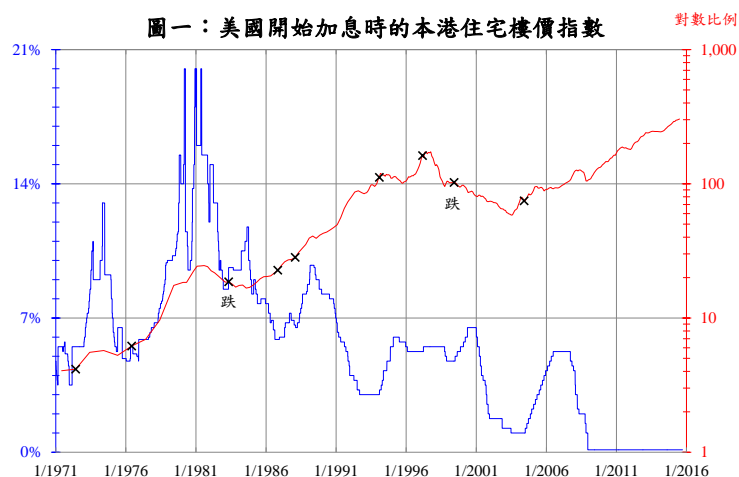


《信報》專欄〈一名經人〉

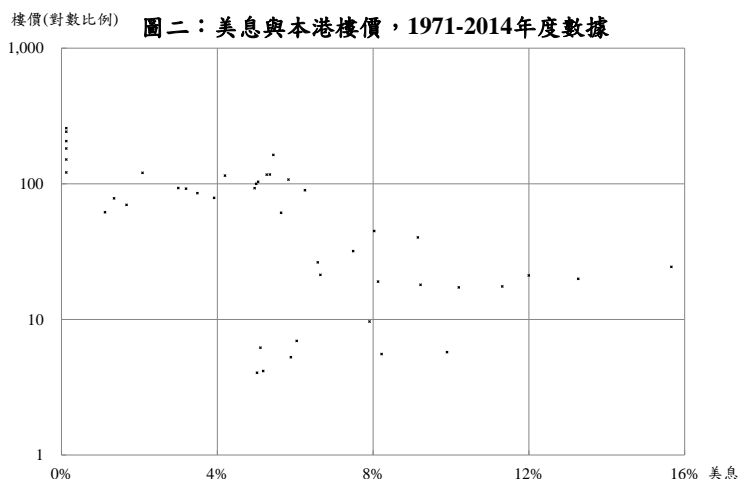
加息需求非重點 樓價泡沫無懸念

隨着港股跌過八千點，內（零售）、外貿皆趨收縮，加上聯儲局仍矢言年內加息，有人懷疑本港樓價是否已見頂，並始估計未來跌幅。敝欄的看法早前已曾表過，不贅；今文欲探討的反而是一些被念念不忘，對本港樓市的金科玉律說法。先從息口開始。

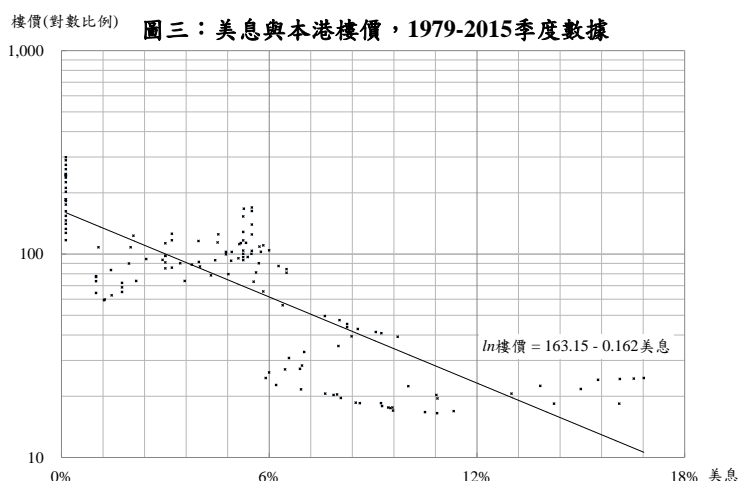
有人話，美國開始加息，港樓價就跌了。拙作過去多次以數據證明「樓價靠經濟，息口無關係。」其實國基會也不只一次做過本港樓價的計量經濟分析，結果屢次顯示，利率這一變項多不或僅勉強顯著。若說多次加息累達數厘推昇樓價，還有機會說得通，但說首次加息便使樓價見頂，顯然太誇張了，上次加息十七次逾四厘，樓價尚且無事，今輪還未開波就怕第一加？樓價要跌另有因，但非加息。自有聯邦基金利率紀錄至今，九次開始加息僅兩次樓價跌，但樓價並非見頂始跌而是跌到中段，可見無關【圖一】。



將同期的年度數據以散點圖示，可見1980年前美息與港樓價俱升，之後則息跌、而樓價升【圖二】。換言之，從相當長年期的角度而言，也不易看出兩者有必然關係。

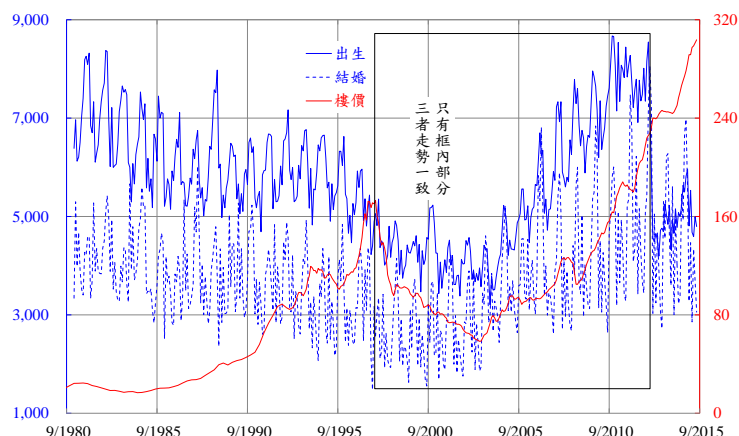


找出關係是門藝術，若只局限 1980 年代起的息跌長週期，換上兩者的季度數據，則見美息與港樓價的反比關係了【圖三】（無計過數，但肉眼不難估計關係是顯著的）。然則這卅年其實是投資黃金期，別說樓價，就算換上任何一個像樣股市的指數、債價、物價甚或廁紙價格，同樣不難見這反比關係，甚或顯著。看來息與樓價關係概止於此；但反過來說，既然息與樓價（甚或其他價格）的反比關係僅限於這卅多年息跌長週期，若息見零而結束長週期，則這「行之有效」的反比關係亦將對應結束，這邏輯對嗎？



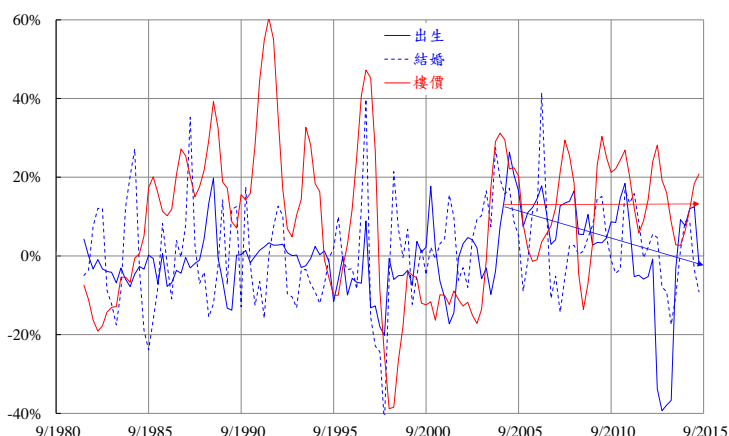
第二條金科玉律是樓市有實質需求。樓的實質用途是居住，即有否需求視乎人口，及其組合變化。概念上看，有三個途徑可帶來實質住屋需求：出生減死亡的人口淨增、入境減出境的人口淨增、結婚加離婚的組合淨增。常識判斷，首個情況未必增加需求：屋內未必因多或少一員而增減單位。第二個情況在數字上佔比不大，且移民統計難得。故看來第三個情況才主導着住屋需求。然而，觀乎本港每月出生、結婚與及樓價數字，僅 1997 至 2012 這十多年才見正比關係，其餘日子、包括近幾年卻不見關係【圖四】。

圖四：本港每月出生、結婚數目及樓價指數



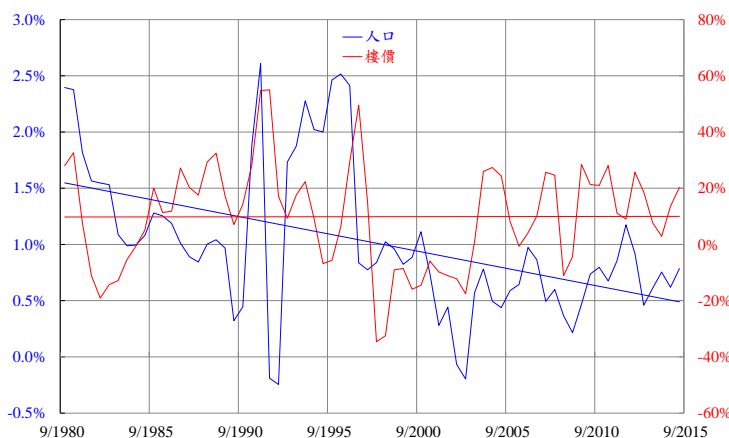
再將三者換上變幅（以季度計來去除雜音），也見是這十幾年才關係較佳【圖五】。計算變幅倒讓大家看到樓價有否泡沫：在八、九十年代樓價升幅持續高於出生、結婚，泡沫化了；到千禧年前後樓價變幅低於另兩者，去泡沫了。近幾年來，樓價升幅穩定，但出生、結婚升幅趨跌，這又是泡沫化了。樓市有否泡沫，大抵應這樣定奪，對嗎？

圖五：本港每月出生、結婚數目及樓價變幅



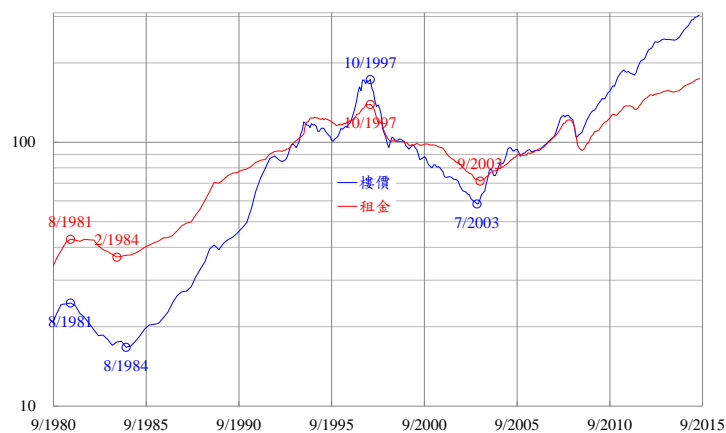
雖然移民出境人數不易取得，但有一數據可囊括生死進出（=生-死+進-出）的，就是人口變動。然而數據看來，這從來不是解釋樓價的好因素。週期上落固然不吻合，即使長線趨勢而言，增長趨跌的人口亦難以解釋增長穩定的樓價【圖六】。由此看來，實實在在的需求因素顯然難以解釋樓價上落，尤其是短時間（幾年）內的大幅上落。

圖六：本港人口及樓價變幅



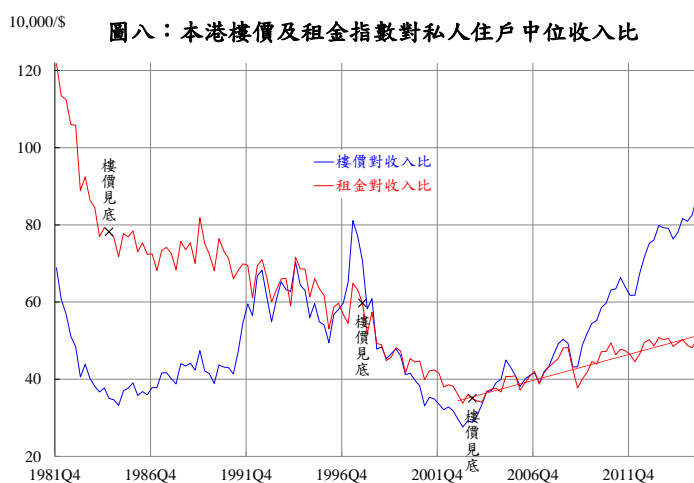
對數比例

圖七：本港住宅樓價及租金指數（1999=100）



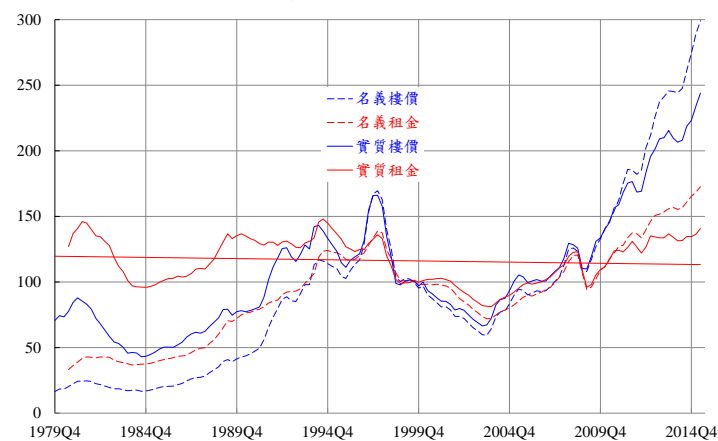
第三個金科玉律關於樓價與租金的關係。有人話，租金無泡沫，是滯後於樓價的。首先，租金是否真的滯後呢？若看算入消費物價指數的全港租戶租金調查，確滯後的，但若按差估署以新成交的租約編制之租金指數，則租金不見得滯後於樓價，見頂一致，

見底則有先有後【圖七】。即使近年的調整多以樓價先於租金，但領先亦不出幾個月。

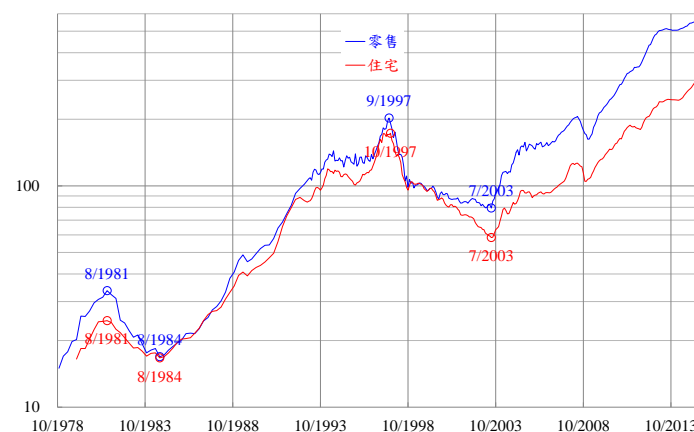


說泡沫只見諸樓價而非租金，此話或對，不過要小心理解。樓價對住戶收入比例，從來是反映泡沫化程度的上佳指標；目前這比例已空前絕後，從樓是予人買的角度看，泡沫毫無疑問【圖八】(上文圖五則從樓是予人住的角度論述)。然而看租金對收入比，則沙士前後見V型轉向，近十餘年來趨升。是工資市場還是租金市場出現結構變化？

圖九：本港名義及實質樓價、租金指數 (1999=100)



對數比例 **圖十：本港零售及住宅售價指數 (1999=100)**

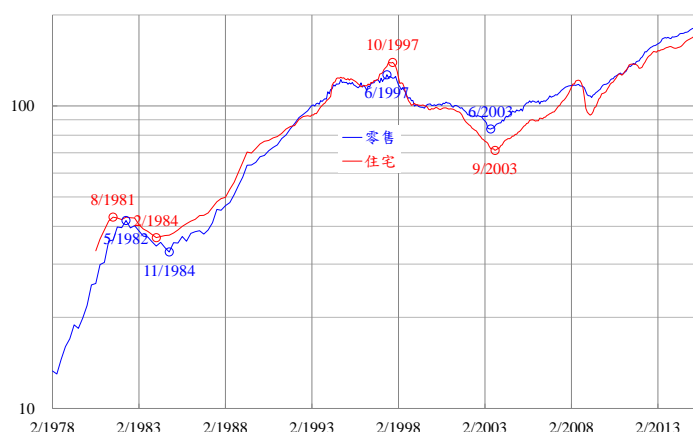


其實兩者均無什麼範式轉移、結構變化，只是上述理解計錯數，漏了一個重要調整

——物價。論述實質因素對價格的影響時，所指的均是實質價格，即經CPI調整那個。將樓價、租金經CPI調整後得實質，即見實質租金歷來趨勢橫行，沒有泡沫【圖九】。但請謹記，「租金無泡沫」一說只適用於實質理解；而租金無泡沫不等於樓價無泡沫。

最後，近期零售舖市道惡劣，有說是住宅轉勢訊號。從官方零售樓價、租金指數，可見最新（7月份）數字兩者仍在飆升。零售、住宅售價指數的轉角幾乎同步【圖十】，而零售租金則時而先於時而後於住宅【圖十一】。結論是單從零售應看不出住宅市道。

對數比例 圖十一：本港零售及住宅租金指數（1999=100）



今文不測樓價，但解了幾個謎團，讓大家自行重新理解樓市。

羅家聰
環球金融市場部