

本港樓價兇多吉少？

陳曉蓉

副總裁兼投資策略師 – 投資研究部

研究關注：

- **公營房屋供應改善住房需求 但對樓價影響或有限**
 - 政府建議在新填海項目「明日大嶼」中將公營房屋比例提升至七成
 - 公營房屋供應佔比與私人住宅樓價相關性較弱
- **從供求、息口及經濟看本港樓市**
 - 樓市供求仍較為緊張 香港經濟勢頭向好支持樓價
 - 香港加息的迫切性可控 上輪加息周期樓價上行趨勢未改
- **港股走勢或對樓價產生影響**
 - 股市跌勢或領先樓市 且跌幅往往比樓市大
 - 樓市短期存在回調可能 長期顯著下跌機會不大

收看網址：

- **【Now財經台】數字你懂的**

國際清算銀行發布(圖表1)，通過統計全球61個國家住宅樓宇價格的變化並將其價格在2010年標準化，其中香港樓價從2010年第一季到今年第一季升了1.5倍有多，升幅排名第三，在全球主要國家中只有印度及土耳其的樓價比香港升得快。如果只是比較成熟市場，香港樓價升幅排第一，遠遠拋離加拿大的60%，美國同澳洲的43%。經常被形容為香港競爭對手的新加坡，8年來樓價只是升了15%左右，同期中國的樓價升了近30%。然而近期在貿易戰及內地經濟放緩的憂慮下，隨著香港正式踏入加息周期，加上政府進一步的樓市調控，本港樓價開始在高位見到壓力，如果參考反映二手樓價的中原城市領先指數，樓價由高位到現在，調整近2%，香港樓價的走勢也引起市場的廣泛關注。

圖表1：香港樓價升幅



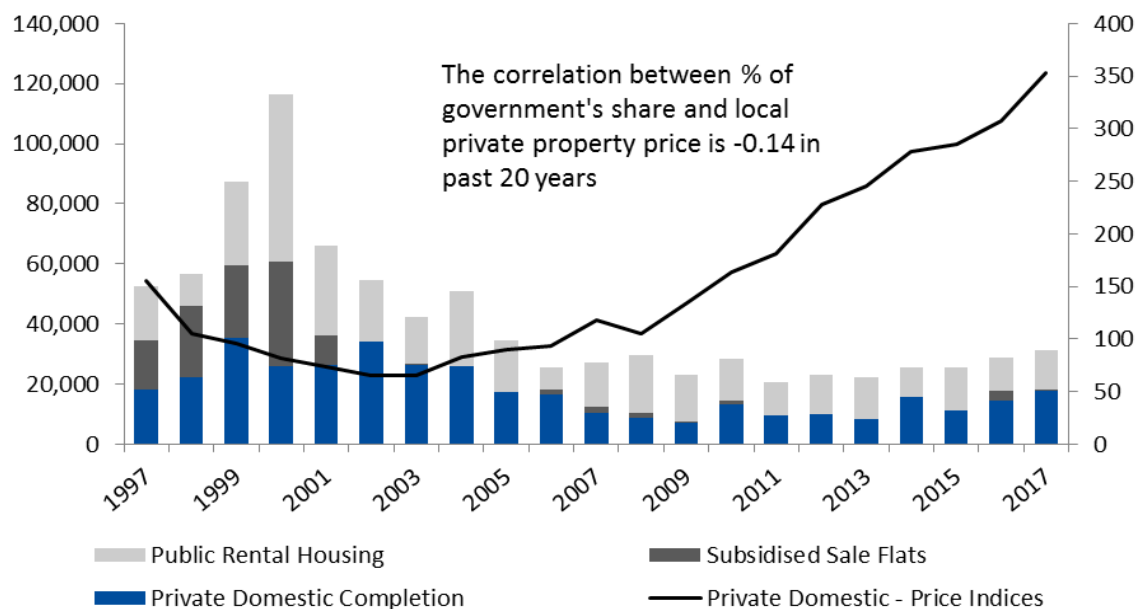
Source: BIS, CCBA Investment Research (As of 3/31/2018)

• 公營房屋供應改善住房需求 但對樓價影響或有限

樓價高位居高不下，房屋政策繼續是今年施政報告的「重中之重」，其中一個焦點，是政府建議在新填海項目「明日大嶼」中，將公營房屋比例提升到七成，又指會再檢討公私營房屋比例60:40的安排。增加公營房屋的比例，對樓市的影響有多大呢？

由1977年有居屋入伙以來，到2017年底，累積公營房屋與私樓的比例，大約57比43，同現時政府目標差不多。一般認為，當公營房屋比例提升，部分合資格可以買居屋的人就可以透過這個途徑上車，不用買私樓，私樓的需求下降，照道理可以令私樓價格降溫。然而回顧過往20年私人住宅售價指數與公屋、居屋的實質建屋量及私人住宅落成量就會發現(圖表2)，公營房屋供應佔比與私人住宅樓價的相關性僅為-0.14，即是說，公營房屋比例提高，的確可能對樓價有負面影響，但兩者的關係性比較弱。提高公營房屋比例解決了某部分人的住屋需求，但要樓市真正降溫，私樓的供應同需求始終是關鍵。

圖表2：公營房屋比例提高與樓價關係性較弱

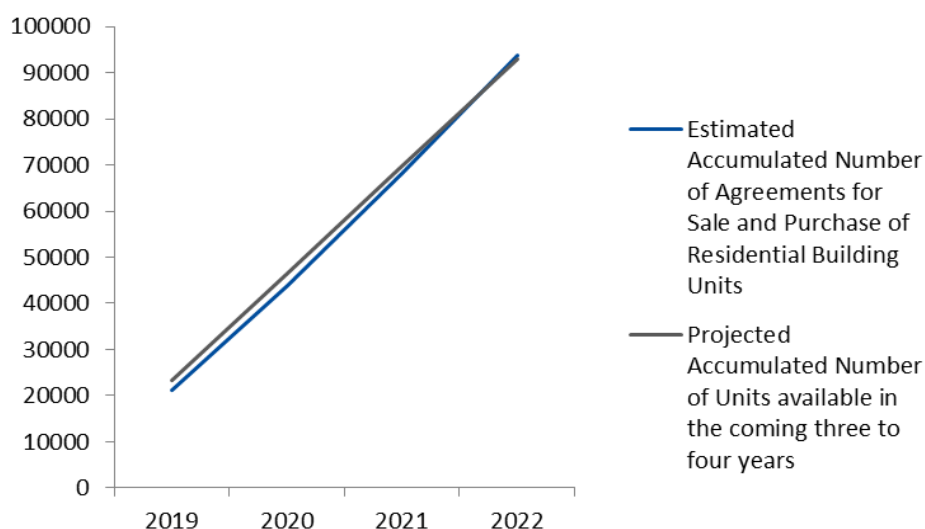


Source: Rating and Valuation Department, Hong Kong Housing Authority, CCBA Investment Research (As of 2017)

• 從供求、息口及經濟看本港樓市

我們經常說，影響樓價的基本因素有三大，供求是其一，另外還有息口及經濟。首先講供應，根據運輸及房屋局的數字(圖表3)，截至9月，未來三至四年，將有約93000個私人住宅單位供應。至於需求，即使9月私樓需求顯著降溫，年頭到截至9月底，整體住宅樓宇成交宗數依然以6.7%的速度增長。我們大膽以這個已經放緩了的數據去推算未來四年的私樓需求，未來的四年我們依然需要約93800個單位，與政府93000個的潛在供應比較，供求仍然較為緊張。

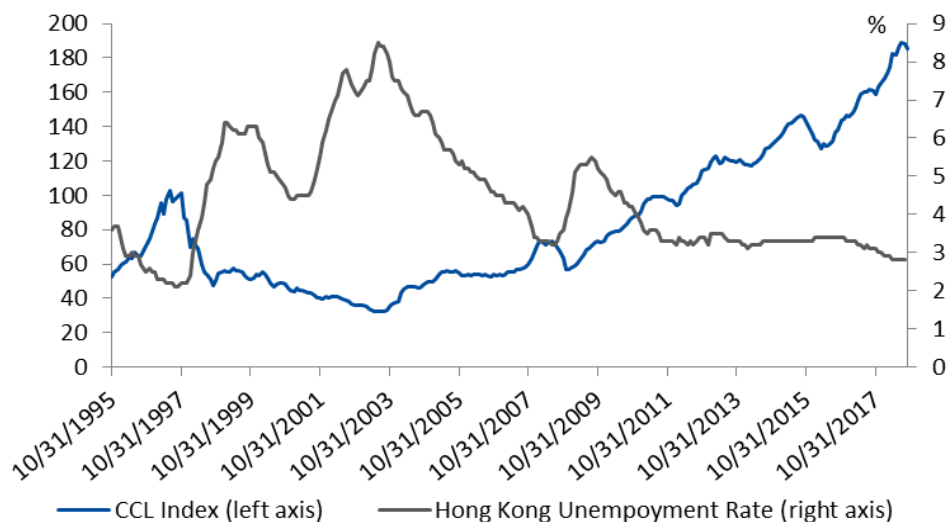
圖表3：香港樓市供求仍然較為緊張



Source: The Land Registry, CCBA Investment Research (As of Sept, 2018)

從經濟來看，香港今年第二季GDP上升3.5%，連續7季高於過去十年平均，勢頭似乎依然向好，我們預期香港經濟全年增幅將介乎3.5%至4%。經濟數據當中，可以從失業率中找線索(圖表4)，因為樓價與失業率一直呈極反向關係，往往失業率持續攀升，樓價會跟隨下跌；然而，目前勞工市場依然偏緊，經季節性調整的失業率維持在2.8%，是逾20年來的最低水平，展望2019年，我們預期失業率依然維持在3%以下的低位。

圖表4：樓價與失業率呈反向關係

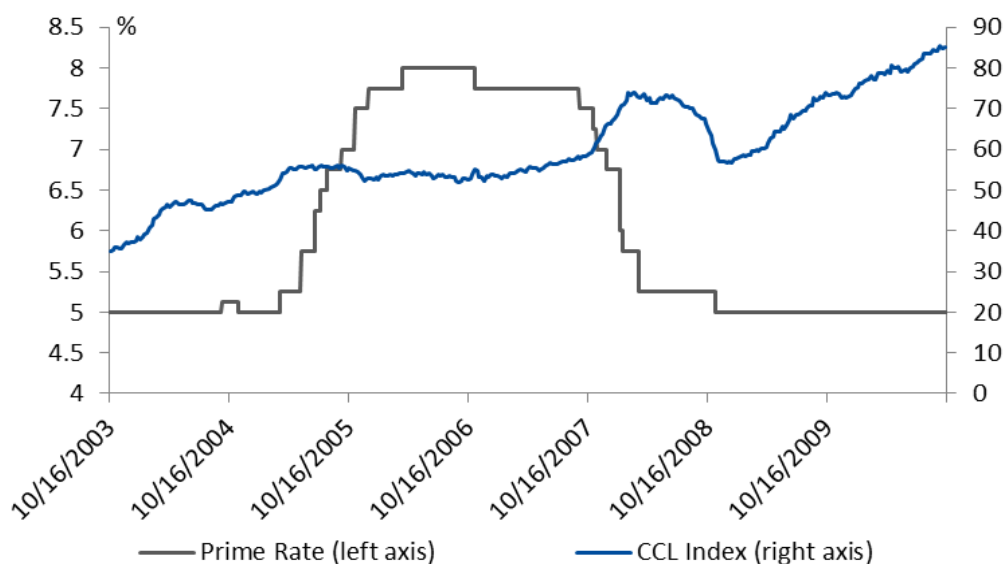


Source: Bloomberg, CCBA Investment Research (As of 10/7/2018)

再來看息口。香港終於在9月踏入加息周期，結束過去12年的低息環境，今次加息，幅度只是0.125厘，並未有跟足美國，對供樓成本影響有限。至於未來的加息速度則仍取決於多項因素，經過了首次加息後，我們見到港元匯價脫離弱方保證邊緣，港元拆息亦有所回落，加上整體銀行體系資金仍相對充裕，香港加息的迫切性不高，就算港銀12月再次跟隨美國加息，整體加息速度仍比起美國，又或者本港對上一次加息周期，即2005年3月至2006年3月的時候，都可能更慢。

回首2005年至2006年(圖表5)，當時的最優惠利率一年內從5%調升至8%，樓價增速雖有所放緩，但上行趨勢並無改變，中原城市領先指數期內，依然錄得約5%的升幅。

圖表5：香港上一次加息周期樓市表現



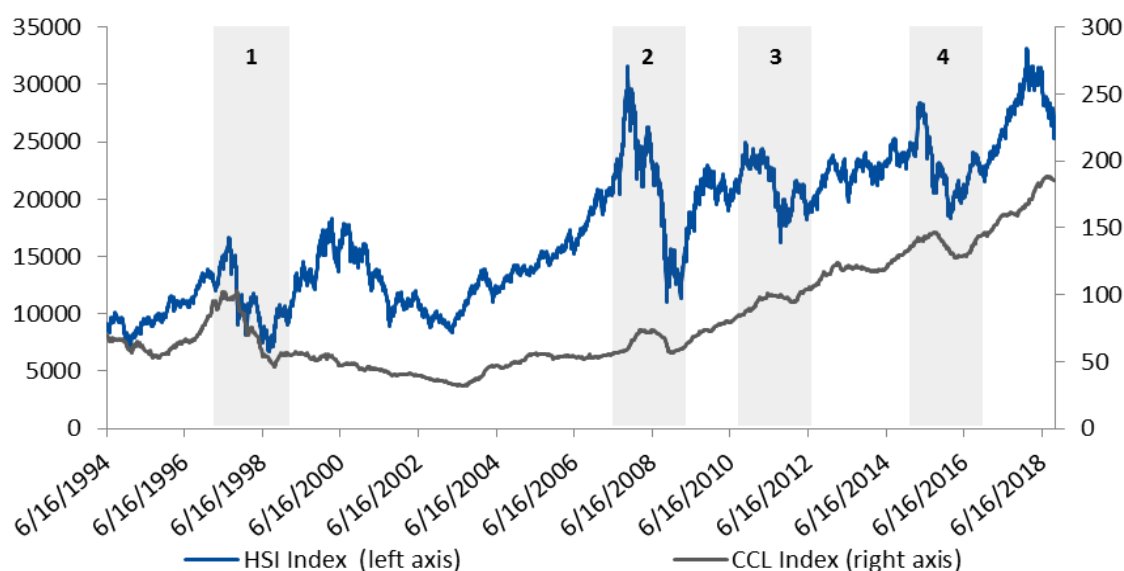
Source: Bloomberg, CCBA Investment Research (As of 10/15/2010)

• 港股走勢或對樓價產生影響

短期內觀察樓價，還需留意港股的走勢。回顧歷史數據會發現(圖表6)，恒生指數與中原城市領先指數的走勢基本相同，看過去四次股市的大跌浪，共24年的數據，我們發現股市與樓市的相關性達0.78，關係性相當強；而且，股市的跌勢每次都領先樓市，如果看平均數是4個月左右，從數據我們亦看到，股市的跌幅往往比樓市大。

圖表6：恒生指數與中原城市領先指數

	HSI Index Peak Date	CCL Index Peak Date	From HSI Index to CCL Index Peak (days)	HSI Index Down	CCL Index Down
1	Aug-97	Oct-97	73	60.1%	55.6%
2	Oct-07	Mar-08	124	65.2%	23.3%
3	Nov-10	Jun-11	209	34.9%	6.5%
4	Apr-15	Sep-15	138	35.6%	13.3%
Average			136	48.9%	24.7%



Source: Bloomberg, CCBA Investment Research (As of 10/16/2018)

財富效應下，股市的回調會影響投資者對其他投資的信心，加上加息帶來的心理影響，樓市短期的確有存在回調的可能。但樓市會否出現大幅度調整，其他內部及外在的因素更為重要。如果大家記得，過去幾次資產價格大瀉都是伴隨著外來衝擊，例如是1997年的金融風暴，同2008年的金融海嘯，嚴重影響經濟及需求，才足以引發樓價斷崖式下挫。展望今年餘下時間，本港樓價顯著下跌機會不大，全年累計或升約一成至一成半左右，假若明年香港及環球經濟繼續穩步擴張，大家對樓市的看法暫時不需要過度悲觀。

免責聲明：

本文件經由中國建設銀行(亞洲)有限公司(「中國建行投資研究及策略部」)刊發，惟僅供參考之用。本文件並不構成、亦無意作為、也不應被詮釋為專業意見，或要約或建議投資於本文件內所述之任何產品、服務、外匯、商品、證券或其他投資產品。

本文件所載資料乃根據中國建行投資研究及策略部認為可靠的資料來源而編製，惟該等資料來源未經獨立核證。本文件表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資意見或保證回報。該等預測及意見為中國建行投資研究及策略部或撰寫本文件的(一位或多位)分析員於本文件刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。本文件並未就其中所載任何資料、預測或意見的公平性、準確性、時限性、完整性或正確性，以及任何該等預測或意見所依據的基準作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾，任何情況下，中國建設銀行(亞洲)有限公司概不就使用或依賴本文件所載任何該等資料、預測或意見直接或間接引致的任何損失承擔任何責任及義務。投資者須自行評估本文件所載資料、預測及/或意見的相關性、準確性及充足性，並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。

本文件所述的投資可能並不適合所有投資者，且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本文件並無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦，亦不會就此承擔任何責任。投資者須基於本身的投資目標、財政狀況及特定需要而作出投資決定，並應有需要的情況下諮詢獨立專業顧問。投資者不應依賴本文件作為專業意見之用。

投資涉及風險，投資者應注意投資的價值可升亦可跌，過往的表現不一定可以預示日後的表現。本文件並非亦無意總覽本片所述投資牽涉的任何或所有風險。投資者作出任何投資決定前，應細閱及了解有關該等投資的所有發售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。

貨幣匯率受多種因素影響，包括國家及國際金融及經濟條件、政治及自然事件的發生。有時正常市場力量會受中央銀行或其他體系所干擾。有時匯率及有關的價目會驟升或驟跌。某些政府可能會在很少或沒有警告的情況下加設外匯管制或其他貨幣政策。該等政策可能對某貨幣的可兌換性有重大影響。人民幣受中華人民共和國政府的管制(例如外匯限制)。此外，人民幣也存在貶值風險。若以港幣或任何其他貨幣兌換人民幣用作投資人民幣計值投資產品，一旦人民幣貶值，閣下其後兌換人民幣贖回款項成港幣或其他貨幣時將承受損失。

編製本文件的研究分析員證實，在本文件表達的意見準確反映彼(彼等)研究分析員的個人意見，而彼(彼等)的薪酬的任何部分過往不曾、現在及將來亦不會與本文件所載的特定推薦或意見直接或間接掛鉤。

本文件內容未經香港證券及期貨事務監察委員會或任何監管機構審核。

透過任何途徑或以任何方式再次派發或改編本文件或其中任何部分，均在嚴禁之列。本文件無意向派發本片即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。在事前未得中國建設銀行(亞洲)有限公司以書面方式表示批准的情況下，不得以任何方式或以任何途徑(包括電子、機械、複印、錄影或其他形式)複製或傳送本文件各部分或將本片各部分儲存於可予檢索的系統。

中國建設銀行(亞洲)有限公司及其聯繫公司可以其名義買賣，可能有包銷或有持倉於所有或任何於本文件所提及的證券或投資產品，並可能就有關交易或服務收取佣金或費用。

本文並非獨立投資研究報告。

© 中國建設銀行(亞洲)有限公司。

本文件由中國建設銀行(亞洲)有限公司(「中國建行投資研究及策略部」)刊發，所載資料乃根據其認為可靠的資料來源而編製，惟該等資料來源未經獨立核證，僅供參考。