

「黃金五年」 及以後的房地產市場



過去二、三十年，這項傳統指標對本港樓市的確有一定程度的解釋能力。直至近幾年我們見到「負擔比率」由金融海嘯時期的27%，在18個月內升至超過四成。

面對如此「怪象」，有人歸咎於美國推出量化寬鬆使資金流竄，資產價格急升。筆者卻以為，只要細心留意客觀數據，便會明白眼前樓市並非炒賣投機，反而是香港自身社會經濟環境足可完美解讀的情況。

□ 香港黃金五十

2010至2014年為香港經濟盛衰攸關重要，我們稱之為關鍵的「黃金五年」，在這五年間，香港的經濟環境與回歸以來14年的光景將截然不同：過去14年經濟（名義）增長平均為2%，但在「黃金五年」將高達10至12%；通脹則由回歸以來平均0%大幅增至6-8%。世界各地的商機、資金和人才將源源不絕的湧至香港，大大帶動各種房產，尤其是商業硬件的需求。

房地產市場極其複雜，加上香港經濟將面對翻天覆地的改變，要精準地分析，不可能只倚賴一、兩個傳統指標，要靈活運用不同資料作多角度、多方面的剖析；更要與時並進，把社會經濟的各項變化都考慮在內，否則任何分析只會是見樹不見林的「個人意見」而非紮實穩固的客觀研究。

例如在住宅樓宇研究，很多人（包括政府和投行分析師）都傾向使用「入息中位數」（本年5月數字為約2萬元）來計算「樓宇按揭負擔比率」。簡單來說，就是假設整個社會上有100個家庭，收入第50高（亦即第50

低）的家庭希望購置當時市場上的一個400呎單位，銀行承造七成按揭，分25年攤還。¹把每月還款額除以收入，就是所謂的「負擔比率」。一般來說，當供款佔收入五成以上（現為四成多），便顯示平均樓價已超越社會一般「打工仔」可承受能力，樓價將面對下調壓力。

過去二、三十年，這項傳統指標對本港樓市的確有一定程度的解釋能力。直至近幾年我們見到「負擔比率」由金融海嘯時期的27%，在18個月內升至超過四成。然而，反映樓價走勢的中原城市領先指數卻由60點一直扶搖直上，直迫1997年的100大關，並持續於高位徘徊；政府出手甚至股市大跌都推不倒樓價。面對如此「怪象」，有人歸咎於美國推出量化寬鬆使資金流竄，資產價格急升。筆者卻認為，只要細心留意客觀數據，便會明白眼前樓市並非炒賣投機，反而是香港自身社會經濟環境足可完美解讀的情況。

一、高收入住戶增加五成

過去5年，本港年收入超過100

萬港元的家庭增加了一半，即38000戶。這個數字十分驚人：同期不論是英美、歐洲還是日本，年收入100萬港元等值的住戶數目在2008-2009年金融海嘯後均見下跌，在香港這個數字不但增加，而且增幅甚巨。值得一提的是，這些高薪一族多數不是金融從業員，反而更可能是零售人員。環球股市去年基本持平，今年表現之差相信亦毋需再花筆墨。「黃金五年」的表徵之一：香港服務業需求增加，其中一個表表者就是零售業。本港8

註¹ 不同機構有不同定義，我們引用政府經濟分析部的方法。

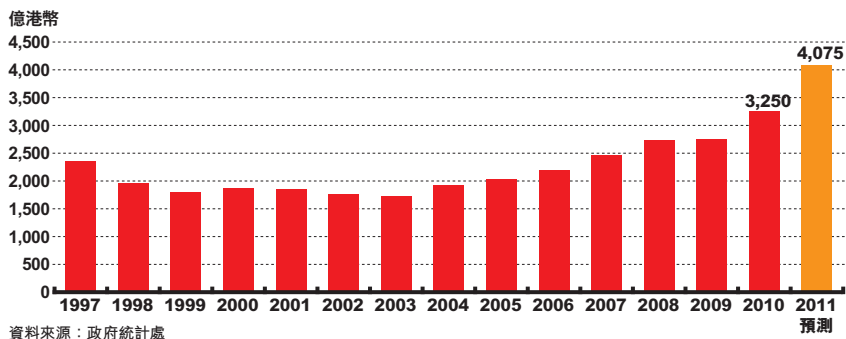
香港黃金五十為獨立非牟利研究組織，由林奮強以個人資金成立於本年6月成立，致力研究香港的增長機遇及威脅，發表報告供公眾討論。



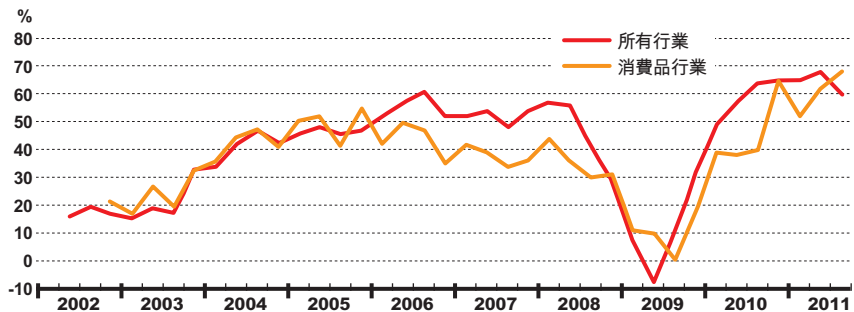


▲本港商廈租金過高，等於把機會拱手相送。（彭博圖片）

圖一 零售銷售額



圖二 Hudson招聘指數



月零售銷售額按年上升29%，預計全年數字在「十一黃金周」內地遊客按年上升17%及每人平均消費增加10%以上的帶動下，勢將再創新高。

假設這些百萬元戶都希望購置約1000平方呎的一手三房大單位，以平均呎價1萬元計，單位市價就是1000萬。一個家庭負擔年收入七倍（假設按揭成數七成）的樓宇按揭，完成按揭後還有十多二十年為退休儲蓄，相當合理。但是，同期市場上一手三房單位供應只有5000個。換言之，需求有38000個，但供應只得5000，在七對一供求比率下，樓價怎可能下跌？

退一步來說，5年內香港只有5萬多個新落成單位，也就是說，假如每一個百萬元戶都想買一手樓的話便吸納了5年供應的八成。分析員

甚至政府《施政報告》都以「收入中位數」指出，香港不可能負擔目前樓價，但只看最高收入的家庭數目增長，已說明要維持樓價於目前水平可

謂綽綽有餘。

二、人口分布造就「跨代資助」

另一個罕有使用但確切有力的測

市指標是香港的人口分布。

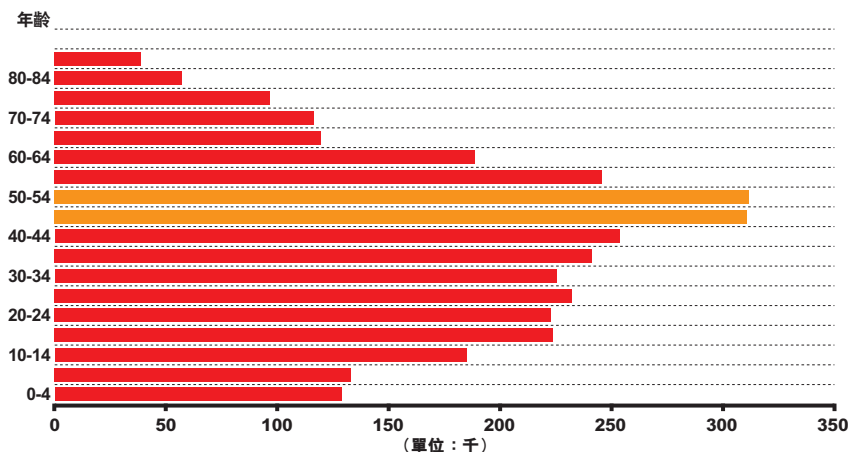
第二次世界大戰結束觸發嬰兒潮，使世界各地包括香港的出生率大幅上升。今天佔香港男性（女性的分布情況相若）最多的年齡組別，正是在嬰兒潮出生，45至54歲的一群。筆者稱他們為「黃金五十」。

這群佔香港兩成人口的「黃金五十」的父母們大都是在二次大戰期間或五十年代內地政治環境動盪時到香港，生活十分艱難。亦正因如此，嬰兒潮出生的香港人是最充滿內疚感和富有責任心的一群。他們感激父母含辛茹苦把自己撫養成人，無時無刻都希望回報親恩。基本上，這一代從父母身上學到的就是：自己為下一代提供的，不比上一代給自己的少，否則便算辜負父母。因此，他們願意為了讓下一代得到更好的教育機會，由從不下雪的香港移民至冰天雪地的多倫多；又或者要負擔按揭以搬入名校林立的區域，他們也甘之如飴。

想像一下：現在「黃金五十」的子女正是「八十後」青年，通常是20至29歲，正值適婚年齡的他們剛踏足社會，薪金可能連收入中位數也不到，想成家立室自置物業卻有心無力，唯有向50出頭的父親求助。父親將近退休之年，手持不少現金，但為了不讓朋友詬病自己縱容兒子，就以年息半厘借錢給兒子作首期：既可向親戚交代，又可幫兒子成家立室，可謂兩全其美，這些故事相信讀者們在日常生活中也有所聽聞。

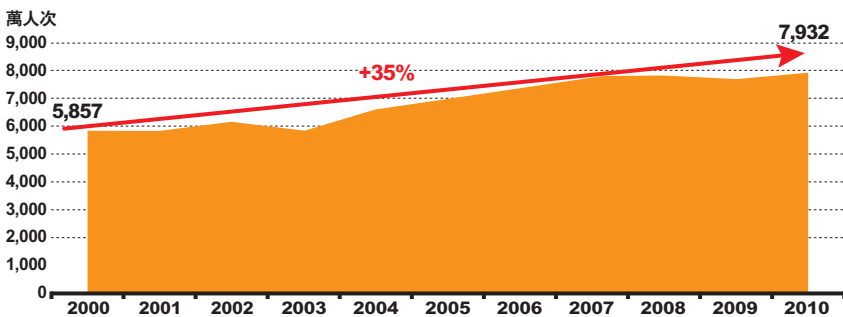
這種「跨代資助」的情況再一次顯示以「收入中位數」預測樓房需求與現實是如何脫節：目前香港有60萬

圖三 佔香港男性最多的年紀群：45-54歲（黃金五十）



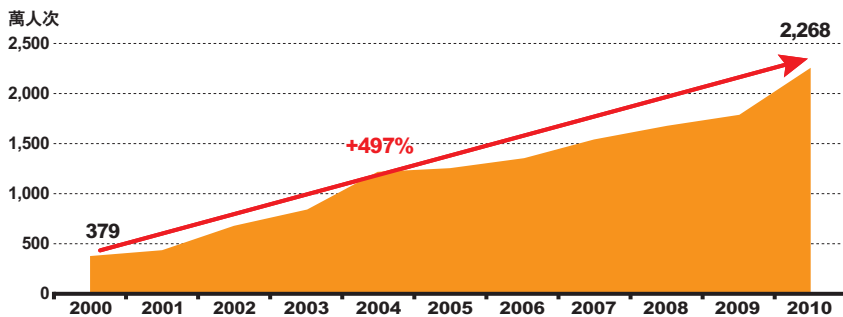
資料來源：政府統計處

圖四 本港到內地旅客



資料來源：中國國家旅遊局

圖五 內地到本港旅客



資料來源：香港旅遊發展局

名45至54歲的父親，假設一半住在公屋並假設他們沒有積蓄，那麼有機會資助子女的父親也有近30萬名。假如當中的1%願意像故事中的父親幫助兒子自置居所，每年就新增3000個單位的需求；如果每30個父親有一個願意出手相助，每年的新落成單位轉瞬又被吸納。也就是說，即使不考慮3年前開始的減息以及兩年前內地人開始來港買樓，以上提及的兩點，任何一點都足以幫助解釋香港樓市在「黃金五年」內的走勢。

三、壁壘倒下 北水南流帶動需求

另外兩個使香港有「黃金五年」好景的因素相信讀者都耳熟能詳：1. 北水南流和2. 經濟重心西向東移。然而，很少人嘗試真正量化這兩個經濟環境的大變化對房地產市場的衝擊。

先談北水南流。回歸前香港是中國的大門，所有希望開拓中國市場的外國企業可以在香港和內地的企業接洽。然而，受制於初期「一國兩制」內地審批的措施，內地的商人以至官員無法輕易來港與外資見面，外國公司只好繞過香港，直接到內地找尋商機，亦因此內地今天大城市的商務軟、硬件才紛紛高速發展起來。北京、上海、廣州等地大興土木，酒店、商廈、住宅林立，香港頓成中空之局。

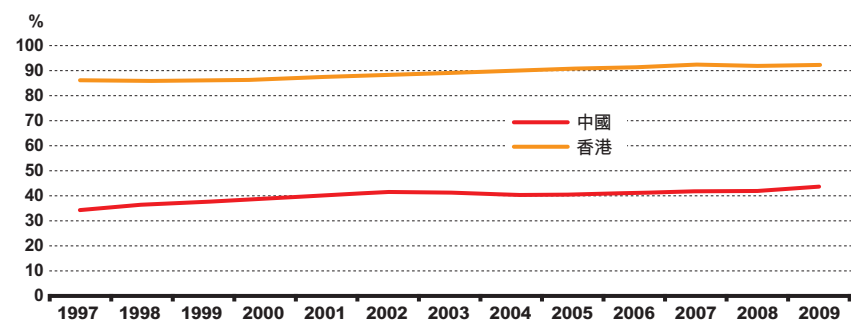
回歸前後港人港商北上都無甚難度，所以香港往內地旅客數字增長緩慢（10年只增加35%），但北方的機遇卻因「一國兩制」受阻，以致香港失卻十多年的高增長機遇。

直至2003年沙士襲港，香港經濟陷入衰退、連續4年通縮。中港簽訂《更緊密經貿關係安排》（CEPA）並落實「自由行」後，內地來港旅客增幅如潮水颶風（10年增加497%），同時使香港經濟由谷底反彈，展開強

勁復蘇。10年前每100個港人北上只有6個內地人南下，到2010年，該比例已升至29%。

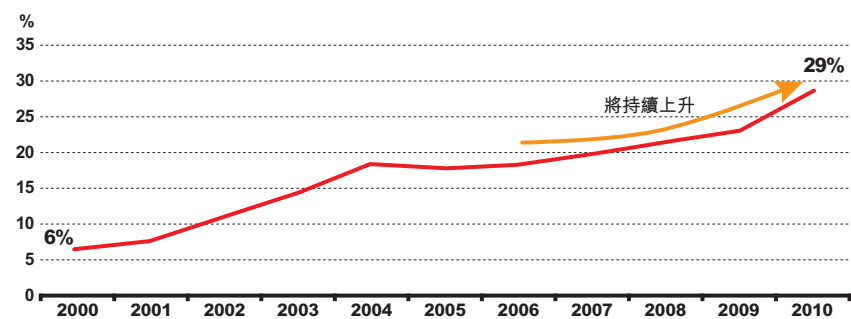
基本上只要壁壘倒下，通商無阻，兩地在市場上競爭的話，香港未逢敵手——惟獨內地城市因為「一國

圖七 服務業佔本地生產總額



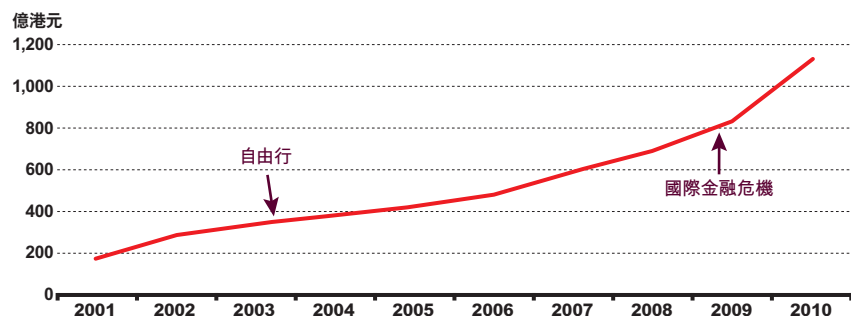
資料來源：世界銀行

圖六 內地到港相對本港到內地



資料來源：香港旅遊發展局、中國國家旅遊局

圖八 內地旅客在港消費



兩制」的阻隔而沒有和香港「公平競爭」，因此「自由行」實施以後，內地人選用香港素質安全有保證的貨品服務——香港再一次在自由市場競爭中取得優勢，為經濟帶來盈餘。

四、服務業素質差距成關鍵

這情況不難理解：服務業佔香港

產值(GDP)93%。以「吃」為例，在香港街頭三步一小攤，五步一大店，服務業密集程度極高。相對內地服務業密集程度只有43%(上海為60%)，香港對內地人而言絕對是截然不同的兩個世界，香港對內地人的吸引力亦由此而來。

正因香港的服務業素質如此之

高，吸引內地以至世界各地的遊客都來港消費。「自由行」實施之後，內地遊客在港消費金額爆炸性增長，甚至在2009年環球金融危機期間依然屢創新高。事實上，雖然來港旅客平均只逗留2.5晚，在他們的消費佔本港零售額的比例已達52%，在過去10年亦上升了近30個百分點。

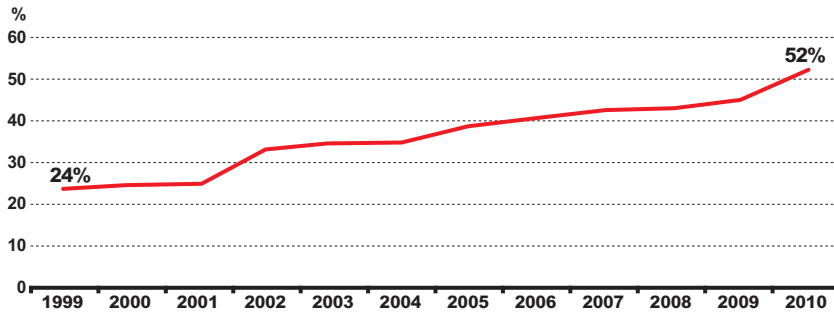
換句話說，香港每一個三人家庭在過往10年猶如多了一位成員每年365天都在消費，才會造出如此驚人的旅客消費金額。試想想，一個家庭增添了成員都想換寬敞一點的房子；香港的零售需求如此強勁，但過去10年的商舖供應又有否按年複式增加一個百分點？

除了服務業密集程度之外，我們認為香港的優勝之處更在於其價值系統之上。香港素為中西文化熔爐，富有普世價值，言論自由、法治精神一應俱全。內地人在香港不必擔心購物時買到假貨或在食肆吃到有毒食物，這些非物質的「軟件」優勢，亦正是香港長久以來賴以成功的核心價值。

根據最近一次中國大陸人口普查，有23萬香港人長駐內地(即一年在內地居住最少三個月以上，不包括出差、旅遊等)。若他們果真打算以內地為家，他們應該會把在港物業放售或交回政府，這加起來足夠香港8年的單位供應。然而，過往任何時候香港市場也沒有如此多的供應，反映長駐內地的港人仍然選擇持有手上單位，沒有放棄香港作為他們的「根」。

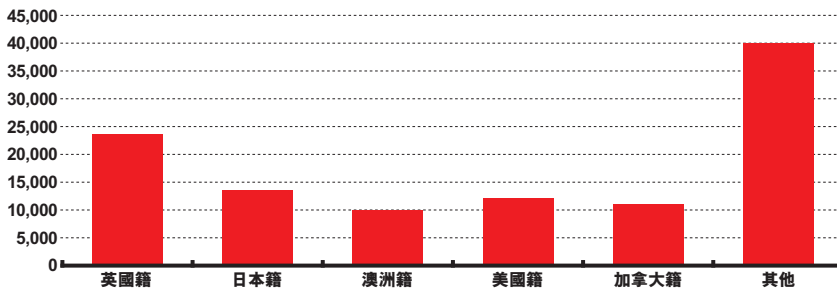
北上的港人不願放棄香港為根，

圖九 到港旅客佔本港零售總額

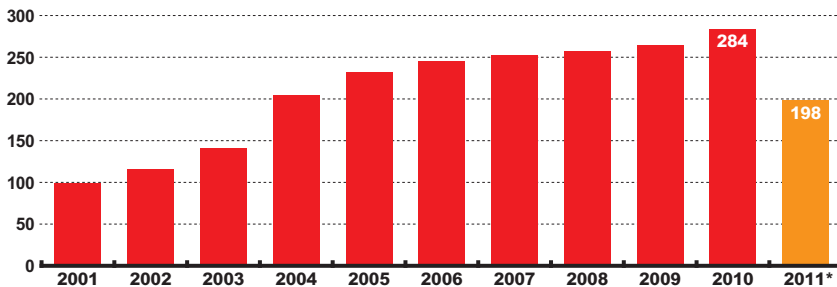


資料來源：香港政府統計處、香港旅遊發展局

圖十 在港居住的其他國籍人士(不包括外傭)



圖十一 2010年及2011年海外到港開立公司數字破紀錄



資料來源：投資推廣署

*上半年數字(按年上升5%)

南下的內地人和外國人亦不相伯仲。中原地產的數據指出，內地人每年在港淨買入（即買入減賣出）約1萬個單位，這反映出中港兩地自由流動下內地人傾向選擇香港。另外，本港2006年中期人口普查發現，持有外國國籍的香港居民也接近12萬人。假如連同在港的外國人也有十多萬，我們可預期與我們一河之間的內地人，因為文化相近的關係，應超過這個數目。問題是，要容納多十多二十萬人在香港置業長住，目前的房屋政策必須要大調整。

引用政府「輸入內地優才計劃」的數據，每一個內地精英來港將創造3.2個就業機會。因此，我們現在有機會調整人口政策，吸引內地人才來港，代表的是香港年輕人未來的機遇。我們沒有必要憂慮香港「內地化」，因為我們早已吸納了近50萬個持單程證來港的內地人，但核心價值仍然穩固。反而，香港人應該自豪：這再不是一個人人埋頭掙錢的功利小島，而是有能力「出口」自由法治等普世價值的國際都會。

五、經濟重心 西向東移

另一方面，歐美債務問題揮之不去，相反東方經濟現金充裕、增長強勁，以致世界各地的企業都集中精力拓展中國以至亞洲市場，希望受惠於東方市場巨大的潛在購買力。結果是環球經濟重心漸漸西向東移，愈來愈多西方企業來到香港開設分公司甚至總部。投資推廣署的數字顯示，今年上半年海外到港新公司已有近200間，佔上年全年七成，今年勢創新

高。

面對西向東移及北水南流的大趨勢，香港急切需要大量的硬件供應。今年首8個月住宅租金升幅近一成，但寫字樓和商舖租金已上升近24%、酒店房租按年升幅更高達四成！由此可見，目前香港商業樓宇的供應，遠比住宅供應緊絀。假如香港因為租金太高未能鎖緊這些東來的機遇，他們將會移至深圳、上海或新加坡，那麼我們「八、九十後」的工作機會將會就此流失。到這些企業在外地生根，要他們回心轉意將難比登天。

九七年金融風暴，失業率攀升至8%，數以萬計家庭淪為負資產，和今天的美國相若。這正好說明，樓價大跌反而是市民最難置業的時候。所以要讓市民「安居」，必先「樂業」。眼前大量「長做長有」（如人民幣業務相關）的就業機會湧入香港，但香港必須增加所有房地產供應（包括大量寫字樓、商場、酒店等）、做好配套（如公共醫療、教育以至國際學校）服務，鎖緊「黃金五年」的機遇，使他們得以落戶香江，我們的年輕人才有大量高素質而可持續的工種，有實際收入支持房地產市場健康發展。否則，即使政府推出任何資助房屋政策，只會勉強幫人「上車」，最後也是負資產收場。

因此，我們認為今年《施政報告》的房屋政策值A，但商業樓宇（寫字樓、商場等）政策則只值D。我們需要一個清晰長遠的政策承擔，當中包括引入更環保的建築條例，以及極速加快現在已經嚴重短缺的商業用地供應的審批過程。

總結：過往政策大錯特錯 現在要改弦易轍

由此可見，只用一、兩個指標及傳統分析方法，很容易出現很大誤差：分析員固然會「睇錯市」；政府以此制訂政策的話更加會離題萬丈，結果租金、通脹和樓價愈壓愈升，民怨自然加深。

政府一開始以為樓價上升是因為游資太多催谷炒賣，因此推出金融手段（如限制按揭成數）遏止。樓價結果不跌反升，反映政府沒有看到「黃金五年」的機遇，不明白核心問題是「供應瓶頸」，正本清源的方法應該是「造大個餅」，增加一切硬件、軟件包括教育、醫療、寫字樓、商舖等等的供應，住宅只是整個硬件總供應的其中一部分。

而就算只談住宅供應，政府在去年《施政報告》中公開發出「每年新增20000個單位」的目標，也是明顯不足。這個目標是由過去10年本港平均一手單位吸納量（約18000多個）訂出，當中包括了2000年科網股爆破、「沙士」、4年通縮……等的時期。現在香港的社會經濟面貌與14年前實有雲泥之別，就算算本文前述「跨代資助」及內地人淨吸納的數量，20000個單位絕對是杯水車薪。

因此，無論本屆還是來屆政府，都應該明白要香港持續繁榮安定、社會和諧，要加大投資規模的，是一切硬件軟件，住宅單位只是「造大個餅」的其中一環，抓緊高素質、可持續的就業機會，使其落戶香江，方是長治久安之計。📌