



本輪樓市大幅調整的風險如何？

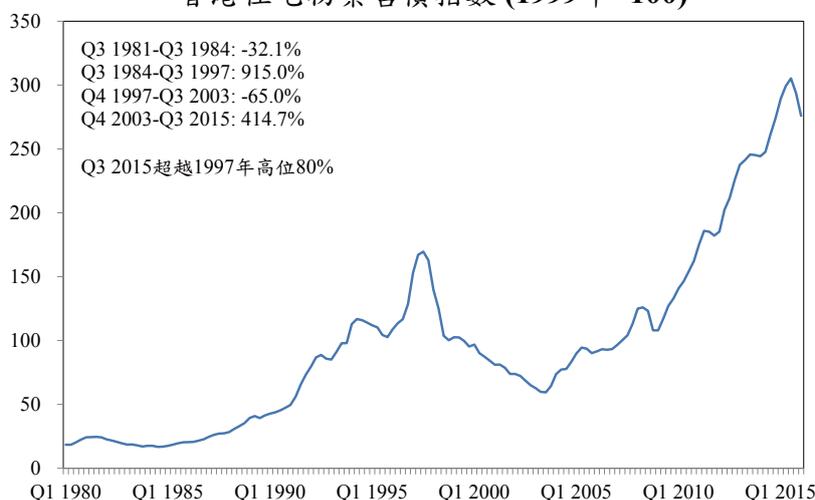
高級經濟研究員 蔡永雄

自去年9月份以來，香港住宅樓市進入了調整階段，以中原城市領先指數計算，住宅樓市從去年高位至今年4月中下跌了約13%(若以差餉物業估價署的數字計算，住宅樓市從高位至今年3月份下跌了約12%)。雖然過去數月的樓價跌幅較原來預期為快，但以目前情況看，並假設政府和金管局現行政策維持不變，且沒有爆發重大的危機事件，本輪樓市仍不具備大幅調整的條件。

1980年以來住宅樓市曾出現兩次深度調整

根據差餉物業估價署的數字，自1980年以來，住宅樓價只出現過兩次超過30%的跌幅。第一次是在1981年第三季至1984年第三季，住宅樓價下跌了約三分之一，當時香港正受1997年前途問題的困擾，令經濟和樓市表現大受影響。第二次是在1997年第四季至2003年第三季，住宅樓價大跌三分之二，當時香港受到亞洲金融風暴、科網股爆破，以至非典型肺炎等影響，香港經濟陷入衰退和多年通縮，造成長達6年的樓市調整。然而，自2003年以來，香港住宅樓市的升浪維持了12年，期間雖然有所波動，如2008年全球金融海嘯，但樓價的跌幅只有17%，隨後便在全球主要央行推出大規模量化寬鬆下，逐步回升，故亦算不上深度調整。現時，香港住宅樓價再次進入調整階段，從高位下跌了約13%，以目前經濟前景甚不明朗、金融市場大幅波動、美國溫和加息和政府增加供應的背景下，市場對現時香港樓市會否出現較深度調整表示關注。

香港住宅物業售價指數 (1999年=100)



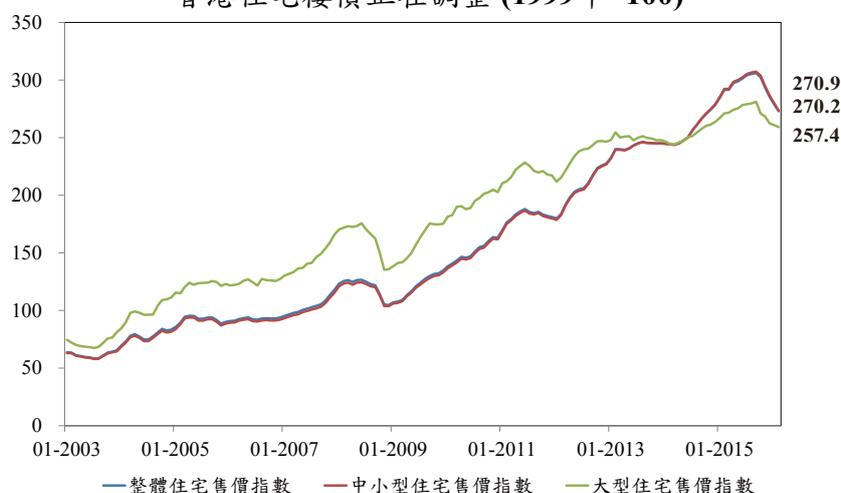
數據來源：差餉物業估價署，中銀香港經濟研究

四大因素促使樓市步入整固階段

1. 本輪樓市累積升幅龐大，小型單位調整壓力較大。從2003年的低位起，本輪住宅樓市錄得大幅上升，而本輪升市的一大特點是中小型單位（100平方米以下的單位）的升幅遠高於大型單位（100平方米或以上的單位），由2003年低位至2015年高位比較，中小型單位上升4.3倍，而大型單位則上升了3.2倍。若與1997年高峰比較，中小型單位最多上升了78%，同樣高於大型單位的53%。雖然香港的經濟規模於1997年至2015年間亦上升了約75%，但1997年香港住宅樓市出現巨大泡沫，樓價在泡沫上錄得與名義經濟增長同步的升幅，反映樓價泡沫的情況沒有明顯改善，惟現時按揭貸款利率只有2%，遠低於1997年時約10%的水平，故現時樓價泡沫的情況理應沒有1997年時嚴重。

然而，中小型單位的升幅較大型單位為快並非一個正常現象，特別是中小型單位佔整體私人住宅供應92%以上，只有不到8%的私人住宅是屬於大型單位。中小型單位升幅較快主要是受到需求管理和按揭貸款的審慎監管措施逐步強化，加重了市民換樓、海外或公司投資者購買物業的成本，令需求轉向中小型住宅單位。因此，若以本輪樓市高位2015年第三季計算，香港家庭收入中位數相對於甲類單位（少於40平方米）的負擔比例為71%（假設利率為2%，按揭貸款分20年攤還），而收入最高的5%相對於丁類單位（100至159.9平方米）為54%，即使兩者均分別低於1997年高峰期的95%及90%，但亦顯示出小型單位存在購買力脫節的問題。因此，在本輪樓市累積升幅龐大，以及小型單位調整壓力較大的背景下，香港住宅樓價便步入了整固階段。

香港住宅樓價正在調整 (1999年=100)



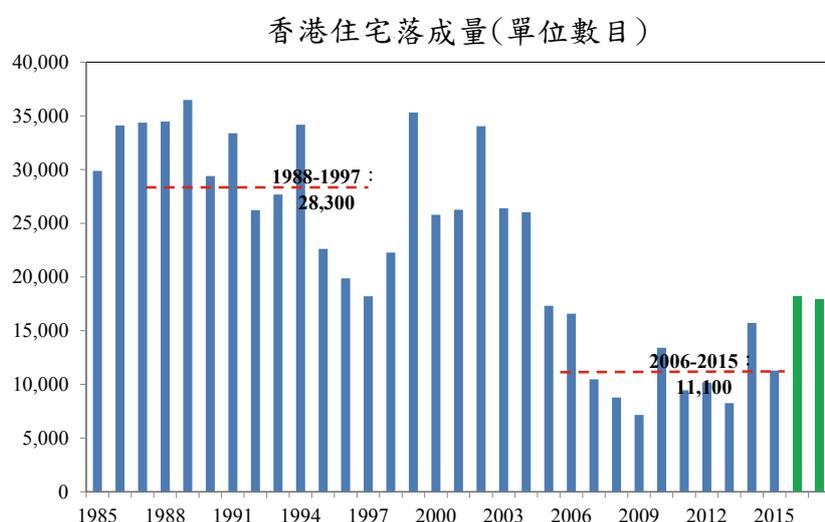
數據來源：差餉物業估價署，中銀香港經濟研究

2. 全球經濟放緩，金融市場波動加劇。自去年下半年至今年2月份，全球經濟下行壓力增加，並在美國加息、強美元、大宗商品價格下跌、新興市場貨幣貶值、資金外流等背景下，引發了一輪全球金融市場劇烈波動，香港作為小型開放經濟體難以獨善其身。港元匯率亦曾在今年1月初趨向弱方保證水平，令拆息一度跟隨美息回升。外圍經濟表現疲弱，香港的外貿表現不容樂觀，加上訪港旅遊業和零售業仍在調整之中，亦加深了對經濟和就業市場前景的憂慮，並拖累了住宅樓市的表現。

3. 美國於去年12月率先加息。去年12月，美國聯儲局正式結束了其零息政策並加息0.25%。當時聯儲局對未來息率預測的中位數顯示該局將於2016、

2017及2018年分別加息1%、1%及0.875%。由於港元與美元實行聯繫匯率，在正常情況下，港息是有需要跟隨美息同步上升的，故美國加息便觸發了市場對新一輪加息週期正式展開的憂慮，擔憂未來的按揭供款負擔會有所增加，強化了住宅樓市或會出現調整的預期，促使部份業主願意減價放售，繼而拖累了住宅樓價的表現。

4. 供應正在增加，短期供應料可達標。本屆特區政府一直致力於增加短、中、長期的土地和房屋供應，即使在經濟和金融市場波動增加下，政府仍會維持其加大土地供應的策略，土地招標的步伐不會受到太大影響。據差餉物業估價署的數字顯示，2016及2017年預測落成量分別為18,200及17,930個單位，創2004年以來的新高，接近政府18,000至19,000個單位的供應目標。再者，運輸及房屋局的數字顯示，截至今年3月底預計未來3、4年的潛在一手樓供應量將高達92,000個單位，創下有紀錄以來最多，即平均每年將有高於20,000個單位落成，令市場擔心未來住宅樓市或會出現供過於求的情況，與上述因素一同促使樓市步入調整。



數據來源：差餉物業估價署，中銀香港經濟研究

成交低迷，對樓市發展並不健康

另一方面，成交持續減少是本輪樓市上升及近日調整的一大特點。在本輪樓市復蘇初期，2005年至2009年的5年期間平均每月的住宅樓市成交介乎7,000至10,000宗，但在2009至2010年起政府便陸續推出了4項需求管理措施及金管局推出了7輪按揭貸款的審慎監管措施（詳情請參閱附表），這些措施對防止香港樓市出現泡沫，以至維持金融體系穩定功不可沒，但部份措施卻增加了海外投資和市民換樓時的稅務負擔，且在更嚴謹的按揭貸款標準下，市民在新購入物業或換樓時需要支付更高的首付比例，並通過壓力測試，故很多業主選擇按兵不動，導致二手樓供應明顯減少。因此，住宅物業的成交量亦由2011至2012年的每月7,000宗下跌至2013至2015年的4,000至5,000宗，至2016年第一季更大跌至2,000宗左右。由此可見，成交低迷部份與上述政府和金管局的措施有關，這些措施在減少需求的同時，亦減少了供應。然而，在樓市好景和需求殷切時，二手供應減少會刺激樓市加速上升，但在樓市轉淡時，單靠首次置業需求不足以支撐樓市，即使大部份業主按兵不動，但只要有少數

業主因為財政需要、換樓、家庭狀況改變等希望出售單位，便需要較大幅減價才能吸引買家，亦加速了樓市的跌勢。事實上，房地產一直具有流動性低的特點，且在現時成交低迷下，更進一步影響其變現能力，對樓市和市民的財政狀況構成負面影響。

本輪樓市仍不具備大幅調整的條件

無疑，政府的需求管理及金管局按揭貸款的審慎監管措施對香港住宅樓市的影響甚大，如果未來有任何的改動，勢將對香港的住宅樓市的發展構成影響。然而，以目前的情況，以及假設政府和金管局現行政策維持不變，且沒有爆發重大的危機事件，本輪樓市仍不具備大幅調整的條件。

1. 本輪美國加息週期能否成形也成疑問。自去年12月聯儲局加息至今，全球經濟下行風險有所增加，加上全球金融市場曾出現劇烈波動，故美國聯儲局今次加息不單不能領導其他央行一同加息，其他主要央行，如歐洲央行和日本銀行更與聯儲局背道而馳，推出負利率或加大和延長量化寬鬆，全球低息環境和流動性泛濫情況料將持續，且未來聯儲局加息時相信亦會較以往多考慮外圍因素。事實上，在去年12月至今年3月的短短3個月間，聯儲局對其未來息率預測的中位數已明顯下降，由原來預期今年加息四次，大幅減少至僅加息兩次，而利率期貨對聯儲局加息的預期則更低，僅預期於今年下半年加息一次。因此，本輪美國加息週期能否成形也成疑問，加上自2008年美國推出量化寬鬆以來，約有1,300億美元資金流入和停泊在香港，令港息有條件較長期維持低企，相信在短期內香港面對加息的影響仍是心理多於實際。

2. 中長期增加供應仍有困難。無疑，政府公布了未來3、4年可建成單位數目將達到92,000個，創2004年紀錄以來新高，料可達到政府訂下每年18,000至19,000個單位的供應目標，但以現時建造業工人短缺，以及近期推出的不少土地需要進行較多平整工程等，建築期或較以往3、4年為長。此外，中長期增加土地供應更難以持續，行政長官今年的施政報告指出，未來四大新發展區（古洞北和粉嶺北、洪水橋、東涌新市鎮擴展，以及元朗南）將可合共提供超過197,000個新住宅單位，以60：40公私營房屋比例計算，公營房屋佔約118,000個單位，而私人房屋則佔約79,000個單位，但卻最快於2023年至2031/2037年才分批落成，如假設分10年落成，每年平均只有7,900個單位，僅達政府目標約40%，反映中長期香港的土地供應明顯不足，故難以出現亞洲金融風暴過後，1999至2003年的5年期間年均住宅落成量達到近30,000個單位的情況。

3. 香港經濟未致陷入衰退。香港經濟的增長動力正進一步放慢，1、2月份零售銷售貨值按年下跌13.6%，只有部份食物和超級市場銷售錄得微升，反映不單旅客消費減少，本地消費一同下滑，相信是與資產市場調整、外遊增加和社會不穩等有關。另外，外圍環境持續欠佳，以及港元匯率高企，亦拖累了香港貨物出口的表現，一季度出口下跌6.8%，但進口跌幅（8.2%）大於出口，淨出口料對經濟增長帶來一些正面貢獻，有助抵銷部份內需疲弱的影響，故相信香港經濟未致陷入衰退的邊緣，出現大規模裁員潮，並影響到住宅樓市的機會仍然較低。

4. 市民的財政狀況甚為理想。人口普查數字顯示2011年本港共有236.8萬

個家庭住戶，52.1%(123.3萬戶)是居住在自置物業內，當中60.1%即74.1萬戶是沒有按揭及貸款，其餘的39.9%即49.2萬戶是有按揭或貸款。在有按揭或貸款的住戶中，其按揭供款及借貸還款與收入比率中位數僅為19.6%，加上金管局已先後推出了7輪按揭貸款的審慎監管措施，確保市民不會過份借貸，故樓市仍以用家為主，沒有大幅割價賣樓的需要。

最後，我們亦注意到自金融海嘯以來，內需是香港經濟的主要動力，但自去年下半年以來，在外圍經濟表現欠佳，旅遊和零售業表現不濟，內需增長動力亦有所放慢。再者，樓市表現與實質私人消費開支有很大的關聯性，樓市進一步調整難免會加大內需下行的壓力，令實質私人消費開支或會陷於停滯，對經濟和就業市場的負面影響或會陸續浮現。

附表：

2010年以來，政府推出4項需求管理措施

日期	措施	內容
19/11/2010	額外印花稅	24個月內轉售住宅物業均須繳交額外印花稅（針對投機住宅物業）
26/10/2012	額外印花稅	36個月內轉售住宅物業均須繳交額外印花稅（針對投機住宅物業）
26/10/2012	買家印花稅	除香港永久性居民外，住宅物業買家需繳付物業市值15%的印花稅（針對非本地及投資住宅物業）
22/2/2013	從價印花稅	除沒有擁有住宅物業的香港永久性居民購置住宅物業外，住宅及非住宅物業買賣按新標準的從價印花稅率徵收（針對一切投資物業）

2009年以來，金管局推出7輪按揭貸款的審慎監管措施

日期	措施內容
23/10/2009	● 價值2,000萬以上，實施6成按揭上限
13/8/2010	● 價值1,200萬以上，實施6成按揭上限 ● 非自住物業實施6成按揭上限 ● 供款與入息比率上限，統一為50% ● 假設利率上升2個百分點作壓力測試
19/11/2010	● 價值1,200萬以上，實施5成按揭上限 ● 價值800萬至1,200萬，實施6成按揭上限 ● 非自住的住宅物業、以公司名義持有的物業和所有工商物業的按揭，實施5成按揭上限
10/6/2011	● 價值1,000萬以上，實施5成按揭上限 ● 價值700萬至1,000萬，實施6成按揭上限 ● 主要收入並非來自香港，按揭成數下調至少1成 ● 以資產淨值為依據的按揭貸款，實施4成按揭上限
14/9/2012	● 擁有一個或以上未完全償還按揭的物業者 ● 供款與入息比率上限，統一為40% ● 以資產淨值為依據的按揭貸款，實施3成按揭上限 ● 主要收入並非來自香港，按揭成數下調至少2成 ● 所有新造按揭貸款的年期上限，設定為30年
22/2/2013	● 假設利率上升3個百分點作壓力測試 ● 所有工商物業的按揭貸款，按揭成數下調1成 ● 車位按揭的最高按揭成數為4成，年期上限為15年
27/2/2015	● 價值700萬以下，實施6成按揭上限 ● 第二套自用住宅物業的供款與入息比率上限，下調至4成 ● 各類非自用物業的供款與入息比率上限，下調至4成

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2014	2015	2015/Q3	2015/Q4
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	21,946	22,464	5,716	5,967
升幅 (%) Change(%)	2.6	2.4	2.2	1.9
二. 對外貿易 External Trade	2014	2015	2016/3	2016/1-3
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	553	469	36	97
轉口 Re-exports	36,175	35,584	2,718	7,697
總出口 Total exports	36,728	36,053	2,754	7,794
進口 Total imports	42,190	40,464	3,224	8,769
貿易差額 Trade balance	-5,463	-4,411	-470	-975
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	1.7	-15.2	-10.7	-15.2
轉口 Re-exports	3.2	-1.6	-7.0	-6.7
總出口 Total exports	3.2	-1.8	-7.0	-6.8
進口 Imports	3.9	-4.1	-5.8	-8.2
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	4.4	3.0	3.0	2.9
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units				
合約宗數 (宗) No. of agreements	81,489	76,159	3,154	8,860
年升幅 (%) Change(%)	15.6	-6.5	-49.2	-60.8
五. 勞動就業 Employment			2015/12-2016/2	2016/1-2016/3
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	14.95	12.2	12.1	13.0
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.2	3.3	3.3	3.4
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.5	1.4	1.3	1.4
六. 零售市場 Retail Market			2016/2	2016/1-2
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	-0.2	-3.7	-20.6	-13.6
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	0.6	-0.3	-19.5	-12.3
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	6,084	5,931	430	952
年升幅 (%) Change(%)	12.0	-2.5	-20.5	-13.6
八. 金融市場 Financial Market			2016/1	2016/2
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	775.6	775.1	778.6	777.6
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	13.0	15.4	14.1	15.9
M2	9.5	5.5	5.8	4.9
M3	9.6	5.5	5.7	4.9
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	9.7	6.7	7.3	6.8
港元存款 In HK\$	9.3	10.7	8.7	9.4
外幣存款 In foreign currency	10.1	3.1	6.0	4.5
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	12.7	3.5	2.3	1.4
當地放款 use in HK	12.1	3.5	2.1	2.1
海外放款 use outside HK	14.2	3.6	2.7	0
貿易有關放款 Trade financing	-1.4	-16.3	-24.4	-20.6
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	23,605	21,914	19,683	19,112