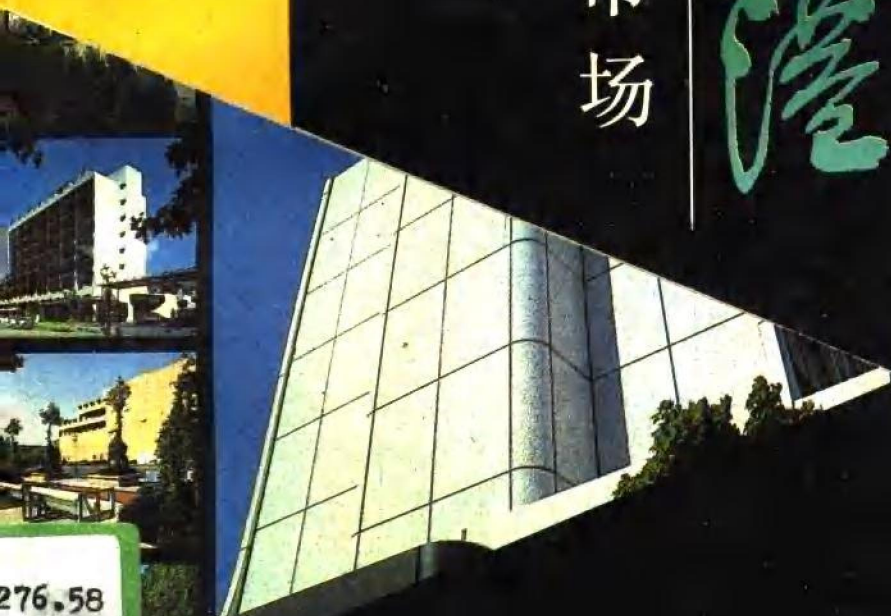


香港市场系列丛书

香港

房地产市场

〔香港〕 谢贤程 著



商务印书馆(香港)
山西经济出版社



〔晋〕新登字4号

香港市场系列丛书

香港房地产市场

谢贤程 著

山西经济出版社

(太原井州北路11号)

合作出版

商务印书馆(香港)有限公司

(香港鲗鱼涌芬尼街2号D侨英大厦)

© 1992 商务印书馆(香港)有限公司

(取得重印权限国内发行)

山西人民印刷厂印刷

山西省新华书店发行

开本:787×1092 1/32 印张:8.75 字数:182千字

1993年7月第1版 1993年7月第1次印刷

印数:1—5 000册

ISBN 7—80577—590—7/F·590 定价:10.00元

95
F299.276.58
4
2

序

香港地少人多，生活质素不断提高，在供求两方面因素影响下，物业价格不断上升，房地产亦成为香港人非常关切的热门话题。虽然日常报章杂志对房地产市道的评论很多，但在本港学术界方面，从事房地产经济学研究的并不多。这是相当可惜的。

本书用较严谨的学术研究方式，深入探讨香港的房地产市场，引用和融汇了当前重要的房地产经济学文献。并对物业租赁、投资及按揭三大市场，作了全面的综合分析。在很多问题的探讨上，作者都提出清新的见解和观点。也许，作者某些见解和观点是富争论性的，但这正好给评论员、分析家和学术界带来新的刺激，引起更多人对房地产经济学的兴趣。



3 0084 1851 3

陈坤耀

香港大学亚洲研究中心主任



C

128178

XA9-27/25

晋版序言

一向以来，经济学都普遍被视为一门颇抽象的学科。然而每天却有不少人（不论认识经济学与否）都在谈论经济。笔者始终认为任何经济理论，都必须与现实相符。换言之，经济理论必须最终以解释经济现象为依归。经济学原是在“人类的行为可被推断”的基础上而建立的。因此，我们要认识理论，但不可执著理论，要以理论为分析的工具，不要视理论为问题的终点。

国内近年所推行的经济改革，已令华南地区的经济出现一片繁盛的景象。国内的房地产发展亦同时出现了前所未有的热潮。随着人民的生活水平不断提高，投资房地产的兴趣肯定会与日俱增，而房地产投资亦将会更为专业化。

本书的目的是希望以深入浅出的经济分析应用于房地产上，提供一个既基本而又有系统的全面剖

析。书中部分内容无可避免地涉及较学术性的讨论，因为若无学术研究的支持，一切的论点都变成纸上谈兵。不过笔者相信，即使是经济学的门外汉亦不难掌握个中的要义。

本书分三个部分：第一部分是介绍房地产的一些基本概念及回顾香港房地产市场的发展。第二部分较为复杂，主要是分析房地产市场的运作。其实房地产市场的机制是牵涉到以下三大市场：（1）租赁市场；（2）按揭市场；（3）物业投资市场。本部分会以理论配合本港房地产市场的实际情况作全面的分析。这样除可提高趣味性外，亦可令没有经济学基础的读者较易明白。第三部分则集中探讨香港房地产市场的一些热门话题，例如建筑成本、地价、通胀与楼价的关系、炒楼问题等等。当然亦少不了分析未来的房地产市道及其盛衰的因由。正文之后则是总结。不过大家切记一点，经济因素会不断转变，聪明的读者应灵活运用分析技巧，因时制宜。天下古今成败之林，惟有学识配合智慧方能定胜负。

本书初由香港商务印书馆出版。笔者在完成本书后不久，认识了不少读者，特别是一名哈佛大学的学生，后来还成了笔者的好朋友。现得山西经济出版社出版本书在国内发行，不但有助于把房地产经济学带

到国内，推而广之，而且还可加强中港两地的学术交流，可谓意义深远。

本书与史密斯的《国富论》和凯恩斯的《通论》固然不能相提并论，但总算是中文书籍中首本兼具学术角度与实际观点的房地产经济学著作。本书能于国内面世，不但可以把知识推而广之，更可推己及人，笔者谨此再向山西经济出版社致以万二分的谢意。

谢贤程

香港大学亚洲研究中心

目 录

陈坤耀教授序

晋版序言

第一部分 房地产市场介绍

第 1 章 房地产的特质.....	(1)
第 2 章 香港房地产市场回顾	(11)
附录 市场分析家回头是岸	(23)
第 3 章 房地产需求的初步探讨	(26)
3.1 需要与需求之分.....	(26)
3.2 供楼负担与房地产需求的关系.....	(33)

第二部分 房地产租务、按揭 及投资市场分析

第 4 章 租务市场分析	(43)
--------------------	------

4.1	租务市场概况	(43)
4.2	房屋需求	(47)
4.3	房屋开支预测模式	(52)
4.4	房屋开支需求弹性	(53)
4.5	为什么要付租金?	(56)
4.6	空置理论	(59)
4.7	租金调节模式	(63)
第5章	自住或租住的选择	(70)
5.1	选择的问题所在	(70)
5.2	自住与租住成本的比较	(71)
5.3	自住的税务优惠	(75)
5.4	其他因素的考虑	(79)
第6章	房地产按揭	(83)
6.1	年期、利息与供款的关系	(83)
6.2	按揭的选择	(87)
6.3	按揭信贷对房地产需求的影响	(90)
6.4	按揭信贷供应分析	(94)
6.5	香港按揭市场剖析	(96)
6.6	银行风险与违约	(102)
6.7	按揭、储蓄与信贷扩张	(107)
第7章	房地产市场的运作	(111)
7.1	物业与租务市场的关系	(111)
7.2	房地产市场的基本调节功能	(116)
7.3	房地产供应	(122)
7.4	地产供应与经济循环	(133)

7.5 小结	(136)
第8章 房地产投资分析	(138)
8.1 房地产与证券投资比较	(138)
8.2 什么是“预期回报率”?	(144)
8.3 风险溢价	(149)
8.4 租金与楼价的关系	(152)
8.5 通胀与房地产需求的关系	(156)
8.6 通胀、按揭比率与预期回报率	(163)
8.7 汇率如何影响房地产的需求?	(169)
附录 费沙如何看资本收入	(175)

第三部分 香港房地产问题探讨

第9章 似是而非的“理论”	(177)
9.1 建筑成本上涨刺激楼价上升?	(177)
9.2 高地价政策的谬误	(183)
9.3 楼价上升刺激通胀?	(191)
第10章 租金及楼价管制	(199)
10.1 租金管制	(199)
10.2 楼价管制	(201)
10.3 价格管制带来的浪费	(203)
第11章 如何看炒楼活动?	(206)
11.1 投机的本质	(206)
11.2 楼花市场的投机活动	(209)

11.3	楼花的价格	(212)
11.4	炒家造楼市——楼市造炒家?	(214)
附录	抽签会否刺激炒风?	(218)
第 12 章	预售楼花制度之争	(221)
附录 I	不能把自由经济作为专卖行为 护身符	(231)
附录 II	抽签售楼海阔天空	(233)
第 13 章	地产衰退个案分析:1981 年香港的情况 ...	(235)
第 14 章	香港房地产市道展望	(244)
14.1	未来地产市道分析	(244)
14.2	政府扮演的角色	(250)
总结		(253)
英汉辞汇对照及索引.....		(257)
参考书目		(264)

第一部分

房地产市场介绍

第 1 章 房地产的特质

中国人的一句俗语：“衣食住行”，反映出住屋在生活中的重要性。一般的传统理论，主要是从消费的角度，把房屋作为一种商品看待。但房屋若与其他消费品比较，例如粮食，它的重要性并不显得特别高。反而一个最大的分别乃在于房屋本身的耐用性（durability）。因此，若从一般消费品的角度看，房屋一旦建成后，将会提供一段颇长的服务，与一般经常使用的消费品（fast-moving goods）截然不同。

从另一角度分析，银行之所以愿意用长时间的按揭贷款方式去资助购买楼宇的人士，乃在于房地产可视为一种有价资产。事实上，物业本身在公司的帐目中是被列为固定资产。而资产可再分为会贬值资产及不贬值资产两种。房地产，顾

• 1 •

名思义，可包括房与地。“房”是指建筑物本身，而“地”则是指该建筑物所占用的土地。土地本身是不会贬值的，但建筑物 (structure) 是会不断折旧的。折旧的时间通常为 30 至 50 年。无论如何，房屋的耐用性，被视作为一种资产是无可置疑的。

一部机器能在若干年内为你生产，而楼宇则能提供一段长时间的房屋服务流量 (a flow of housing services)。有个别经济学家认为，房屋是一种不具生产力的资产 (unproductive asset)。他们所持的理由是，机器可不断生产，而房地产则不能。但是他们却忽略了一点，所有的生产工具及元素包括机器及劳工，必须配合房屋及土地（或称厂房）才能发挥更大的生产效益。而且提供适当的房屋有助于稳定家庭生活以至整体的社会安定。因此对生产力间接地有正面的影响。

曾有研究指出，大部分第三世界低下阶层的人士往往利用他们有限的居所作为小规模的生产基地¹¹，例如最常见的有为工场包伙食及简单的裁缝工作等。该研究还指出，根据印尼的一项调查所得，每月入息在一百美元以下的家庭中，有三分之二表示他们所有的入息均来自上述的小规模家庭式的生产 (home-based business)。

故此，房地产若得到适当的运用，一样可视作为生产的工具。其实争论点不应该在生产方面，因为任何的资本，不论是房地产也好，机器也好，其最终的目的都是为了满足人们的消费意欲 (for ultimate satisfaction/consumption)。毫无疑问，房地产是拥有这种功能了。

综合上述分析，简单而言，房屋乃资产的一种，而房地产可提供一种房屋服务，满足消费者的居住所需。再引伸下

去，既然房屋是一种资产，购买房地产不一定是消费，它可以是一种投资。事实上，近年来，特别在美国，物业（real estate）已渐渐为投资者所重视。根据一份美国的地产学报¹²所指出，美国的物业投资占全美资本市场的 50%，而全球的物业投资更占全世界资本市场的六成。除了投资以外，房屋服务（housing services）亦能满足居住的消费意欲。房屋服务一词比较抽象，具体来说，可视作为房地产的使用权。对于这使用权所应付的价格便是租金。

上面提过楼宇本身是会不断地折旧，这样，一间楼宇在一年内能提供多少房屋服务呢？假设楼宇的期限为 50 年，则每年的折旧率是 2%。以一为单位的楼宇数量（housing stock）所提供每年的房屋服务是 Q^0 ，则

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

其中 e 为一常数： $e = 2.71828\cdots$ 。

有一点必须留意，这数字只提供一个概念，显示出楼宇与其提供的服务的关系。倘若楼宇空置，此数字是否仍然适用，则是另一个问题。

房屋是一种多样化（heterogeneous）的产品。房屋的面积或空间只是其中一种属性（attributes）。其他的属性还包括：地区（location）、质量（quality）、邻居（neighborhood quality）、各项设施及工作地点的能达程度（accessibility）等。以下将作分点叙述。

地区影响楼宇的选择

从一个较宏观的角度看，一般城市的楼宇比乡村的楼宇较吃香。其实人对房屋是有一种独特的偏好的。房地产除了提供人们基本的居住条件外，亦可用作财富累积及身分优越的象征，正如在旧时代人们常常提及的“大地主”。从国际的层面看，可以很清楚显示，经济越先进的国家，房地产的价值越高。而在国家本身来看，繁盛地区的房地产比落后地区的更为抢手。N. Barbon (1685) 曾对伦敦的发展作出以下评论：

新的建筑物对一个城市来说是有利的——它们会使旧房子的租值提升。这是因为，一个城市越繁盛，市内的房子的价值就越高。⁽⁴⁾

经济的成长不但刺激地区的发展，亦同时助长了该地区的房地产价值。1973 年在德国未宣布发展慕尼黑为卫星城市之前的地价为每平方米 0.93 马克，当消息传出之后，地价急升至每平方米 250 马克，升幅达 270 倍！

以香港为例，部分地区如山顶、跑马地一带普遍被视为高级住宅，因此，地区可显示出房地产的优越性。记得在 70 年代，港岛东区的太古城只是一个船坞，后来经过太古地产的发展，现已成为一设备完善、交通方便的大型屋村。近期太古城更不断创下该区最高楼价的纪录。

质量可否替代面积

房地产的面积是一个重要的量度单位。但试想一个 1,000 平方呎的单位是否为你带来相等于两个 500 平方呎单

位的满足感呢？其实，置业人士对质量的要求并不显得比面积的要求低。质量除了指材料的品质外，亦同时包括房间及浴室的数目、单位的设计及方向等。而其中，方向是一个较为重要的属性。因为单位内部的设备可再花金钱添置，但方向则谁也不能改变。有某些楼宇，特别是高级住宅，高层与低层的价钱相差可达20%之多。心理上而言，既然花几百万元置业，亦希望买一个方向较好的单位。而且，中国人较迷信，方向更成为房地产质量的一个指标。质量与面积可否完全互相替代，亦因而有很大的疑问。

另一个问题是，用空间是否比用面积更适当地反映出楼宇的大小。香港楼宇的高度一般是9呎，但亦有低过及高过9呎的单位。楼底越高，用的材料会越多，成本亦较高。另一方面，楼底高给人一个宽敞的感觉，用作存放的空间亦较大。建筑商很少会在售楼时提供楼底高度的资料。但笔者始终认为购买楼宇是购买一个“空间”。因此，发展商有必要在售楼说明书上注明楼底高度的资料，这亦是消费者基本的权利。

邻居的品质

中国人有一句话：“近朱者赤，近墨者黑。”原来房地产亦一样。美国有些黑人聚居的地方，罪案亦较多，一般人不会喜欢选择该区。香港也没有例外，旺角及油麻地一带，较多黄色事业；油塘及柴湾的工厂区多，环境亦较为复杂。近年来，日本在香港的投资很活跃，很多日本驻港的行政人员特别喜欢跑马地、太古城及康怡一带。特别是太古城，在日本非常出名。有很多居住在太古城的日本人表示，他们喜欢太古城是因为那里的日本人多。

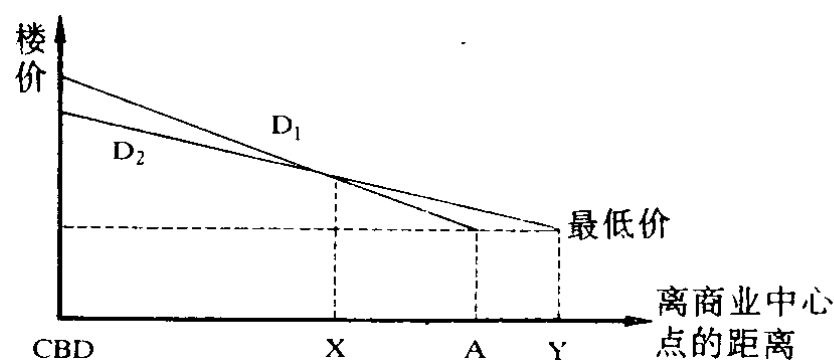
设施及工作地点的能达度

传统的“地点理论”(Location Theory)指出,越接近商业中心的房地产的价格越高。在早期的年代,这理论较为正确,因为当时的交通设施并不足够,而交通费用占工资的比重亦相对较高。因此,居住地点离工作地点的远近较有决定性的影响。像香港这样细小的城市,交通又发达,工作地点的距离基本上不是一个问题。现时香港人平均在交通及通讯方面的开支约占总开支的 7%。因此交通费用未必是房地产需求的一个重要因素。例如香港的浅水湾及山顶等一带的交通并不显得很方便,但楼价却是顶级的。

从另一个角度看,交通所花费的时间可能比纯粹交通费更重要。

地点理论指出,整体的交通运输网络的改善可缩小不同地区的房地产价格差距(见图 1. 1)。远离CBD的房地产价

图 1. 1 交通设施改善对房地产价格的影响



注：1. CRD 为商业中心点 (Central Business District.)；
2. D₂ 为改善交通网后的楼价曲线。

格较低，但仍有一个最低价，反映出发展的成本。不过地点理论还指出，交通网的改善不但会提高较远离 CBD 的楼价，亦同时会降低较接近 CBD 的楼价。因此从图 1.1 所见，当交通网改善之后，X-Y 地区的楼价会上升，而 CBD-X 的则会略低。而交通网的改善亦有助于发展更多郊外地区的房地产，以配合整体的房屋需求。

曾有一项对美国休斯敦（Houston）房屋问题的研究⁵指出，地区的能达度是房屋需求最重要的因素。因此，房屋缺乏的问题并不单纯在数量上，房屋配合各项设施及工作地点的能达度更为重要。

以香港为例，1981—1982 年市中心商住用途的地价竟然比新界区高出 20 倍之多⁶。这价格上的差距可充分反映出土地在地域方面优越的重要性。

此外，若楼宇有周围环境及设施的配合，楼宇的价值亦可相应提高。香港的一些大型屋村非常受欢迎。这些屋村设备齐全，应有尽有，有商场、百货公司、超级市场、戏院，更有私人会所、泳池及私家花园等。又有地铁站的配合，有些新楼盘，开首第一日已全被抢购一空，可以反映出需求并不一定在数量或面积上。但另一方面，地产发展亦同时提高了周围环境的价值，为社会带来了整体的界外利益（externality）。

有经济学家提出，房屋是一种合成商品（composite goods）。以往，房屋是视为一种藏身之所（shelter）。时至今日，当经济不断成长，人们的收入增加，对房屋的要求是多方面的。因此房屋的问题并不单纯是“量”的方面，有学者⁷曾对房屋的问题作出以下评论：