

《信報》專欄〈一名經人〉

樓升不必太緊張 氣氛主導宜思量

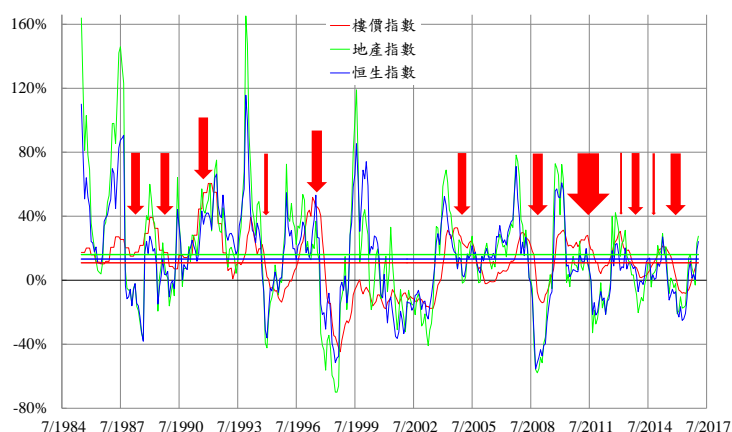
不少人眼見樓價飆升，生怕買不到樓。怕什麼呢？怕脫不到貧嗎？要是真的貧窮，根本無資格怕買不到樓；怕的其實都是正在「下流」（取自日本社會學家三浦展，見其《下流社會》一書）的中產。然而這類中產縱在下流，卻無住屋問題，肯定毋須瞓街。如只財富保值問題，那便不應埋怨政府；政府有責任安居，但無責任保證中產不下流，更無責任保證發達。社會流動是自然現象，一如不同股份般，有人上亦有人落。何況，中產下流乃全球現象，很可能是資本主義下的自然後果。與其埋怨，不如另想辦法。

圖一：本港樓價、恒指及其地產分類指數，7/1984=100



究竟買樓是否為財富保值甚或發達的唯一途徑，甚或是最佳途徑？數據不會騙人，看看自 1984 年中有紀錄至今的樓價與恒指地產股指數順便連同恒指，假設時為 100，今天地產分類指數已在 4,000 水平，恒指在 3,000，而樓價卻連 2,000 也不到【圖一】。

圖二：本港樓價、恒指及其地產分類指數按年變幅

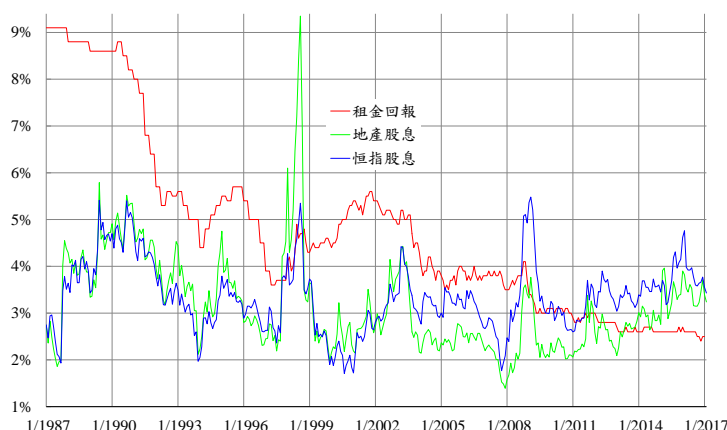


固然，這個結果很視乎起跑線設在哪個時點。那就換個方法，將有史以來的樓價、恒指及其地產指數計按年變幅再看誰表現好；這變相假設買入股或樓持貨一年後售出。比較可有兩個方面，一是歷來的平均升幅，地產指數為 16%，恒指 13%，樓價則 11%【圖二，橫粗線】。另一方面是樓價升幅跑贏的日子，大概是圖中紅箭咀覆蓋的日子。

觀圖所見，集中的日子第一輪在 1980 年代後期 1990 年代初，第二輪在 1997 年前後，第三輪在沙士後，第四輪則海嘯後至今。不過數日子計，在 380 個月份中，樓價跑出有 173 次，佔 46%，股價跑出 207 次，或 54%。統計上未必有別，但可見股不跑輸樓。

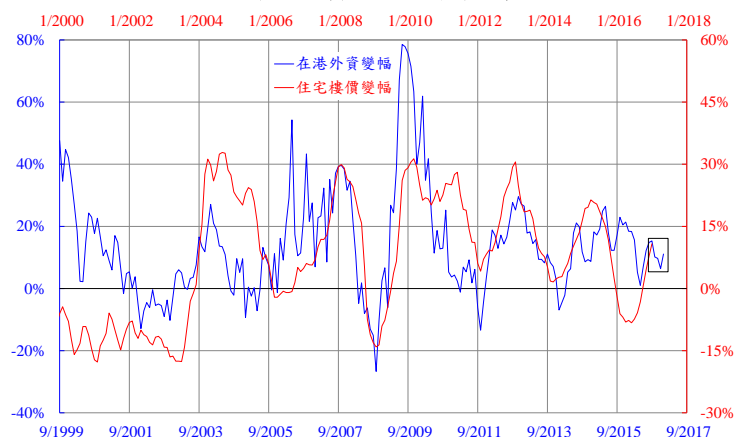
買樓收租，買股收息。價格回報看過，收益回報如何？租金回報紀錄始自 1987 年，沒錯，由當時至海嘯期間，租金回報率的確遠遠拋離股息，不過海嘯後卻風水輪流轉，租金回報低於股息近厘【圖三】。在 1990 年代以前，磚頭的抗通脹能力確遠較股票好，雖然目前也見通脹重臨，但會否如 1980 年代般見雙位水平呢？那幾年看來難復見了。

圖三：本港租金回報率、恒指及其地產分類指數股息率



上述至今都只是歷史描述，未附解釋。坊間有指近年（尤指海嘯後）的樓價變化，已非關乎利率，而很大程度由「印銀紙」解釋——意即全球銀紙仍多，樓價無得跌的。如果外界印銀紙會推升本港樓價，直觀的邏輯是外邊的銀紙大舉進駐本港，狂掃樓市。毋須用上地產代理的數據，其實金管局早已有套點算外資淨進本港的統計，乃貨幣基礎（即本港所「印的銀紙」）連同在港外幣淨資產之變動，如過去一年有幾多外資進港，就計按年變動。觀乎這與樓價變動的關係，實非限於海嘯後，而是有近廿年【圖四】。然而，外資變幅領先樓價變幅約四個月，以前者推論後者，理應也是看淡的（見框）。

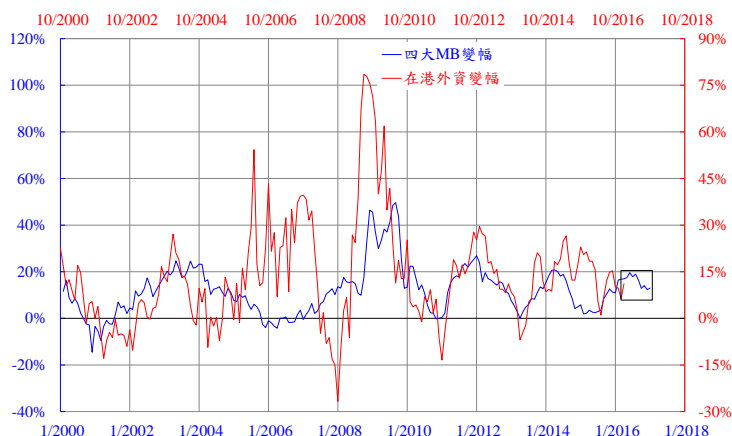
圖四：在港外資與住宅樓價按年變幅



但或許首先應問，外圍央行狂印銀紙到底有否真的流入本港。這個分析倒不難做，將四大幣體的印鈔增幅與進港資金的增幅比較一下就知道了。印鈔也由貨幣基礎量度，

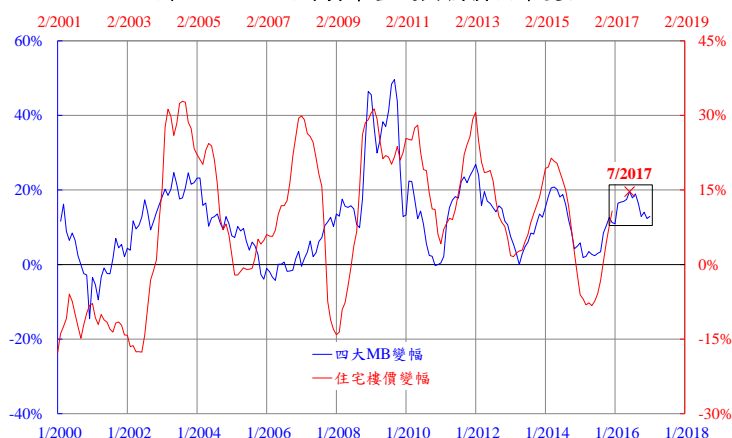
如圖所見，確與資金進出本港相關【圖五】。不過，由四大央行製造資金到流到本港，時差達九個月。由過去數月四大印鈔放緩（真收水）看來，進港資金增長也將逆轉。

圖五：四大央行貨幣基礎與在港外資按年變幅



由外圍印鈔到資金進港需九個月，由資金進港到樓價變動需四個月，由頭到尾計，就是一年零一個月了。將外圍印鈔增長與滯後一年零一個月的本港樓價變幅比較之下，可見今年樓價升幅將先升後跌【圖六】。固然，升幅跌了但未到收縮區域，仍是升的，只是升少了而已。不過隨着通脹升溫美國加快加息，誰敢講貨幣基礎不會按年收縮？

圖六：四大央行貨幣基礎與樓價按年變幅



今文目的不在預測樓價。話雖外圍印鈔與資金進港再與樓價上升有關，但實際上，港樓的絕大部分買家不是外資，而是港人。常理推斷，外資應傾向買流通性高的資產，譬如股、債。加上辣招重重、租金回報率遠遜股息，港樓對外資的吸引力絕對不高——起碼近幾年來如是說。到底是外錢掃高本港樓，還是港人因外圍氣氛高漲而變得心紅，自己掃高樓價呢？數據表面看不到的，但後者的可能性不容低估。無論外資還是港資，其實都看外圍氣氛。錢多一回事，海嘯時不多錢嗎？氣氛壞了，多多錢都一樣會跌。

樓價有幾多是基本因素推動，有幾多是氣氛帶動，不容易計，但值得思考一下。

羅家聰
環球金融市場部