

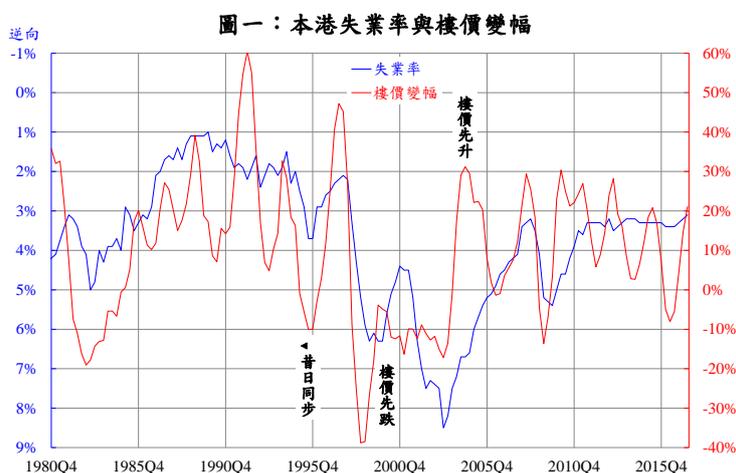
《信報》專欄〈一名經人〉

各師各法解樓價 逐一解構分真假

樓價始終是個老問題。政府做了不少功夫包括供應、辣招大家有眼見的。只不過，同樣有眼見的，是自海嘯後至今的樓價升勢（連調整計）成一直線（可先參考圖五）；若扣除調整部分，四段升浪更是一浪急於一浪。出盡發寶仍浪急一浪，理論上固然可指「如果無出將會更急」，但實際上此乃無法驗證的自圓其說，除數學外均屬學術廢話。

當政策不斷在反這升市週期但實際上標準的浪急一浪升市形態絲毫無損時，或許，我們好應懷疑樓價升跌雖有微觀的本身市場（endogenous）因素（即樓的供求）之餘，外在（exogenous）宏觀因素是否更為重要。在對上兩次樓價下跌即 1981 和 1997 年，管他政府有否出招，都有外圍衝擊這大背景，且跌的亦不只本港樓價而是多國陪跌。

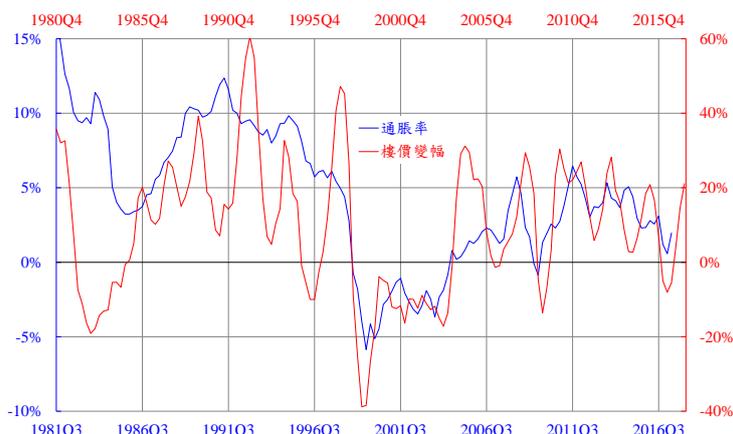
外在因素也可分兩類：本地宏觀與外圍宏觀。近期有指失業率已達全民就業水平，因此樓價跌不下去。前提也許對的：失業率好幾年來也跌不穿 3%，概應見底；不過，其與樓價變幅的關係在 1990 年前同步，但之後顯然是樓價變幅行先於失業率【圖一】。這兩因素理論上互為因果，孰雞孰蛋概念上都講得通，但實際上近廿餘年有先後之別，市場對樓價的預期能力不會早年沒有、而突然出現般神奇吧？樓價行先失業率好幾年，意味前者影響後者多於反過來說。在此框下，以失業率推論樓價，顯然是倒果為因。



樓價除了可受就業影響外，另一直觀因素是通脹。兩者在概念上其實也互為影響，尤其是樓價推高租金再算入通脹這步頗為直接。不過，從樓價變幅與通脹的關係看來，起碼近廿多年來是樓價行先物價一年【圖二】。難道市場能預示一年以後的物價通脹，然後樓價才「預先」反映。股市與經濟的關係告訴我們，市場視野一般不超過三季。

以上兩例其實旨在指出樓價雖與本地宏觀因素有關，但這些因素卻無助預測樓價，其或可能是反過來被樓價所解釋。那麼有無些因素是解釋甚或預測到樓價呢？有的。

圖二：本港通脹率與樓價變幅

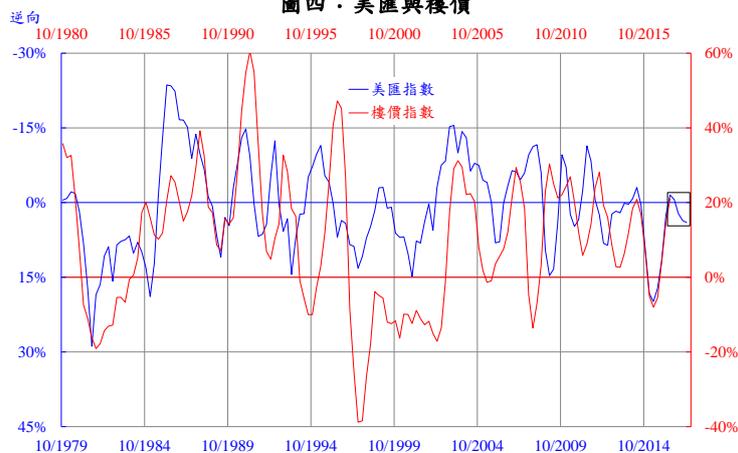


譬如股與樓的關係，恒指無法預測樓價，兩者似無明顯先後關係【圖三】。然而，在多次股熊日子下，樓價即使沒轉熊市亦有顯著調整。股、樓各自有其不同市場因素，但在不少時期仍走勢一致，意味兩者背後皆有同一股宏觀因素主導着，且是壓倒性的。眾所周知，港股的外圍宏觀因素甚重，港股與港樓的關係意味港樓與外圍亦應有關。

圖三：恒指與樓價（對數比例）



圖四：美匯與樓價



其中一個通用因素是美元強弱。美元強的背後幾乎是什麼都弱，所謂的「什麼」，包括非美匯價和以美元計價的風險資產。美元這因素相當萬用，套上不少資產都合用，而套上樓價亦見一定關係，而且美元的變幅行先樓價變幅約一年【圖四】。是巧合嗎？

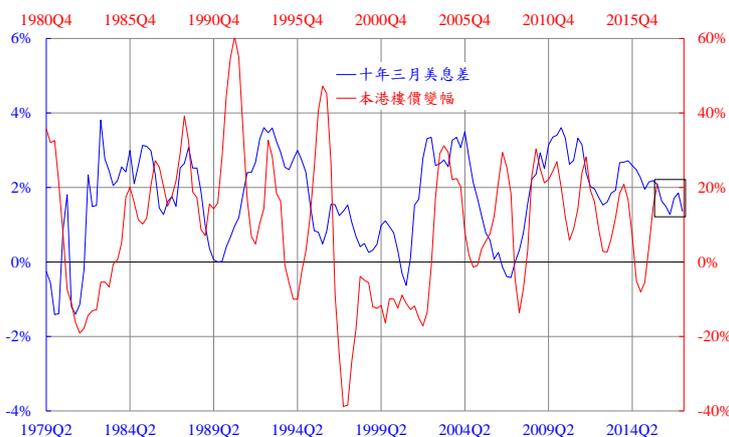
有史以來關係俱在，不見得巧。樓價變幅趨跌是事實，料續回落，只是未達收縮區。

圖五：量寬與樓價



至於追問美元背後的貨幣政策，不少樓市業界人士早年都說過量寬之下銀紙貶值，因此樓價上升。倒也事實。的確，量寬期間樓價確在同步上升；只不過呢，量寬停了，樓價卻停不了【圖五】。我們要問：若地產界的量寬論是「正解」，那近半年是否升凸？按聯儲局月前宣佈的縮表計劃，樓價是否將對應回落？然而現在聽到的卻是「新解」，解釋緣何樓價仍升。一個因素若是真的，為何不是升跌都能解釋到而是有使用限期？

圖六：美國長短債息差與本港樓價變幅



今文討論的最後一個外圍宏觀指標是長短息差，幾近經濟水晶球，上週才探討過。上週提到息差領先外圍經濟增長一、兩年，如將後者換上本港樓價變幅，關係依然有效【圖六】。外圍指標能測本港樓價，顯然不是因為很多美國資金買起港樓。真正原因，是外圍經濟與本港樓價俱受同一股環球因素主導着，只是有些指標能更為領先反映。

這股所謂「環球因素」不是一個價格或一件實體，頗抽象的，但卻主導全球氣氛。氣氛只是描述，而這環球因素大概可理解為全球實體好壞的前瞻看法；看法不純看法，而是基於實體前景的判斷。當這判斷改變時，外圍經濟和本港樓價就會對應改變了。

羅家聰
環球金融市場部