

《信報》特稿

回看樓市三十餘年 價格供求一目了然

在下從事金融行業，但平生首篇像樣的學術（碩士）論文是樓市模型；往年於政府打散工時亦曾花上大量時間於本港樓市分析，研究生涯可謂與樓市結下不解之緣。研究樓市，跟研究其他經濟領域沒大分別，最基本的原則還是「供求決定價格」，只要永遠追本溯源（from the first principle），結論不會大錯到哪裏。不過，研究本港樓市則麻煩得多了。實證研究需要數據，但本港的樓市數據，偏偏舊的不夠遠古，新的不夠可信。

即使官方數據，要集齊一套也困難處處，須覓統計處（一般類）、差餉物業估價署（樓價類）、房委會（公屋類）、房協（居屋類）、金管局（按揭類）、屋宇處（建屋類）、地政處（賣地類）、土地規劃處（買賣類）。到統計處網頁嗎？網頁會帶你去上述部門，好讓你漫遊花園。此等奇景，實未見諸其他類別的數據，可見本港的樓市數據是多麼的鬆散。在缺乏人力物力精神時間下，要看清樓市數據，恐怕只有行政長官才能為之。

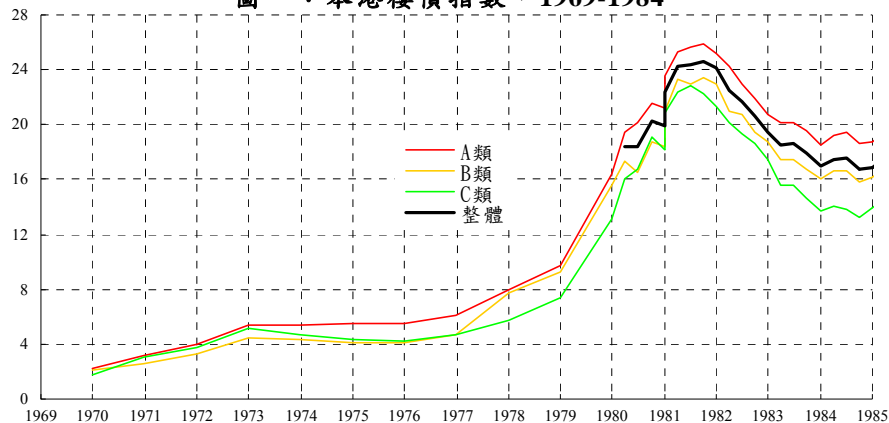
買樓是不少人畢生最大單的消費，但本港一直沒有一「企理」的綜合數據庫讓公眾查閱，當局實在責無旁貸——在下看不到將各路數據整合在一起對政府來說有幾困難。即使集齊數據，要做長週期分析也不容易；最大障礙是樓價。地產代理的樓市數據只至1990年代，連一個升跌週期也未能覆蓋，觀近況還可以，看大勢則差矣。官方公佈的樓價指數只至1980年，週期意義上也略嫌不足。但1980年前是否沒紀錄呢？非也。

差餉物業估價署各期《Property Review》紀錄了港九新界各類住宅樓價，理論上由1968年起發行，但實際上，傳說中的1968、69這兩年報告，全港九新界（包括大學）圖書館皆失傳，故數字只始自1969年。1976年前，住宅並非以現行的A至E類劃分，而是先按有否間房劃分公寓及單位兩大類，然後再按大小細分【表】。但由於沒間房的「大公寓」大極有限，而有間房的「小單位」則小極有限，故兩個分類其實大致對應。

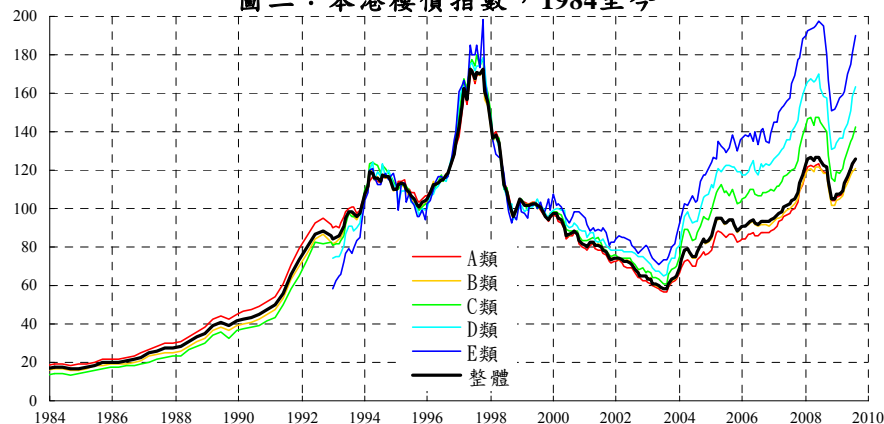
| 差餉物業估價署的住宅分類 | | | | | |
|--------------|----------------------------|----------------------------|------------------|-------------------|------------------|
| 現行分類 | A | B | C | D | E |
| 平方米 | 0-40 | 40-70 | 70-100 | 100-160 | ≥160 |
| 平方呎 | 0-436 | 436-762 | 762-1,089 | 1,089-1,742 | ≥1,742 |
| 1977年前分類 | 細公寓 (small tenement floor) | 大公寓 (large tenement floor) | 細單位 (small flat) | 中單位 (medium flat) | 大單位 (large flat) |
| 間房? | 無 | 無 | 有 | 有 | 有 |
| 平方呎 | 0-450 | >450 | ≤1,000 | 1,000-1,700 | >1,700 |

建基於此，以1994年為100的樓價指數便可自1980年往遠古方向接駁上去。不過這還有些「濕滯」之處：1973至74年間的樓價數字無故蒸發，我們遂以這兩年的租金變化按比例地將樓價「作出來」；其餘年份的紀錄齊全。當時樓價按單位計，將之除以每類單位的平均面積、平方呎化作平方米，遂可接上1980年起的指數【圖一、二】。

圖一：本港樓價指數，1969-1984



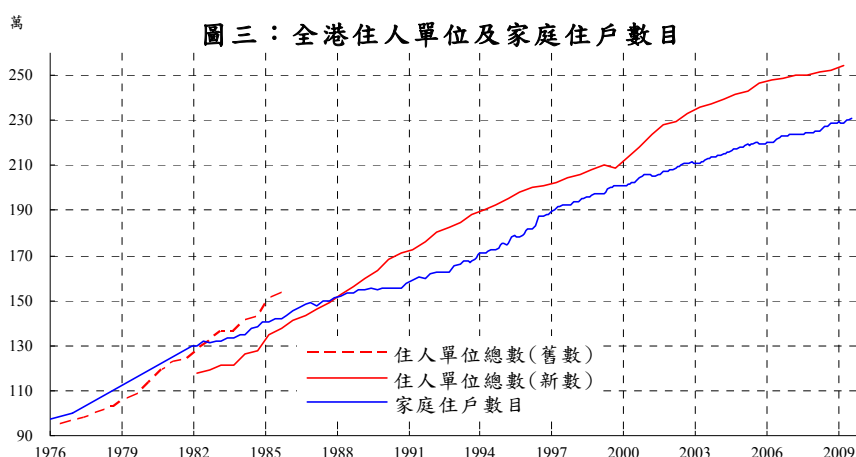
圖二：本港樓價指數，1984至今



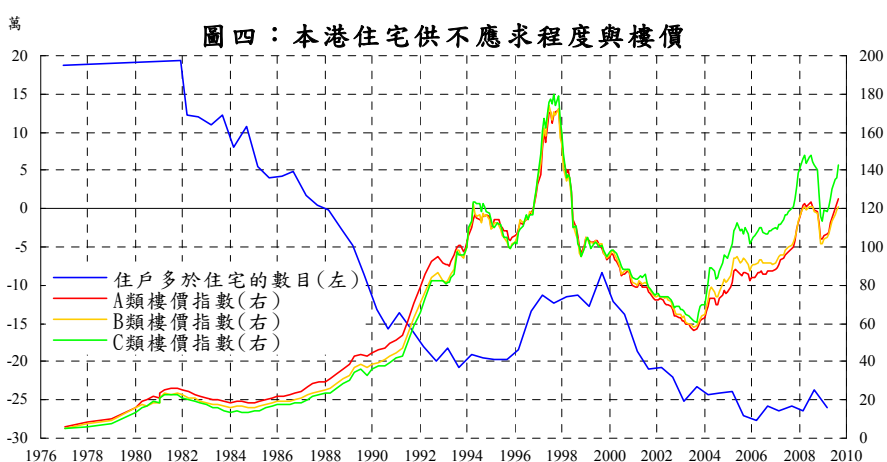
觀圖可見，樓價自1969年起經歷了「三上兩落」的兩個半週期：第一個由最初至1984年秋，第二個由1984年秋至2003年中，之後「半個週期」則由2003年中至今。外國有云樓市每18年一週期（有機會將另文再談）；本港雖然沒有1969年以前的正式樓價統計，但租金指數還是有的。據《Property Review》記載，1968年的租金是低谷。假使當年樓價也是谷底，那與隨後的1984年谷底便相差16年，而之後的1984與2003年谷底則差19年；看來這跟18年相去不遠。這是否暗示樓價將升至2021年？天曉得。

本文編制長年期的樓價，主要不在探討是否18年一週期，反正數據相對週期還是太短，沒有太多深究意義。有興趣的，反而是四十年的樓價走向是否具有最根本的供求因素支持。今年2月，本欄曾刊出〈影響本港住宅樓價的真正因素〉，當中指出GDP與空置率是影響樓價最（呈統計）顯著的兩個外在因素。然而，這是從實證角度出發的，儘管在計量模型中空置率與GDP反映供求兩邊，但「反映」並不等於真正供求本身。

樓市供求怎定？供很簡單，統計全港有幾多住人單位（住宅單位加上非住宅但住人單位，當局稱為「屋宇單位」）即可。求方面呢？看似複雜，其實也很簡單。買樓目的不外三個：一是自住，一是租給人住，一是丟空善價而沽（living demand, investment demand and speculative demand）。第三類炒作需求不可能是長遠而持久的。即使是外來資金的第二類投資（收租）需求，住客還不過是本地常住居民。換言之，真正的需求只發自首兩類，而旗下的需求數字正是本港家庭住戶數目——這數字已包括投資移民。

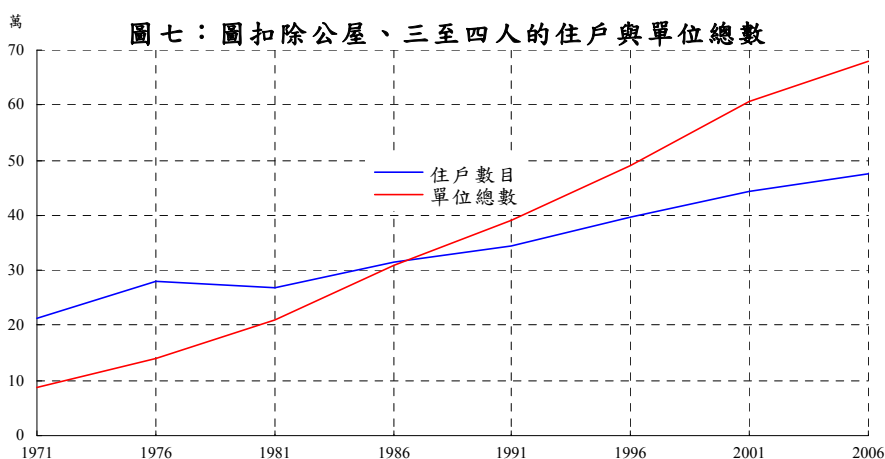
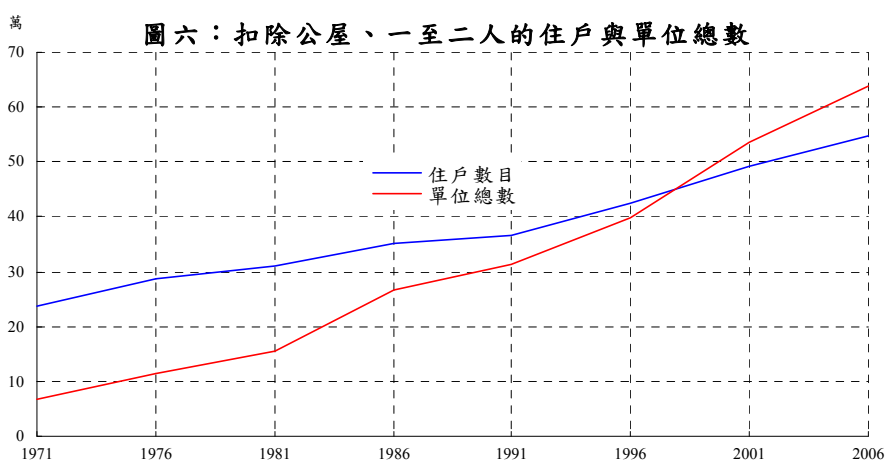
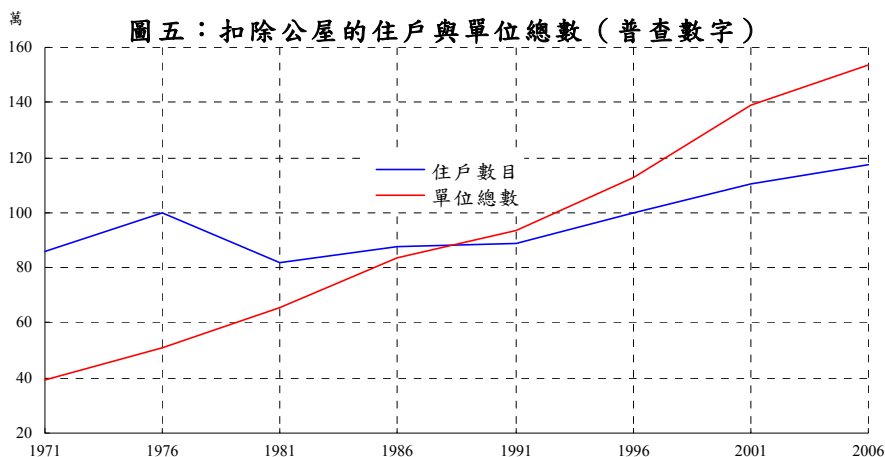


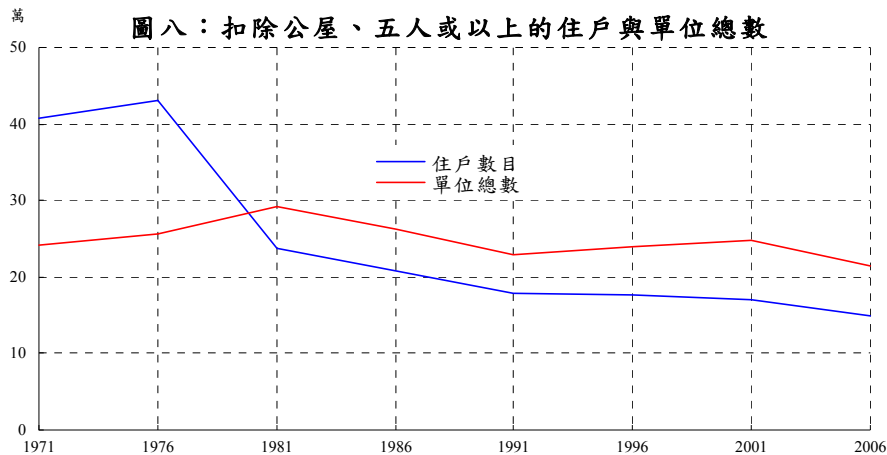
上述的住人單位總數（供）及家庭住戶數目（求）不難從統計處中找到；只是以往的住人單位有不同算法，以及 70 年代的住戶數目須取自每五年一度的人口普查。結果顯示，單位總數自 80 年代起已超出住戶數目，即過去廿年的樓市根本未嘗供不應求，且愈來愈供過於求【圖三】。須知在歷來最壞的 2002 年，空置量亦不過 75,000 單位，以近年逾廿萬供過於求看來，這不可能是因換樓而生的供求缺口（frictional vacancy）。



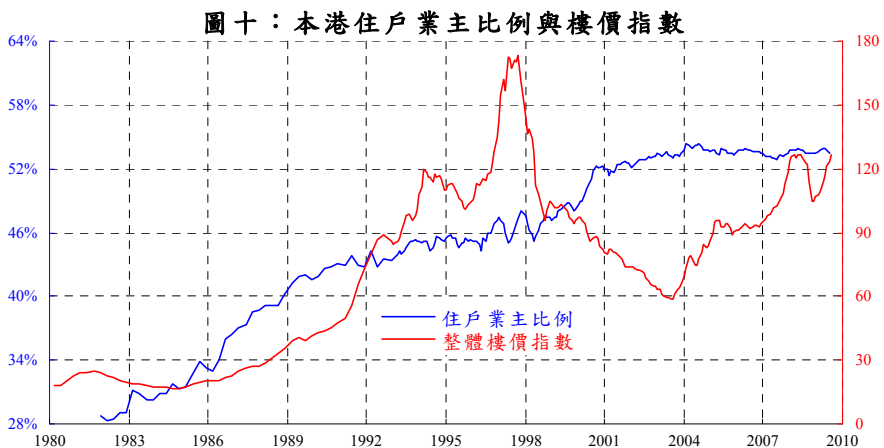
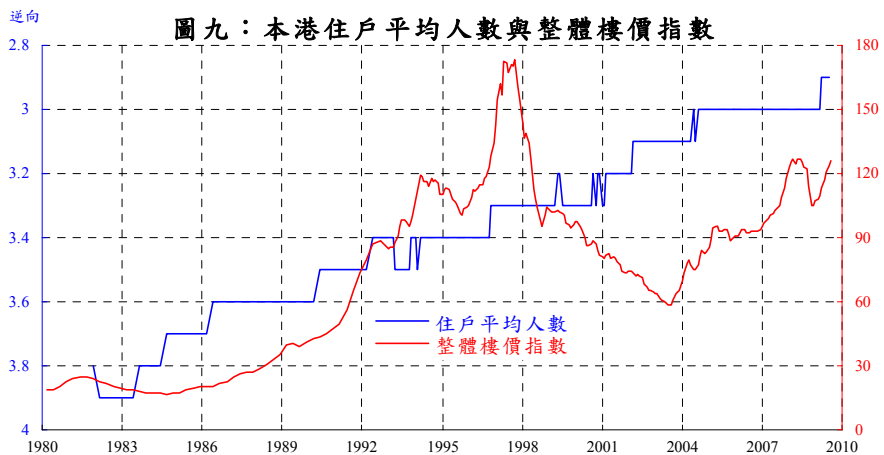
不妨看看過去卅餘年的住宅供不應求（住戶減住宅）與樓價之關係【圖四】。觀圖可見，1993 年之前的住宅供求是難以解釋到樓價的（兩線反向）；當時或許有美國瘋狂減息（由 20 厘減至 3 厘，本港須跟隨）、本港經濟轉型等一次性利好樓價的獨特因素。但自此之後，住宅供求可以解釋到樓價上落，且明顯領先樓價剛好一年（細觀圖四）。不過君或會問，本港的公屋市場之在全球數一數二，若不將之剔除，分析豈有意義？

那就將之剔除，不過這便要基於五年一度的普查數據。居屋與私樓市場尚有競爭，不予剔除；但可告訴讀者，居屋佔比有限，是否去之對結果無甚影響。數據清楚顯示，扣除公屋的私人單位總數自 1991 年普查起已超過住戶數目【圖五】，與上述結果相約。再細分看，若只考慮一至二人的單位及住戶，2001 年普查時已供過於求【圖六】；考慮大一點的三至四人戶，1991 年起已供過於求【圖七】；至於更大的五人或以上戶，更是早於 1981 年已供過於求【圖八】。這反映什麼？就是愈大的單位，其實愈是一早已沒有太多供求因素支持樓價。生活質素改善固然教人愈住愈大，但這有多重要卻無從稽考。





或許再從另些角度，看看住戶這「求」方面的因素與樓價之關係。住戶數目若多，原因不外兩個：一是人口增多，二是每戶人數減少使戶數增多。本港的人口趨勢，大家心中有數。從港府不斷呼籲市民生育而人口不斷老化可見，將來人口本身很難成為推動樓市需求的因素。另一因素、即每戶人數又如何？最近每戶已跌至平均不足三人，似乎 2004 年以前的節節下跌不會無止境地跌下去吧【圖九】?!還有，本港已置業的住戶比例已逾一半，比例自 90 年代中起已慢下來，2000 年起更只橫行【圖十】。這多少解釋了為何樓價自 1994 年起橫行至今。在貧富懸殊冠絕全球之下，業主比例還可再升多少？



上述因素，絕對可作長遠的樓價展望。由資金驅使的樓價週期上落，則另作別話。在 2 月的拙文中已曾指出，最能影響明天樓價的不單是呈統計顯著的 GDP 或空置率，而是昨天的樓價。換言之，樓價走勢是極具動量（momentum）的，升開很容易再升，跌開亦很容易再跌。如今，樓價的週期因素還多了一項，就是來歷不明的外來資金。

雖無實據，但說外來資金中大陸佔大多數，不會與實況相去太遠。大陸資金之所以大量湧入，投資移民博取本港身分證固然是因素之一，但更重要的，是中央瘋狂救市後資金苦無出路，買貴了當地股樓之後自然買到來「較便宜」的港樓。然而，這似乎並非好事。短期來說，樓價飆升帶動百物騰貴，自然影響民生。長遠而言，本港的樓市週期似要跟隨大陸的經濟及樓市週期；惜中央政策幾乎測無可測，何時逆轉實難以得知。

港官指樓市並非供應不足，沒有說錯。只是行政長官不按環球政府慣常做法，不為過熱而降溫（起碼是口頭降溫），反而在言論上不斷煽風點火之餘火上加油，為恐樓價不爆升至「天乜天物」之價。可以預見的後果是，本想等待樓價回落而上車的準業主，將急不及待而貴價買入。然而，愈貴愈買從來是炒家而非用家之策，當買入甚或安居後樓價才來跟隨大陸樓市泡沫爆破而暴跌，這些上車人士很容易成為負資產的生力軍。

如「八萬五」般「隊冧」樓價，固然絕不可取。但過猶不及，有意無意、半推半就將樓價托高，亦非政府所應為之，尤其是號稱奉行市場經濟的香港（大陸還可原諒）。不少人皆會問：為何不可真正地按市場需求而賣地？為何這麼多荒廢廠廈不改變用途？為何要偏幫地產及相關行業而犧牲其他行業的利益？（單是貴租已甚具殺傷力，傷及的不只商戶，還有住戶。）為何連規定列出地毯面積這般簡單的市場透明度也做不到？

這些題問我們早有答案，但或許永遠得不到正視。近期事忙，下星期或暫停一次。

羅家聰
資金部

lawkachung@gmail.com