

香港的物業指標¹

本文由經濟研究部彭文生及范尚禕提供

物業售價暴跌對香港經濟及銀行體系有重大影響。儘管這樣，整體銀行業仍維持穩健。本文探討監察本港銀行體系及經濟受樓價波動影響時可以採用的物業指標。這包括兩類統計數字：樓價及銀行承受與物業有關貸款的風險的統計數字。本文並根據近年金管局經濟研究部的研究結果探討本港樓價與宏觀經濟及銀行體系的關係。這些研究有助了解各個指標對監察物業售價變動的影響的效用。

I. 引言

國際經驗顯示物業價格波動對宏觀經濟及金融穩定有重大影響。基於多個原因，本港樓市與整體經濟的關係尤其密切。首先，樓市在香港經濟扮演重要作用。對很多家庭來說，住屋是最重要的儲蓄形式。目前銀行約有一半本地信貸是私人住宅物業的按揭貸款及物業發展與投資的貸款。樓價及租金變動會影響消費物價通脹，並且影響香港服務型經濟的競爭力。此外，賣地及物業交易印花稅也是政府的重要收入來源。

第二，本港樓價波幅傾向較其他地區大，過去20年更經歷過幾次大起大跌。亞洲金融危機引發樓市泡沫爆破後，各類物業價格跌幅約達六成，對私人消費及投資構成重大的負財富及資產負債效應。本地需求疲弱，正好解釋為何近年貨品及服務出口表現強勁，但整體經濟增長溫和。由於樓價下跌直接令租金下跌，並間接導致需求疲弱，因此也是助長消費物價通縮的一個原因。

第三，在貨幣發行局制度下，本港利率主要取決於美國利率水平及投資者持有港元資產所要求的風險溢價，因此貨幣政策既不能用作防禦資產價格的波動，也不能用作穩定宏觀經濟。在此情況下，監管政策對維持金融穩定特別重要。事實上，儘管樓價暴跌等不利的宏觀經濟因素令銀行盈利受壓，但整體銀行體系仍然維持穩健。如上所述，監管當局推行審慎措施，加上銀行妥善管理風險，有助限制銀行體系對樓市承受的風險，因此減少其受到樓價波動的影響。

本文綜述監察本港宏觀經濟及銀行體系所受樓價波動的影響時可以採用的物業指標。第II節探討兩類主要的物業指標：(1)樓價及(2)衡量銀行承受與物業有關貸款的風險的指標。第III節主要根據近年金管局經濟研究部進行的研究，探討本港樓價與宏觀經濟及銀行體系的關係。這些研究有助大家了解各種指標對監察樓價變動的影響的重要性。最後一節總結全文。

II. 物業指標

有關樓價及銀行承受物業貸款風險的統計數字，是監察銀行體系穩健程度的有用指標。國際貨幣基金組織建議採用的一套金融穩健性指標(Encouraged Set

¹ 本文改編自為2003年10月27日至28日舉行的國際結算銀行／國際貨幣基金組織研討會「物業指標及金融穩定」所撰的文章。

of Financial Soundness Indicators) 包括物業價格及住宅物業貸款與商用物業貸款各佔總貸款額的比率(國際貨幣基金組織, 2003)。這些指標可在資產質素問題漸現時作為預警的訊號, 原因是樓價衝擊的影響通常在較後時間才出現, 而且影響程度視乎銀行承受的樓市風險大小而定。本節逐一分析本港這些指標。

A. 樓價指標

本港樓市統計數字主要由差餉物業估價署編製。該署每月出版《物業市場統計數字》, 全面公布各類私人住宅及非住宅物業的售價、租金及交易等資料。售價統計數字有兩類: 平均售價及售價指數。以下討論這兩類統計數字的編製方法及其作為反映整體物業價格變動的指標的優點。

平均售價

各類私人物業(分為住宅、零售、商業及工廠用途)的平均售價指每平方米樓面面積的售價, 是差餉物業估價署以計算印花稅所用的實際交易價作為基準。平均售價不包括涉及多個物業種類及未評估應課差餉租值的物業的交易。此外, 連租約出售的住宅物業²、住宅物業一手交易³、根據政府資助計劃出售的住宅物業⁴, 以及涉及政府擁有的宿舍的交易, 也不包括在內。

平均售價是反映總體物業售價集中趨勢的最簡單及最直接的指標。但這個方法有抽樣方面的問題, 原

因是不同時間所選取的物業樣本都有不同。某特定月份的平均售價部分是取決於期內所售物業的質素、位置等特點, 而這些特點可能並不代表全部物業。因此, 兩個時期的平均售價有差異, 可能是由於這些特點有變化, 因此未必能夠代表全部物業售價的變化。

售價指數

售價指數是用來衡量在物業質素不變的情況下的售價變動, 並以計算平均售價所用的同一套交易數據來作計算基礎, 但其編製程序較為複雜。首先是計算不同類別住宅物業或不同級別非住宅物業的成分指數。⁵成分指數衡量售價轉變是根據售價除以有關物業的應課差餉租值所得的結果, 而並非像計算平均售價時根據每平方米樓面面積的售價。物業應課差餉租值是由差餉物業估價署評估定出的每年租值, 是該署徵收差餉的基礎。⁶評估物業應課差餉租值是根據同區類似物業的公開市場租金, 再按照面積大小、位置、設施、裝修及管理的差別來作調整。因此, 利用應課差餉租值來編製售價指數, 不但考慮到樓面面積, 也顧及到不同物業其他質素上的差別。本文所附專題是說明如何利用應課差餉租值對交易價作出質素差別上的調整的技術附註。

然後, 某特定類別物業(如住宅物業)的綜合指數(I), 是將成分指數按加權平均法計算得出:

$$I = \sum I_i W_i$$

其中 I_i 及 W_i 分別是物業類別或級別 i 的成分指數及權數。住宅物業權數是根據有關月份及前11個月內有

² 住宅物業連租約出售是指賣方將物業擁有權連同現有的租約轉讓予買方, 因此交易價格可能受到租約條款影響, 以致與其他正常交易不同。

³ 地產發展商通常有不同付款方法可供買家選擇。一手交易的售價可能會因不同付款方法而異。

⁴ 政府資助計劃包括: 私人參建居屋計劃、居者有其屋計劃、可租可買計劃、重建置業計劃、夾心階層住屋計劃、市區改善計劃、出售公屋計劃及租者置其屋計劃。

⁵ 私人住宅物業由A至E分為5類, 實用面積分別為少於40平方米、40至69.9平方米、70至99.9平方米、100至159.9平方米及160平方米或以上。私人寫字樓由甲至丙級分類, 若以裝修質素、間隔彈性、整層樓面面積、管理服務及泊車設施等計, 甲類質素最高。

⁶ 差餉是就物業徵收的其中一種間接稅, 按物業應課差餉租值乘以一個百分率計算。應課差餉租值每年覆核一次以反映最新資料。

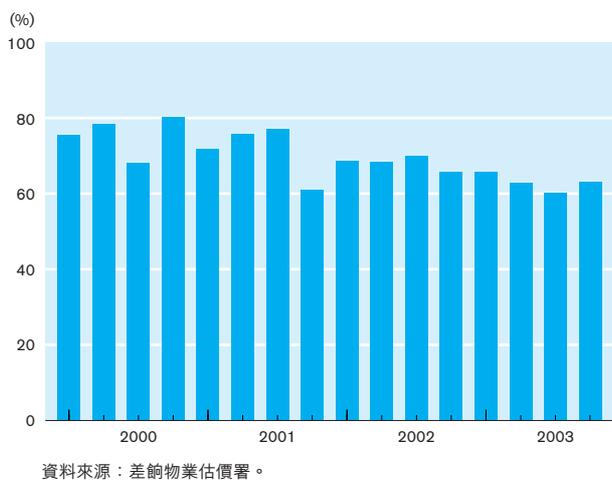
關成分的交易宗數所佔比例計算，非住宅物業權數則根據有關月份及前11個月內有關成分的總樓面面積所佔比例計算。⁷ 利用12個月滾動交易數據來計算權數，有助減少短期波動引起的變化幅度。

住宅售價指數與平均售價統計數字一樣，並不包括一手買賣。但由於二手市場流動性相對較高，因此這類物業的交易價應可反映市場趨勢。近年二手市場佔住宅物業總交易數量約三分之二(圖1)。但若某類別或級別住宅交易宗數較小，其售價指數可能受個別較極端的交易價所影響。某級別非住宅物業在某段時期內的交易宗數可能不足以代表整個級別的市場指數。最後，售價指數能否反映全部統計物業的基本趨勢，在很大程度上視乎應課差餉租值是否反映物業之間所有質素差別而定。

近期樓價發展

圖2展示上述價格指標在過去20年的情況。圖A比較不同類別私人物業(包括住宅、寫字樓、零售店舖及分層工廠大廈)的售價指數水平，圖B顯示這些售價

圖 1
二手市場交易佔住宅物業交易總數比率



⁷ 計算權數時，住宅物業採用的是交易宗數，不如非住宅物業的採用樓面面積，原因是住宅物業樓面面積的差別相對小於非住宅物業。

指數的增長率，圖C將住宅物業售價指數與一些平均售價指標進行比較，並得出一些值得留意的事項。

圖 2
物業售價發展

圖 A：物業售價指數

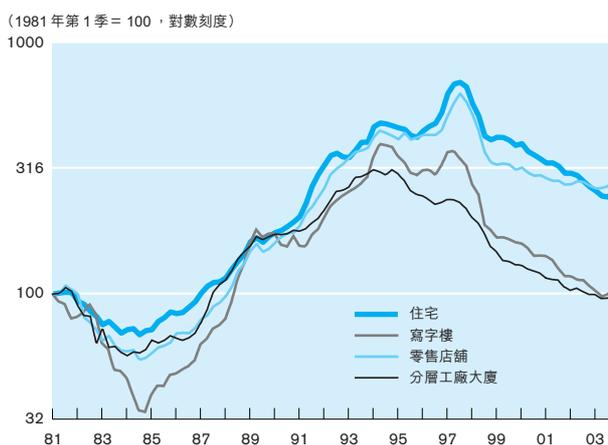


圖 B：物業售價指數增長

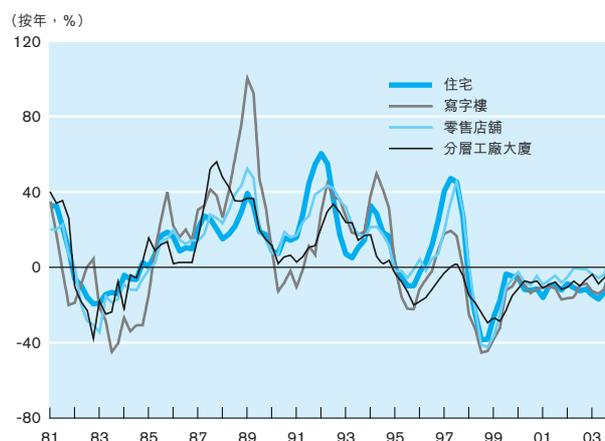


圖 C：B類住宅物業售價指數與平均售價



資料來源：差餉物業估價署。

首先，近年所有類別私人物業(住宅及非住宅)售價指數大幅滑落。住宅、零售及寫字樓物業的售價指數在上世紀80年代中開始至1997年爆發亞洲金融風暴期間普遍上升，只在1994至95年期出現顯著調整。⁸ 1997年樓市泡沫爆破後，零售店舖、住宅及寫字樓物業分別跌價五成、六成及七成。

第二，分層工廠大廈售價指數較其他售價指數早很多到達頂峰，並在90年代初開始走向下坡。這種現象反映香港製造業遷移至中國內地作為生產基地，令工廠大廈需求減少。

第三，樓價指數上升的大方向非常明顯，但從指數的增長率可見，在這種主要趨勢中其實也曾出現過幾次樓價大幅波動，其中住宅售價指數更反覆波動，在1992年、1994年及1997年錄得30%至60%的按年最高增幅，並於1995年、1998年及2003年分別下跌10%、39%及17%。

最後，平均售價指標的趨勢大致上與售價指數相同。在1991至2003年期間，B類住宅物業售價指數的平均按年增幅約為6%，三大區同類物業平均售價的每年增幅則為5%至6%。

樓價大幅上落引發一些疑問，就是推動樓價的因素是甚麼及投機活動會否引致泡沫形成。支持90年代樓市泡沫形成及爆破的說法的指標有幾個。⁹ 一個是差餉物業估價署每季編製的置業人士負擔能力指數。

圖 3
住屋負擔能力

(1997年第2季 = 100, 對數刻度)



資料來源：差餉物業估價署及金管局經濟研究部職員估計數字。

該指數衡量售價、按揭利率及家庭入息的變化對買家的按揭負擔能力的影響，是根據典型的每月按揭還款額除以家庭入息中位數計算。¹⁰ 指數上升代表負擔能力下降。該指數經過蓬勃期顯著上升後，在近5年內大幅下跌(圖3)。1997年第2季至今，該指數已下跌超過70%，原因是樓價滑落及按揭利率下降抵銷了家庭入息中位數減少的影響。樓價與本地生產總值比率也展示相近的走勢，但由於它並不反映按揭利率調低的因素，因此跌幅較小。

另一指標購入成本與租金差距，是比較購置及保養一個單位所用費用與租用該單位的費用。金管局經濟研究部就編製了一個簡單的指標，是估計實際融資成本與租金回報相差之數。¹¹ 購入成本與租金差距在90年代顯著擴大，到了1998年初達到最高

⁸ 1994年中至1995年底期間樓價下跌，主要是政府推出一系列打擊投機活動的措施及利率調高所致。

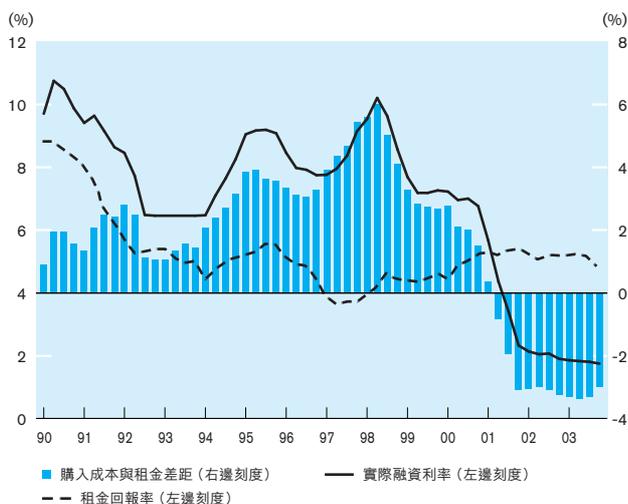
⁹ 樓價的公平值很難估計。Peng (2002) 曾就樓價提出兩個結合基本變數及投機泡沫概念的不同實證模型。兩個方法都顯示上世紀90年代早期樓價存在的泡沫成分相當高。

¹⁰ 按揭還款額是根據假設一個50平方米單位取得買入價七成、年期20年的按揭貸款定出。買入價以B類住宅單位平均價估計定出。家庭收入中位數已剔除季節因素。

¹¹ 購入成本與租金差距計算方法如下：

$$[(1 - \text{首期比率}) \times \text{按揭利率} + \text{首期比率} \times \text{1個月定期存款利率}] - \text{租金回報率}$$
 方括號內的項數代表實際融資利率。為計算這個利率，首期比率設定為30%，按揭利率為新批出貸款的加權平均利率。1個月定期存款利率用作代表因支付首期而失去利息收入的機會成本。租金回報率是指A級及B級住宅單位的平均租金回報率。

圖 4
購 入 成 本 與 租 金 差 距



資料來源：差餉物業估價署及金管局經濟研究部職員估計數字。

峰，主要反映樓價上升令租金回報下跌的趨勢（圖4）。在此情況下，購置物業較租用物業的成本愈來愈高。正數差距的情況不但持續，也逐漸擴大，很可能與預期未來會取得資本增益的看法有關。近年利率下跌及租金回報增加，令差距收縮。租金回報增加是由於樓價下跌步伐較租金大。這個差距在2001年第2季開始跌至負數，並在最近幾個季度徘徊於負3%水平。負差距擴大顯示市民權衡資產回報後，購置物業的意向較租用大。

B. 物業貸款風險指標

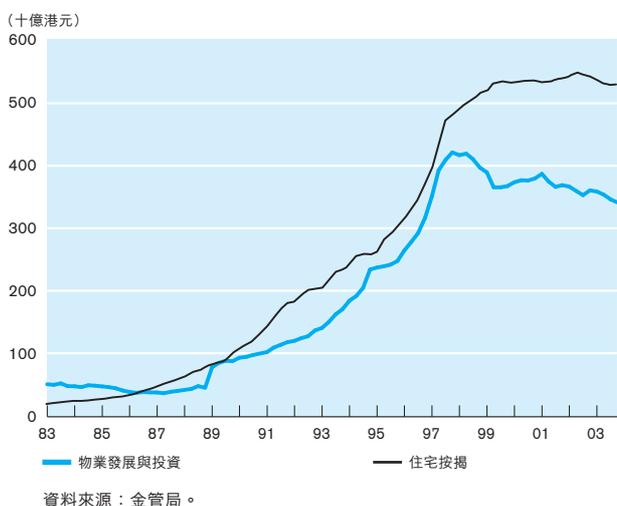
本港銀行體系承受的樓市風險，主要牽涉住宅按揭貸款及物業發展與投資貸款。金管局透過法定申報表定期收集這些貸款的數字，並於每季統計資料內公布。

過去20年與物業有關貸款顯著增加，住宅按揭及物業發展與投資貸款在1990至1997年期間均迅速增長，平均每年增幅達到22%。¹² 到了1998至2002

年，住宅按揭增長步伐大為放緩，物業發展與投資貸款也大幅減少（圖5）。

過去20年物業有關貸款（包括住宅按揭及物業發展與投資貸款）佔在本港使用貸款總額的比例，由80年代中約三成上升至2003年五成以上（圖6）。¹³ 近年這個比例上升，主要原因是銀行的住宅按揭比例增加，

圖 5
未 償 還 物 業 貸 款 額



資料來源：金管局。

圖 6
物 業 貸 款 佔 本 港 使 用 貸 款 總 額 比 率



資料來源：金管局。

¹² 貸款分類制度於1989年修訂，是導致當年物業發展及投資貸款大幅增加的原因。具體而言，貸款自1989年起都是按照用途分類，而不是像以往按借款人主要業務劃分。

¹³ 在香港使用的貸款指為本港經濟活動融資的貸款，不包括為進出口貿易融資的部分。

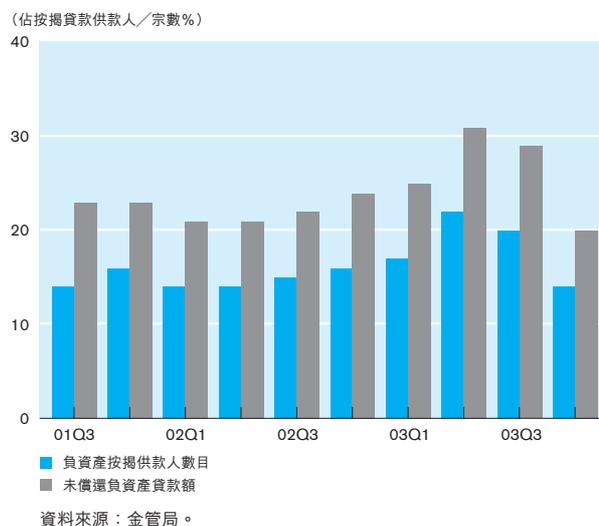
物業發展與投資貸款的比例則大致維持穩定。由於統計數字不包括其他以物業作抵押的個人及工商企業貸款，因此銀行實際承受的風險可能會較統計數字所顯示的高。雖然我們沒有關於其他以物業抵押的貸款數字，但一些非正式的資料顯示這類貸款為數頗多。

為限制銀行過度集中或增加樓市貸款所涉及的風險，過去多年金管局及銀行體系一直奉行審慎的措施，包括金管局在1994年發出指引，呼籲銀行將物業貸款與在本港使用貸款的比率大約維持在業內平均四成的水平。從樓市蓬勃期整體數字可見，這項指引獲得充分遵守。其後由於樓市再無過熱，銀行的物業貸款業務也遠較以往抑制，因此上述指引於1998年被撤銷。至於近年物業貸款比率上升，主要是經濟放緩令其他類別的貸款收縮所致。

鑑於住宅按揭貸款佔銀行貸款業務的重要性愈來愈大，金管局於1992年12月開始進行住宅按揭每月統計調查。這項調查補足了原來透過每季法定申報表收集的未償還住宅按揭貸款額數據。經過不斷改進，現時每月統計調查收集有關銀行按揭業務的主要數據，包括有關月份批出的新貸款數額與宗數、未償還貸款額、按揭貸款資產質素，以及新貸款利率與最優惠貸款利率相距的幅度。這些統計數字收集次數較頻密及較詳細，有助監察及評估銀行承受樓市發展的風險。

由於近年樓價暴跌，負資產物業逐漸增加。¹⁴ 金管局自2001年第3季開始進行銀行負資產按揭貸款的統計調查，收集資料包括這類貸款的宗數、未償還貸款額、貸款額與物業市值比率及與最優惠貸款利相距的息差。在2003年6月底，負資產住宅按揭宗數佔

圖 7
負資產住宅按揭貸款



按揭貸款供款人總數顯著增至22%，至年底回落至14%（圖7）。此外，未償還按揭貸款額也減少至1,070億港元，佔住宅按揭貸款總額20%。負資產住宅按揭的無抵押部分估計約值230億港元。¹⁵

III. 物業、宏觀經濟與銀行體系的表現

樓價波動有可能影響銀行體系，原因是銀行直接承受對樓市的貸款風險，並會因整體經濟環境的變化而間接受到影響。過去5年樓價急促下滑，對經濟疲弱及持續通縮均造成重要影響。銀行盈利較1997年前水平顯著遜色，部分反映貸款虧損撥備增加。然而，整體銀行體系維持穩健，於2003年9月底資本比率仍相對較高，平均約為15.6%。本節根據金管局經濟研究部過去幾年的一些研究，簡述樓價下跌對經濟及銀行體系的影響。

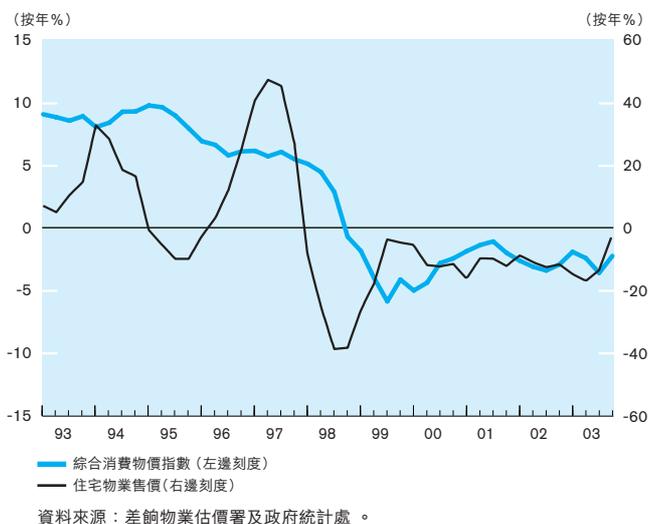
¹⁴ 若未償還貸款額超過抵押物業市值，有關貸款便列作負資產貸款。

¹⁵ 這些數字只反映認可機構以第一按揭形式借出的住宅按揭貸款，因此不包括政府資助及私營機構的二按計劃。

圖 8
物業售價與宏觀經濟



圖 9
物業售價及消費物價



A. 樓價及宏觀經濟

整體經濟會透過多個渠道受到樓價波動影響。基於財富效應及資產負債效應，樓價變動可以影響私人消費及投資。負資產現象或會加強對消費的財富或資產負債效應，原因是承擔負資產的家庭有較大機會增加儲蓄以鞏固財政狀況，因而對樓價下跌反應較大。此外，樓價波動會透過直接及間接渠道影響消費物價通脹，前者是指租金下降，後者是指整體需求疲弱。

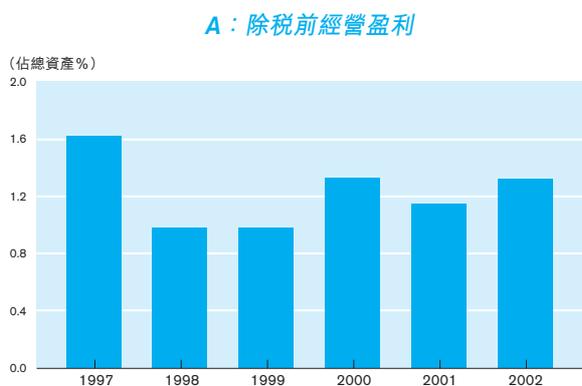
Peng 等(2001)曾探討本港樓市與宏觀經濟的多重關係，其中包括以多程式結構模型來評估樓價下跌對經濟增長的影響，結果顯示樓價下跌影響私人投資及(在較小程度上)消費支出，因而窒礙經濟增長。這正是為何近年貨品及服務出口增長強勁，但本地需求仍然疲弱的重要原因(圖8)。但基於以下理由，我們估計這方面的影響時應特別小心：第一，樓市與經濟其他環節同樣有互動關係，例如儘管樓價下滑可能會遏抑經濟增長，但經濟活動不振卻可能減少物業需求，進而影響樓價。第二，樓價與其他經濟環節同樣會受到外在需求變化等因素衝擊，而後者對香港而言尤其重要。

從會計角度計算，1998年以來物業租金跌幅約佔消費物價指數總跌幅的一半。由於樓市與其他經濟環節有互動關係，實際比例可能會高過或低過此數。但若說樓價下跌對本港消費物價通脹產生重要作用，仍是合理的說法(圖9)。Ha 等(2002)曾估計香港通脹的模型，結果發現本地物價受到樓價影響，反映租約令租金「黏性」較高所造成的滯後效應，以及整體需求疲弱。

B. 物業售價及銀行貸款

以物業作為個人及工商企業貸款抵押的做法在本港很常見，顯示資產負債及信貸效應相當大。透過金融中介機構的功能，擴大效應可以很大。資產價格在蓬勃期上升，不但家庭及工商企業的淨值會增加，銀行的資產負債狀況及貸款能力也會提高，因而可能會令信貸擴張，加速資產價格的升勢，並擴大私人支出效應。相反，在資產價格普遍下跌的情況下，家庭及銀行財政狀況所受到的負面影響可以自我強化，形成信貸緊絀，擴大資產價格最初下跌所觸發的收縮效應。

圖 10
零售銀行盈利及資產質素



資料來源：金管局。



Gerlach and Peng (2002) 研究過本港產值、樓價與銀行貸款的關係，結果發現銀行貸款似乎主要由需求帶動，影響方向由樓價轉向銀行信貸。這代表了金融中介機構並無對蓬勃期的樓價產生像加速器般的作用，部分原因是當局採取審慎的監管模式，加上銀行授信業務注重風險管理，使信貸對樓價變動的反應受到限制。該研究也發現，銀行體系於1991年自願採納七成貸款額與物業市值比率上限，並於其後併入金管局的物業貸款指引內，有助限制樓市泡沫期的信貸擴張。

C. 樓價與銀行盈利

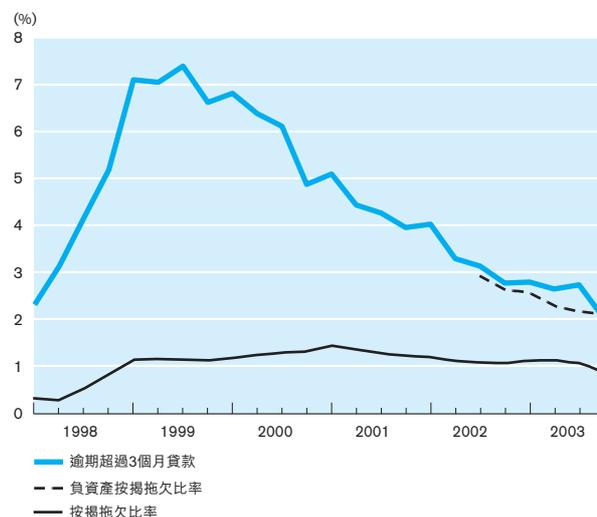
銀行的資產負債情況及盈利均受到經濟逆轉及樓市下滑影響。本港零售銀行在亞洲金融風暴後的盈利顯著減少(圖10A)，其後在2000至02年略為回升，但仍低於金融風暴前水平。盈利見挫與資產質素下降有關。具體而言，零售銀行特定分類貸款佔貸款總額比率由1997年約2%，大幅上升至1999年10%以上，然後逐漸回落至2003年底3.9%(圖10B)。

按揭拖欠比率(即逾期超過3個月的按揭貸款佔按揭貸款總額的比率)由1998年中0.3%顯著上升至2001年1.4%以上，其後逐步回落至2003年12月的1%以

下(圖11)。另一方面，經重組貸款比率在2001年9月金管局首次公布以來一直上升，到了2003年最後兩個月才稍告回落。經重組貸款比率持續上升，顯示銀行體諒有財政困難的供款人，願意重組有關的按揭貸款，因而舒緩了按揭拖欠比率方面的壓力。雖然近年按揭拖欠比率顯著上升，但若與所有逾期超過3個月的貸款所佔比率相比，這個數字仍屬偏低。

有多項研究曾以銀行業內整體數字及個別銀行數字來探討影響本港銀行盈利的因素。Shu (2002) 發現住宅物業跌價、經濟增長減慢及消費物價持續通縮，都對

圖 11
拖欠比率



銀行資產質素造成重大影響。Jiang 等(2003)的研究顯示近年銀行盈利減少，主要是本港持續通縮等不利的宏觀經濟條件所致，而通縮部分可歸咎於樓價下跌。Gerlach 等(2003)利用個別銀行的保密監管資料作研究，結果發現銀行表現是受到宏觀經濟影響，其中較小型銀行的淨息差有較大機會受到經濟條件變化影響。樓市泡沫爆破，也因銀行承受較大的物業貸款風險而受到壓力。但有一點令人頗為意外的，就是面對經濟狀況(包括樓價)的變化，與物業有關貸款的資產質素的敏感度其實低於其他類別的銀行貸款。這項發現與按揭貸款風險低於銀行大部分其他貸款的普遍印象相符。

IV. 總結

本文綜述監察本港銀行體系受樓價波動影響時可以採用的物業指標，其中包括兩類指標：樓價及銀行承受與物業有關貸款風險的統計數字。這些統計數字分別由差餉物業估價署及金管局定期公布。由於住宅按揭貸款佔銀行貸款業務比重愈來愈大，金管局每月均進行住宅按揭貸款統計調查，以收集更頻密及詳細的資料，而現時這些資料亦有公布。

樓價暴跌對經濟及銀行體系造成重大影響。銀行資產質素及盈利在亞洲金融風暴後大幅下降。近幾年這些指標已見回升，但仍低於金融風暴前水平。然而，整體上銀行體系仍維持穩健，從與區內其他地區銀行相比，本港銀行資本雄厚，資產質素與盈利維持偏高，可以知道。

專題

利用應課差餉租值對物業進行質素差別上的調整

本專題說明如何因應物業質素特點的差別而以應課差餉租值來調整交易價格。

應課差餉租值是假設物業在一個指定估價依據日期空置出租時，估計可得的年租。差餉是本港物業其中一項間接稅，而應課差餉租值是徵收差餉的基準。評估應課差餉租值時，必須參考同區類似物業於估價日期或接近該日期，在公開市場所議定的租金，並按面積大小、位置、設施、完工質素及管理水平的分別加以調整。差餉物業估價署每年均會覆核應課差餉租值，以更準確反映物業的最新租值。

假設決定樓價的因素包括平均市價及若干質素因子，例如面積大小、位置、樓齡、管理服務及設施等。某一特定物業的售價 (P) 代數式可表達如下：

$$P = \bar{P} + \bar{P}X_1 + \bar{P}X_2 + \bar{P}X_3 + \dots + \bar{P}X_k = \frac{\bar{P}(1+X_1+X_2+X_3+\dots+X_k)}{\bar{P}(1+X_1+X_2+X_3+\dots+X_k)}$$

其中 \bar{P} 是總體物業的售價集中趨勢 (這可被視作所有物業中某項「典型」物業的市價)。 X_i ($i = 1, 2, 3, \dots, k$) 是質素因子，衡量因質素差別而引致某特定物業售價與「典型」物業市價之間的差距。舉例說，假設其他條件相同，但某特定物業的面積小過「典型」物業，面積的質素因子值便會是負數。

(參考資料見英文部分第45頁。)

假設評估物業的應課差餉租值所用的一套質素因子與釐定價格的相同，和個別質素因子對價格及應課差餉租值的影響相同。¹⁶ 根據這些假設，某特定物業的應課差餉租值 (R) 可表達如下：

$$R = \bar{R}(1+X_1+X_2+X_3+\dots+X_k)$$

其中 \bar{R} 是總體物業的應課差餉租值集中趨勢。因此，價格除以應課差餉租值的公式是：

$$\frac{P}{R} = \frac{\bar{P}(1+X_1+X_2+X_3+\dots+X_k)}{\bar{R}(1+X_1+X_2+X_3+\dots+X_k)} = \frac{\bar{P}}{\bar{R}}$$

若連續期的應課差餉租值 (以至 \bar{R}) 維持不變， P/R 因子的變動便代表了 \bar{P} (即整個市場的樓價集中趨勢) 的變動。

¹⁶ 實際上某些質素因子對售價及租金 (應課差餉租值) 的影響程度不一定相同。例如，本港物業樓齡對售價的影響通常大於租金。