

《信報》專欄〈一名經人〉

樓價週期愈趨同 全球因素漸吃重

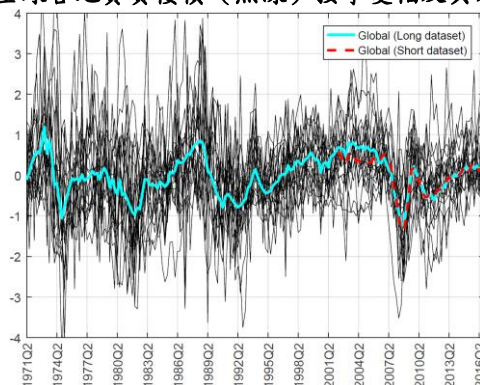
隨着股市大跌，連捱到最後的美股都跌，樓市已似有受累跡象。影響樓價的因素，從來可分兩類：一是樓市裏頭，另一是樓市以外。前者主要涉及供求，數據包括賣地、建樓到成交等；後者則主要是外圍宏觀盛衰，數據包括境內、外的宏觀經濟和市場等。多年來的觀察顯示，樓市裏的供求主導着長線水平，而以外的宏觀則主宰週期上落。

長線水平和週期上落之別可以這簡單現象理解：近四十年來本港樓價升逾22倍，這肯定較幾乎所有海外城市都快，這是樓價水平「長升長有」之象。但在1964、1981和1997年等樓價於幾年間跌去幾成之象，則屬週期回落，而此前升得急乃週期上升，這些週期上落都是普遍現象，未必全球一致，但肯定不只本港，通常鄰近地區亦然。

樓市裏的供求是獨特現象，各處不同，是故長線樓價升速會有快慢；但在宏觀上，通常鄰區甚至全球都有趨同現象，故週期上落會同時見諸好些市場，而非個別的現象。要判斷樓價升跌有幾大程度是長線水平，又有幾多是週期上落，一個初步（但不科學）的做法是看看本地樓價升跌之餘，鄰近的是否同邊，而大家升跌緩急程度是否一致。

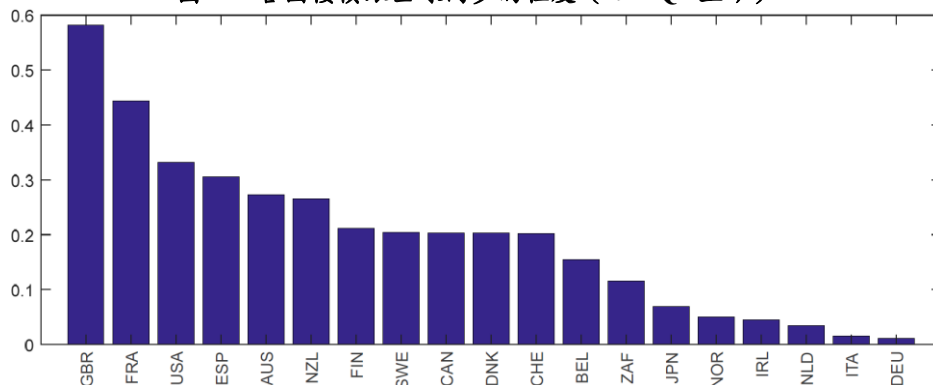
以此不科學的觀察大概已心中有數，科學些少又如何呢？最近國基會有相關研究（見參考），由日本央行的經濟師發表，今文揀些數據來解讀一下。研究員將全球起碼19國有近半世紀樓價史的國家一併分析，首先是將樓價去勢再觀察變化。如圖所見，全部樓價同示一圖的走勢跟全球因素吻合；以較短但更多國的數據計算亦然【圖一】。

圖一：全球各地實質樓價（黑線）按季變幅及其外圍因素



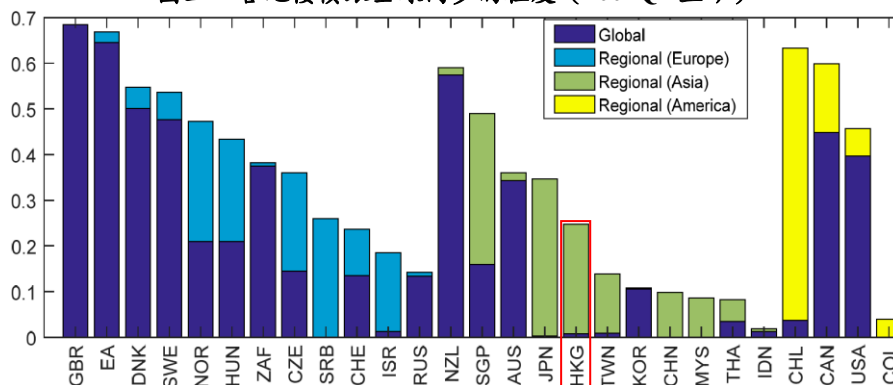
單以1971年起有紀錄的十九國計，各國樓價的同步因素多少各異，當中以英、法、美的最高，但打後的幾個歐洲等國之同步程度已顯著較低，僅0.2至0.3水平【圖二】。這樣看來，其實樓價跟外圍（全球因素）的普遍程度不高，起碼在先進大國而言如是。

圖二：各國樓價跟全球同步的程度（1971Q1至今）



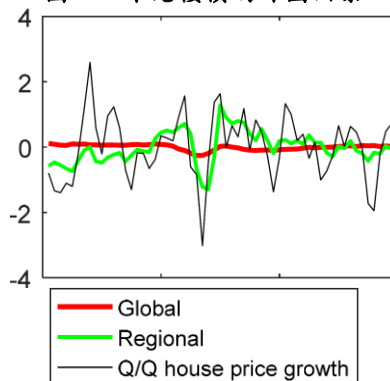
然而，以較短即 2002 年起但較多地方（27 處）的數據看，全球因素卻相對顯著，高於 0.4 之地不少，這或因近十餘年來全球一體化較之前為明顯所致【圖三】。當中，本港樓價的全球因素雖不重，但區域因素卻高；整體跟外圍程度比上不足比下有餘。

圖三：各地樓價跟全球同步的程度（2002Q1至今）



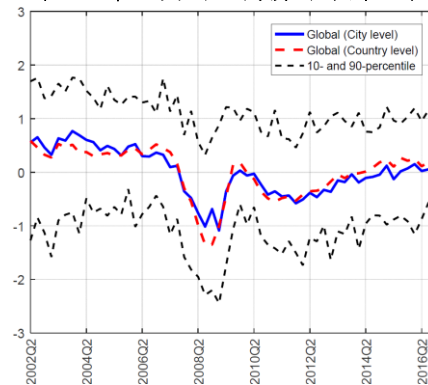
單單抽出本港樓價來看，則見其增長（黑線）雖跟全球因素（紅線）的關係不大，但跟區域因素（綠線）的則頗高【圖四】。回想上次 1997 年經驗，當時跌的不只本港，還有幾乎整個東南亞。由是觀之，觀察區內樓價走勢不失為印證港樓趨勢之一妙法。

圖四：本港樓價的外圍因素



最後，研究員比較這些國家及其城市樓價的外圍因素，發現兩者頗一致【圖五】。這帶出一個明確訊息：無論各城有多獨特，外圍因素其實跟其他城市分別不大。是故，當我們仍常言供應不足樓價長升之際，若問週期上落，是否應將注意力放到外圍呢？

圖五：市級與國級樓價的外圍因素



參考：Mitsuru Katagiri (2018). “House Price Synchronization and Financial Openness: A Dynamic Factor Model Approach,” IMF Working Paper No. 18/209, September 28.

羅家聰
環球金融市場部