

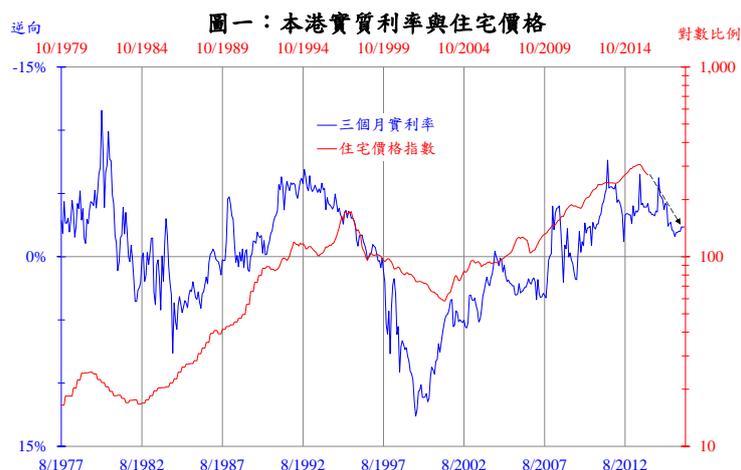
## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 週期指標看樓價 展望數月皆向下

本港住宅樓價自去年9月見頂後大概已連跌七個多月，逾一成幅度了（說「大概」是因最新數據僅至3月）。據近幾年經驗，牛市中的調整多在大半年內，跌不逾兩成。如股市般的技術上講，目前圖看不出是牛三還是熊一，說調整完再升或即將破位向下，圖表上都講得通的。亦正因跌勢並未確認，即使零售市道蕭條港府亦遲遲不撤辣招。

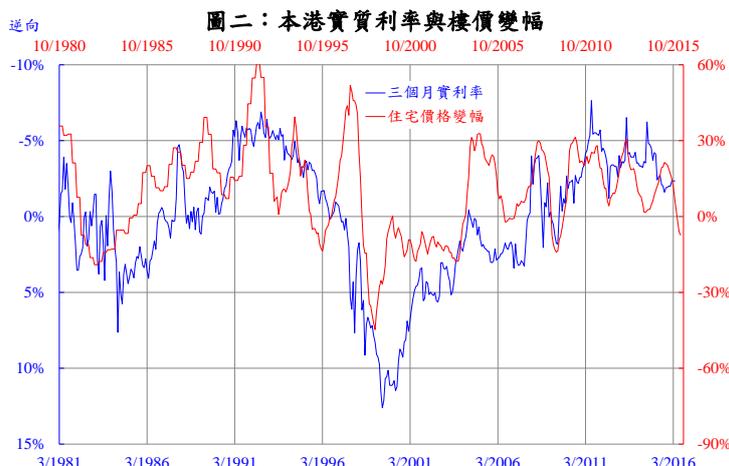
今文要問的是，是次跌市是牛市調整還是熊市開始？答此一問，首先要搞對因素。不少人認為樓價不可能跌的原因是長年供不應求。沒錯，決定價格的因素之一是供求，但既然長年如是，照計1981與1997年時也該是供不應求，緣何樓價又跌去三分之一、甚至三分之二？這個謬誤，正如我們知道本港經濟基調一直不錯，港股也應長升長有的確，恒指由1964年的100點至今，每十五至二十年便十倍翻，但平均每六至八年，卻有跌幅介乎三分之一至三分之二的熊市。顯然，長線供不應求無法解釋這些上落。

港樓的其中主要外圍因素，有說息口，有說通脹：前者愈低或後者愈高都利樓價。在理論上其實這倆不應拆開來看，因為實質利率才決定投資多寡，而樓是投資的一種。一眾傳媒多只關心最優惠利率（P）的走勢，但其實近年絕大部分的樓按都參考浮息。以三個月期本港銀行同業拆息（HIBOR）減通脹計實質利率，可見與本港住宅售價指數（差估署的，下同）有關，雖然將後者以對數計並滯後廿六個月關係較佳，但僅0.35，不高。觀圖所見，兩者轉角時點並不對準，雖預示後市價跌，但可靠性不高【圖一】。

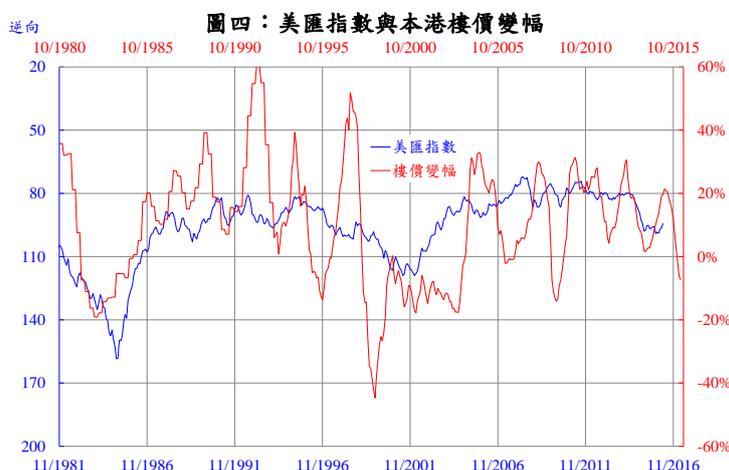


若將樓價計按年變幅再找關係，即使肉眼亦可見高得多了，系數達0.56【圖二】。不過，這回實質利率卻倒過來滯後樓價變幅達五個月，數據上前者無法預示後者後向。純粹從modelling的角度講，應以圖二而非圖一的一套作準，儘管兩者皆有理論基礎。至於樓價變幅滯後於實質利率的原因，或許是市場會按對後者的展望而作出入市決定。基於市場預示能力一般在一、兩季之內，故五個月的時差顯示樓價很可能與利率同步。

果如是者，要預測樓價便需先展望半年以後的實利率（息口連通脹），驟看殊不簡單。

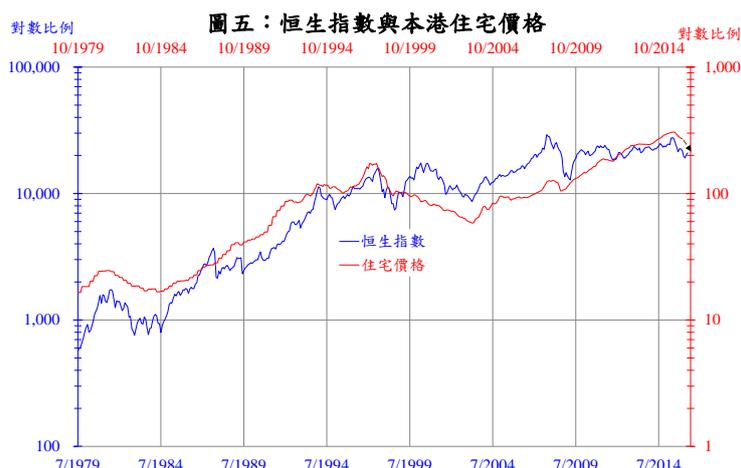


息口以外，匯亦是主要外圍因素之一。直觀而言，港樓應看港匯。不過聯匯之下，縱以港匯指數（無論名義還是實質）亦不見與樓價有大關係。固然有關不一定是原因，但無關就肯定不是了。反而換上美匯，關係高得多了。美匯強反映資金回美、轉避險，「令普遍資產價格向下」理論上是說得通的。實際上，美匯與本港樓價亦見反比關係，前者領先後者廿二個月，反比相關係數達 0.67【圖三】。如圖所料，樓價跌到哪裏不知（未必如箭所示的 100，因之前兩線走勢離行離列），但再跌多一、兩年卻機會不低。

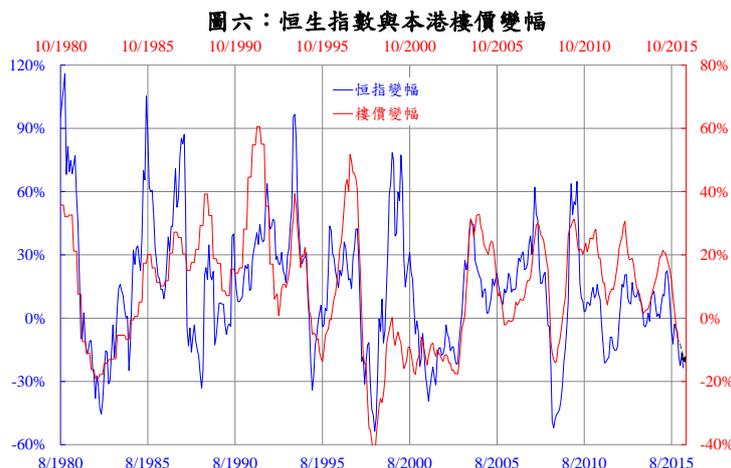


照辦煮碗將樓價換上變幅，則驟看兩者關係不錯，但相關係數卻降至 0.40 以下，且美匯轉為滯後於樓價變幅【圖四】。如此一來，應以領先的美匯水平來推測樓價跌。

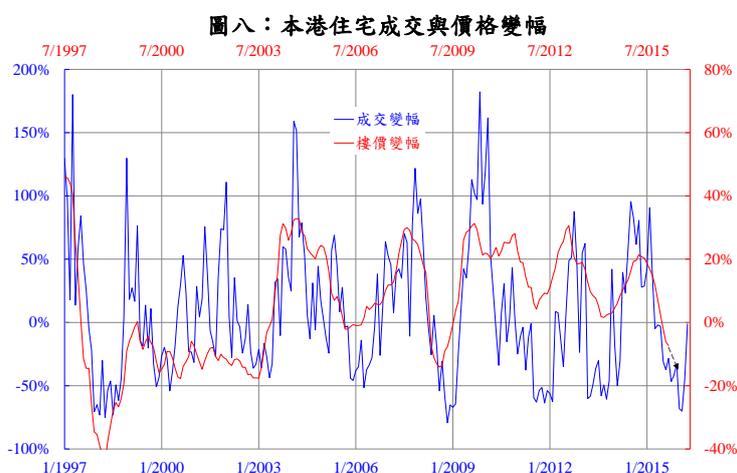
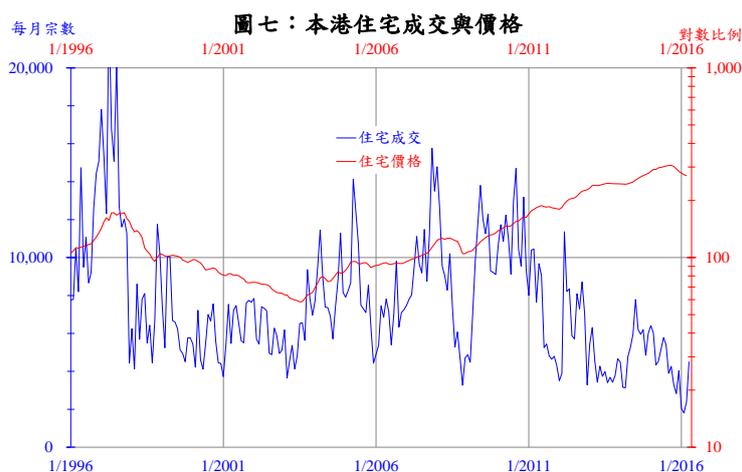
繼外圍因素後，週期因素也見諸本土，在沒有流通債市、沒有孳息曲線大前提下，當中股市便成重要的領先指標。如圖所見，歷年兩者趨勢大致相似，且以股市稍勝樓市【圖五，藍線長遠「追上」紅線】。計算顯示，股市領先樓市三個月，相關係數 0.85。以此推算，樓價起碼在未來一季尚有跌壓，縱如箭咀般示回到 200，幅度亦不算小。



換上恒指與樓價變幅再看，亦見兩者關係不低，係數 0.57，前者領先後者兩個月。觀圖可見，兩者走勢僅在 1999 年見大背馳，當時股升樓跌，但其餘時間走勢大致同向【圖六】。以此變幅關係推之，未來一季樓價的按年跌幅將擴大，或達雙位數（箭頭）。另除 1998 年外，其餘日子樓價未嘗按年跌逾兩成，故看一年跌三成，錯的機會極大。



繼股市後，樓市成交亦被視為樓價的領先指標。是否如此？成交宗數沒太長紀錄，僅廿年矣。觀乎成交與樓價水平，兩者似只在 2011 年前才見關係，之後背馳【圖七】。若說成交低是乾升，那樓價乾升了五年，可非短矣。成交不可能隔幾年才在價格反映。一個時有時無的關係要不得，但若換個算法計變幅，兩者的關係卻清晰多了【圖八】。計算顯示，成交變幅領先樓價變幅半年，是較合理的時差，而兩者相關係數則為 0.53，跟樓價變幅與實質利率（圖二）或與恒指變幅（圖六）的相近，但領先性卻是最強。



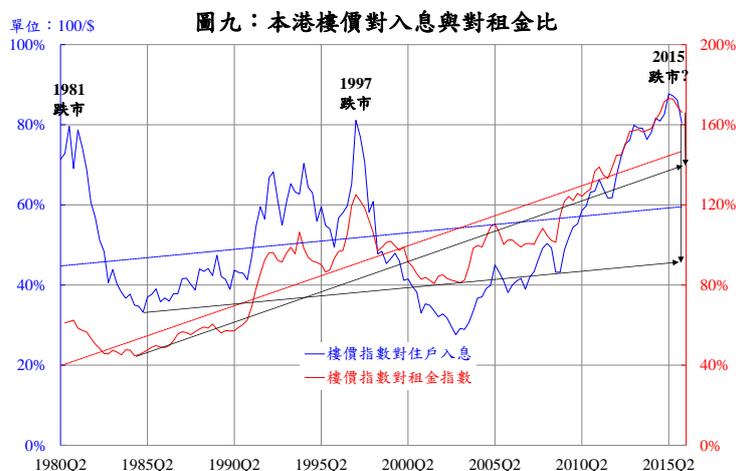
依圖所料，樓價按年跌幅亦將於未來數月擴大，或至雙位，結論與恒指變幅的同。幾個指標所見，今回樓價跌浪恐難止於「大半年」間，而是要再延續數月。至於跌幅，鑒於目前由頂算起已累跌一至兩成，只要幅度擴大，數月後累跌逾兩成是不足為奇的。當樓價跌勢破之前幾次調整的時間、空間（幅度），屆時確認轉勢者必眾，沽壓加劇。

判斷價跌是調整還是熊市，最終還得回到基本因素。常問樓價為何會跌，加息嗎？匯強嗎？這些都是外圍變化觸發樓價跌的動力。觸發點不是主因，正如玩「層層疊」，最後拖垮的一塊、有人打個噴嚏等等都不是主因；主因永遠是疊得太高、疊得不穩陣。樓價一樣，跌的原因永遠一個：太高，高到偏離基本。這個原因自古已有：需求定律。

定律指出，愈貴，需求愈減供應愈增，求減供增自會使價格回落，是為無形之手。那些堅信無論價格怎貴也供不應求者，根本是無視最基本的經濟定律。只要樓價肯跌，一手自會加快散貨，二手亦會因而恐慌；而一驚之下，賣家自然增多，買家自會減少。不過話說回頭，何謂貴呢？準則很簡單亦很大路的，以前也曾提過：對比另些基本。

從樓是給人買的角度，樓價對入息（私人住戶中位）比；若從樓是給人住的角度，則對租金吧。然而無論哪個比例，目前都已升穿 1981 和 1997 年跌市前高位【圖九】。

即使考慮這個比例也如市盈率般呈長線趨勢，目前這兩比例亦高於其趨勢線（虛線）。過往熊市所見，樓價終會跌穿趨勢線才見底。如斯推算，今次熊市將尚要跌多幾多？



在這基本圖上加入一些技術元素，便會有個折衷答案。以 1981 年輕度熊市為例，樓價在 1984 年見底。由當時這兩比例的低位作「平行延伸」，可見入息比尚要跌四成半（藍的 80% 跌至 45%），租金比則要跌兩成（紅的 170% 跌至 140%）。這是比例而言，樓價要跌的幅度應較此更大，因分子跌時分母亦跌，除非今次不是熊市或比 1981 好。若由目前樓價水平計起要再跌兩成幾至一半（基於上述比例推論），又基於圖六或八，樓價鮮於一年內跌逾兩成，故可推斷，若現處熊市，樓價難以在現計起一年內跌完。

買不買樓很個人的，但不妨問問自己是長線還是短線。若屬長線，無謂問週期了，縱如 1997 般跌也終會升凸，只是時間問題。若屬短線又信未升完的，即博下一升浪，便應問問自己：若買後數月不是爆上而是爆落，閣下會否壯士斷臂？認錯乃短炒 ABC。不過實況多是：買時短炒，但爆落不肯止蝕，結果變長，卻又以短線心態後悔……

羅家聰  
環球金融市場部