

市 場 系 列

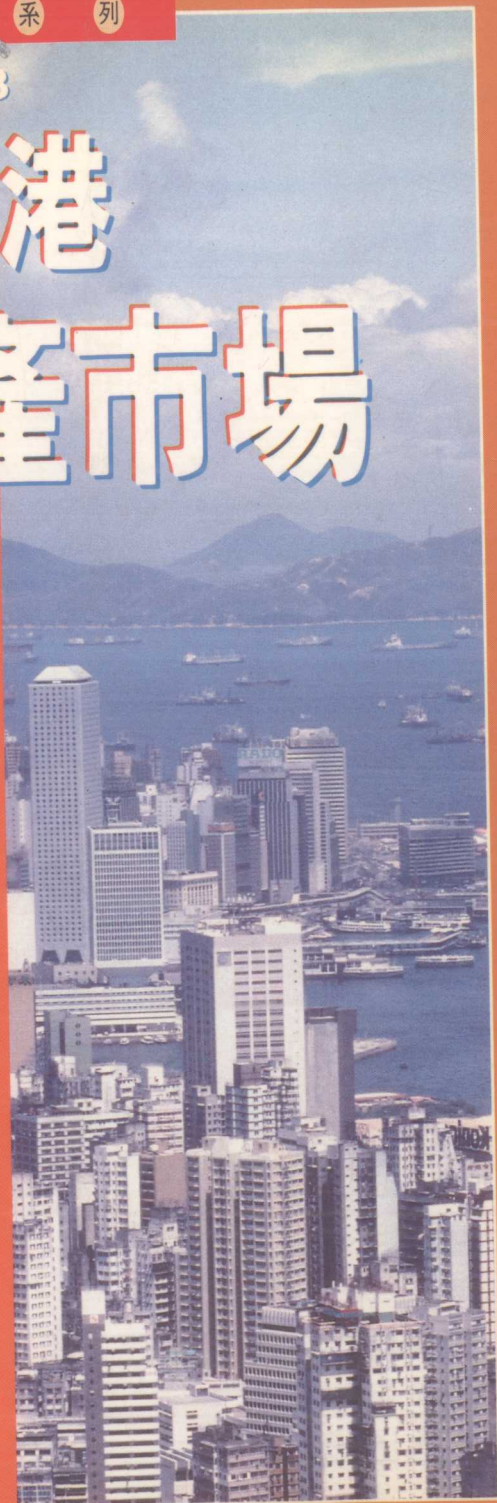
3

香港

房地產市場

謝賢程・著

商務印書館



香港 房地產市場

謝賢程・著

商務印書館

香港房地產市場

作 者——謝賢程

責任編輯——黎彩玉

出 版 者——商務印書館(香港)有限公司

香港鰂魚涌芬尼街2號D僑英大廈

印 刷 者——美雅印刷製本有限公司

九龍官塘榮業街6號海濱工業大廈4樓B1

版 次——1992年7月第1版第1次印刷

1992年10月第2次印刷

© 1992 商務印書館(香港)有限公司

ISBN 962 07 6115 4

序

香港地少人多，生活質素不斷提高，在供求兩方面因素影響下，物業價格不斷上升，房地產亦成為香港人非常關切的熱門話題。雖然日常報章雜誌對房地產市道的評論很多，但在本港學術界方面，從事房地產經濟學研究的並不多。這是相當可惜的。

本書用較嚴謹的學術研究方式，深入探討香港的房地產市場，引用和融匯了當前重要的房地產經濟學文獻。並對物業租賃、投資及按揭三大市場，作了全面的綜合分析。在很多問題的探討上，作者都提出清新的見解和觀點。也許，作者某些見解和觀點是富爭論性的，但這正好給評論員、分析家和學術界帶來新的刺激，引起更多人對房地產經濟學的興趣。

陳坤耀

香港大學亞洲研究中心主任

自序

一向以來，經濟學都普遍被視為一門頗抽象的學科。然而每天卻有不少人（不論認識經濟學與否）都在談論經濟。筆者始終認為任何經濟理論，都必須與現實相符。換言之，經濟理論必須最終以解釋經濟現象為依歸。經濟學原是在“人類的行為可被推斷”的基礎上而建立的。因此，我們要認識理論，但不可執著理論，要以理論為分析的工具，不要視理論為問題的終點。

本書的目的是希望以深入淺出的經濟分析應用於房地產上，提供一個既基本而又有系統的全面剖析。書中部分內容無可避免地涉及較學術性的討論，因為若無學術研究的支持，一切的論點都變成紙上談兵。不過筆者相信，即使是經濟學的門外漢亦不難掌握箇中的要義。

本書分三個部分：第一部分是介紹房地產的一些基本概念及回顧香港房地產市場的發展。第二部分較為複雜，主要是分析房地產市場的運作。其實房地產市場的機制是牽涉到以下三大市場：①租賃市場、②按揭市場及③物業投資市場。本部分會以理論配合本港房地產市場的實際情況作全面的分析。這樣除可提高趣味性外，亦可令沒有經濟學基礎的讀者較易明白。第三部分則集中探討香港房地產市場的一些

熱門話題，例如建築成本、地價、通脹與樓價的關係、炒樓問題等等。當然亦少不了分析未來的房地產市道及其盛衰的因由。正文之後則是總結。不過大家切記一點，經濟因素會不斷轉變，聰明的讀者應靈活運用分析技巧，因時制宜，卻不可視本書中的預測為“聖言”。天下古今成敗之林，惟有學識配合智慧方能定勝負。

本書得以順利完成，香港商務印書館的有關職員實應記一功。筆者特別向以下人士致謝：商務的廖劍雲先生及黎彩玉小姐，差餉及物業估價處的楊志強先生（祝楊先生退休後生活愉快）及陳天柱先生。最後筆者感謝《信報》及《香港地產》允予部分文章於本書中轉載。筆者再次向以上人士及機構致以萬二分謝意。

謝賢程

香港大學亞洲研究中心

目 錄

陳坤耀教授序 *i*

自 序 *ii*

房地產市場介紹

第一部分

第1章 房地產的特質	3
第2章 香港房地產市場回顧	13
附錄 市場分析家回頭是岸	25
第3章 房地產需求的初步探討	28
3.1 需要與需求之分	28
3.2 供樓負擔與房地產需求的關係	35

房地產租務、按揭及投資市場分析

第二部分

第4章 租務市場分析	47
4.1 租務市場概況	47
4.2 房屋需求	51
4.3 房屋開支預測模式	56
4.4 房屋開支需求彈性	57
4.5 為甚麼要付租金？	60
4.6 空置理論	64
4.7 租金調節模式	67
第5章 自住或租住的選擇	75
5.1 選擇的問題所在	75

5.2	自住與租住成本的比較	76
5.3	自住的稅務優惠	80
5.4	其他因素的考慮	84
第6章	房地產按揭	88
6.1	年期、利息與供款的關係	88
6.2	按揭的選擇	92
6.3	按揭信貸對房地產需求的影響	95
6.4	按揭信貸供應分析	100
6.5	香港按揭市場剖析	102
6.6	銀行風險與違約	108
6.7	按揭、儲蓄與信貸擴張	113
第7章	房地產市場的運作	118
7.1	物業與租務市場的關係	118
7.2	房地產市場的基本調節功能	123
7.3	房地產供應	130
7.4	地產供應與經濟循環	141
7.5	小結	145
第8章	房地產投資分析	147
8.1	房地產與證券投資比較	147
8.2	甚麼是“預期回報率”？	153
8.3	風險溢價	159
8.4	租金與樓價的關係	162
8.5	通脹與房地產需求的關係	165
8.6	通脹、按揭比率與預期回報率	173
8.7	匯率如何影響房地產的需求？	179
附錄	費沙如何看資本收入	185

香港房地產問題探討

第三部分

第9章	似是而非的“理論”	189
9.1	建築成本上漲刺激樓價上升？	189
9.2	高地價政策的謬誤	194
9.3	樓價上升刺激通脹？	203
第10章	租金及樓價管制	211
10.1	租金管制	211
10.2	樓價管制	213
10.3	價格管制帶來的浪費	215
第11章	如何看炒樓活動？	218
11.1	投機の本質	218
11.2	樓花市場的投機活動	221
11.3	樓花的價格	224
11.4	炒家造樓市——樓市造炒家？	227
附錄	抽籤會否刺激炒風？	231
第12章	預售樓花制度之爭	233
附錄 I	不能把自由經濟作為專賣行為護身符	243
附錄 II	抽籤售樓海闊天空	245
第13章	地產衰退個案分析：1981年香港的情況	247
第14章	香港房地產市道展望	256
14.1	未來地產市道分析	256
14.2	政府扮演的角色	262
總結		266
	英漢辭彙對照及索引	269
	參考書目	276

1

房地產市場介紹



- 第 1 章 房地產的特質
- 第 2 章 香港房地產市場回顧
- 第 3 章 房地產需求的初步探討

中國人的一句俗語：“衣食住行”，反映出住屋在生活中的重要性。一般的傳統理論，主要是從消費的角度，把房屋作為一種商品看待。但房屋若與其他消費品比較，例如糧食，它的重要性並不顯得特別高。反而一個最大的分別乃在於房屋本身的耐用性（durability）。因此，若從一般消費品的角度看，房屋一旦建成後，將會提供一段頗長的服務，與一般經常使用的消費品（fast-moving goods）截然不同。

從另一角度分析，銀行之所以願意用長時間的按揭貸款方式去資助購買樓宇的人士，乃在於房地產可視為一種有價資產。事實上，物業本身在公司的賬目中是被列為固定資產。而資產可再分為會貶值資產及不貶值資產兩種。房地產，顧名思義，可包括房與地。“房”是指建築物本身，而“地”則是指該建築物所佔用的土地。土地本身是不會貶值的，但建築物（structure）是會不斷折舊的。折舊的時間通常為 30 至 50 年。無論如何，房屋的耐用性，被視作為一種資產是無可置疑的。

一部機器能在若干年內為你生產，而樓宇則能提供一段長時間的房屋服務流量（a flow of housing services）。有個別經濟學家認為，房屋是一種不具生產力的資產（unproductive asset）。他們所持的理由是，機器可不斷生產，而房地產則不能。但是他們卻忽略了一點，所有的生產工具及元素包括機器及勞工，必須配合房屋及土地（或稱廠房）才能發揮更大的生產效益。而且提供適當的房屋有助於穩定家庭生活以至整體的社會安定。因此對生產力間接地有正面的

影響。

曾有研究指出，大部分第三世界低下階層的人士往往利用他們有限的居所作為小規模的生產基地^①，例如最常見的有為工場包伙食及簡單的裁縫工作等。該研究還指出，根據印尼的一項調查所得，每月入息在一百美元以下的家庭中，有三分之二表示他們所有的入息均來自上述的小規模家庭式的生產（home-based business）。

故此，房地產若得到適當的運用，一樣可視作為生產的工具。其實爭論點不應該在生產力方面，因為任何的資本，不論是房地產也好，機器也好，其最終的目的都是為了滿足人們的消費意欲（for ultimate satisfaction/consumption）。毫無疑問，房地產是擁有這種功能了。

綜合上述分析，簡單而言，房屋乃資產的一種，而房地產可提供一種房屋服務，滿足消費者的居住所需。再引伸下去，既然房屋是一種資產，購買房地產不一定是消費，它可以是一種投資。事實上，近年來，特別在美國，物業（real estate）已漸漸為投資者所重視。根據一份美國的地產學報^②所指出，美國的物業投資佔全美資本市場的50%，而全球的物業投資更佔全世界資本市場的六成。除了投資以外，房屋服務（housing services）亦能滿足居住的消費意欲。房屋服務一詞比較抽象，具體來說，可視作為房地產的使用權。對於這使用權所應付的價格便是租金。

上面提過樓宇本身是會不斷地折舊，這樣，一間樓宇在一年內能提供多少房屋服務呢？假設樓宇的期限為50年，則每年的折舊率是2%。以一為單位的樓宇數量（housing

stock) 所提供每年的房屋服務是 $Q^{\textcircled{3}}$ ，則

$$Q = \frac{0.02}{1 - 1/e} = 0.0316$$

其中 e 為一常數： $e = 2.71828\ldots$ 。

有一點必須留意，這數字只提供一個概念，顯示出樓宇與其提供的服務的關係。倘若樓宇空置，此數字是否仍然適用，則是另一個問題。

房屋是一種多樣化 (heterogeneous) 的產品。房屋的面積或空間只是其中一種屬性 (attributes)。其他的屬性還包括：地區 (location)、質量 (quality)、鄰居 (neighborhood quality)、各項設施及工作地點的能達程度 (accessibility) 等。以下將作分點敘述。

1. 地區影響樓宇的選擇

從一個較宏觀的角度看，一般城市的樓宇比鄉村的樓宇較吃香。其實人對房屋是有一種獨特的偏好的。房地產除了提供人們基本的居住條件外，亦可用作為財富累積及身分優越的象徵，正如在舊時代人們常常提及的“大地主”。從國際的層面看，可以很清楚顯示，經濟越先進的國家，房地產的價值越高。而在國家本身來看，繁盛地區的房地產比落後地區的更為搶手。N. Barbon (1685) 曾對倫敦的發展作出以下評論：

新的建築物對一個城市來說是有利的——

它們會使舊房子的租值提升。這是因為，
一個城市越繁盛，市內的房子的價值就越
高。^④

經濟的成長不但刺激地區的發展，亦同時助長了該地區的房地產價值。1973 年在德國未宣布發展慕尼黑為衛星城市之前的地價為每平方米 0.93 馬克，當消息傳出之後，地價急升至每平方米 250 馬克，升幅達 270 倍！

以香港為例，部分地區如山頂、跑馬地一帶普遍被視為高級住宅，因此，地區可顯示出房地產的優越性。記得在七十年代，港島東區的太古城只是一個船塢，後來經過太古地產的發展，現已成為一設備完善、交通方便的大型屋邨。近期太古城更不斷創下該區最高樓價的紀錄。

2. 質量可否替代面積

房地產的面積是一個重要的量度單位。但試想一個一千呎的單位是否為你帶來相等於兩個五百呎單位的滿足感呢？其實置業人士對質量的要求並不顯得比面積的要求低。質量除了指材料的品質外，亦同時包括房間及浴室的數目、單位的設計及方向等。而其中，方向是一個較為重要的屬性。因為單位內部的設備可再花金錢添置，但方向則誰也不能改變。有某些樓宇，特別是高級住宅，高層與低層的價錢相差可達 20% 之多。心理上而言，既然花幾百萬置業，亦希望買一個方向較好的單位。而且，中國人較迷信，方向更成為房地產質量的一

個指標。質量與面積可否完全互相替代，亦因而有很大的疑問。

另一個問題是，用空間是否比用面積更適當地反映出樓宇的大小。香港樓宇的高度一般是9呎，但亦有低過及高過9呎的單位。樓底越高，用的材料會越多，成本亦較高。另一方面，樓底高給人一個寬敞的感覺，用作存放的空間亦較大。建築商很少會在售樓時提供樓底高度的資料。但筆者始終認為購買樓宇是購買一個“空間”。因此，發展商有必要在售樓說明書上注明樓底高度的資料，這亦是消費者基本的權利。

3. 鄰居的品質

中國人有一句話：“近朱者赤，近墨者黑”。原來房地產亦一樣。美國有些黑人聚居的地方，罪案亦較多，一般人不會喜歡選擇該區。香港也沒有例外，旺角及油麻地一帶，較多黃色事業；油塘及柴灣的工廠區多，環境亦較為複雜。近年來，日本在香港的投資很活躍，很多日本駐港的行政人員特別喜歡跑馬地、太古城及康怡一帶。特別是太古城，在日本非常出名。有很多居住在太古城的日本人表示，他們喜歡太古城是因為那裏的日本人多。

4. 設施及工作地點的能達度

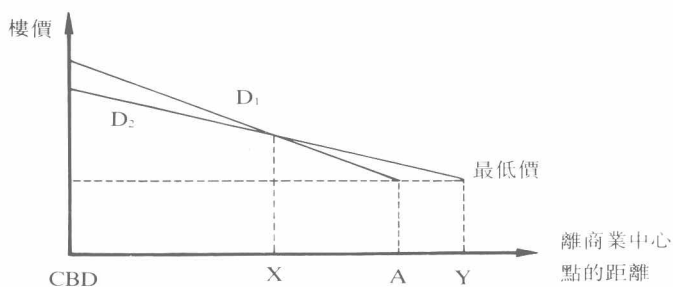
傳統的“地點理論”(Location Theory)指出，越接近商業中心的房地產的價格越高。在早期的年代，這理論

較為正確，因為當時的交通設施並不足夠，而交通費用佔工資的比重亦相對較高。因此，居住地點離工作地點的遠近較有決定性的影響。像香港這樣細小的城市，交通又發達，工作地點的距離基本上不是一個問題。現時香港人平均在交通及通訊方面的開支約佔總開支的 7%。因此交通費用未必是房地產需求的一個重要因素。例如香港的淺水灣及山頂等一帶的交通並不顯得很方便，但樓價卻是頂級的。

從另一個角度看，交通所花費的時間可能比純粹交通費更重要。

地點理論指出，整體的交通運輸網絡的改善可縮小不同地區的房地產價格差距（見圖 1.1）。遠離 CBD 的房地產價格較低，但仍有一個最低價，反映出發展的成本。不過地點理論還指出，交通網的改善不但會提高較遠離

圖 1.1 交通設施改善對房地產價格的影響



注：CBD 為商業中心點（Central Business District）。

D_2 為改善交通網後的樓價曲線。