲觀態度，當晚全球股市大瀉。

或延遲美加息時間表

分析師認為如果美國聯儲局堅持在9月加息，美元的升值將破壞美國經濟。向好方向思考，這有可能延遲美國加息時間表。香港股市更為慘淡，跑輸A股及歐美股市，港元與美元掛鈎，被當外國看待。而香港中資股亦被人民幣計價的A

股拖累，以港幣計價的H股以下跌反映貨幣差價。

中國官方指出這是為美聯儲加息作準備，並以增加市場主導性，增加人民幣被納入SDR的可能性。出發點是好的，筆者當看到中國不再重施固技以雙降入市干預市場時，第一個反應是今次中央聰明地押對注碼了。本土貨幣貶值確有利中國股票升值，過往日本、澳洲及歐是佳例。但實行的時機上卻似捉不準時間，原因是市場根本沒有投資信心。商品大跌金油齊瀉，新興市場貨幣破十幾年新低，資金大舉外逃。恐慌是正常的。剛剛總算救市成功，穩定了股市，但軍心原來還未穩定。

縱使中央及後再提出中證金公司「若干年」不會退市，投資者也難投下信心一票。8月20日雙底完成了，有沒有信心也好，也是入市良機，人棄我取，大家不妨下半注。相信今年內一定有所斬獲。

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。

國策支持 內地旅遊業前景佳

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

近年隨着內地人均可支配收入大幅上升，人們旅遊意願也不斷增強，旅遊業也迎來黃金發展時期。內地旅遊業暢旺的背後，離不開政府的大力推動。日前，中國國務院發佈文件，提出將加強基礎設施建設、促進旅遊消費以及優化休假安排等，旅遊業受惠顯著。按照國務院發佈的發展規劃，內地旅遊業未來幾年仍將處於穩步上升的黃金時期，值得關注。

2013年，內地出台了《旅遊法》，為旅遊業提供了法律依據和保障。2014年，國務院發佈文件，提出到2020年，境內旅遊總消費額達到5.5萬億元(人民幣，下同)，城鄉居民人均出遊4.5次的增長目標。而據WIND公佈的數據，截至2014年底，內地旅遊收入僅3萬億元，出遊人次僅為2.64次，要達到國務院提出的增長目標，未來5年，旅遊收入每年同比增長需超過一成，增長空間仍非常吸引。

經濟增長引擎 多行業受惠

由於內地不同地區經濟發展情況有別，旅遊業呈現出東部較為成熟、中西部相對滯後的特點。其中，東部地區普遍已由休閒遊開始進入度假遊階段，而中西部地區普遍仍處於觀光遊和休閒遊之間。國務院本次出台文件，就是為了完善旅

遊業的配套設施，提升旅遊深度及舒適度，文件內容包括加強自駕車房車營地建設、推進郵輪遊、發展大眾消費遊艇遊、建設特色旅遊城鎮以及開發休閒度假旅遊產品等，可以滿足不同層次的消費者的需求。

逾百億建自駕車房車營地

以自駕車房車營地建設為例，本次文件提到，到2020年，政府將重點支持在長江經濟帶、少數民族聚居區以及絲綢之路沿線建設自駕車房車營地1,000個左右，總投資將超百億元。而目前全國已建成的自駕車營地只有200個，在建營地也只有470個，仍有較大缺口，營地建設料將提速。

在建設特色旅遊城鎮領域，各大企業也在紛紛佈局，如萬達集團宣佈將在成都投資550億元建設萬達文化旅遊城；華僑城將在四川投資上千億元打造特色項目等，均是大筆投資。除此之外，內地還計劃在2020年前建成10個郵輪始發港，在2017年建成一批遊艇碼頭和遊艇泊位等，對遊艇遊刺激正面。

旅遊用品領域，內地政府提出要大力培育具有自主品牌各類戶外用品，支持內地企業兼併收購海外知名戶外用品企業，或與其開展技術合作。可以預見，隨着文件內容不斷落實，基建、設備製造、餐飲、酒店及零售等行業均可顯著受惠。由於旅遊業涉及行業和人數眾多，行業暢旺對經濟增長貢獻顯著，料可持續受惠國策支持，其發展值得關注。

關注大爆炸 教訓應汲取

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

亞洲8月份一連兩宗重大爆炸事故，導致多人死傷，筆者借本文向死難者表示哀悼及向傷者和家屬致以深切慰問。經一事、長一智，希望事故相關城市從慘痛的經驗中取得教訓，採取適當措施，以避免同類事件再次發生。

8月12日晚上，天津市濱海區危險倉庫發生威力相當於24噸黃色炸藥的大爆炸，造成逾百人死亡及千人受傷或失聯，當中包括大量消防員和公安人員，除了人員傷亡之外，大爆炸對物流和汽車業造成重大損失，還有附近11個住宅屋苑嚴重受損，更重要的還有區內儲存了700噸含有劇毒俗稱山埃的氰化物，如遇上下雨天，或會隨雨水釋出到附近水域，而造成生態大災難。

據悉，事故發生後，國家領導人習近平主席立即指示，「要求天津市全力救治傷員、搜救失蹤人員；盡快控制清除火情，查明事故原因，嚴肅查處事故責任人；做好遇難人員親屬和傷者安撫工作，穩定社會情緒，注意科學施救，切實保護救援人員安全。」

綜合各方面資料，當局面對的主要圍繞以下幾方面：1、大爆炸的倉庫所儲存的危險品數量超標及審批漏洞。2、危險品倉庫選址距離民居那麼接近，環評報告怎樣通過。3、初到場的消防員是否有足夠訓練處理危險品的火警以及噴水可能所引起的爆炸。4、事後處理對傷亡者的安撫和賠償；以及對受損住宅、商業、物流及汽車業界的經濟損失的賠償。5、劇毒物

教訓應汲取

品如氰化物對空氣、水質以及環境所造成的威脅及清理。

有必要檢討危險品倉庫

國家領導人關注這宗重大事故，相信在所有涉及的環節比如追究責任人及各項善後工作都會獲得妥善跟進。居安思危，雖然地理上香港距離天津很遠，但吸取事件的教訓，對於危險品倉庫與民居之間的距離及其潛在威脅或有檢討的必要。香港城市發展受到過去區域先後發展及市區內山多地少的限制，工業區包括倉庫用地與住宅用地毗鄰而處，而倉庫往往被視作緩衝區，發生今次天津大爆炸事故，建議港府亦起碼對現存危險品倉庫對鄰近居民的威脅作出檢討，對被評估為高風險者應予以遷移甚至取締。長遠來說，規劃署在《全港工業用地分區研究》亦應針對危險品倉庫規劃作出適當調整或改劃。

提早防範恐怖襲擊發生

曼谷四面佛的大爆炸，造成百多人包括港人在內的傷亡慘劇，媒體報道當局調查發現線索，懷疑兇嫌可能是維吾爾族激進分子，以報復泰國上月將逾百名維吾爾族回教徒遣返中國。假如上述「懷疑」可靠的話，則大爆炸所針對的是中國遊客，其目的是在晚上七時最多遊客聚集的時間造成重大傷亡。既然如此，香港當局亦宜快速反應，除了已向泰國曼谷發出紅色外遊警告之外，本港內地旅客眾多，保安當局應提醒市民及各旅遊機構，注意防範恐怖襲擊不排除可能在港發生，甚至預料事故發生後的處理亦宜及早作準備。不敢想像，假如今次四面佛大爆炸在旺角或尖沙咀晚上發生，傷亡將會是如何慘重？後果將會是如何不堪設想？