

《信報》專欄〈一名經人〉

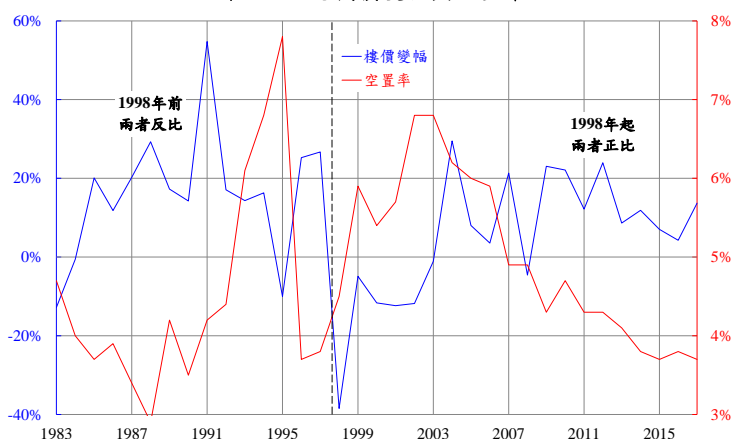
縱橫兩面看樓市 高樓價便高空置

經過一輪討論後，空置稅已由「冇得傾」變成「冇得諗」。反對的理由大概兩路，一是不應，二是不行。縱在中學的辯論層次，「難以執行」一般不是否決主張的理據：現要執行的是收稅不是登天，全球多處實行多年，人家執到，看不到為何我們執不到。至於應不應推，則再分兩個方面：一是有無需要推行新政，二是若然推了有無作用。

於第二點——有無用，其實不難論證。只要執行得好，而稅率高於預期價格回報，囤積居奇者自會作損益分析和相應行動，毋須拋出什麼高深理論也能推斷出應有結果。至於實證上有無效果，在3月下旬時另一場合已有論及，當中提到加、英、法等案例，並以法國的最為精彩：全國多處均有徵和不徵稅區，而徵稅區的空置率明顯較快下跌，此等自然實驗在學理上的說服力甚強。至於第一點——有無需要，3月下旬已曾論及，公屋、居屋的單位僅多出戶數的2、3%，而私樓的卻多出近20%，數據已說明一切。

該文曾以縱面即時間度向說明空置率與樓價（變幅）的正比，前者領先後者兩年；今文將進一步探討，包括縱、橫兩個度向。首先縱面而言，樓價變幅與空置率的關係，嚴格講只是近廿年才成正比；1998年前是反比的。換言之，愈貴愈丟空是近廿年之現象【圖一】。的確，查私樓的單位多出戶數比例，1998年前是跟公屋、居屋的<5%相若，是2002年推孫九招後才飆至20%水平。市場預期供應將現斷層，無怪乎空置率飆了。

圖一：全港樓價變幅與空置率

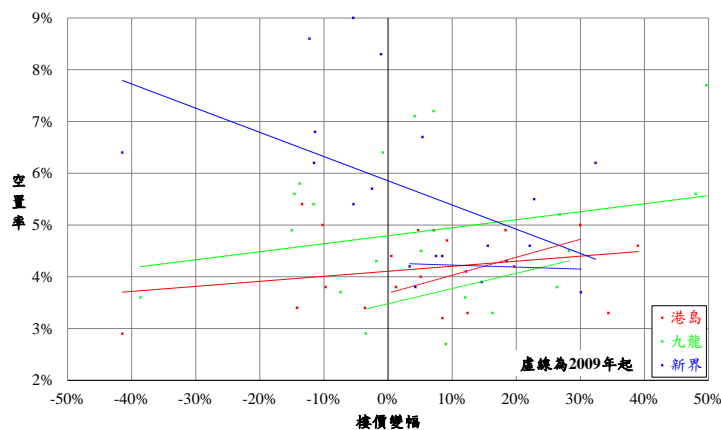


差估署近日發佈最新年度空置數據，現不妨以橫面，即分區來看樓價與空置關係。也從1998年起，可見港、九、新界的樓價變幅與空置率關係有異，相對炒得起的市區，關係是正比的，而較為地大物博的新界則沒此象【圖二】。若只看量寬後即2009年起，關係更為明顯（斜率更高）。鑒於2009年起僅幾個數據點，不測試其統計顯著性了。

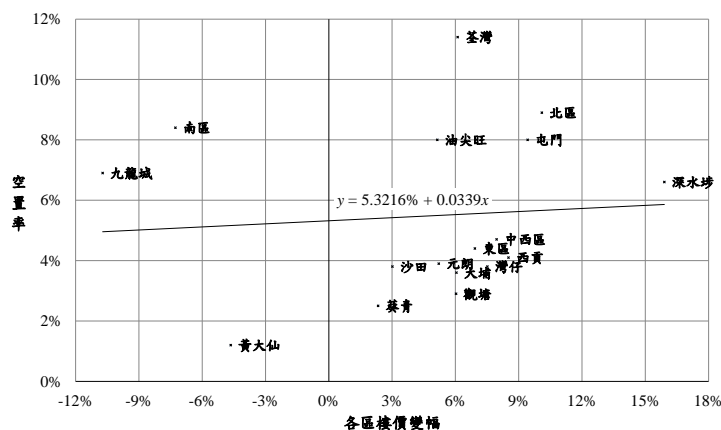
差估署的十八區分區數字只報空置而無報樓價，幸獲美聯物業的劉嘉輝提供數據，

以下可作各區的橫面分析，看看樓價變幅與空置率關係。劉兄的數據由 2005 年開始，觀察發現，離島區不只地理上是分離份子，統計上也是 outlier，故剔除之。十幾年間，這裏選出三年作代表，包括樓價慢熱的 2005 年，大調整的 2008 年和瘋狂的 2016 年。

圖二：1998年起本港樓價變幅與空置率

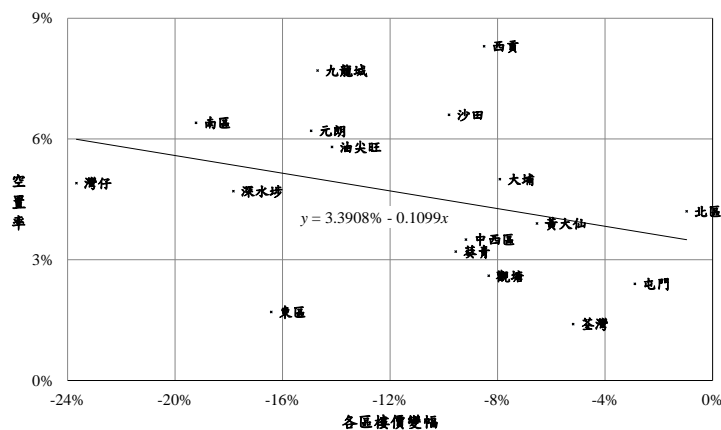


圖三：2005年底十七區樓價變幅與空置率



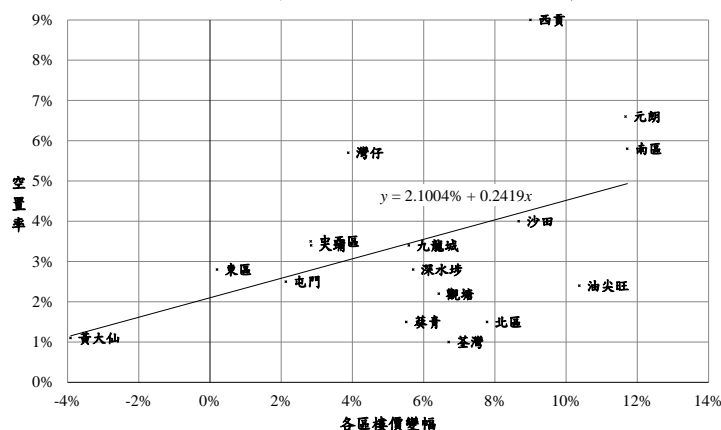
首先，在 2005 年底時，空置率與樓價按年變幅的關係不算很強，符合當時情況：樓價升幅溫和，與空置率的關係有亦不大【圖三】。及至 2008 年底即海嘯水深火熱時，樓價變幅與空置率成反比關係，愈是跌的空置率愈高【圖四】。這跟沙士時情況類似，愈跌愈不敢買，是「正常」現象。所以「正常」情況下，樓價愈升，空置率應愈跌。

圖四：2008年底十七區樓價變幅與空置率



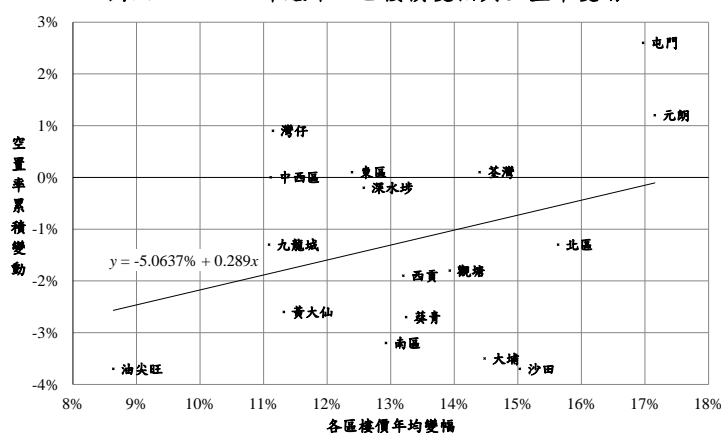
不過到 2016 年底時，情況大逆轉了：十七區的樓價變幅與空置率成鮮明反比關係【圖五】。儘管數據點少，但強行計算的話仍得統計顯著的斜率。雖沒有百分百證據，但亦愈來愈跡象顯示空置率與樓價變幅直接掛鈎，縱面按時間如是，橫面按地區亦然。

圖五：2016年底十七區樓價變幅與空置率



上述樓價變動是與空置率水平比較的，跟其變動比較如何？空置率一年變動不多，但由 2008 年底至 2017 年底比較，空置率的變動便較有意思了。即使是變幅與變動比，仍見兩者清晰的正比關係【圖六】。之前的論據一直是在空置率高帶動樓價升幅加快，但樓價升幅與空置率升幅正比揭開了反向影響的可能性：樓價愈升，丟空可愈嚴重。

圖六：2008-17年底十七區樓價變幅與空置率變動



的確，要是兩者正比，是可互為帶動形成惡性循環。須知用上差估署的低空置率，我們仍得其與樓價的正比關係，要是換上單位戶數差距量度，所反映的程度將更甚。

最後，反對的會高舉市場旗幟，指市場事市場了，政府不應插手。不過請別忘記，傳統市場理論開宗明義要有競爭，不少理論更是建基於極端版本的完全競爭（perfect competition）。但當有錢的可囤積居奇至單位多出戶數逾一成時，這還算競爭市場嗎？股市尚有不容造市的法例，經濟也有反壟斷法，當樓市出現類似現象時更會影響民生，政府又有何不出手的理據？謹記空置稅只罰囤積居奇的炒家，投資收租的不受影響。

羅家聰

環球金融市場部