

地產寒冬

樓價上升時，地產股不能跑贏樓價；樓價調整時，地產股能不跑輸嗎？

這次香港政府打壓住宅樓價的新措施，最辣的相信是15%的買家（外國人及公司名義）印花稅（BSD）。筆者認為短期內一手和二手住宅成交必定大大減少，樓價應逐漸回軟。

政府聲明假若樓價仍繼續上升，更多的招數必定出台，這形同替樓價添加上限。不要少看這15%印花稅的威力，因為這額外的成本幾可吃掉一切短綫炒家的毛利。

樓價4年累升近一倍

沒有人能準確統計外地（主要為內地）買家和短期炒家佔住宅成交量的百分比，筆者相信起碼佔一手住宅銷售量的三成以上（甚至五成）。這額外的購買力一直成為樓市上升的催化劑。有趣的是，按中原城市領先指數，香港住宅樓價從2008年底後一直處於上升軌道，至今累升97.7%，其間只在今年1月、2月稍作調整，加上70%按揭的槓桿效應，就算扣除利息支出，其股本淨回報仍可達188%以上！

相對於恒生地產指數，地產股表現就極其波動，指數自2008年底只反彈42.8%，過去4年靠炒樓發達大有人在，但靠投資地產股發達卻沒幾人。就算今年地產股跑贏恒指，地產指數不過上升27.2%，中原城市領先指數年初至今（1月至10月）上升17.6%，加上五成按揭槓桿，股本淨回報仍高達31%以上。

但投資地產股卻要承受今年3月至5月的大調整，稍一不慎可能止蝕離場。更惱人的是，地產股在樓價上升時表現都不濟，只有在今年1月、2月和7月後才上升，而其上升與股市同步。

假設樓市回調地產股能否倖免？坊間

分析認為樓市炒家收手，資金有機會流入股市，筆者不太認同。1997年地產泡沫爆破，港股也進入熊市，樓市產生的財富效應遠比股市大，當投資者在樓市上虧蝕，其負財富效應也促使他們退出股市，加上在樓市套現極其困難及費時，資金周轉一定遠比投資股市為慢。所以股市更有可能被下挫的樓市拖累，因為部分投資者可能需從股市套現去填補樓市損失。

地產股繼續跑輸樓市

地產股將來表現又如何？地產股價在新措施宣布後調整了兩天，之後喘定下來。從金管局入市干擾看，國外熱錢仍然跑進來，有部分進入股市，令恒指短期仍穩步上揚，風險溢價下降，大型地產股某程度獲得支持。樓價上升時，地產股不能跑贏樓價；樓價調整時，地產股能不跑輸嗎？筆者認為地產股未來6個至9個月一定跑輸大市。

第一，售樓成交量減慢，有實力或土地儲備少的發展商先作觀察，放慢推盤速度。資產周轉一減速，現金流同時減慢，公司估值必定下降；第二，就算發展商保持推盤速度也必須減價刺激需求。售價下調將影響每股淨資產值，公司估值必定貶值。地產股在近年樓市上升時受惠有限，主要受制於低迷股市及地產股資產周轉速度追不上樓價升值速度。

過去數年受港府有限土地供應影響，地產商普遍惜貨，所以地產股表現一直落後樓市。土地註冊處成交紀錄顯示，一手私人住宅成交由1998年高峰的31,398宗跌至去年的10,854宗（今年首9個月9,355宗）。而平均從1997至2004年的每年23,900宗下跌至2005至2011年的只有13,096宗。RM

祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在星展，法興，瑞銀及軟庫金匯等投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，專長於中小型股研究。後轉往凱思博投資管理擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

