

每周酷图与思考 | Chart and Idea |

房地产价格
对不同经济情景的反应
——香港地产百年变动

香港房地产是以所有权和使用权相分离为基础的，土地买卖的是使用权；政府对土地保持有效的管制，包括对建筑、城市规划和市场机制的建立；土地税收构成财政收入的主要来源。从1881-1997年，地产收入占到香港财政收入1/3。

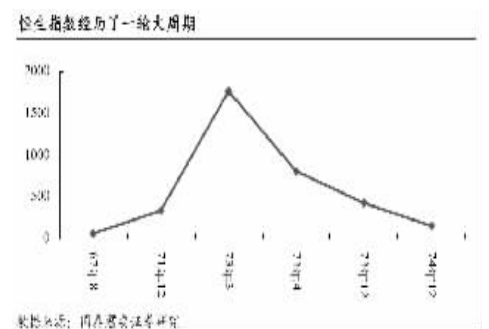
1841年英国占领香港后，随着香港产业转型和回归，一次次大事件背后则是一次又一次的房地产的起伏。

鸦片战争后，随着太平天国运动、辛亥革命等内地动乱，大陆人不断涌向香港，人口从最初的5000多人增长到1941年的163万人。由于建设不足，房租、地价和房价持续升高。此间也出现过由于华商购地在1877-1881年地价上涨6倍的情况，香港开始成为一个城市。

1956-1966年是香港工业化发展最快的时期，香港人口从200万提高到300万，欧美和印尼资金在香港开办实业。香港进入了一个建筑、买卖的高峰期。商业地产、仓库、厂房需求急剧上升，商厦从1961年的5栋提高到1964年的20栋，租金从1962年的1.6元/平方尺提高到1964年的4元/平方尺。

1964年发生拆旧事故，造成政府干预旧楼拆迁，使得部分靠银行贷款的房地产开发商资金周转困难，加上对银行开始进行风险监控，由于过度的房地产开发贷款，出现了银行倒闭的挤兑风潮。房价因此暴跌，当年工业用地降幅达67%，高级住宅跌幅35%。1967年爆发了反英抗暴的政治运动，资金外流，地价当年又跌了50%，政府买地收入仅为高峰期的18%。也正是这一次大跌，完成了房地产公司的转换，李嘉诚、李兆基、郑裕彤等地产商低价购地，奠定了后来香港经济主导者的地位。

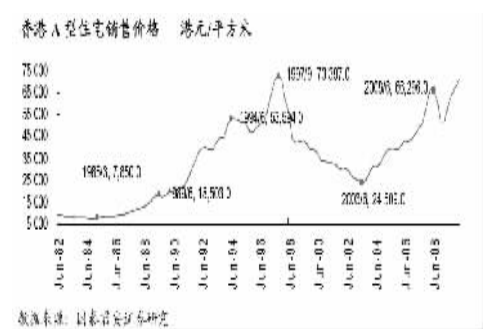
1968年政局稳定后，市民信心恢复。加上香港进入了第三产业快速发展期，海外资金再次流入香港。该阶段香港的股市表现最好，从1967年8月底的58.61点上升到1973年的1775点。另外由于港元贬值，物价全面上升，通胀预期也拉高了租金和房价。海外投资增加带动了对高级住宅的需求，高级住宅楼价最先上涨。此后股市暴跌和石油危机使得房价再次回落。



1976年以后，香港成为国际金融中心，大批外国金融机构在香港设立公司，大量移民不断涌入，还有50、60年代出生高峰期的年轻人进入了结婚高峰期，使香港1975-1981年期间保持持续10%以上经济增长。楼市于1975年触底，1981年达到高峰。这一时期，地价上涨了7倍，楼价上涨了3倍。

美国采取沃克尔紧缩后，香港利率升20%，资金成本压力加大，加上世界经济不景气，中英关于香港前途问题谈判困难，楼市崩溃，地价跌幅40%-60%，高级住宅下跌50%。

中英在1984年底谈判结束，对于市民关心的1997年到期后的土地租约问题，进行了妥善解决，市场信心在次升起；另外世界经济形势好转，美元贬值带动香港出口增加，经济再次进入高速增长。利率也开始进入下降周期，海外资金流入香港，创造了房价上涨的条件。随着1991年通胀预期高涨和股市上涨，1991年3月楼市再次出现上涨。



香港政府在1991年8月到1992年二季度连续采取抑制房价措施，包括收取印花税、禁止内部转让楼花、降低按揭比例；但没有阻止房价上涨，针对降低按揭比例这一措施，房地产开发商自己组建财务公司，向购房者贷款。1993年地王拍卖屡现，带动房价继续上涨。1994年一季度之后，香港政府继续抑制房价：包括增加土地供给、房屋供给、打击投机；另外美国7次加息后，房价从1994年二季度下跌，一直持续到1995年三季度，这次房价平均下跌3成。董建华上任后，大家对香港前途信心充足，1995年后继续恢复上涨，一直持续到1997年。

(国泰君安策略团队)

名家 | Columnist |

国际金融大鳄瞄准民企

可供“唱空”的故事、加上对冲基金和复杂的金融工具，成为了完美“唱空中国民企”的配搭。期货市场配合做空机制是市场中重要的对冲工具，也是增加和完善市场效率的必需品。但在市场存在缺憾、失去理性或陷入恐慌之时，这些机制便会成为牟取暴利，甚至是“谋财害命”的工具。

越来越多的所谓独立研究机构开始联合对冲基金进行操作，形成金融界的跨境恐怖力量。借着跨境监管的漏洞，以言论影响市场，从中牟取暴利。如何监管这些机构是否通过揭发丑闻，而狙击做空相关股票并从中非法获利，值得跨国监管机构去追查。

当然，苍蝇不叮无缝的蛋。若非企业自己存在诸多漏洞，如财务信息缺乏透明度或披露不足，不会这么容易被别人抓痛脚，给金融大鳄趁机大发灾难财。

温天纳

过去20年，笔者一直从事跨境投资银行工作，对近月在美国爆发的内地民企风暴，笔者心中百感交集。因为类似的一幕，在8、9年前的香港也曾经出现过。但这次2011年6月风凰的杀伤力更为惊人，主要在于对冲基金已经将目标瞄准中国。而更为诡异的是，这次民企风暴中有虚有实，有真有假，让投资界无从掌握。

针对近期一些海外研究机构指控中国概念股造假并引发股价暴跌，笔者认为，类似事件部分反映出民营企业财务信息缺乏透明度和披露不足之处。但与此同时，一些所谓“独立研究机构”在整个过程中扮演的角色也十分可疑，值得监管部门深究一下。

受伤的总是投资银行

笔者伤感主要原因更在于，在两场风暴中，身边有不少朋友、同业和客户，也受到史无前例的冲击。企业“圈钱”诱惑巨大，动不动就涉及数亿，甚至数十亿的金额。若真有不法份子为了“圈钱”进行诈骗造假，布下天罗地网阵和完美骗局，有些时候可能连中介、包括投资银行也无法第一时间察觉。

香港的监管制度相对特殊，无论是审计、财务或法律范畴出现问题，由于香港证监会的纪律执法能力只涉及投资银行，最终执法追责对象永远都是投资银行及其员工，这使他们都成为了其他中介的“替罪羔羊”。律师、审计师等等却永远逍遥法外。被谴责的投资银行或个人，日后难以在业内再立足，只可徐步走向事业的死亡和终结。

在这“虎头铡”下，香港投资银行选择宁缺无滥。因此，不少创

新性的项目在香港消失，一些中小型民企项目也同样消失了。不过，虽然这类型的企业均赶赴他乡，但这也不代表香港在这几年没有受到问题企业的困扰。

笔者参与了不少中国企业赴海外上市的融资项目，目睹自2003年以后，香港逐步收紧了内地民营企业赴海外上市的管道，使越来越多的民营企业转投美国、加拿大、新加坡等海外市场，为此次中国概念股遭遇埋下了伏笔。

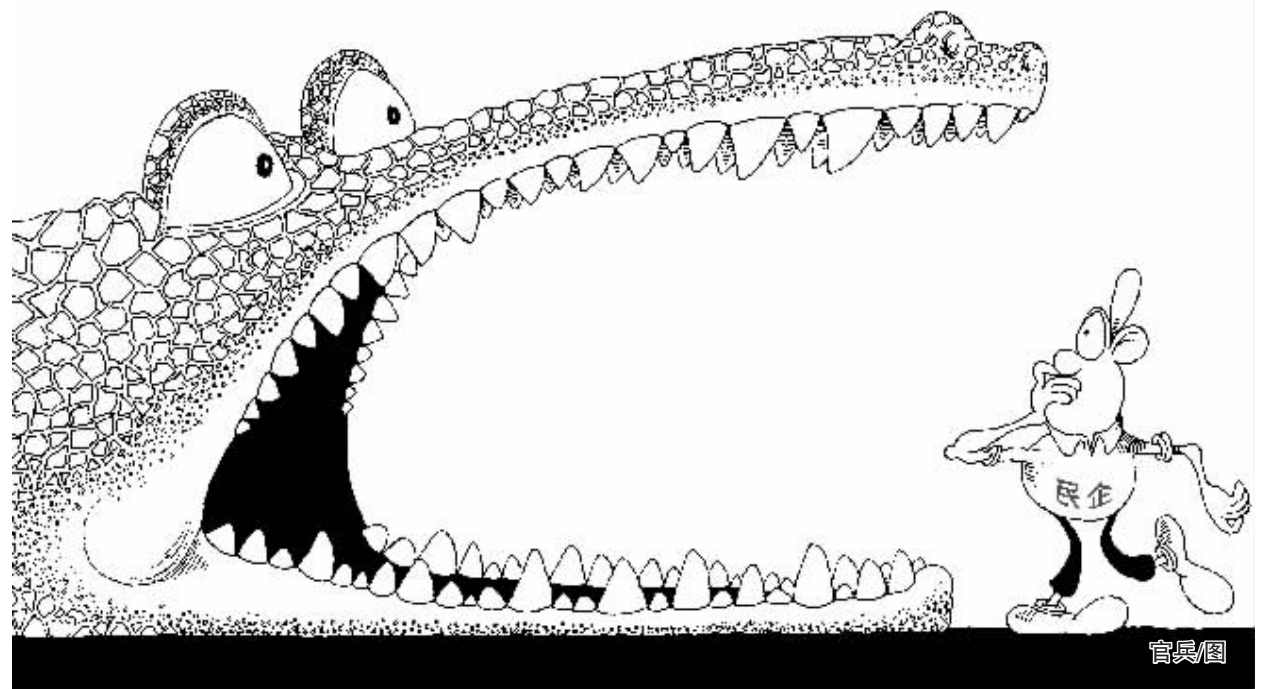
对于部分中国企业在海外上市遭遇的财务造假质疑，笔者认为，中国企业在海外上市时，为追求较好的估值和发行价格，会对财务报表进行一定的粉饰，在会计上制造所谓的“灰色地带”。尤其是民营企业，面对巨大的资金诱惑，他们粉饰报表的冲动会更大。

除此之外，中国和海外市场在监管机制方面也存在差别。欧美成熟资本市场的监管机制遵循的是“普通法”的精神。只要企业对监管机构作出了承诺，它就会给予信任，而不会进行严格的审查。这样的监管机制会让一些企业存在钻空子的侥幸心理。当然，并非所有到海外上市的企业都有财务方面的问题。

在风暴高峰期的6月，香港新股几乎家家破发，以大型投行保荐的案例尤为明显，个别例子更十分惨烈。投资者“血”流成河。美国爆发的中国民企风暴，不仅影响了内地企业在国际市场的估值，同时也影响了国际投资者当时参与投资新股的兴趣。

做空打压效果惊人

对于内地企业来说，选择到美国上市，除了向往美国市场之外，首先是美国市场上门坎相对较低，没有在港上市如“审判犯人”般严格审批，其次是高科技企业上



市的市盈率较高。但是，美国作为全世界发展最完善的资本市场，对很多内地企业长远来讲，肯定是苦多于甜，未来改往其他市场，也将是一个趋势。美国资本市场和部分中国民企——彼此因误会而结合，最终可能还是会因了解而分手。

在香港，若要做空，交易人必须先持有股票后，才能卖出。但是，并非每个成熟国家或地区的市场都这么严格。做空人是在赌股价未来会下挫。通常他们需要借入一家企业的股票然后卖出，一般进行做空行为的投资者会从券商处先借入股票，等股价下挫后，再买回同等数量的股票，然后将股票还给借出人，赚取差价。

在天时地利人和的情况下，做空打压股价的效果惊人，在股价达到预期的目标后，做空人直接平仓就可完成交易。进行“做空”的人就像嗜血的鲨鱼，他们首先会选择一家有活跃成交记录、但开始受到负面谣言困扰的企业。随着企业业绩的高速增长和股价快速上升，一家或几家对冲基金会联合起来，大量在高位抛售卖出该股票，同步在期权或期货市场大手建立淡仓。抛空建仓后，开始配合负面宣传攻势共同策划针对该企业的负面消息。

对于在市场上突然大量涌现无从考证的不利负面消息，投资者由于不明真相，恐慌抛售目标企业的股票，导致股价暴跌。由于股价暴跌和谣言满天飞，监管机构或介入调查，加速相关企业的灭亡。

参考美国的情况，针对当地监管部门正式或非正式的调查行为，上市企业必须遵守信息披露要求，这对股价或将产生毁灭性的影响。待这类消息公布后，进行“做空”的对冲基金会马上安排一批专门处理集体诉讼的小律师，联合事先约定好的小股东以目标企业发布虚假信息为由，代表广大股东集体起诉上市企业，并通过诉讼案的负面影响，持续打压目标企业的股价。

风暴退却之际正是反思之时

近年来，大批以“中国概念”为卖点的新兴民企蜂拥赴海外上市。由于不少海外投资人没法直接投资中国，他们希望通过投资赴海外上市的中资股，分享中国经济的增长。尽管其中不少企业的市盈率已高达百倍，有的甚至是长期亏损，也同样受到海外投资人热烈追捧，上市日的涨幅甚至会翻几翻。

尽管大部分赴美上市的中国企业是可信和清白的，但确有一些“害群之马”利用监管漏洞及海外投资者对中国的不熟悉，进行诈骗。方式不外乎两种：其一、是吹嘘企业在行业前景光明，游说投资人押注企业的未来发展。其二、直接造假，轻则夸大客户数量，重则虚构利润业绩和企业资产价值。尽管美国和内地监管机构在未来有可能加强沟通，但由于海外监管机构和投资者难以赴中国查核，因此很多问题往往难于察觉。另外，在中国概念股空潮中，

涉及的一些研究机构扮演的角色令人质疑。近月，发表报告质疑中国民企的财务资料不实及建议投资者卖空的机构，很多时候都是同一家。类似的“先卖空再唱空”的手法属于不道德行为，绝对有造市之嫌。

原则上说，发表研究报告者应该中立，投资银行的研究部门和投资部门也应该设防火墙作分隔和避嫌。十分可惜的是，在这几年，越来越多的所谓独立研究机构开始联合对冲基金进行操作，形成金融界的跨境恐怖力量。借着跨境监管的漏洞，以言论影响市场，从中牟取暴利。如何监管这些机构是否通过揭发丑闻，而狙击做空相关股票并从中非法获利，值得跨国监管机构去追查。

当然，苍蝇不叮无缝的蛋。若非企业自己存在诸多漏洞，如财务信息缺乏透明度或披露不足，不会这么容易被别人抓痛脚，给金融大鳄趁机大发灾难财。

随着中国金融市场的迅速发展，上述的情况也有可能发生在未来的中国本土市场。另外，在过去几年的宏观调控下，货币偏紧的形势已导致市场资金呈现紧张，民间融资成本不断上升，这也为本来已难以获得融资的民营企业的生存和发展埋下隐患。在风暴慢慢退却之际，也是我们反思的时刻。在另外一场风暴来临前，我们要做好一切的防范工作，减少其中的杀伤力。

(作者系招商证券香港投行业务董事总经理)

欧央行加息不影响美元反弹

长江证券

7月7日，欧央行决定加息25个基点至1.50%。这是今年第二次加息，符合市场预期。本次加息表明，南欧债务危机并没有影响到欧央行的加息节奏。当前欧元区的货币政策更多地取决于德、法等中心国家的情况。南欧国家将面临更大的压力。此外，本次欧央行的加息并不会导致欧元的持续走强，一方面欧债危机的阴影还未过去，另一方面下半年美国实体经济预计将好于欧元区，因此我们维持美元反弹的判断。近期，南欧国家的债务危机仍然没有得到妥善的解决，葡萄牙长期国债日前被穆迪连续调降4个等级至垃圾级，而希腊救助计划由于私人机构的参与，很有可能被认定为违约。在这样的背景下，欧洲中央银行(ECB)的加息节奏并未受此影响，如期在7月加息。

本次加息也暗示了当前欧央行关注的是欧元区整体的形势，甚至更加关注欧元区中心国家。6月欧元区整体的通胀率仍然维持与2.7%，高于“略低于2%”的政策目标。ECB委员会对经济形

势的解读也较为乐观，他们认为“增长动力仍然存在，尽管增速有所下降”。

与我们的预期一致，在通胀率高于政策目标、实体经济增长稳健的时期，目前欧元区的加息周期已经确立。我们预计，今年还会有一次加息，加息的时点将会发生于四季度。

虽然欧元区加息对于希腊、葡萄牙等身陷债务危机的国家形成了新的压力，但是欧央行也能通过再贷款来向这些国家的金融体系进行支持。近日，欧央行已经宣布了再贷款政策的调整：对于葡萄牙银行不再要求必须以投资级国债作为抵押物。此项规定也适用于爱尔兰和希腊。

欧元区加息对美元走势会有什么影响呢？我们认为，欧元区的加息不会导致欧元的走强和美元指数走强。一方面，下半年美国的经济增速将会反弹，相对于欧元区将会获得优势；另一方面，欧元区的债务问题还没有得到妥善的解决。

首先来看实体经济。原油价格近期有所回落，而且日本经济也将进入明显反弹的阶段。抑制美国经

济增长的因素即将退出，预计美国经济增速将有反弹。此外，下半年市场的关注点也将集中于实体经济。根据我们之前对于相关案例的考察，当各国货币政策方向不一致时，美元的走势将更多地取决于实体经济因素。而由于美国下半年将在实体经济增速上获得更大的优势，因此我们认为美元可能会出现反弹。

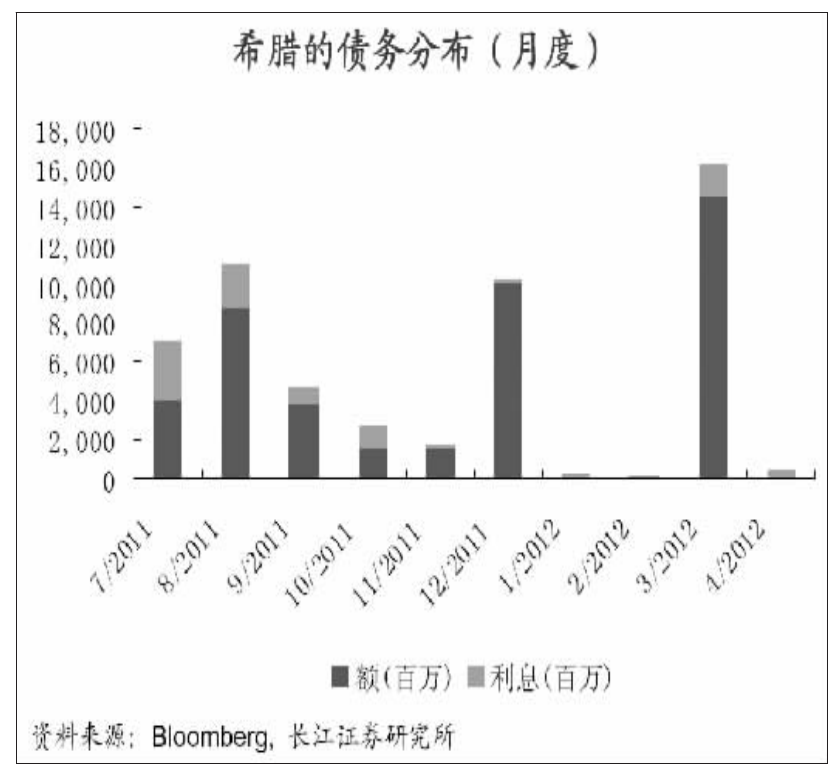
下面来看欧元区债务危机问题。当前，欧债危机的影响仍然存在。在上半年葡萄牙接受援助以后，希腊陷入了二次危机。虽然希腊国内已经通过了满足债权人和救助各方要求的财政紧缩计划，但是当前欧债危机爆发的可能性仍然存在。

日前，法国银行界提出了一份详细的计划，计划内容包括私人机构通过自愿展期的方式参与到援助希腊的行动中。7月4日晚，标普就此发表声明，如果当前的计划得到实行，那么希腊国债就将被认定为D级(止付级，标普评级体系中的最低的一级)。如果这种情况真的发生，那么救助非但没有防止希腊国债的违约，反而促成了其止付的评级认定。如果此事真的发生，那么拥有希腊国债头寸的欧元区金融体

系将会立即发生实际亏损。这样欧元区本来就不稳定的金融体系又将会面临新的冲击。

总的来说，无论是实体经济，还

是欧元区债务问题，都支持美元走强。而利差因素无法扭转这种趋势。我们维持原有的观点，即下半年美元指数将会反弹。



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所