

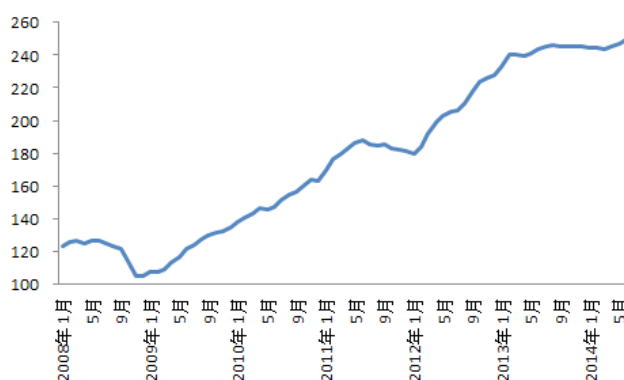


香港樓價緣何仍未見調整？

經濟研究員 卓亮

香港樓市從 2009 年開始反復上升，在至今長達 68 個月的時間內，樓價升勢雖然偶有受阻，但一直沒有經歷顯著調整。期間最大的一次下調出現在三年前，由 2011 年 7 月至 2012 年 1 月，私人住宅價格在 7 個月內下跌了 4.4%。在資產市場中，價格下挫一成被視為調整，跌幅超過兩成則是步入技術性熊市的信號。而香港樓價從低位反彈至今，力度最大的一次下跌也不及半成。

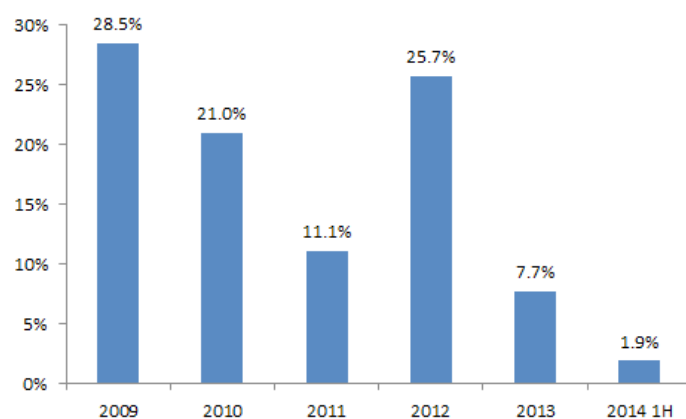
圖一 香港私人住宅售價指數



資料來源：物業差餉估價署，BOCHK Research

在樓價飆升的同時，不利因素逐漸疊加。一方面，政府推出的調控措施壓抑了需求，曾經令成交量暴挫。另一方面，政府亦想方設法增加供應。因此，近兩年市場的觀望氣氛濃厚，主流意見看淡樓市發展前景。值得注意的是，樓價雖然升至歷史高位，但上升動力與高峰期相比已明顯減弱。差餉物業估價署數據顯示，2014年6月香港私人住宅售價指數升至249.8，連續兩個月創下歷史新高。在2008年底，該指數僅為104.8。期後五年半的時間內，樓價上升了138%。然而，從2013年6月至2014年6月的一年時間內，住宅售價僅上漲2.7%，升幅跑輸名義GDP、通貨膨脹，以及個人收入。

圖二 香港私人住宅售價年度增幅
(2014 年數據為上半年變化)



資料來源：差餉物業估價署，BOCHK Research

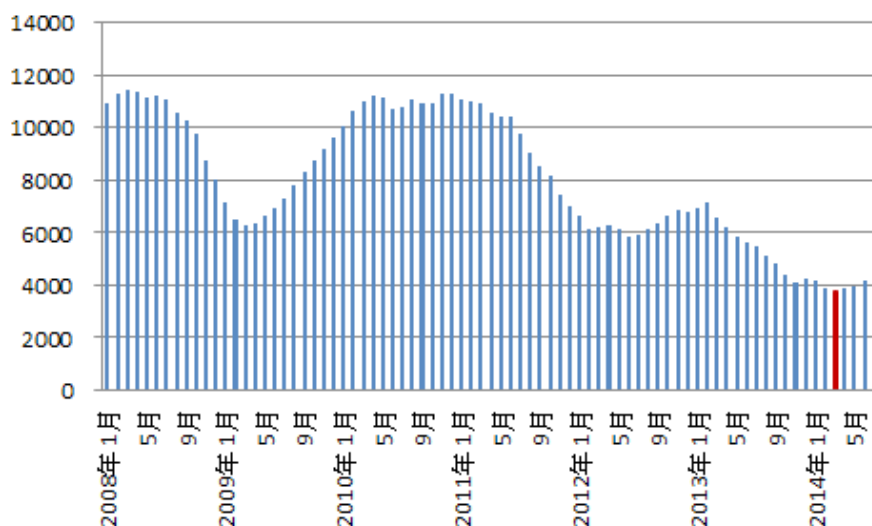
樓價受基本面因素支持

樓市近幾個月的升勢實際上遠不如部分媒體報導般強勁，惟在本港經濟增長放緩，美國加息預期升溫的情況下，樓價仍錄得升幅，實屬不易。住宅售價能夠一直頂住調整的壓力，不跌反升，主要原因是供求關係依然緊張。

I. 樓市需求殷切

從 2010 年底開始，香港政府推出一系列樓市需求調控措施，包括額外印花稅、買家印花稅、及雙倍印花稅。這些俗稱為“辣招”的措施增加了交易成本，抑制樓市成交量。在今年 3 月，全港僅錄得 3,141 宗私人住宅成交，甚至遠不如 SARS 當年的水平。由於月度數據相當波動，12 月移動平均值較能反映趨勢。如下圖所示，成交量平均值同樣在 3 月份跌至谷底。也就是說，在此次樓市上升週期中，成交最淡靜的期間出現在 2013 年 3 月至 2014 年 3 月。

圖三 私人住宅成交量 12 月移動平均值

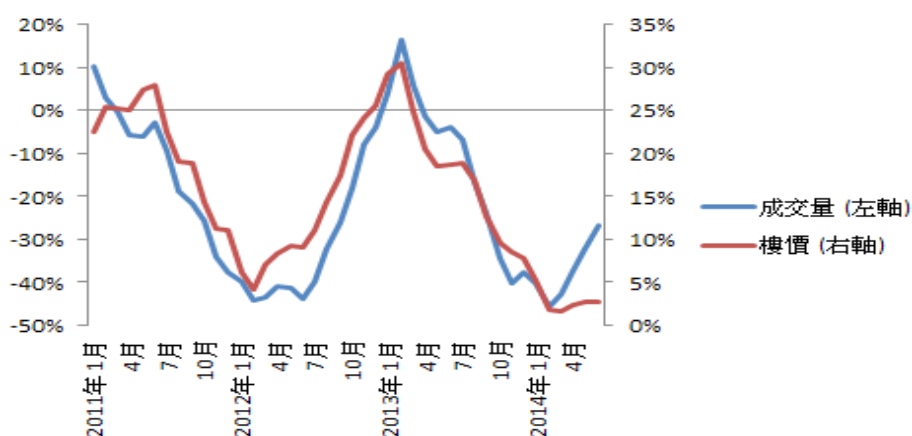


資料來源：土地註冊處，BOCHK Research

然而，樓市需求只是暫時被昂貴的交易成本抑制，並沒有減弱。政府於今年5月宣佈放寬雙倍印花稅的部分條款，延長“先買後賣”人士的換樓期限。雖然官員強調該修正僅屬於技術性調整，不代表政府在樓市調控方面有所鬆懈，但市場氣氛明顯改善，帶動成交大幅反彈。7月份的私人住宅成交量升至7,792宗，為21個月高位，較3月水平急升148%。樓市氣氛改善，未來有望繼續回暖。

有意見認為，成交與樓價之間的關係近年明顯脫節，畢竟一連串的“辣招”導致成交疏落，樓價卻不跌反升。成交跌、樓價升，的確是香港樓市在辣招時期出現的一個特殊現象。惟值得注意的是，兩者之間的正相關性依然有跡可循，關鍵在於分析其增長動力，而非絕對水平的改變。在這方面，較為普遍的做法是用一年前同期的數據作同比分析。

圖四 私人住宅成交量12月移動平均值與
私人住宅售價按年同比變化



資料來源：差餉物業估價署，土地註冊處，BOCHK Research

如圖所示，自從辣招生效後，在成交量急跌的時候，樓價同比升幅驟降，反之亦然。也就是說，兩者強弱改變的趨勢是相當一致的。成交急跌不一定意味著樓價會立即向下調整，但其上升動力確實相應地減弱。目前要判斷住宅單位買賣會否保持活躍仍言之尚早，惟成交量在最近四個月大幅改善，無疑對樓價是一個強有力的支持。

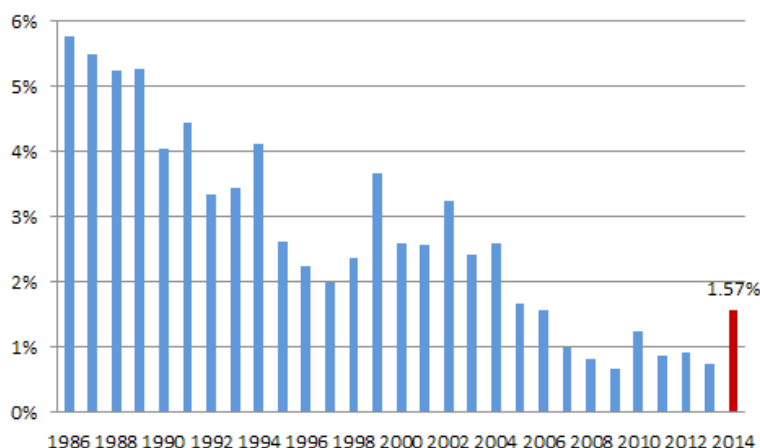
II. 供應增幅有限

按照差餉物業估價署的預測，2014年私人住宅落成量或升至17,610個單位。如果達標，今年落成量將創下近十年新高。惟有理由相信，樓市新增供應不會對售價造成太大壓力。

首先，今年落成量雖然是2004年後的高位，但與歷史平均水平仍有一大段距

離。從 1985 年有記錄開始至 2004 年的 20 年內，私人住宅年均落成量為 28,849 個單位，較今年預計落成量高出近六成四。其次，落成量未必能夠持續上升，在 2015 年可能回落至 12,660 個單位，比今年預期水平低逾 28%。再次，新增供應對私人住宅存量影響有限。於 2013 年底，香港私人住宅總存量為 1,123,633 個單位。以此計算，今年的落成量將會令總存量增加 1.57%，是 2006 年以來最大增幅，卻比 1986 至 2006 年期間每一年的增幅都小。在這 21 年內，私人住宅存量每年平均增加 3.37%，較今年增幅高出 1.8 個百分點。因此，今明兩年新增供應影響有限，難以導致樓價加速調整。

圖五 私人住宅總存量年度增幅



資料來源：差餉物業估價署，BOCHK Research

除了考慮一手供應量外，亦不宜忽視二手市場。在政府推出一系列辣招後，炒家已基本絕跡，買家主要是自住人士。而有穩定收入的自住人士一般不會因為樓價出現波動便拋售所持有之物業，因此勞工市場的表現將間接影響二手市場供應。香港失業率自 2009 年第四季開始反復下滑，從 2011 年下半年至今，失業率一直在 3.1% 至 3.5% 的窄幅區間徘徊，接近全民就業。最近失業率雖然連續兩個月微升 0.1 個百分點，但就業總人數創歷史新高，勞工市場表現仍然穩健。

綜上所述，殷切的需求與有限度的新增供應支持樓價上升。於 2013 年末，私人住宅空置率僅為 4.1%，是 1997 年以來低位，並顯著低於 5.0% 的過去 20 年平均水平。空置率低企反應樓市供求關係依然緊張，樓市基本因素正面。

加息仍為主要風險

低利率對樓價的支持主要體現在以下兩個方面。首先，低利率往往刺激資產價格上揚。從估值的角度考慮，利率水平是決定未來回報折算率的重要因素。利率愈低，折算率愈低，反之亦然。一個物業在其壽命內預期能夠創造的租金回報，通過折算後所得的淨現值，可以被視為其估值。在長期超低利率環境下，折算率

持續低企，對樓價構成莫大支持。

其次，低利率有助減輕業主償還按揭的負擔。樓價持續攀升，難免增加置業難度。惟利率水平低企，有助紓緩按揭還款金額的升幅。按照金管局公佈的數據，於2013年末，樓價與人均年收入比率升至14.6倍，與1997年的峰值相若。如果單以此指標判斷，不難得出香港樓價已超出一般市民承擔能力的結論。然而，由於按揭息率處於低位，大部分業主在按揭負擔方面未見吃力。目前每月還款佔家庭入息的比率雖然升至64.1%，高於50%左右的長期平均水平，但遠不及1997年出現的110%峰值。由此可見，業主持貨能力較強，出現大範圍拋售的幾率相當低。

正所謂水能載舟亦能覆舟，一旦利率上揚，資產價格將難免受壓。同時，加息直接增加業主供樓負擔。根據金管局的估算，如果按揭利率上升三厘，每月按揭償還金額將增加逾三成。由此可見，加息對樓市的影響絕對不容忽視。

在聯繫匯率的機制下，香港與美國的利率走勢基本一致。最近市場對美國加息預期升溫，普遍認為聯儲局將在2015年年中開始進行首次利率調整。從聯儲局制定貨幣政策的公開市場委員會成員預測來看，主流意見認為聯邦基金利率在2015年末會升到1%至1.25%。換言之，來年加息幅度僅約為一厘，調整力度可謂相當溫和。再者，屆時的聯邦基金利率仍遠低於歷史平均水平。在金融海嘯前二十年內(1988至2007)，聯邦基金利率均值為4.75%。與以往相比，未來加息的力度明顯較為克制，對置業承擔能力的影響應不會太大。

再者，香港的利率調整未必與美國完全同步。從歷史數據來看，香港最優惠利率大致與聯邦基金利率同向，但升幅並不對等。在上一次美國加息週期中，聯邦基金利率從1%升至2.25%的期間內，香港最優惠利率一直維持在5%。而過去幾年美國指標利率接近零，香港最優惠利率卻從未低於5%。事實上，兩者之差近年一直處於有記錄以來高位。鑒於香港銀行體系資金相當充裕，未來利率的升幅有可能較聯邦基金利率小。

低利率對樓價的支持不容低估。儘管聯儲局極可能一年內啟動加息，聯邦基金利率在2015年末的水平或不及金融海嘯前二十年均值的四分之一。因此，貨幣政策仍然寬鬆，利率有限度上升不等於低息環境終結。

總而言之，香港樓市基本面因素正面，有效抗衡了下調壓力。展望未來，聯儲局利率調整步伐可望溫和，貨幣政策依然寬鬆，樓市風險因而整體可控，但不宜完全忽視。近年置業負擔已漸趨沉重，若然美國通脹升溫迫使聯儲局收緊貨幣政策，樓市難免變得脆弱，屆時將很可能出現較大幅度的調整。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2012	2013	2014/Q1	2014/Q2
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	19,644	20,372	5,174	5,309
升幅 (%) Change(%)	1.5	2.9	1.8	2.6
二. 對外貿易 External Trade	2012	2013	2014/7	2014/1-7
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	588	544	51	32,767
轉口 Re-exports	33,755	35,053	3,210	20,110
總出口 Total exports	34,343	35,597	3,262	20,438
進口 Total imports	39,122	40,607	3,683	23,484
貿易差額 Trade balance	-4,778	-5,010	-421	-3,046
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	-10.4	-7.6	7	4.3
轉口 Re-exports	3.2	3.8	6.8	3.4
總出口 Total exports	2.9	3.6	6.8	3.4
進口 Imports	3.9	3.8	7.5	3.9
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	4.1	4.3	4.0	3.9
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units			2014/8	2014/1-8
合約宗數 (宗) No. of agreements	115,533	70,503	7,902	51,491
年升幅 (%) Change(%)	6.2	-29.9	54.6	3.7
五. 勞動就業 Employment	2012	2013	2014/4-2014/6	2014/5-2014/7
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	12.45	11.84	12.6	13.3
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.2	3.2	3.2	3.3
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.5	1.4	1.5	1.5
六. 零售市場 Retail Market	2012	2013	2014/7	2014/1-7
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	9.8	11.0	-3.1	-1.5
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	7.2	10.6	-4.5	-1.5
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	4,862	5,430	537	3,390
年升幅 (%) Change(%)	16	11.7	11.2	12.3
八. 金融市場 Financial Market	2012	2013	2014/6	2014/7
港幣匯價 (US\$100=HK\$)	775.05	775.4	775.1	775
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)				
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	22.2	9.7	14	17.6
M2	11.1	12.3	15	15.9
M3	11	12.4	15	16
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	9.3	10.6	13.3	14.1
港元存款 In HK\$	11.7	5.1	13.1	15.4
外幣存款 In foreign currency	7	16.2	13.6	13.5
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	9.6	16.0	16.0	15.5
當地放款 use in HK	7.1	13.8	14.9	15.6
海外放款 use outside HK	16.5	21.4	18.9	15.5
貿易有關放款 Trade financing	10.2	43.8	11.6	9.7
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	22,657	23,306	23,191	24,757