

港樓市調整才上半場

口大衛

場，未有真正解決問題，經濟衰退無可避免，信貸收縮情況會持續一段長時間，歐美發達國家勢必經歷上世紀三十年代以來最長的衰退。

世界經濟或現蕭條

美國樓價也是累跌兩成，預期再跌兩成，但第三季拖欠比率與物業斷供率已創出新高，達到百分之六點九九與百分之二點九七，樓價無法止瀉，估計明年會有高達一百萬個物業被銀行收樓，樓市失控將會進一步拖累美國經濟。

事實上，零八年諾貝爾經濟學獎得主、美國經濟學家克魯格曼教授預言二零一一年世界經濟進入到蕭條期。

全球經濟大氣候處於寒冬時期，距離春天的日子仍然遙遠，本港樓市最終的調整幅度何止兩成。

高盛報告指今年本港住宅樓價已跌兩成，明年經濟可能呈負增長百分之三，加上銀行上調按揭利率，該行預期未來

十八個月住宅樓價再跌三成，而仲量聯行亦估計樓價再調整二成半。

按揭保險審批收緊

其實，經濟、樓市不景氣，醒目的銀行早已收緊按揭貸款，對物業估價十分保守。為針對銀行收緊按揭，按揭保險公司昨日推出新的按揭保險計劃，銀行只提供六成按揭，餘下最高三成按揭則由按揭保險承保，有助鼓勵銀行批出貸款。

不過，為免過度借貸，按揭保險公司卻同時收緊了九成半按揭保險計劃的審批，將供樓佔入息比率由五成降至四成半，貸款年期亦由四十年減至三十年，反映樓市前景未明，按揭貸款風險大增。

總括而言，世界經濟前景暗淡，實體經濟會持續轉壞，早前過度炒作的資產泡沫，調整期不會是一年半載。

電郵：kwlo@takungpao.com.hk

金針集

本港經濟逐步惡化，今年累跌了兩成的住宅樓價，調整幅度未有完全反映世界經濟衰退，壞消息陸續有來，如失業率急升、出口轉呈負增長，甚至是通縮重現，均告利淡樓市，未來一年樓價仍有很大下跌空間，樓市調整還有下半場哩！

料樓價再下跌三成

經過一輪拋售後，樓市表面上有回穩的跡象，一手與二手樓交投趨趨活躍，但交投量回升，主要是地產商或業主面對現實，降價促銷套現而已，擔心世界經濟在明年上半年進一步轉壞，樓市會出現新跌浪。

事實上，歐美央行連環出招救市，只是暫時穩住金融市

頭牌手記

口沈金

港股昨日好淡爭持，走勢反覆，恒指最高一五七八一，最低一五三三七，收市一五六一三，升三十六點。國企指數收八四八六，跌二十一點。全日總成交六百一十四億元，與上日差不多。

由於短期大市升幅不小，升得多的項目有獲利回吐乃正常現象，每到這一階段，個別發展便取代了齊升齊降。以藍籌為例，昨日上升的有十八隻，下跌的是廿一隻，有一隻無升降，顯示上落呈均勢。看來，恒指會在一四八〇〇至一五八〇〇之間上落一段日子，以鞏固基礎，再視內外消息而定行止。

我頭牌叫大家耐心等待的中國動向（03818）昨終起航，一度升上二元二角二仙，收二元一角二仙，仍漲百分之六點五。至於筆克遠東（00752）是急升後作第二日整固，最低四角，收四角〇五仙，已回到起步點了，今日可考慮在四角以下逢低收集。因到了這個價位，同三角四仙半的五十周低點已所差無幾。

昨日有兩隻藍籌調整得比較多，開始引起我的注意。一是中信泰富，收七元一角，跌近百分之六，此股屬「爛船也有三斤釘」，雖炒爛爛，但本身資產雄厚，在六元左右收集，問題不大。二是利豐（00494），昨日收十七元〇二仙，跌百分之五點五，可考慮在十六元半左右收集。此股為收購專家，在經濟困難時期，正好方便其以廉價收購心儀對象，留意其動態可也。

大昌地產中期派九仙，以現價計，光是中期息已有三厘半，對收息客料有吸引。全年息率達九厘，可攻可守。昨升一成二，已有收息客入市。

細價股禾雀亂飛，我提出一隻冷門股邦環球（00471）給大家研究，該股近獲兩名基金客認購二千一百萬元可換股零息票據，換股價為一角，現價三仙五，不到震，有何玄機？值得推敲也！

中信泰富六元收集

財經縱橫

口趙令彬

出口急降有國內因素

雖然事前已有風聲指11月份中國出口表現甚差，但當外貿數據正式公布時仍令人震撼，不單出口下跌約2%，入口更大降近18%。這種多年少見的負增長，及階級函數（step function）式的「急凍」效應，顯示了突變的出現，其深層原因必須細加探究，以便掌握今後走勢和制訂恰當的應對方法。

危機衝擊上台階

出口下降主要是受歐美衰退抑壓需求，及信用緊縮影響正常貿易、物流活動所致。在外需不振下，出口增幅早自去年末季開始放緩，到10月已降至19%，遠低於去年全年的26%。但11月由漸變到突變，反映外需出現斷層：之前訂單完成後，在新單不足下便形成出口急降。由於九月中的一輪金融風暴，及近期歐美日經濟急速下滑等影響尚待全面浮現，故預計未來一段時間出口仍將低沉。11月可能是外貿深度調整的開始，顯示金融危機對中國的衝擊也上了一個新台階。

入口急降則反映了量價齊降效應。由於加工產品佔出口總額近半，入口將隨出口下降，如10月加工組裝類出口下降14%，相關入口便降6%。同時，國際商品價大跌，也減低了中國的入口開支。由於原產品佔入口約三分之一，故商品價調整影響頗大。當然，入口急降幅度之大，必也反映了內部經濟因素：近月工業生產及樓市等大幅放緩，實際投資增幅年來一直下降，都減低了入口需求。

出口雖受外部影響甚大，外需放緩也非中國可以控制者，但也不能忽略內部因素及本身努力的作用。回顧近年歷史，當可發現出口不振有深層的宏觀及政策環境等重要內因：（一）經營環境惡化。經多年經濟迅猛發展，幾年前開始出現發展中的問題，如電荒、民工荒及地荒等，引致成本上升，企業壓力日增。

（二）不利政策多出。去年正當內部環境轉差，金融風暴又露端倪，勢將對出口形成內外夾擊時，政府不單未設法紓緩，反落井下石推出一系列的「獎入限出」措施，全力打壓出口及外貿順差。其他許多政策亦同樣對出口不利，如加快人民幣升值及出台新勞動法等，對企業來說都是百上加斤。許多政策本來合理，但同時出台並錯時機，便做成了施政失誤。當本國政策及經營環境不斷惡化，企業應付維艱底氣轉弱之時，再遇上風暴吹襲，自必抗禦能力大減，如牌牌般倒下。

政策不當挫出口

（三）延遲救援。去年底及今年初商務部已感不妙，在進行兩次調查後，提議支援出口尤其勞動密集型加工業，但直至近月情況轉趨趨峻後才予出手，致未能及早見效，且至今人民幣有效匯率大升的問題仍未解決，當局仍在猶豫。

總之，正如天災每不離人禍，出口的困境除了外因還須檢視內因。

異動股

利豐走勢偏弱

口羅星

美股續升，但港股已露疲態，加上萬六關的阻力很大，恒指昨日一五六零附近好淡爭持，最後收市微升三十八點，而國企指數則跌二十一點，全日成交金額有六百一十四億元。

不過，即日期指低水約百點，預示歐美股市會有回吐。歐美經濟不景，內地出口不振，本港明年出口呈負增長，利豐股價有反彈難上升，前日急升一元八角，昨日已跌去了九角八仙，報十七元二仙收市，走勢偏弱。

心水股

- 大昌集團 (00088)
- 佳邦環球 (00471)

按揭公司目標購300億貸款

口金管局總裁 任志剛

任總觀點

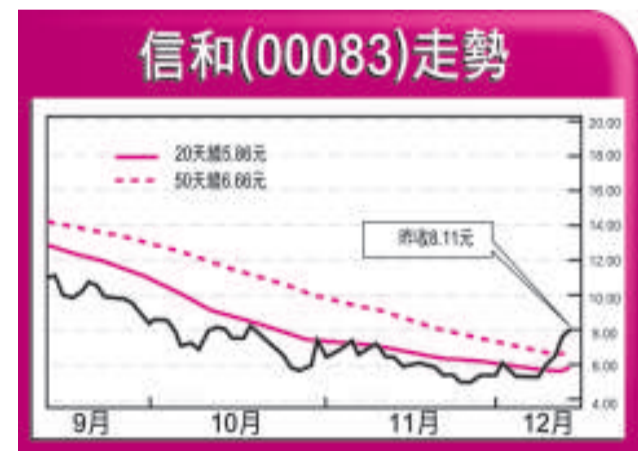
按揭證券公司在維持銀行體系穩定方面扮演重要角色。我在9月11日於本專欄發表的文章提及香港按揭證券有限公司（按揭證券公司）與美國的房利美及房貸美等機構的不同之處。按揭證券公司訂有明確目標，就是透過向需要流動資金的銀行買入按揭資產，以促進銀行體系穩定。按揭證券公司根據嚴格的購買準則評估按揭貸款，藉以維持審慎的信貸標準。因此，引發目前全球金融危機的原因，即美國金融機構基於誘因扭曲，不惜批出次級按揭貸款及銷售次按揭證券的情況，並沒有在香港發生。

自9月中開始，全球金融危機急劇惡化，香港部分銀行傾向採取較保守的業務策略，其中包括籌集及保留更多流動資金自用。很明顯，假如銀行希望將部分缺乏流動性之按揭貸款組合轉為流動資產，按揭證券公司可以幫得上忙。事實上，按揭證券公司仍在與個別銀行商討買入符合其購買準則的按揭貸款，我們期望按揭證券公司在年底前能成功購入總額達250至300億元的按揭貸款。為應付增加購買按揭貸款所需，按揭證券公司要在市場上集資應不會太困難，不過在有需要時我們會通過運用外匯基金以提供資金支援。此外，外匯基金提供予按揭證券公司的備用循環信貸額已由100億元增加至300億元。

除了透過購買按揭貸款為銀行提供流動資金外，按揭證券公司亦研究了延伸其按揭保險計劃的可能性，好讓放貸活動繼續活躍於按揭市場。倘若銀行為保存流動資金而抽緊按揭信貸，將會對物業市場造成重大壓力，及對經濟以至銀行體系的穩定帶來更廣泛的影響。按揭融資突然收縮，亦可能加劇物業價格的調整幅度。

有部分銀行現正考慮將按揭成數由一向的七成調低至六成。銀行在艱難時期採取比較保守的策略是可以理解的，但從技術角度而言，這個做法所構成的資金差距，會無意間限制了較高按揭成數的按揭貸款的資金供應。按揭證券公司可以透過修訂按揭保險計劃來縮窄這個資金差距，將可根據該計劃提供按揭保險的按揭成數限制由目前銀行提供的七成調低至六成。然而，此安排亦會令這類貸款的整體按揭成數上限由目前的九成半降至九成。不過，對於銀行提供七成按揭的貸款，連同按揭保險計劃的整體按揭成數上限仍然為九成半。

我們在11月21日舉行的立法會財經事務委員會會議上提出這項修訂按揭證券公司按揭保險計劃的構思。經按揭證券公司董事會批准後，有關詳情已公布。在目前的困難時期，按揭證券公司正好扮演協助維持銀行體系穩定的重要角色，這正符合其成立的主要目標。



指點股壇

信和物業銷售強勁

口大福證券

信和置業（00083）已經歷過近數十年來香港樓市的多個高低潮，惟該公司的管理層依然對市場的前景充滿信心。由於信和在市場低潮時適時收購土地，並已建立更為穩健的經常性租金基礎，故經過97年中至03年中漫長的市場調整後，該公司的狀態更佳。

信和於2002至05年期間收購的土地已確保於05至09年度為該公司帶來強勁的發展盈利。然而，於2006年下半年至08年中樓價高峰期出現前的2007年下半年期間，信和為活潑土地買家，故該公司或需就其土地儲備作出若干撇帳。我們估計，20億元的撥備應足以為相關發展項目（大埔的海濱地盤、廣播道地盤、西九龍地盤及香港仔地盤）的盈利能力作出適當的緩衝，而該公司亦已支付該等項目的應佔土地發展成本合共97億元。該項潛在撥備佔該公司的原土地成本約21%。

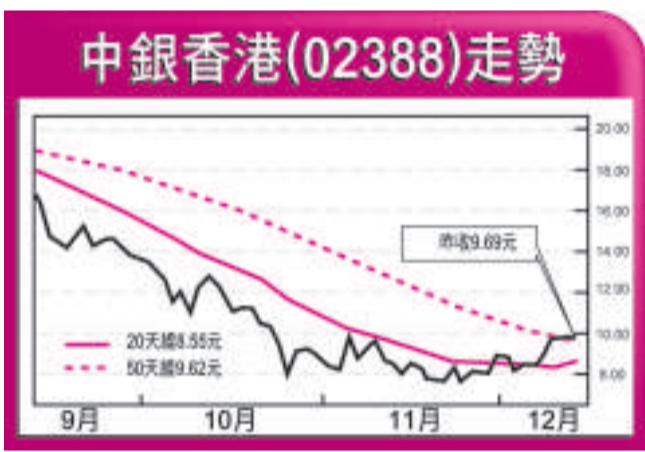
我們認為，信和的業務風險管理得宜，這從該公司適時預售樓盤，以避免耗用現金流及過度負債，便可見一斑。於08年中，該公司的負債適中，為21.5%，遠低於97至98年度的30%以上。除了強勁的物業銷售外，信和亦於2007年9月透過按每股19.57元配售2.2億股股份而集資43億元。

信和看準住宅市場的高峰期，於5月預售位於沙田火炭鐵路站的御龍山。該130萬平方呎項目已出售逾80%單位，估計平均售價為每平方呎9000元，而我們估計信和與港鐵（00066）攤分利潤後的成本為每平方呎4000元。09年的項目發展帳上利潤應確保可輕易承擔潛在的物業撥備。

信和下一個推售的樓盤將是位於為溪沙鐵路站的180萬平方呎大型住宅樓盤，計劃該項目將於09年完成。近年市場對信和位於西九龍海濱的一號銀海、奎灣的萬景峯及御龍山等大型項目反應熱烈，顯示信和精密的市場策略、物業的設計及質量均獲市場認同。

如全球經濟復甦，信和於香港、內地（成都、重慶及廈門）及新加坡（Marina Bay海濱）的優質土地儲備，應可確保該公司的盈利可強勁反彈。同時，低利率應可為該等地區的樓市帶來支持。

雖然計及較高的資本比率（因風險溢價提升）或令信和的投資物業估值下跌及其發展物業的減值虧損，但該股於08年底的帳面價值為每股12元，該資產淨值估值依然合理。按0.9倍的10年期平均市帳率計算，我們給予該股的目標價為10.80元。



經紀愛股

中海外銷售續好轉

中銀國際發表研究報告，維持中國海外發展（00688）買入評級，目標價13.5元，主因是其在上市內地房地產商中，鎖定年初制定的銷售目標水平最高，以及目前股價較近期淨資產值15.03元折讓20%的估值合理。

報告指，中國海外11月銷售數據符合內地整體地產銷售情況，即量升價跌，並預計在內地降息108個基點之後，12月的銷售情況將得到進一步的改善。

此外，中國海外建議供股集資可能引發市場的擔憂，並可能在短期內為公司及內地房地產開發商板塊的股價籠罩上一層陰影，但預計增發將有助中國海外負債率降至40%以下，亦有助公司在市場整合的過程中補充低價土地儲備。

調升中銀香港目標價

中銀國際發表研究報告，確認中銀香港（02388）「買入」評級，目標價由10.5調升至11.2元，相信該股在正常市況下，以股息率5%進行買賣。

中銀國際稱，雖然考慮中銀香港面對一連串營運挑戰，包括淨息差受壓，非利息收入下降，但估計明年每股派息仍可達0.7元，相當於派息比率60%。中銀國際表示，預計今年下半年，中銀香港就證券撥備78億元，包括26億元來自投資於東亞（00023）的7750萬股。除了已公布第三季為美按揭抵押債券作出的撥備28.6億元外，估計將進一步作出23.9億元撥備。中銀國際對中銀香港08至09年的每股盈利預測，低於市場預測45.4%及10.3%，但料其待香港經濟回穩後，將可重拾其強勁的盈利能力。

招商局現價偏高

麥格理表示，調低招商局國際（00144）目標價，由原來14.12降至13.7元，反映預期集裝箱付運回落及人民幣貶值因素，重申其「遜於大市」投資評級。

麥格理指，招商局國際現價相當市帳率1.1倍，較同業中遠太平洋（01199）有80%溢價，指其估值並不合理，而該行維持中遠太平洋為行業首選。

