

從全球房市泡沫化危機， 看香港不動產市場

華銀香港分行 陳清溪

壹、全球房市泡沫化危機再現

英國《經濟學人》雜誌於2002年設立了全球房地產價格指數。這一指數包括20個國家和地區，援引的數據來自銀行、房屋中介以及統計機構。

過去的一年裡，《經濟學人》雜誌全球房價指數所跟蹤的20個國家中，有11個國家的房價以兩位數的速度增長；從1997年到2004年這個更長的時間段來看，除了香港和日本的房價呈下跌走勢，另外15個《經濟學人》調查名單上的國家和地區，升幅最低的瑞士也有12%。漲得最厲害的南非，升幅達到244%；愛爾蘭也達到了192%；其它漲幅超過100%的國家是英國、西班牙和澳洲，分別為154%、145%、134%；法國(87%)、瑞典(84%)、荷蘭(76%)排在之後；

最新的房地產價格指數更指出，按最近一年升幅計算，南非的房地產漲幅仍是最大，為29.6%；其次是香港，達28.7%，港島區住房價格最近一年甚至上漲了40%；西班牙以17.2%的漲幅名列第三；法國(16%)、紐西蘭(13.5%)、美國(11.2%)、中國內地(10.8%)、英國(10.2%)的漲幅都超過10%；同時，在房地產過熱的國家，房價對收入(P/I)的比率也徘徊在歷史最高的區間里。依此推斷，繼上個世紀70和80年代後，全球第三次房產熱已形成，似乎並不勉強。《經濟學人》雜誌愛此提出，全球房價飆漲正形成歷史上最大房市泡沫。

早在2004年9月，國際貨幣基金組織(IMF)已提出警告，全球多個國家的樓價已脫離基本經濟因素；在半年一次的世界經濟展望報告中，IMF指出全球多個國家的樓價自1997年迄今上升超過五成，現時

樓價對收入 (P/I) 和樓價對租金 (P/R) 的比率均創歷史新高；這情況已不能純粹用目前的基本經濟因素，如低利率可解釋。房價一旦出現大幅調整，勢必對當地經濟造成嚴重打擊。

香港特區經歷1997至2003年的房價大崩盤，由九七回歸後的歷史高點，至03年爆發SARS疫情(嚴重急性呼吸道系統綜合症)後，房價下跌超過75%，一般民眾對「負資產」的痛苦滋味記憶猶新。過去一年多，香港樓市確實連連勁升。以去年第四季與2003年同期比較，大型單位(實用面積一千平方呎以上)，即所謂「豪宅」的售價上升42.3%，中小型單位升27.5%；甲級寫字樓售價猛升73.1%，乙級寫字樓升49.4%，丙級寫字樓升41.8%。世上不會有永遠上升的樓市，九七年地產泡沫破滅的慘痛教訓，會不會

歷史重演？香港分行位處香港金融中心，資產結構除承作台商貿易融資的週轉金授信外，其他參與國際聯貸或購入當地上市公司所發行債券，借款人或發行者所營事業與不動產亦多息息相關，有必要對香港樓市現況作一深入探討。

貳、香港特區土地政策探討

一、人口與居住結構

香港特區總面積1,103平方公里，約為大台北縣市面積之47.5%。據港府正式人口統計數據，至2003年底香港人口約681萬人，其中華裔人士佔率95%。人口密度每平方公里約6,300人，是全球人口最稠密地區之一；人口密度最高的觀塘區，每平方公里更達50,820人。各區域面積及人口分布比率如下：

區 域	面積 (平方公里)	人口 (百萬)	人口 (%)
港島和鄰近島嶼	81	126	18.5 %
九 龍	47	202	29.7 %
新 界	747	353	51.8 %
離 島	228		

排除寫字樓及度假酒店等商用物業，目前香港居民住屋型態可分下列三種：

1. 公營租住房屋：即所謂「公屋」，由政府提供公有住宅出租民眾，目前約有三成香港居民住於公屋。租戶的負擔能力，係釐定公屋租金的主要考慮因素。其他的因素包括屋宇價值、維修保養及管理費、差餉 (Rates)，以及一般住戶收入等。目前公屋租金包括差餉、管理及維修保養開支在內。公屋住戶支付的租金，平均為估定市場租金行情 (包括差餉) 的48%，政府依租戶收入能力不同，另訂有租金減免或補助辦法。
2. 資助出售單位：即「居屋」；政府

通過各項資助自置居所計劃，推出單位並以折扣價出售給符合資格的家庭或個人，居屋住戶約佔香港人口19%。居屋的購買與出售均受房屋署嚴格法令限制，出售並需另補地價予政府，因此居屋於二手市場交投並不熱絡。

3. 私人物業：由私營發展商向政府批地，自行籌資規劃興建的私有物業。建築品質及整體環境品質均優於前述兩種屋宇，價格亦高，係香港不動產市場主要買賣標的。

據2003年香港政府年報顯示，居住於公營租住房屋及資助出售單位的居民，約佔香港總人口50.5%，表列按住宅及區域別之人口統計、佔率數據如下：

	港 島	九 龍	新 界	總 計(人口)	佔率(%)
公營租住房屋	237,600	712,700	1,158,500	2,108,800	31.4%
資助出售單位	137,100	302,800	841,400	1,281,400	19.1%
私人永久房屋	882,800	989,700	1,455,000	3,327,500	49.5%
各類永久房屋總計	1,257,500	2,005,300	3,454,900	6,717,700	
水上居民(船屋)				4,600	
其 他	5,300	14,300	61,100	80,700	
總 人 口				<u>6,803,100</u>	

二、香港政府的賣地政策

與台灣土地私有制不同，香港特區的土地均屬國家所有，由特區政府負責批出和管理。可供私營機構發展的政府土地，一般通過拍賣或招標方式出售其使用權。新批出的政府土地，租契年期由批租日起計為50年，承批人除繳付地價外，並須由批租日起，每年繳納相當於該土地應課差餉租值3-5%的地租。地租會隨應課差餉租值其後的改變而調整。

背離市場機制的「定期賣地」與「八萬五」政策

2001年以前，香港政府承襲港英時期「定期賣地」措施，依年度政府財政預算將可供發展商開發的政府土地，定期通過拍賣或招標方式出售。定期賣地政策之所以引起爭議，在於政府常因錯估市場對土地的需求，推出太多或太少的土地，令房地產價格出現大幅波動的情況。政府的主導市場往往也變成違反市場機制。

新政府對土地政策犯下的第一個錯誤，首見於第一任特首董建華97年上任時的施政報告：董建華企圖為港人帶來置業「喜訊」，施政報告中公布每年建屋量不少於八萬五的承諾，結

果令市民對樓市信心崩潰，樓價在接下來的兩年急挫逾六成，而由於經濟振興乏力，更使樓市一挫再挫。

按港府人口增長的中期預測數據，至2006年，香港平均每年約增加人口12萬，以目前的家庭平均人口3.3人計算，每年需新增住房單位為3.6萬；即使加計舊屋換新屋的需求，香港每年對新建物業的胃納也不過5萬戶。董建華「八萬五」的承諾，明顯與市場供需原則背離。

救市「孫九招」

為了挽救低沉的樓市，現任「房屋及規劃地政局」局長孫明揚在2002年就任時，推出了一系列的救市措施，市場稱之為「孫九招」。九項措施包括；一、取消拍賣土地，暫停勾地一年；二、暫停兩鐵房屋項目投標一年；三、未來公屋興建由需求主導，平均等候時間不逾三年；四、即時結束居屋計劃；五、為低收入家庭及公屋居民提供免息貸款計劃；六、即時結束混合發展、私人參建居屋及房協資助自置居所計劃；七、終止出售公屋；八、檢討《業主與租客(綜合)條例》，放寬業主收樓權；九、取消內部認購限制，取消限購一個單位及兩個車位限制。

由上可知，「孫九招」政策的精神在於改變港府賣地政策，直接減少土地供應以挽救房市。並宣示政府的房屋政策朝3大方向發展；一，政府今後角色只供應土地；二，維持公平、穩定環境，讓樓市持續健康發展；三，為低收入家庭提供租住公屋。

在02年「孫九招」和03年「深化穩定樓市措施」推出後，隨著SARS疫情結束，香港的經濟走向復甦，樓市才告回穩；而市場人士普遍對「孫九招」背後，政府退出樓市，借用市場無形之手，讓樓市自行調節的精神予以肯定。02年迄今，香港賣地政策也正式由「定期賣地」轉變為「勾地政策」。

「勾地政策」與「土地儲備表」

所謂「勾地政策」係由負責管理香港土地資源的「地政總署」，根據每年的賣地計劃，編制一份可供申請售賣的土地儲備表（俗稱「勾地表」）；土地儲備表列出可供申請售賣土地的地點、用途、土地面積及最早可供售賣日期等資料。若地產商對勾地表內某一幅地皮有興趣，首先要向政府提出書面申請，並列明願意支付的「最低價格」，並繳付「最低價格」的10%

為按金（上限為5,000萬港元），如果申請人的出價符合政府按公開市場價格所作的評估，政府便會推出該幅地皮公開拍賣。

自勾地制度推出以來，一般的評論都認為，相對於傳統的由政府定期拍賣土地，勾地制度的最大優點在於它令土地的供應，由政府主導變成市場參與者（發展商）作主導，減低政府因錯估市場對土地的需求，推出太多或太少的土地，令房地產價格出現大幅波動的情況。

在勾地制度下，如果地產商看淡樓市，他們可以選擇不作出「勾地」的申請。沒有申請，便沒有新的土地供應，隨著供應減少，有助穩定房地產價格。相反，樓市看好時，發展商見樓價節節上升，會積極「勾地」，整體的土地供應便會增加，有助冷卻熾熱的樓市，減低泡沫出現的機會。

目前賣地收益已成為特區政府最主要非經常性收益來源。04/05年度香港政府賣地收益達港幣204億元，若加上補地價收入，特區政府全年土地收入高達284億港元，也終結了港府自回歸以來始終揮之不去的財赤陰影。

參、香港樓市泡沫破滅的迷思

香港經歷九七回歸後的漫長樓災，房地產泡沫破裂導致香港人的財富蒸發了2.2兆港元，平均每個業主損失267萬港元，「負資產」人數最高達到17萬人。但隨著香港經濟強勁復甦，一路走低的樓價終於在03年第四季開始出現反轉；至2004年底，樓價較前一年度上升百分之二十九；05年第二季止，香港平均樓價已回升至97高峰期的六成水準。這波樓價的急升，究竟是反應了經濟基本面的好轉，或只是跌深反彈，另一次泡沫的形成？

浴火重生 - SARS疫情後，香港特區的經濟表現

2003年6月，香港經濟因SARS疫情的衝擊陷入谷底之際，香港特區與中國大陸簽署“CEPA”協議《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》，香港對中國大陸的本地產品出口，有九成可享零關稅，大陸同時對香港居民開放經營18種服務業。緊接而來，中國開放部分城市居民，可自由以個人身分至香港旅遊；2003年11月，中國人民銀行同意香港銀行試辦離境人民幣業務與清算安排。

CEPA、「自由行」與人民幣業務的開放，適時為香港停滯多時的經濟打了一針強心劑，從低迷中復甦走出谷底。急於抓住CEPA商機的外資企業，一擲千金的內地遊客，及憧憬人民幣升值的國際投資資金，源源不絕湧入，帶動了香港經濟。2004年香港GDP增長率達8.1%，創造九七以來最好的佳績；2005年第一季，香港GDP增長率亦達4.5%，全年可望達到6%。另一方面，全港「負資產」個案下降為1.4萬宗，比2003年高峰期17萬人大幅減少86.7%；5月份的失業率跌至5.7%，創下43個月來最低點；申請破產人數再減到810宗，是2001年5月以來最低。經濟漸入佳境，使香港繼續保持為航運、旅遊業及國際金融中心的地位，同時使港人對未來經濟信心提升至居全球第三，僅次於印度與中國。

2005年6月22日，國際信評機構Moody's確認香港外幣評級為A1、本地貨幣為Aa3，未來評級展望為穩定。今年5月，Fitch確認香港主權評級，長期外幣評級為「AAA-」，本地貨幣評級為「AA+」，評級展望為穩定。惠譽預計，香港財政狀況將在明年兩年保持平衡，財政初步將穩定在

本地生產總值的百分之二十二左右，政府負債則佔本地生產總值的百分之一點五，為其評級的主權實體中最低的。

另一次樓價泡沫形成？

2004第四季與前一年度比較，香港地區豪宅、中小型單位售價分別上升42.3%、27.5%，商業大廈售價整體上升60.6%。此外，租金的上升，無論是住宅單位、工廈、商廈或商舖，基本上也與樓價升幅同步。二手樓買賣交投也進入白熱化，去年二手樓買賣合約筆數63,661宗，較2003年的35,630宗大幅增加28,231件，增幅高達79%。不會有永遠上升的樓市，九七年地產泡沫破滅的慘痛教訓，會不會歷史重演？這也是港人心中的極大疑問。

造成全球樓市升溫的主要原因，普遍認為係因利率長期走低，刺激各國民眾投資樓市的意願；以及投資者對股票市場已失信心，轉向回報率較具吸引力的樓市。影響香港樓價升跌因素，除反映基本經濟因素外，另可以歸究為香港人對改善居住空間的長期需求。多數香港人居住在一個壓縮的居所內，人均居住面積大約二百呎（約5.6坪），遠低於先進國家的水平，

對增加住所空間有長期需要。每當經濟好轉時，人們就會換樓以追求更大的居住空間，自然推動樓價上升。多數香港居民在過去七年都不敢買樓，累積的地產需求可想而知。

香港樓價急升屬實，但是否已有泡沫化破滅的危機，卻未成市場共識。原因是此波樓價炒作標的，集中於一千平方呎以上的大型住宅單位，即所謂豪宅市場。然而堪稱為豪宅的只佔物業總存量的4%左右，「豪宅」的樓價急升，不會影響大市。目前七成以上的樓市買賣，集中於六百平方呎或樓價二百萬港元以下的住宅，這個層次的樓價尚未回到九七年水平，約只是六成左右，平均約港幣三千多元一呎，一般置業的民眾，仍於可接受範圍。

《經濟學人》雜誌亦指出，1997年以來房價不漲反跌的只有二個國家與一個地區，香港特區列名其中。至05年第二季止，香港平均樓價不過回升至97高峰期的六成水準。相對於全球其他國家房價漲幅而言，香港似乎還稱不上泡沫。

未來樓市展望

7月3日，美國聯邦儲備局(FED)公開市場委員會(FOMC)一如市場預期第9

度升息，調升利率0.25%，聯邦基金利率調升至3.25%。香港地區金融機構匯豐、恆生銀行、渣打銀行等，也自本月5日起一次調升利率0.5%，調升後港元基本放款(Prime Rate)至6.5% p.a.或6.25% p.a.不等，各銀行港元與美金基本放款利率調整後為一致，正式宣告香港低利率時代結束；作為房屋貸款基準的按揭利率(P-2% P-2.5%)，調整後落於4% p.a.至4.5% p.a.區間。

S&P(標準普爾)7月6日於香港指出，由於利率趨升，未來香港住宅樓市的前景較不明朗，當中以豪宅市場有較大的調整壓力，但對商場及寫字樓市場，則維持樂觀。S&P認為，自今年3月開始，本港銀行開始調高按揭利率，加息對住宅樓宇的需求影響較大，尤其是投資者比例較高的豪宅市場；但該公司相信，由於香港的經濟表現依然強勁，基本因素良好，故中小型住宅樓價的調整會是短期現象，長遠而言中小型住宅價格仍處上升趨勢，但豪宅市場則未必有力上升。

Morgan Stanley就香港樓市發表研究報告亦指出，認同利率趨升及投資者入市意願退減將令樓市出現輕微調整。惟香港經濟持續復甦，加上政

策支持及供應量有限，對未來12至18個月樓市可起正面作用，更估計於2006年時樓市仍將有10%升幅。

樓市仍存在隱憂

展望2005年下半年，香港仍有多項有利樓市因素，包括香港迪士尼樂園九月開幕、「八折扣地」政策，及證監會放寬對房地產信託基金(REITs)的監管限制，有助REITs增加在投資市場的比重。此外，曾蔭權新任特首亦為香港特區注入一股新活力，樓市前景似乎看不見一片陰霾；然而，長期而言，香港樓市仍需面對若干挑戰：

1. 香港經濟增長過度依賴短期消費需求，而中產階級的消費容易受到房產價格波動影響，導致政府通過維持高房價來穩定經濟，由此形成了一個惡性循環。
2. 香港長期通過“非飽和供應”來維持高房價，這樣雖然可帶來短期收益，但過高的房產價格會直接帶來兩個後果：一是迫於經營成本壓力，本地企業迫遷至成本較低的廣州、深圳等地，造成了香港製造業的萎縮。另外，由於生活成本高漲，導致本地出生率下降。
3. 勾地不足，樓市供需失衡。北角油

街地王的兩度勾地失敗，在地產界引發激烈爭議。港府自2004年1月恢復勾地至今，只有6幅土地成功透過「勾地」制度出售，比照過去一年香港樓價表現，土地供應遠遠落後於樓價的升幅。假若發展商再不積極出價勾地，勾地制度便不能發揮其穩定樓價的優點，樓市供不應求的情況遲早出現，泡沫容易再次形成。

4. 利率走高使實質按揭利率上升，樓市前景遭受衝擊。加息對樓價的影響，肯定是負面的，一方面加息加重供樓人士的負擔，另一方面又打擊有意置業人士的意欲，最終令樓價失去部分的支持力，樓價即使不降，也不易再漲。

肆、結語

針對全球房市泡沫化之隱憂，國際貨幣基金組織（IMF）表示，在全球經濟發展前景疲軟的情況下，全球房價上漲之後，接踵而來的肯定是全球房價下跌。事實似乎印證了這種論斷。英國和澳洲的房價已經顯現降溫跡象，在2005年下半年，走低趨勢還會在全球蔓延。《經濟學人》雜誌亦指出，房價不會像股票價格那樣突然崩盤，而是更可能會在幾年時間內逐

漸下滑，預計在美國會整體下跌10%至20%，在英國、澳洲和西班牙則會下跌20%至30%。有些市場膨脹的時間會比其他市場略微長些，但最終所有的房產熱都會終結。

隨著全球利率一路走高，將使房價再度受挫。分析人士普遍預計，今後三年，一些發達國家的平均房價將陸續見頂，雖有回落但還不至於全面“崩盤”。IMF首席經濟師Raghuram Rajan表示，樓價首先回落的地區是離開實際基本因素最遠的市場，不過，IMF亦預期，無跡象顯示美國樓市即將崩潰，未來一年半當地樓價升幅只會放緩，這將有利全球經濟表現。美歐等國的樓市升勢已漸入黃昏，餘下問題只在於房屋價格將逐步還是急劇回落，熾熱的樓市將軟著陸還是硬著陸。

令人深思的是，香港特區的本地銀行即使經歷九七樓災泡沫破滅時期，在按揭貸款業務並未蒙受太大損失。顯見香港政府金管機構對於房屋按揭成數的堅持，及銀行對借款人還款能力的嚴謹審核，均使按揭貸款風險降到最低。此除可作為本行授信風險控管參考，並對未來香港地區授信業務方向，如中長期按揭貸款的承作，應具相當參考價值。