

受到亞洲金融風暴影響，本港物業價格相對其他貨品及服務的價格顯著回落，在1997年第4季至2000年第4季期間錄得接近五成的跌幅。在私人住宅類別中，估計淨房屋財富由本地生產總值的2¾倍左右，下跌至1½倍。

物業價格變動可透過各種渠道影響其他經濟環節。我們的實證分析顯示，1998年物業價格下跌，便是透過財富及資產負債表效應，使私人消費的增幅減少約3½%，約佔整體跌幅的五成。若連同對私人投資的影響計算在內，在1998年實質本地生產總值約5%的整體跌幅中，估計約有1¼%是物業價格下跌所致。

由於樓市低迷令土地及與物業有關的收入減少，物業貶值對政府財政平衡帶來負面影響。此外，銀行業亦受到影響，但整體財政狀況仍屬穩健。

I. 引言

物業市場在本港經濟中擔當重要角色，很多家庭都以房屋作為最主要的儲蓄形式。在銀行業內，現時約有一半的本地貸款是屬於購置私人住宅的按揭貸款，以及建造、物業發展與投資的貸款。物業價格及租金的變動會影響消費物價通脹及本港經濟的競爭力。賣地收入及物業買賣的印花稅亦是政府收入的重要來源。

自亞洲金融風暴以來，物業價格大幅下挫。儘管本港整體經濟強勁復甦，但樓價至今依然疲弱。本文探討樓市低迷對其他經濟環節的影響，其中第II節概述近年物業市場的發展形勢，第III節討論物業市場發展透過不同的渠道影響其他經濟環節，並評估近年物業價格下跌的影響。最後一節總結全文的評論。

II. 近年的發展形勢

我們先以物業價格的歷史趨勢作為背景，以探討近年的發展情況。過去20年本港私人住宅樓價一直向上，除了1994至95年，以及1990年代末幾年例外(圖1)。¹ 若根據其他貨品及服務的價格變

動予以調整，1984至1993年期間的物業價格實際上升超過1½倍，其後於1994至95年期間回落12%，再在1996年開始重拾升軌，並在1997年上半年加速升幅。在亞洲金融風暴引發的調整中，實質物業價格在1997年第4季至1998年第4季之間下跌超過40%，並回復至1990年代初的水平。與此同時，實質住宅租金亦告下跌27%(圖2)。及後實質物業價格大致保持平穩，但到了2000年下半年又進一步回落。由於樓市萎縮，物業交投量大幅減少，買賣協議數目由1997年的20多萬份，下跌至2000年的不足86,000份。

樓價下跌影響所及，私人住宅的淨房屋資產估計已由1997年的37,000億港元，下跌至2000年的18,000億港元，跌幅達53%。² 以其與名義本地生產總值的比率計，淨房屋財富由相當於1997年本地生產總值的2.8倍，下跌至2000年的1.4倍，即回復至1990年代初的水平(圖3)。對部分家庭來說，物業價格下跌已導致其所持物業的市值跌至低於未償還按揭貸款額，也就是負資產的問題。在樓價變動對其他經濟環節造成的影響中，負資產是其中一項特別及重要的因素，下文將就此分析。

1 寫字樓及零售物業的價格走勢相近，但以後者的情況較為穩定。以下的分析將集中探討這類物業，部分原因是私人住宅物業對其他經濟環節有較深遠的影響。

2 估值是由私人住宅單位存量的總市值減去未償還按揭總餘額後的剩值計算得出。

III. 物業價格波動對經濟的影響

物業價格波動可透過多種渠道對整體經濟造成影響。物業價格變動可透過財富及資產負債表效

應影響私人消費及投資，亦可同時透過直接及間接渠道影響消費物價通脹，並對香港作為國際貿易及金融中心的競爭力造成重大影響。由於銀行業承受對物業市場貸款的風險，因此亦很易受到物業價格

圖1
名義及實質住宅物業價格

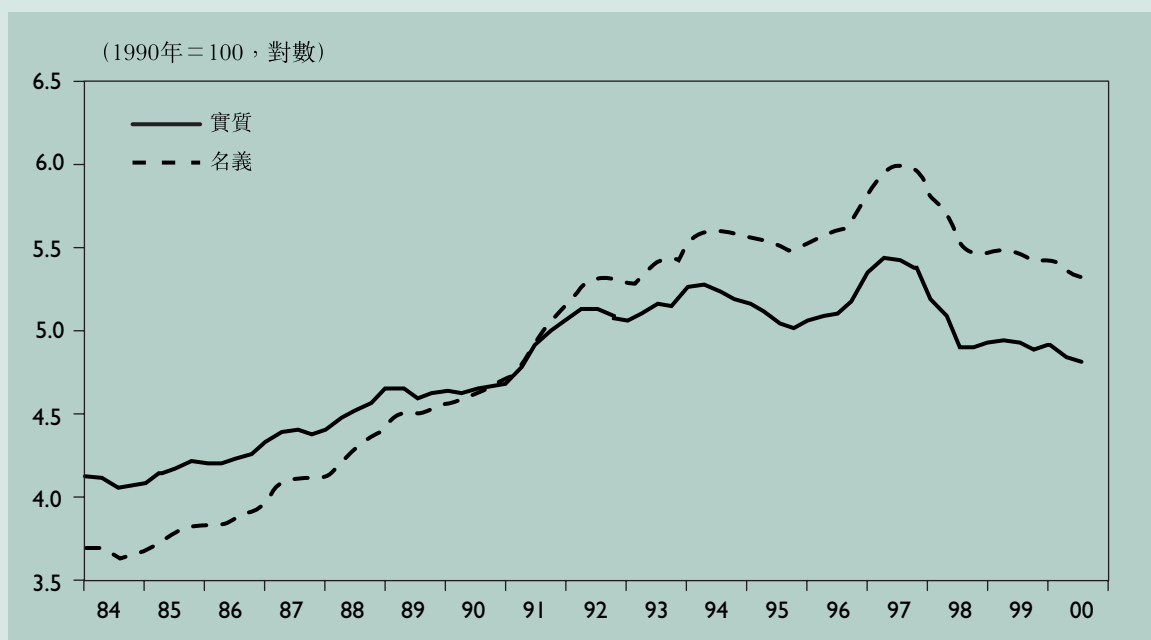


圖2
名義及實質住宅租金

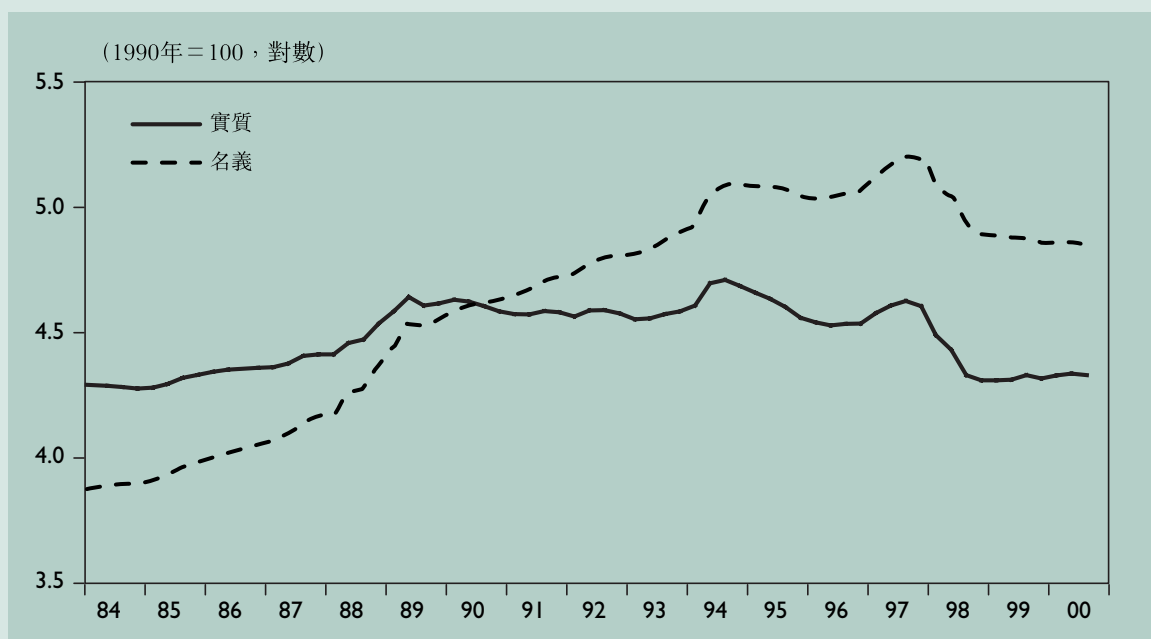
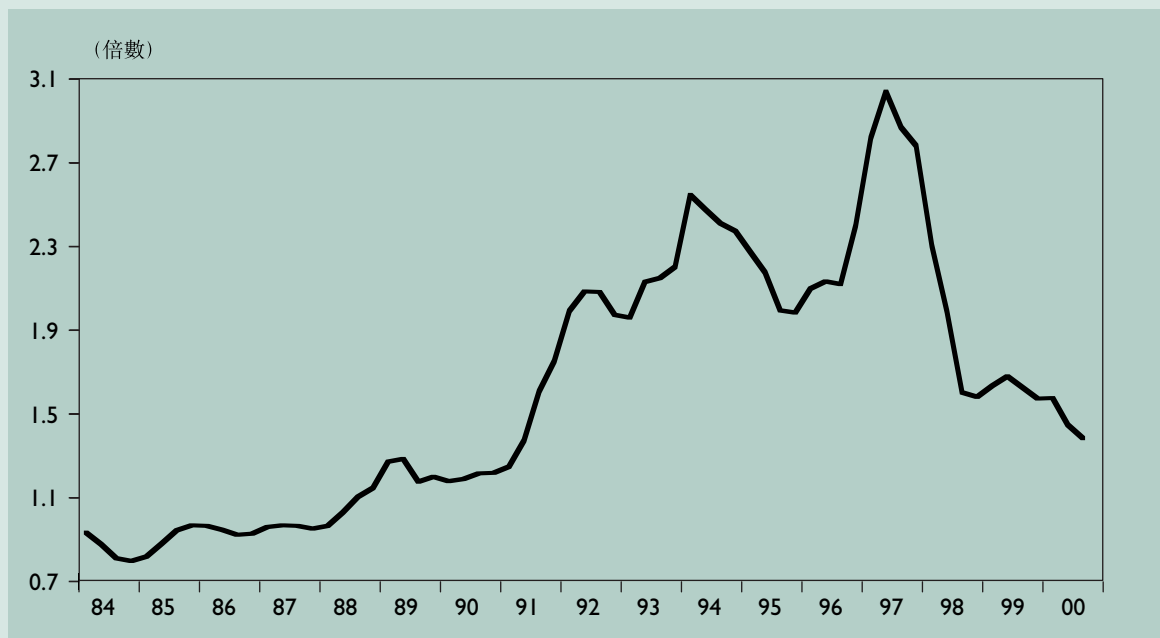


圖3
淨房屋財富與名義本地生產總值比率



波動的衝擊。最後，政府的財政狀況亦會因為收入的緣故而受到影響。

本節分析物業價格下跌對不同經濟環節的影響。首先，我們根據現有資料文獻及其他地區的實際經驗提出分析所涉及的考慮因素，然後就香港的情況進行分析，並輔以一些實證資料作為支持。

a. 物業價格與消費

財富效應是經常被用作分析物業價格變動對消費的影響的一項因素。由於消費開支部分取決於家庭畢生的財政資源，而房屋財富正是這些資源的重要組成部分，因此預期物業價格將會影響消費。例如，物業價格下跌，家庭的財政資源便會跟着下降，消費亦會減少。但這種對財富效應的簡單分析法，應附帶若干條件，其中應該特別注意的是物業價格出現變動，受影響的不單是現有的物業持有人，連未來有意置業人士的部署亦可能會有所不同。對於未來的買家來說，物業價格上升可能會對

他們的消費造成負面影響，原因是這代表他們要有更多儲蓄才足以應付購置物業的首期供款。³ 相反，物業價格下跌代表購置物業的首期供款將會減少，因而可能鼓勵準買家增加消費。

對於已置業的人士來說，物業價格上升代表財富增加，因此減少他們儲蓄的意欲。這種正面的財富效應到底有多大，很大程度視乎房屋財富在有關的經濟體系內的可替代性而定。物業持有人確實可因價格上升而受惠，但他只能透過改持另一項價格較低的物業，或索性售後不補購，才可實現資本增益。若要實現這個計劃，這位準賣家先要物色一位剛好有意改換價格較高的物業或首次置業的買家。在此情況下，發展成熟及具流動性的二手物業市場，應有助促成這宗交易。物業持有人可以採取另一辦法，就是為手上物業安排第二按揭或以物業作為抵押借取其他貸款。在此情況下，先進的金融市場是很重要的 (Miles, 1992年)。

³ 但有兩項因素可能會加深這種對消費的負面影響。第一，有些租樓人士可能會放棄較早時購置物業的計劃，改而把原擬撥作首期的入息部分花在消費事項上。第二，有些家庭可能會把原有的計劃縮小，利用積蓄來購置面積較小的單位。但一項對其他地區的研究顯示，物業價格上升對消費造成的整體效應，是會對未來的置業人士產生負面作用 (Kennedy and Andersen, 1994年)。

另一個有關物業價格變動影響私人開支的看法，強調所謂的「資產負債表或信貸渠道 (Bernanke and Gertler, 1995年)」。由於信貸市場的磨擦作用，現金流量及資產負債表的狀況是決定代理人借貸能力的重要因素。由於家庭持有資產的市值會影響其為現有開支提供融資的借貸能力，物業價格波動將會影響家庭消費。

資產負債表有兩項重要影響是值得注意的。第一，資產負債表效應有多大，視乎最初的財政狀況而定，也即是家庭、公司及銀行的資產負債表在最初的狀況。若最初的資產負債表屬於穩健，即槓桿比率偏低而現金流量充裕，即使資產價格出現相當大的跌幅，家庭及公司仍不會有太大的陷入財政困境，以致影響其循正常渠道獲取貸款的機會。第二，金融中介機制可以產生重大的回饋及擴大效應。在資產價格上升的蓬勃期內，由於家庭及公司的淨值同告上升，銀行資產負債表及借貸能力亦會提高，繼而可能形成信貸膨脹的現象，相應地助長資產價格的升勢及擴大私人開支的效應。相反，若資產普遍跌價，其對家庭及銀行資產負債表的負面影響可能會自行強化，導致信貸緊縮，並使最初資產價格下跌觸發的收縮效應進一步惡化。

以上述因素探討香港的情況，本港家庭持有私人住宅物業的比重相對一些發達經濟體系的小，顯示財富效應在香港發揮的影響可能較小。根據私人住宅物業的業主自住比率及這類物業佔住宅物業總數的比率粗略估計，本港約有35%至40%家庭持有一項私人住宅物業。這個比率遠遠低於美國及英國所錄得的70%以上 (Kennedy and Andersen, 1994年)。但由於本港二手物業市場流動性較高，

金融環節亦非常發達，本港房屋財富的可替代程度足可媲美其他發達的經濟體系。此外，以物業作為消費及企業貸款抵押品的做法非常普遍，反映資產負債表及信貸效應都很大。自亞洲金融風暴以來，銀行收緊信貸的政策，部分反映物業等抵押品大幅貶值。但在亞洲金融風暴爆發前，銀行及非銀行私營機構最初的財政狀況相對較強，有助遏抑資產價格下跌對私人開支的影響。

負資產現象可能是加強財富或資產負債表應對私人消費的影響的特別因素。承受負資產的家庭 (尤其是首次置業人士) 會較傾向增加儲蓄，以助恢復他們的資產負債表狀況。隨着樓市萎縮的情況慢慢延續，有關家庭的資產負債表狀況及現金流量所受到的負面效應可能會逐漸顯著。

我們的計量經濟學分析顯示，物業市場的發展對本港私人消費開支的影響相當重要 (附件1)。具體而言，物業價格相對其他貨品及服務的價格下跌10%，將會減少私人消費增長約1個百分點。⁴ 此外，有跡象顯示物業價格下跌對家庭支出有非線性的影響，原因是負資產已被證明會另行對私人消費產生負面作用。^{5 6} 綜合這些評估數字來看，1998年物業價格下跌已使該年的私人消費增長減少約3½%，比較當年錄得私人消費開支的實際跌幅接近7½%。⁷

b. 物業價格與投資

物業價格變動可透過兩種主要渠道影響投資。首先，物業價格上升，令全新建造物業相對收購現有物業的成本下降，因而刺激物業投資的活動。第二，上述的信貸渠道可影響物業及其他經濟

4 估計影響遠比對本港股價的影響高，其中相同的跌幅會令私人消費減少約¼個百分點。這項差距部分反映本港持有股票的家庭數目相對較小。一般相信，即使近年持有股票的家庭數目顯著增加，但仍遠低於擁有物業的家庭數目。

5 非線性影響是指以價格再下跌10%為例，它所產生的影響應該較最初下跌10%的影響為大。

6 在我們的樣本分析中，負資產的情況大多數出現於市價較購入價下跌超過四成的物業。負資產變動因素可簡單反映樓價跌勢加速對家庭開支會有更大影響。

7 私人消費減少的原因，包括實質利率上升、股價顯著較低及家庭收入減少等不利發展。

環節的投資。例如，資產價格上升將會改善公司及銀行的資產負債表，因而可能鼓勵銀行增加對商界的信貸。這樣對整體投資的影響有多少，部分取決於商界的融資結構，亦即是銀行信貸在整體融資所佔的比重。⁸

根據附件1所列的方程式，估計1998年物業價格下跌使私人投資減少3½%，而錄得的實際減幅約為7%。綜合私人消費與投資所受到的影響，並根據若干進口漏耗因素進行調整後，估計物業價格下跌使1998年實質本地生產總值減少1¼%，約為整體減幅的兩成半。

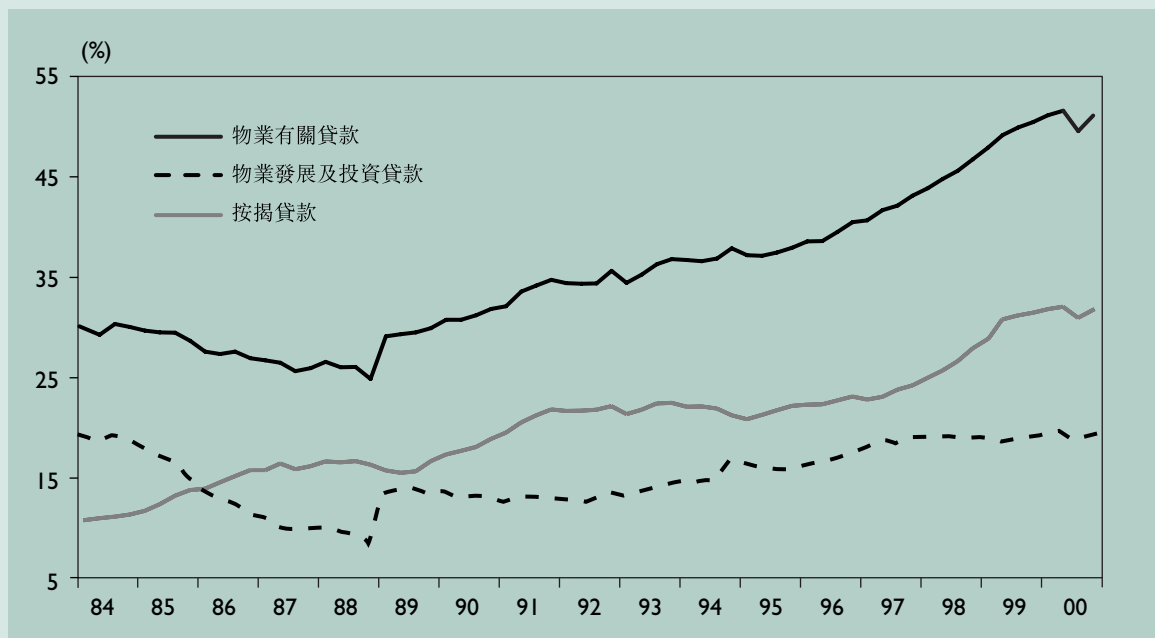
c. 物業價格與銀行業

由於金融機構承受對物業市場貸款的風險，前者的資產負債表可能受物業價格波動影響。銀行

所持物業資產的估值，便是發揮這些影響的直接渠道。較間接但又較重要的渠道，則是家庭及商界資產淨值的變動。由於物業價格下跌會影響家庭及商界貸款人的還債能力，銀行貸款組合內的不履行貸款比率往往會上升，因而影響它們的資本充足狀況及借貸能力。⁹

銀行是否容易受物業價格波動影響，部分取決於它們對物業市場的風險承擔有多少。過去20年來，本港銀行業對物業市場的風險承擔顯著增加，從與物業有關的信貸佔本地信貸總額的比率上升可見一斑。這類信貸包括按揭貸款，以及用於建造及物業發展的貸款（圖4）。以上比率由1984年的30%上升至2000年的51%，而近年這個比率上升，主要是反映銀行整體貸款組合收縮的情況。事實上，銀行的實際風險承擔可能較這裏所示的大，原因是我

圖 4
物業有關貸款佔本地貸款總額的比重



8 其他地區的經驗顯示，樓價在歐洲大陸及日本對投資的影響，較在英美的影響大，部分原因是以物業作為貸款抵押品的做法在前者較常見，對商業機構尋求銀行融資的作用亦較大（國際結算銀行，1998年）。

9 以往很多國家的物業價格大幅波動，似乎都與宏觀經濟不穩定及銀行體系出現問題有關。例如1990年代初，美國、英國及日本房屋價格波動便曾令一些金融機構陷於崩潰，芬蘭及瑞典住宅市場的泡沫爆破，亦與銀行危機有直接關係（國際結算銀行，1998年）。

們的數字並不計入以物業作為抵押所得的其他消費及公司貸款。¹⁰ 金融指標顯示，近年銀行的資產負債表及盈利能力都受到經濟不景及物業市道低迷所影響。這些指標包括按揭拖欠比率上升、特定分類貸款佔總貸款比率上升，以及銀行盈利下降（圖5）。但應注意銀行業的整體狀況仍然維持穩健，其中特定分類貸款比率已從1999年中的高峰回落，而按揭拖欠比率雖自1998年以來顯著上升，但仍屬於偏低水平。

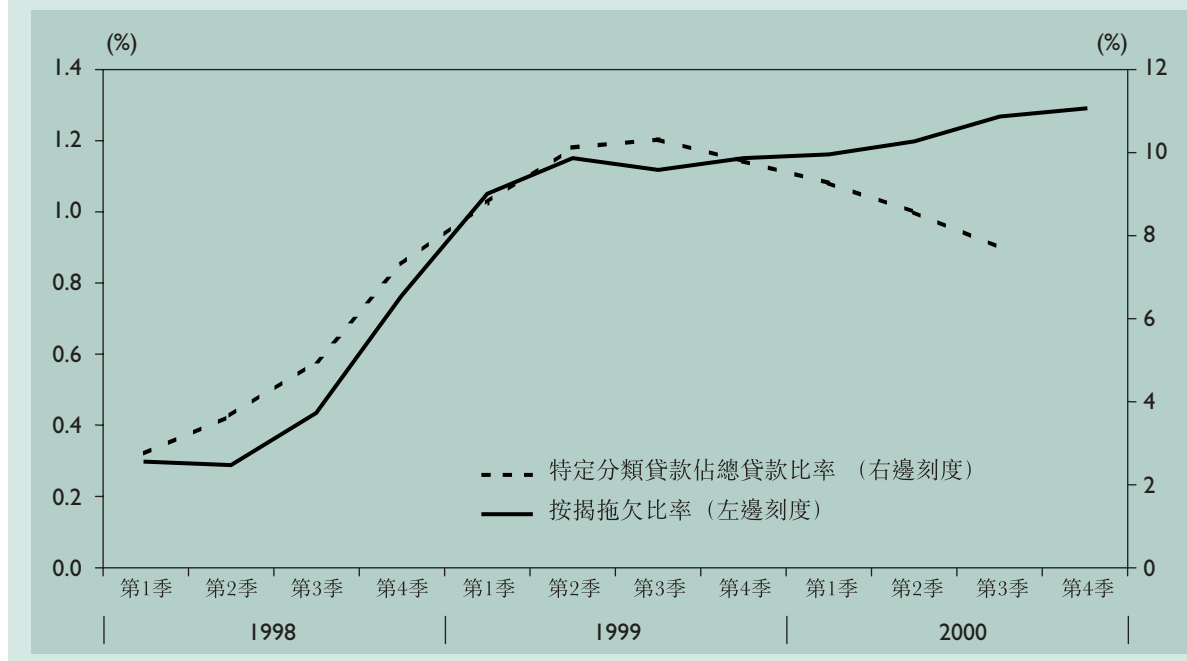
d. 物業價格與通脹及競爭力

物業發展可透過幾種渠道影響消費物價通脹，首先是消費物價指數中房屋成本的直接影響，其次是若如上述般物業價格波動會影響私人消費及投資，其引致總需求的變動可能會影響其他貨品及

服務的價格。最後，物業價格波動亦可能影響對其他貨品及服務預期的未來價格（包括工資）走勢。

租金約佔本港消費物價指數一籃子組合成分的26%。在此情況下，雖然租務合約通常為期1至2年，因而造成相當大的滯後作用，但租金變動仍會對消費物價指數造成顯著影響。以1998年7月至2000年12月期間消費物價指數從高峰水平回落9%的總跌幅計，租金組合成分下跌已佔4½個百分點。這個組合成分仍繼續對消費物價指數構成下調壓力，但由於前幾年租金下跌的滯後作用已減弱，該指數的跌勢亦變得溫和。此外，總需求變動亦可能會造成間接影響。這些情況都有助提高本港經濟的競爭力。實質港匯指數已由1998年第3季的高峰水平下跌13%，主要反映貨品及服務的本地價格（包括租金）相對外地價格的跌勢。

圖5
銀行資產質素



10 有關後者的數據不詳，但實例顯示這類數值相當重大。

e. 物業價格與政府財政狀況

由於土地及其他物業有關收入是本港政府的重要收入來源，物業價格的起落可能會對財政狀況造成重大影響。在亞洲金融風暴爆發前(即1990年代初幾年)，地價收入及印花稅平均佔政府總收入的26%，但到了近年已顯著降至平均14%左右，反映地價收入及印花稅減少。這些都反映物業價格疲軟及成交萎縮，其中原因包括1998財政年度大部分時間暫停賣地所造成的影響。地價收入及印花稅收入減少，使1998及1999財政年度的財政盈餘相比1991至97年期間的平均水平分別下降相當於本地生產總值的2¾%左右及1½%。¹¹

IV. 總結

受到亞洲金融風暴影響，物業相對其他貨品及服務的價格大幅下挫，回復至1990年代初的水平。其後物業價格大致維持穩定，但在2000年下半年進一步回落。在1997至2000年期間，物業交投量下跌超過五成。由於物業價格下跌，私人住宅物業的淨資產估計由1997年相當於本地生產總值的2¾倍，下跌至2000年的1½倍，並回復至1990年代初的水平。對於一些家庭來說，物業價格下跌已構成負資產的問題。

物業價格波動可以透過各種渠道影響其他經濟環節。私人消費及投資以至產值增長，都可以透過財富及資產負債表效應發揮影響。我們的實證分析顯示，1998年實質本地生產總值的跌幅中，約有四分之一是物業價格下跌所致。亞洲金融風暴以來，租金回落亦約佔消費物價指數的五成跌幅。此外，銀行業亦受到物業市場疲弱的打擊，但整體財政狀況仍屬穩健。最後，由於樓市低迷令土地及與

地產有關的收入大幅減少，物業貶值對政府財政平衡亦帶來負面影響。

— 本文由經濟研究部彭文生、張麗玲及梁金燕提供

¹¹ 財政儲備的投資收入遠較預期高，有助抵銷負面作用。財政儲備存放於外匯基金，並從1998年入市行動的股票投資中取得資本增益。若扣除這項非經常項目，財政結餘在1998及1999財政年度應分別錄得本地生產總值4%及2¼%的赤字。實際資料顯示，1998財政年度的赤字為本地生產總值的1¾%，而1999財政年度則錄得本地生產總值¾%的盈餘。

物業價格與本地生產總值增長：實證評估

我們可循兩個方法評估物業市場發展對經濟增長的影響。一是利用宏觀計量經濟模式作模擬評估，模式中包括地產市場藉着不同渠道而影響家庭及商界行為的變數。二是利用分析私人消費和投資與地產市場變動因素的關係的個別方程式，並同時考慮實質收入與利率等主要因素的影響。由於現時並無完備的宏觀經濟模式可用於我們這項探討，我們採用3項方程式，計為私人消費 (*PCE*)、與物業有關的私人投資 (*PR*)，以及機器與設備的私人投資 (*ME*)。它們可視作基本宏觀經濟模式的簡化方程式。我們應用OLS於1984至2000年期間年度的數據估計這些方程式。

私人消費

私人消費的變動百分比，是因實質本地生產總值 (*GDP*)、實質物業價格 (*RPP*) 與實質股市價格 (*RHSI*) 的變動百分比，以及面對負資產的家庭總數所佔比重的變動 (*NQ*) 而異。實質物業及股市價格是指以消費物價指數平減後的名義價格指數。方程式加入實質本地生產總值以反映收入效應，而實質股市及物業價格則應反映文章提及的財富及資產負債表效應。此外，如文章所述，負資產變動因素可能會有效地反映物業價格下跌可能對消費產生的非線性效應。應注意本港利率變動通常主要透過資產價格影響私人消費。

$$\Delta PCE = 0.015 + 0.598\Delta GDP + 0.024\Delta RHSI + 0.100\Delta RPP - 0.657\Delta NQ$$

(2.7) (5.7) (1.1) (3.2) (1.4)

$$R^2 = 0.93 \quad D-W \text{ 統計值} = 2.08$$

評估所得結果顯示，物業價格變動對私人消費的影響，較股價變動的影響大。具體來說，實質物業價格上升10%，私人消費便會增長1個百分點，而以同樣是10%的股價升幅，私人消費的增長卻只有¼個百分點。

私人投資

我們分別為物業有關投資及機器與設備投資評估實證方程式。除了實質物業價格外，我們還加入幾項變動因素，其中包括預計長期利率 (*LTRR*)、實質本地生產總值以及建造業、物業發展與投資的貸款增長(以實質計) (*LOAN*)。為反映評估期內機器與設備投資的一些具體狀況，我們加入兩項名義變動因素 (*ACP* 及 *IT*)，分別反映1994至1997年期間機場核心計劃，以及2000年資訊科技業蓬勃發展的影響。

$$\Delta PR = -0.079 + 0.555(\Delta GDP + \Delta GDP_{-1}) + 0.393\Delta RPP + 0.299\Delta LOAN - 1$$

(1.5) (1.2) (2.7) (2.1)

$$R^2 = 0.58 \quad D-W \text{ 統計值} = 1.57$$

$$\Delta ME = -0.04 + 0.31(\Delta RPP + \Delta RPP_{-1}) + 1.08\Delta GDP_{-1} - 0.04\Delta LTRR + 0.008ACP + 0.29IT$$

(1.9) (3.9) (2.4) (3.7) (5.5) (5.3)

$$R^2 = 0.91 \quad D-W \text{ 統計值} = 2.19$$

物業價格的走勢似乎對本港私人投資有極大的影響，其中前者上升1%，物業有關投資便會上升超過¼%。

淨貿易平衡方程式

我們以所估計的係數作為基礎，可以計算出物業價格某個變動百分比對私人消費及投資的影響，進而再得出其對本地總需求增長的影響。為推算對整體實質本地生產總值增長的淨影響，我們利用以下的方程式估計評估進口漏耗因素。這項方程式分析以實質貿易平衡作為本地生產總值某個比率 (*TBYR*)，與本地需求 (*DD*)、外地需求 (*FD*) 及實質有效匯率 (*REER*) 的對數的關係。

$$TBYR = 1.737 - 0.281REER - 0.545DD + 0.606FD$$

(12.8) (6.0) (8.4) (7.7)

$$R^2 = 0.91 \quad D-W \text{ 統計值} = 1.91$$