

利用圖解監察香港的物業市況

本文由副總裁陳德霖及經濟研究部彭文生與范尚禕提供

本文提出一個可用作監察本港物業市場狀況及不穩定因素的圖解方法。該方法概括5個主要指標（物業價格、物業成交量、新造按揭貸款、收入與供款比率，以及購入成本與租金差距）的發展，以比較目前的市況及過去10年的景氣及不景氣周期。以此架構進行的分析顯示，儘管從2003年夏季開始樓價大幅回升，但目前樓市形成泡沫的風險仍然偏低。然而，市場環境可能會迅速變化，我們須密切注視這些指標的發展。

I. 引言

地產市場對香港經濟舉足輕重。住宅物業是很多家庭最重要的儲蓄形式，按揭貸款更是很多家庭承擔的最大筆債項。由於半數以上的本地貸款都屬按揭及物業發展與投資貸款，因此銀行體系承受這方面的風險相當大。此外，物業往往被用作個人及企業貸款的抵押品。出售土地、來自房地產界別的利得稅及物業交易印花稅，是政府收入的一大來源。事實上，物業價格在亞洲金融危機過後的幾年暴跌，是造成消費及投資萎縮、銀行信貸需求疲弱及連年錄得財政赤字的部分原因。物業價格在2003年7月跌至谷底，在近幾季大幅回升。儘管物業價格是從原來極低處回升，但回升速度已引起市場關注，擔心樓市泡沫可能再現。

本文以圖解方式綜論物業市場一些主要指標的發展，讓大家了解物業市場的整體狀況，從而評估市場過熱的風險。最新發展顯示，儘管2003年夏季以來物業價格顯著回升，但樓市泡沫的風險仍然相當小。本文其餘部分的內容如下：第II節說明圖解方法包含的主要指標，第III節利用此圖解方法闡述各指標在

往及當前周期的變化。最後一節總結全文，並提出一些需注意的地方。

II. 選用指標

可用來衡量物業市場不穩定因素的指標有很多，因此我們先要決定圖解方法應包含哪些指標。我們根據分析選定了5個主要指標，以從不同角度綜觀物業市場的狀況。¹ 這些指標為：物業價格、物業成交量、新造按揭貸款、收入與供款比率，以及購入成本與租金差距。下文將會介紹各指標的詳細資料及選用理由，這些指標在過去20年的發展則載於附件。

物業價格是反映物業市況的最直接及最簡單的指標。本圖解方法所用的物業價格是指差餉物業估價署編製的私人住宅物業價格指數。這項指數涵蓋香港島、九龍及新界區，其在衡量價格變動時是根據物業成交價除以應課差餉租值所得的數值，而並非根據每平方米樓面面積的平均價格。成交價是差餉物業估價署用以計算印花稅的交易價。應課差餉租值是由差餉物業估價署評估定出的每年租值，作為徵收差餉的基礎。評估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、

¹ 有關物業市場可用指標的分析及說明，參閱Peng & Fan (2004)，「香港的物業指標」，2004年3月號《香港金融管理局季報》。

完工質素及管理水平的差距作出調整。因此，利用應課差餉租值編製價格指數時，已顧及不同物業的質素差距。² 整體價格指數是按每個物業類別在該月份及過去11個月的成交宗數進行加權調整。

由於物業價格一般會跟隨經濟增長而上揚，要比較長期的物業價格水平有其局限，因此圖解方法採用了實質物業價格，後者是按綜合消費物價指數來平減名義物業價格指數後得出。物業價格經過多年跌勢，在2003年夏季開始大幅回升。與2003年7月份的谷底水平相比，實質物業價格在2004年12月上升42%，但仍較1997年中最高水平低46%。

物業價格普遍回升，其中以高價物業（「豪宅」）的升幅尤其顯著（附件圖A）。如上文所述，價格指數是按每個物業類別的成交宗數進行加權調整。由於最近幾季「豪宅」成交價與宗數的上升步伐均較價格較低的物業快，整體價格指數的升幅可能因結構變動而被誇大。然而，另一以住宅單位存量作為權數的價格指數，亦展示與官方指數幾乎完全一致的趨勢。由此可見，結構變動對整體價格走勢的影響仍然不大，反映「豪宅」佔住宅單位存量及成交量的比重頗小。

成交量是反映市況暢旺程度的指標。這是指每月的買賣協議數目佔私人住宅總存量的百分比，即是成交比率。2003年第3季起物業價格上升的同時成交宗數亦明顯增加，其中「豪宅」表現最為活躍。買賣協議數目在2004年增至7年以來新高，但仍較1997年

少四成。買賣協議佔私人住宅總存量的比率亦在2004年升至0.6%至0.8%，相比1997年的數字則高達2%（附件圖B）。

新造按揭貸款指認可機構提供的新造私人住宅物業按揭貸款數額。³ 與物業價格的情況一樣，我們分析時採用實質按揭貸款的數字，而後者是按綜合消費物價指數平減名義按揭貸款數額後得出。根據香港及其他地方的經驗，銀行貸款可令物業價格的升勢加速。過去幾季實質新造住宅按揭貸款隨着樓市復甦而大幅增加（附件圖C）。⁴

收入與供款比率是比較按揭還款額與家庭收入，是根據還款負擔來衡量住屋的負擔能力。按揭還款額是根據假設一個50平方米住宅單位取得相當於買入價七成、年期20年的按揭貸款而估計得出。買入價是以B類住宅單位平均價估計定出（實用樓面面積為40至69.9平方米）。⁵ 計算時採用第75百分位數的家庭收入，而不採用家庭收入中位數，原因是前者更能反映私人住宅物業擁有者的收入水平。⁶ 由於家庭收入中位數是按照所有人口定出，因此無能力擁有私人住宅物業的低收入家庭亦計算在內。⁷ 過去幾年收入與供款比率大幅下降，反映住宅物業價格相對家庭收入下跌及按揭利率下調。該比率在2004年第4季略為升至20%，但仍遠低於一般銀行在批出住宅按揭貸款時的50%上限（附件圖D）。⁸

購入成本與租金差距是比較購置及持有一個單位所用費用與租住該單位的費用，具體上以一個50平方

² Peng & Fan (2004) 以專題詳細說明如何按照物業質素差距以應課差餉租值來調整物業成交價格。

³ 由於數據有限，1993年前的新造按揭貸款是根據實證模型推算得出。該模型分析在1993年至2003年期間按揭貸款與物業價格及成交量的關係。

⁴ 新造按揭貸款數額包括再融資貸款。原則上後者不應計入分析內，但再融資貸款的數據只在近年才開始收集，因此無法與較早時期比較。無論如何，由於大多數月份的再融資貸款數額均較新造按揭貸款的小，相信不會造成嚴重扭曲。

⁵ 此類別的物業數量約佔私人住宅物業總量五成。

⁶ 根據2001年人口普查，擁有私人住宅物業及仍在償還按揭貸款人士的每月家庭收入中位數，大約相等於所有人口的第75百分位數的家庭收入。

⁷ 約有一半家庭受惠於公營房屋計劃。

⁸ 美國採用一項類似的指標，即新屋負擔能力比率。在2004年10月，以定息及浮息按揭計的新屋負擔能力比率分別為23%及19%（2004年12月號《經濟及按揭市場發展》，美國聯邦國民按揭協會）。香港絕大多數的按揭均屬浮息一類。

米單位的按揭還款額與其租金的比率來表示。像按揭還款額一樣，市值租金是根據B類住宅單位的平均市值租金估計定出。若按揭還款額高過租金，租住物業便會較購置物業便宜。在過去20年，該比率大多數都遠遠超出100%，與樓市泡沫爆破前整體樓價上升的趨勢相符。該比率經過6年大幅下滑，在最近幾季略為上升(附件圖F)。然而，假使美國利率進一步上升，或港元與美元的負息差收窄，那麼正處於歷史低位的按揭息率便可能會較預期的升幅為大。在此情況下，購置物業的成本便會較租住的高。

除了上述序列，確認人交易亦可顯示市場炒賣活動是否熾熱。確認人交易是指有關物業在原有買賣的交易完成前已被轉售給二手買家，因此確認人可能是刻意圖短利的炒家。確認人交易數目佔交易總數的比率由2003年的約1%，跳升至2004年5月的7% (1997年5月的比率是8.4%)，到了2004年第4季則降至4%左右(附件圖E)。⁹ 然而，確認人交易數目上升不一定代表「主動」炒賣活動增加。例如，促成一些確認人交易的可能是物業價格出乎意外地大升，而不是「主動」的炒賣活動。買家購置物業本擬作為自住或長期投資，但價格上升步伐遠較預期為快，因此短期內便把物業放售。基於這些原因，確認人交易只作為輔助5個主要指標之用。

雖然上述指標可提供有用資料，但若只能單獨來看，仍很難從中掌握物業市況的全貌。例如，若物業價格上升的同時成交量亦增加，便可能反映市場對價格前景有正面的看法；相反，若價格上升而成交量卻減少，前者的升勢便可能無法持續。此外，家庭收入會否跟隨物業價格上升而增加，將會影響收入與供款(即負擔能力)比率。因此，我們要以較有系統的方法來比較這些指標。

III. 供分析用的圖解方法

我們設計了一個能在同一幅圖內同時展示5項指標的簡單架構，藉此綜覽整體物業的市況。根據這個架構，5項指標在某特定時間的數值都顯示在一個五角形內：由五角形中心點至每一角的距離，代表每項指標的幅度。換言之，五角形面積愈大，反映市場過熱的風險愈高。每項指標的幅度(即其所反映的風險)均按基準期歸一化。我們將截至1997年9月的6個月定為基準期。在此期間所有5項指標都達到最高水平，而事後檢討可見當時的市況其實與基本因素明顯脫節。具體上，所有指標在1997年4月至9月期間都歸一化為「100」。

圖1(第9頁)將各指標在1997年4月至9月的狀況分別與其在1990年及1994年第4季的狀況比較，藉以顯示它們在上世紀90年代早段的演變。金管局及國際貨幣基金組織的研究顯示，在上世紀90年代早段物業價格與基本因素大致相符。¹⁰ 具體上，在1990年，實質物業價格相對穩定，按揭還款額約等同於租金。其後物業價格上升，市場活動亦增加，到了1994年第2季更升至短期的高位。收入與供款比率及購入成本與租金差距亦顯著上升。在1994年中至1995年底期間，物業價格下跌，主要原因是政府推出一系列打擊炒賣措施及利率上調。其後，物業價格及成交量在1996年上升，並在1997年中升至歷史高位。與此同時，收入與供款比率及購入成本與租金差距進一步惡化，但新造按揭貸款增長最明顯。後者顯示在此期間銀行貸款成為物業價格升幅的重要支持，並且反映家庭債務及市場承受物業價格下跌的不穩定因素均增加。

⁹ 確認人交易的數據是指中原地產代理有限公司根據土地註冊處統計資料估計所得的數據。

¹⁰ 見Peng (2002)，「探討推動本港物業價格的因素」，2002年8月號《香港金融管理局季報》，以及Kalra等(2000)，「物業價格及投機性泡沫：香港特區實證研究」(Property Prices and Speculative Bubbles: Evidence from Hong Kong SAR)，國際貨幣基金組織工作文件，WP/00/2。

圖2(第9頁)說明樓市泡沫爆破後各指標的變化。物業價格暴跌，到了2003年第2季到達谷底。樓市大幅下挫是受到亞洲金融危機觸發，其後則因經濟逆轉、通縮、失業率上升及非典型肺炎疫症為患，導致樓價持續下滑。成交量及新造按揭貸款亦萎縮。在此期間，收入與租金下跌，物業價格跌幅更大，按揭息率則因銀行同業競爭加劇及整體利率調低而下跌。在此情況下，收入與供款比率及購入成本與租金差距均顯示基本因素大幅改善，使物業價格得到支持。2003年夏季以來，物業價格回升，成交量增加，新造按揭貸款亦上升。¹¹ 然而，與2003年第2季比較，收入與供款比率及購入成本與租金差距的升幅溫和。整體而言，顯示截至2004年12月止3個月的五角形面積，顯著小過1997年4月至9月期間。這些因素顯示，物業市場的不穩定因素在現階段無需引起重大關注。與1990年的情況相比，收入與供款比率較接近中心點，購入成本與租金差距則大致相同，顯示樓市過熱的風險相對較小。最近幾個月新造按揭貸款的數額較1990年的大，但這主要反映物業價值較高。

除了這5項指標，我們還可考慮使用一些監察物業市場活動的輔助指標。圖3(第10頁)是根據圖2擴大得出，方法是加入確認人交易數目佔物業交易總數的比重。如上文所述，該比重的升幅在2004年早段較為明顯，與1997年中的水平相距不遠，但在最近幾個月則下跌。¹² 該圖顯示，確認人交易的升幅較其他指標的明顯。詮釋這種升勢固然應該審慎，但亦應密切監察這項指標在日後的發展。

物業市場普遍復甦，但大型單位價格回升的幅度卻較整體價格指數大(附件圖A)。例如，在2004年12月，實用樓面面積160平方米或以上的單位實質價格便較2003年谷底時期上升73%，而同期整體指標的升幅只是42%。然而，物業價格仍較1997年高峰低約30%(以實質計)。「豪宅」確認人交易亦較活躍，在2004年第2季，這類交易佔市值超過700萬港元物業交易總數的比重大幅上升至24%，到了2004年第4季則回落至9%，相比1997年中的數字為14%(附件圖E)。然而，這類物業成交量少而且波動，有關比重可能受細小變化影響。因此，我們詮釋這項指標的發展亦應審慎。「豪宅」價格及確認人交易的最新情況於圖3內以虛線表示。¹³

IV. 總結及需注意事項

本文以圖解方式評估本港物業市場狀況。根據分析顯示，儘管2003年夏季以來樓價大幅回升，但目前樓市形成泡沫的風險仍然偏低。然而，近期確認人交易數目增加的情況，須予密切注視。這個方法有個頗大的限制，就是圖內視所有指標為同等重要，但其實一些指標提供有關過熱與否的資料可能較其他多。理論上為每一序列指定不同權數，從而計出綜合指標，可能是很好的做法，但實際執行不易。整體而言，本文所用架構是監察物業市況的一項簡單但又有用的方法。

¹¹ 成交量及新造按揭貸款的變化均以3個月滾動基礎計算，原因是兩者的月度數字波動較大。因此，最新情況以截至2004年12月止3個月的平均成交量及新造按揭貸款數額表示。

¹² 確認人交易的數據只從1995年中開始收集，因此無法與早期情況比較。

¹³ 由於數據有限，我們無法估計這個市場類別的其他4項指標。

圖 1
樓市泡沫爆破前5項指標的變化

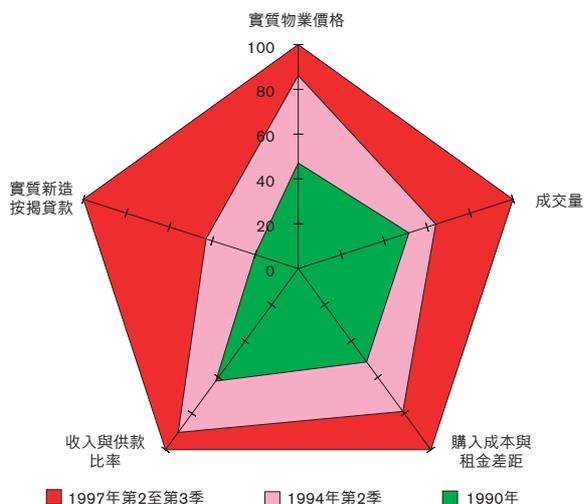
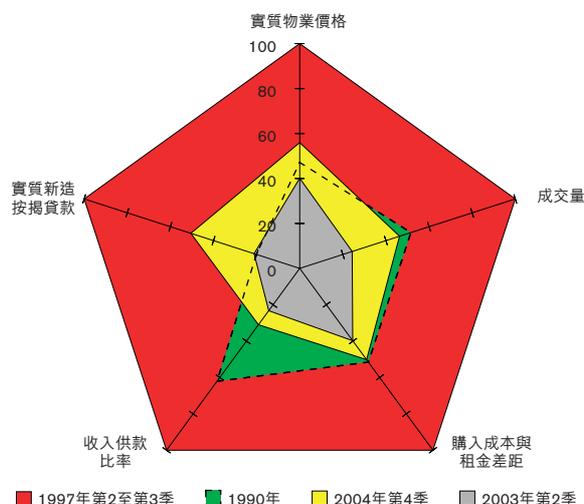
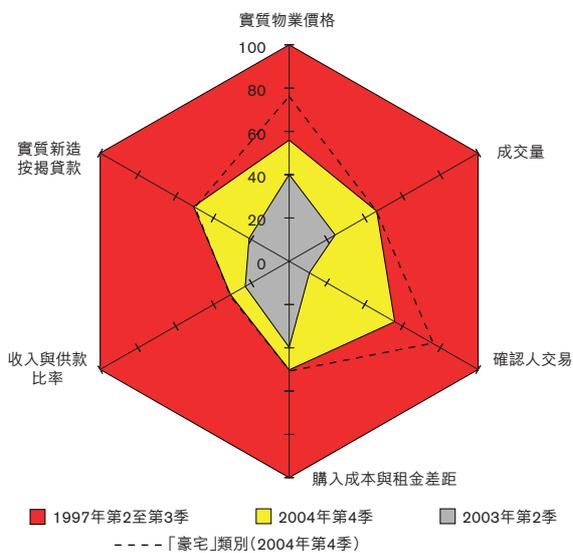


圖 2
樓市泡沫爆破後5項指標的變化



- 所有指標在1997年第2季至第3季期間歸一化為「100」。
- 物業價格在上世紀90年代初上升，然後在1994至95年期間一度調整。
 - ◆ 1990年第1季至1994年第2季期間，住宅物業價格指數上升170% (以實質計升幅為80%)，其他指標的升幅則較小。
 - ◆ 1994至95年期間的調整主要是政府推行打擊炒賣措施及利率上調所致
- 價格由1996年起回復升勢，並在1997年中升至歷來最高水平。
 - ◆ 在1995年第4季 (上一個低位時期) 至1997年第2季期間，物業價格及成交量分別上升約50% (以實質計) 及150%。
 - ◆ 樓市暢旺的部分原因是較早幾年土地供應受到限制，使住屋供應面對市場需求增加的調整備受遏抑。
 - ◆ 物業價格及成交量增加的同時，新造住宅按揭貸款更錄得雙倍的升幅。
- 在設計上，收入與供款比率及購入成本與租金差距的分子及分母，均會受到物業市場及整體經濟的變化影響。因此，這兩項指標的升幅較價格溫和，原因是期內收入及租金均顯著上升。
- 住宅物業價格在亞洲金融危機後急跌，其後繼續下滑，至2003年中到達谷底。
 - ◆ 在1997年5月至2003年7月期間，受到經濟疲弱、通縮、失業率上升及非典型肺炎疫症為患影響，按綜合消費物價指數平減的價格指數下跌62%。
 - ◆ 由於土地供應的限制在1994年放寬，並在1997年中撤銷，促使土地供應增加，而後者似乎引致住屋供應增加，進而促進物業價格下跌。
 - ◆ 新造按揭貸款及成交量亦降至偏低水平。
 - ◆ 收入與供款比率及購入成本與租金差距大幅下跌，顯示購置物業的負擔能力及意欲均顯著改善。
- 物業市場從2003年夏季起回升。由於每月數字波動較大，最新情況以2004年第4季的平均數表示。
 - ◆ 與2003年谷底水平相比，以實質計物業價格在2004年12月上升42%，但仍低於1997年高峰水平46%以上。
 - ◆ 成交量及新造按揭貸款亦顯著增加，但仍相對低於1997年的高峰水平。
 - ◆ 在此期間，收入與供款比率及購入成本與租金差距的升幅較價格溫和，顯示價格上升的同時家庭收入及租金亦增加。

圖 3
輔助指標



- 確認人交易以其佔住宅物業市場成交總數的比重來表示。
- 虛線代表「豪宅」類別的指標表現。「豪宅」的定義是：就物業價格而言，指實用樓面面積160平方米或以上的單位；就確認人交易而言，指市值超過700萬港元的單位。

附件

選用指標在過去 20 年的發展



資料來源：差餉物業估價署、土地註冊處、政府統計處、中原地產代理有限公司及職員估計數字。