

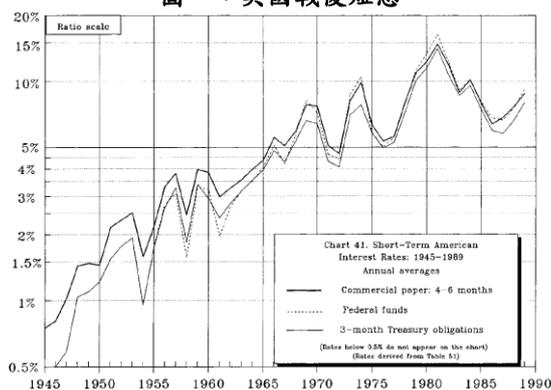
《信報》專欄〈一名經人〉

息口低就不會跌 請君回顧那些年

近年流行的一個說法，是息口依然很低，個市（股好樓好啥都好）不會有啥問題。對於此說吾等甚有保留。息口水平很大程度取決於通脹，故看實質利率高低才有意義。美國當前實質利率-0.6厘，但其實跟2007年尾水平一樣；本港當前實質利率-0.4厘，亦跟2007年尾水平一樣。當年可以見頂大跌，今日實在看不到什麼不可能跌的原因。

一些不懂經濟的總是無視理論、食古不化，不肯看實質利率，而只會看名義利率。有見及此，今文且看當名義利率低如今天時的市況。以為今天利率之低空前嗎？非也。聯邦基金利率在1954年中紀錄開始時不逾厘半；再看遠些，二戰後期起的短期息率比1950年代更低，那所謂低息環境其實持續了十年【圖一】，這跟後海嘯的今天一樣。

圖一：美國戰後短息



出處：S. Homer and R. Sylla (2005) *A History of Interest Rates*

美國如是，本港又如何呢？翻查饒餘慶三分之一世紀前舊作《香港的銀行與貨幣》，當美國商業票據由1954年的2厘升至1968年的7厘時，期內本港工商貸款息亦由6/7厘升至8/10厘，但實際趨升始於1964年，1954至1963的十年間低口仍低【圖二】。

圖二：本港工商貸款利率

年份	按年百分率
1954	6-7
1955	6-7
1956	5½-7
1957	7-9
1958	7-3
1959	6½-8
1960	7-3
1961	7-3
1962	6½-7½
1963	6½-7½
1964	8-9
1965	6½-3
1966	7-9
1967	7½-10
1968	8-10

出處：香港外匯銀行公會，載於《香港的銀行與貨幣》，饒餘慶著

至於從 1959 年起有紀錄的月度本港銀行同業拆息所見，起碼在 1959 年和 1963、1964 年間，息口水平只有 2、3 厘之低，跟今天的 1、2 厘水平實在相去不遠【圖三】。從這些史料所見，本港名義利率在 1954 至 1963/64 年間整體來說都不高，甚至算低。知道半世紀許前原來本港也曾歷這類似海嘯後至今的低息十年後，當時市況又如何？

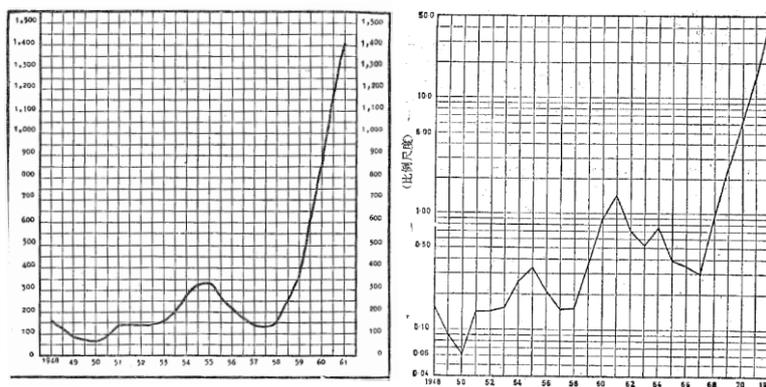
圖三：本港銀行同業拆息（%）

月份	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
一月	2½	4½	5 - 5½	6½ - 6¾	4½ - 5	4½ - 4¾	6½ - 7½	5½ - 5¾	6 - 7	4½ - 6½	5-125-5-75	8-60 - 9-375	6-75-7-75	3-50 - 3-625
二月	2½	4½ - 4¾	5½	5½ - 6½	2½ - 4½	3½ - 4	6½ - 6¾	4½ - 4¾	6 - 7½	5½ - 6	5-75 - 6-75	8-75 - 9-50	6-25 - 7-75	3-50 - 4-00
三月	2½	4½	5½	5½ - 5¾	2½ - 3½	3½	5½ - 6½	4½	5½ - 6½	4½ - 5½	6-25 - 7-00	9-125 - 9-25	6-50 - 7-00	3-50
四月	2½	4½	5½	5½ - 5¾	3½	3½	5½ - 5¾	4½ - 4¾	5½ - 5¾	4½ - 5½	7-00 - 7-375	7-75 - 9-25	6-00 - 6-50	3-25 - 3-50
五月	2½	4½	5½ - 5¾	4½ - 5	3½	3½	5½ - 6½	4½ - 4¾	5½ - 6	4½ - 5½	6-25 - 7-125	7-50 - 8-00	5-25 - 6-00	3-25 - 3-75
六月	2½ - 2¾	4½ - 5	5½ - 7½	4½ - 5	3½	3½ - 3¾	5½ - 5¾	4½ - 4¾	5½ - 6½	4½ - 5	6-875 - 8-125	7-50 - 7-75	5-00 - 5-125	3-375 - 4-50
七月	2 - 2½	5 - 5½	5½ - 5¾	4 - 4½	3½	3½	5½	4½ - 5½	6 - 6½	4½ - 5	8-25 - 9-00	6-75 - 8-00	5-00 - 5-25	2-875 - 4-50
八月	2½	5½	6½	4 - 4½	3½	3½	5	5½ - 5¾	5½ - 6½	5 - 5½	8-50 - 8-75	6-25 - 8-00	5-00 - 5-25	3-00 - 7-00
九月	3	5½	6½	4 - 4½	3½	3½ - 4	5 - 5½	5½ - 6	5 - 5½	5 - 5½	8-25 - 8-50	6-625 - 6-25	5-00 - 5-625	3-00 - 7-00
十月	3 - 3½	5½	6½ - 6¾	4½ - 4¾	4 - 4½	3½ - 4	5½ - 5¾	5½ - 6½	5 - 6	4½ - 5½	8-50 - 8-875	6-00 - 6-50	4-50 - 5-25	3-50 - 7-00
十一月	3½ - 4	5½ - 5¾	6½	4½ - 4¾	4 - 4½	5 - 5½	5½	5½	5 - 6	4½ - 5½	8-00 - 9-00	6-50 - 7-00	4-25 - 4-75	4-00 - 7-00
十二月	4 - 4½	5½	6½ - 6¾	4½ - 5	4½ - 5	5 - 5½	5½ - 6½	5½ - 7	5 - 6	4 - 5	8-00 - 9-00	6-25 - 6-625	3-50 - 4-00	3-25 - 7-00

出處：香港外匯銀行公會、《每月統計摘要》，載於《香港的銀行與貨幣》，饒餘慶著

恒指始於 1964 年，剛剛是這低息十年的末端，但也有方法推敲對上十年的市況。良久之曾探討過，恒指及其成交是成正比的。港股在 1960 年代以前雖沒正式指數，但全年成交統計卻戰後已有，且曾載於不同刊物【圖四】。觀圖所見，在低息十年間，港股成交僅處上落狀態，雖自 1958 年試過一像樣上升，但不久後的五年間即 1962 至 67 年間便打回原形。似樣升市其實在 1967 年後才出現——即著名的 1973 股市泡沫，但重溫圖三，1967 年後拆息已升上 8、9 厘水平，即股市大升其實伴隨着升口大升。

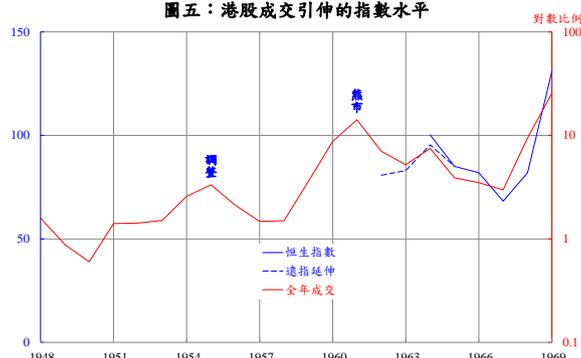
圖四：港股成交（左：百萬港元，正常比例；右：十億港元，對數比例）



出處：香港證券交易所、《每月統計摘要》

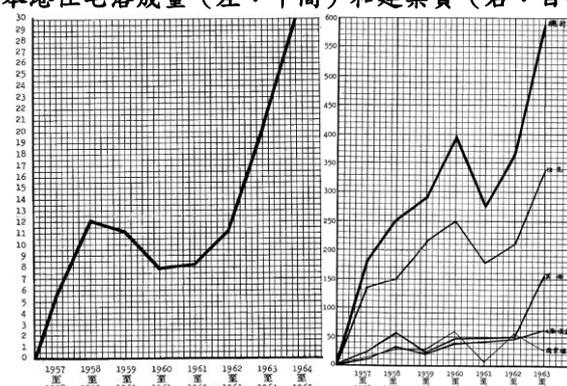
欲將當年市況更形象化，可將成交與早年股指包括恒指和遠東經濟評論（FEER）股指「拼圖」往古延伸，這樣便大抵得出一幅二戰後、冷戰前的港股指數圖【圖五】。顯而易見，即使持續低息十年如今，股市一樣有為時兩年的調整和為時六年的跌市。

圖五：港股成交引伸的指數水平



股有跌過，樓有無呢？當年沒有樓價指數，但從地產建設商會刊物中的數據所知，本港住宅落成量曾在 1958/59 至 1960/61 的兩年間回落了三分之一，而建築費則滯後於 1960/61 至 61/62 年間跌了三成，也是由住宅帶動【圖六】。跟股市一樣，樓市的成交、樓價關係也成正比，而這在早年沒有什麼辣招的年代更為明顯。至於建築成本和樓價，則如 PPI 和 CPI 的麵粉、麵包關係，也成正比。由此可見，那十年的低息期間，起碼在 1958/59 至 61/62 年間樓價很可能跌過，只是當時分層出售未普及而未為全民所知曉。

圖六：本港住宅落成量（左：千間）和建築費（右：百萬港元）



出處：香港地產建設商會

圖七：1966年《香港經濟年鑒》節錄

與最高峯售價比較，一九六六年中推出的下價樓宇售價下跌情況各有不同，依地區、周圍環境好壞和樓宇設計優劣而定。一般來說，香港西區新樓較少，下跌25—30%，界限街以北深水埗區因地皮年期只剩下31年，下跌40—45%，幅度最大；灣仔區拆建最遲，新樓上市最多，下跌40%左右；其餘各區亦下跌30—35%不等。平均售價由每方呎80—100元下跌至每方呎35—70元；環境和樓宇設計較差的連這個數目也賣不到。

比較來說，一些售價在4萬至6萬元之間的中價樓宇，下跌稍為少一些。這些樓宇主要分佈在戰前所謂高尚住宅區的跑馬地、銅鑼灣、尖沙咀、何文田、九龍塘和新關的高打老道山一帶；最高峯時曾經高漲至每呎90—100元，一九六七年來亦跌至70—85元左右，約下跌20—30%。由於供應的數量不多，仍有一定需求；售價還可以站得住。

降低了售價，銷路仍然不能擴大；房地產商惟有延長分期付款年期（最長的是香港置地公司在筲箕灣的太安樓，連建築期間在內一共十四年，和最近西環的聯邦新樓的二十年），縮小每期付款數額；或者將首期付款盡量減少，來適應顧客。但是，這種做法，只有一些根底較厚或者有壟斷集團撐腰的房地產商才可以採用，一些散戶和帶投機性質的房地產商不能夠抵受這種“資金長期擱置”的壓力，處境更加困難。

查差估署的《年報》所見，樓價亦曾在 1964 至 67 年間跌過，史有記載【圖七】。重溫圖三，1964 正是低息剛結束的年份而始加息。誰說息口剛起尚未高就大安旨意？

羅家聰 環球金融市場部