

# 2015

## 香港房价分析及预测



Randy.RUAN

2015/6/16

## 目录

1. 房屋土地供给分析
  - 1) 历史
  - 2) 高房价下的社会危机及未来政策预测
2. 房屋需求分析
  - 1) 投机需求
  - 2) 有效需求
3. 总结

## 房屋土地供给分析

### 1. 历史

#### 1) 1997 年前

1984 年中英联合声明时制订每年土地供应少于 50 公顷之限。

#### 2) 1997 年后

##### 董建华时期

董在 97 年推出每年建 8 万 5 千个公屋单位的政策, 俗称 8 万 5, 再加上港币当时升值, 楼市因此崩溃. 楼价急跌令负资产及破产人数攀升, 同时亦影响金融的稳定性以及实体经济, 楼市下跌过快严重影响民生;

##### 曾荫权时期

由于楼价下跌严重影响各方面民生、经济甚至政治, 所以曾荫权时期房地产的施政方针就是把私楼、公屋供应全面压低, 创造回归前的房屋供应的水平, 甚至更低, 以此抬升房价, 详情可见后图“住房供给数目统计”;

##### 梁振英时期

基本延续上一届政府的政策. 房价继续上涨. (见图)



资料来源：中原地产，中原城市指数 CCI

(注：以上部分主要参考格隆汇文章： 一个香港人对香港政局变化的理解。作者：  
叶兆清)

住房供给数目统计:

	私楼	居屋	房协出售	公屋	房协出租	总数
1987	34,375	11,978	365	23,423	1,006	70,141
1988	34,470	8,802	538	29,490	242	73,300
1989	36,485	18,776	1,318	45,043	796	101,622
1990	29,400	16,818	302	32,839	2,795	79,359
1991	33,380	16,826	2,326	23,642	1,294	76,174
1992	26,222	9,804	0	21,190	0	57,216
1993	27,673	10,652	1,107	22,576	710	62,008
1994	34,173	14,973	154	19,848	0	69,148
1995	22,621	4,004	2,200	24,440	0	53,265
1996	19,875	14,868	400	14,559	1,240	49,702
1997	18,202	13,188	3,278	14,946	234	49,614
1998	22,278	12,040	3,978	17,917	0	56,213
1999	35,322	3,320	6,152	9,759	0	54,553
2000	25,790	13,778	3,146	31,806	0	74,520
2001	26,262	23,542	472	46,756	0	97,032
2002	31,052	6,128	1,152	29,817	0	68,149
2003	26,397	0	0	20,390	0	46,787
2004	26,036	320	0	15,148	0	41,504
2005	17,321	0	0	24,682	0	42,003
2006	16,579	0	0	17,153	0	33,732
2007	10,471	0	0	7,192	0	17,663
2008	8,776	0	0	13,726	872	22,502
2009	7,157	0	0	19,050	0	26,207
2010	13,405	0	0	15,389	0	28,794
2011	9,449	0	0	13,672	0	23,121
2012	10,150	0	0	11,186	0	21,336
2013	13,550	0	0	13,114	N/A	26,664
2014	15,820	0	0	14,100	N/A	29,920

资料来源: 香港房委会 (2015)

## 2. 高房价下的社会危机及未来政策预测

### 1) 高房价下香港民众的生活现状:

2011 年香港共有家庭 236 万户，户均人口 3 人，全港总人口 710 万人，其中有 110 万户住在政府提供的公屋(廉租房)和居屋(经济适用房)，占全港家庭的 47%，自己买了商品房的是 85 万户，这 85 万业主中还有 34 万户 (40%) 没还清按揭贷款，处于帮房地产商打工的房奴状态，他们不是真正意义上的业主。全港有能力享有自己物业产权的业主只占总家庭数的 21%。

香港公屋人均只有 10 平米，私人楼人均 15 平方米

2011 年香港房委会按室内面积列出的公屋单位面积百分比

室内面积	占公屋总面积百分比
>40 平方米	18.9%
30-39.9 平方米	46.4%
20-29.9 平方米	21.9%
<20 平方米	12.7%
平均 31 平方米	100%

资料来源: 香港房委会 (2012)

下表则是私人楼（商品房）的单位面积百分比数据

室内面积	占私人楼总面积百分比
>60 平方米	18.9%
50-50.9 平方米	46.4%
40-40.9 平方米	21.9%
<40 平方米	12.7%
平均 49 平方米	100%

资料来源：香港房委会 (2012)

再对比一下家庭收入与支出

香港 2011 年按家庭住户每月收入划分的家庭住户百分比

家庭每户每月收入（港元）	家庭住户百分比	累计百分比
<2000	3.60%	3.60%
2000-3999	5.50%	9.10%
4000-5999	4.00%	13.10%
6000-7999	5.10%	18.20%
8000-9999	12.60%	36.40%
15000-19999	11.20%	47.60%
20000-24999	9.90%	57.50%
25000-29999	7.70%	65.20%
30000-39999	11.40%	76.60%
40000-59999	11.30%	87.90%
60000-79999	5.00%	92.90%
80000-99999	2.50%	95.40%
>=1000000	4.70%	100%

资料来源：香港统计处 (2012)

香港 2009-2010 年家庭住户每月平均开支调查

房屋种类	公屋住户	居屋住户	私人楼	住户中位数
平均每月开支	10,600 HKD	19,300 HKD	28,700 HKD	21,600 HKD
吃住行每月开支	7,300 HKD	1,440 HKD	20,300 HKD	15,200 HKD
吃住行占支出总比	69%	75%	70%	70%

资料来源：香港统计处 (2012)

从数据可以看到，家庭收入中位数与家庭支出中位数几乎接近，即大部分香港家庭只是存活在温饱线的边缘。

(注：以上部分主要参考格隆汇文章：谁是香港真正的统治阶层？——一个跨境投资者对香港政改、港股大机会的深度分析。作者：左龙右鲤)

## 2) 高房价下的社会生态

### 大学生轮候公屋

由于私人楼楼价飙升，令刚毕业的大学生难以承担，所以许多大学生转而甘愿找一份月入 9000 港币以下的工作，冀望以此可以申请到公屋。

下图为近年 18-29 岁公屋申请数字

年份	人数	按年增幅	占同期总比
2011	2.91 万	38.6%	19.1%
2012	4.56 万	56.7%	24.1%
2013	6.03 万	32.2%	26.4%

资料来源：香港房委会 (2014)

为了公屋，这些大学生赌上了自己的未来，宁愿贫穷，

也要有屋住。但又不得不承认，这个是目前状态下他们的无奈之选。由此可见，高房价下的社会价值观正在扭曲。

### 抗议游行

今年的“占中”可以作为社会矛盾加深，冲突加剧的集中体现。自9月28号行动启动开始至12月11日金钟全面清场，历时长达三个多月。波及范围之广，冲突激烈之大，无需再详述：这是一个创了很多个“第一次”的游行冲突，比如，这是1997年以来香港警方第一次用催泪瓦斯进行驱散行动。

虽然此次的游行以反对政改方案为主题诉求，但是可以说这个口号的背后，是香港民众对现时高房价下的生活状态的极端不满：工资的大部分需拿去缴纳房租，其他的生活成本也在随着房租上涨而升高；社会阶层流动性降低，贫者更贫富者更富；便民的设施，商店，茶餐厅迫于高租金压力而逐渐消失。所以，基于此也就可以解释“占中”行动的逻辑---以静坐，抗议，游行，冲突来表达不满，向政府施压改变当前的选举方案，以此改变房价政策，从而解决高房价下所产生的问题。目前，关于政改的争论冲突仍在继续，不管结局怎样，但是有一点不得不承认的是，香港社会在高房价的影响下正在加剧撕裂与动荡。

## 🌈 养老院服务差濒临崩溃

2015年5月，一则“港黑心养老院，老人露天脱光排队洗澡”的新闻震惊全港。随着调查的深入，养老院员工流失率高，护理员很多缺乏专业知识素质，服务态度恶劣，养老院居住环境差等问题随之曝光。但就如一家老人院院长在接受媒体采访时所说，大部分老人都是领综援，而养老院需要承担高额的房租，根本没有钱去聘请高素质的员工和提高硬件设备，养老院的生存情况非常困难。这个情况并非个例，从卓健亚洲，香港一间有参与养老院业务的上市公司，披露的年报中显示：该公司旗下的6间养老院，2011年就已亏损110万，其中一家更因成本上涨而被迫结业。由此可见，养老院业务正在高房租的压力下逐渐凋零。然而养老院业务的萎缩只是高房租压力下香港产业结构恶化的一个缩影。

综上所述，在高房价的压力下，大部分家庭存活在温饱线边缘，社会价值观扭曲，社会加剧撕裂与动荡，产业结构恶化。所有的这一系列危机，必将倒逼政府进行房屋土地的供给政策改革。而根据香港政府的报告，全港已开发土地只占香港面积的17%，这为政策的转向提供了足够的空间。所以，危机对社会稳定的威胁加剧以及足够的政策转向空间决定了香港政府扩大房屋土地的供给是个大概率事件。

## 房屋需求分析

### 1. 投机需求

英国经济学家 D. w 皮尔斯主编的《现代经济学词典》中是这样定义投机的：“投机是指买或卖的活动，其目的是在价格或汇率有变化时，通过买进或卖出来赚取利润。”

在房地产行业，投机者只是为了从房地产价格的变动中获利而买进或卖出房地产，并对房地产本身的使用价值或其盈利能力(租金回报)不感兴趣。下面将从几个方面来分析及预测投机需求的变化。

#### 1) 资产回报率(泡沫指数)

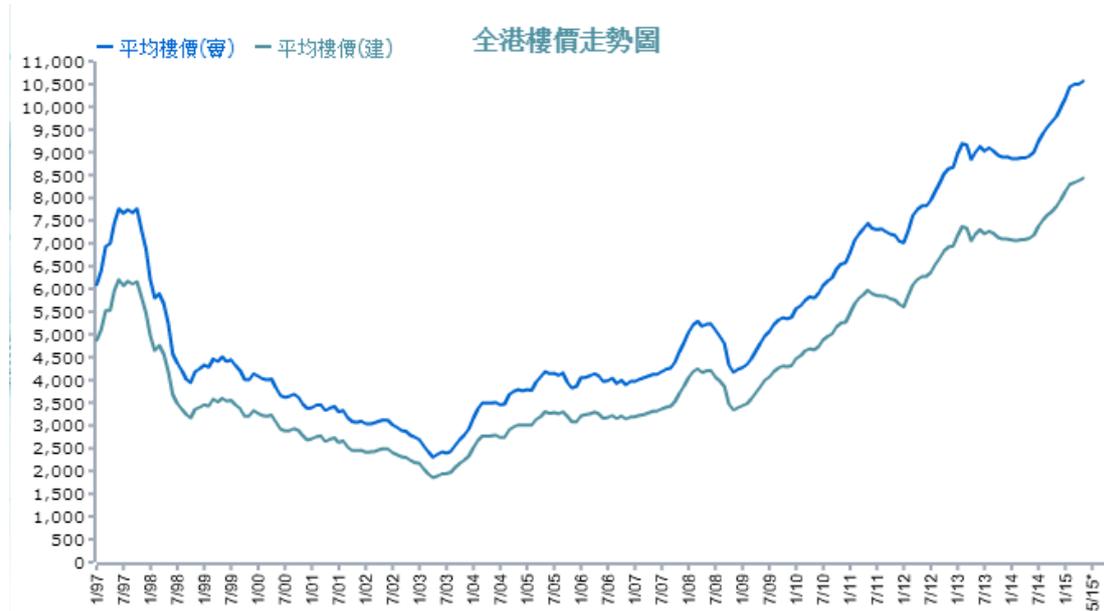
资产回报率=租金/房屋市价。结合公式和投机的定义，可以说该指标可以反映出地产市场的泡沫程度，即数值越低，投机气氛越浓，越高则相反。

下图为全港租金尺均价



资料来源:美联物业数据(2015)

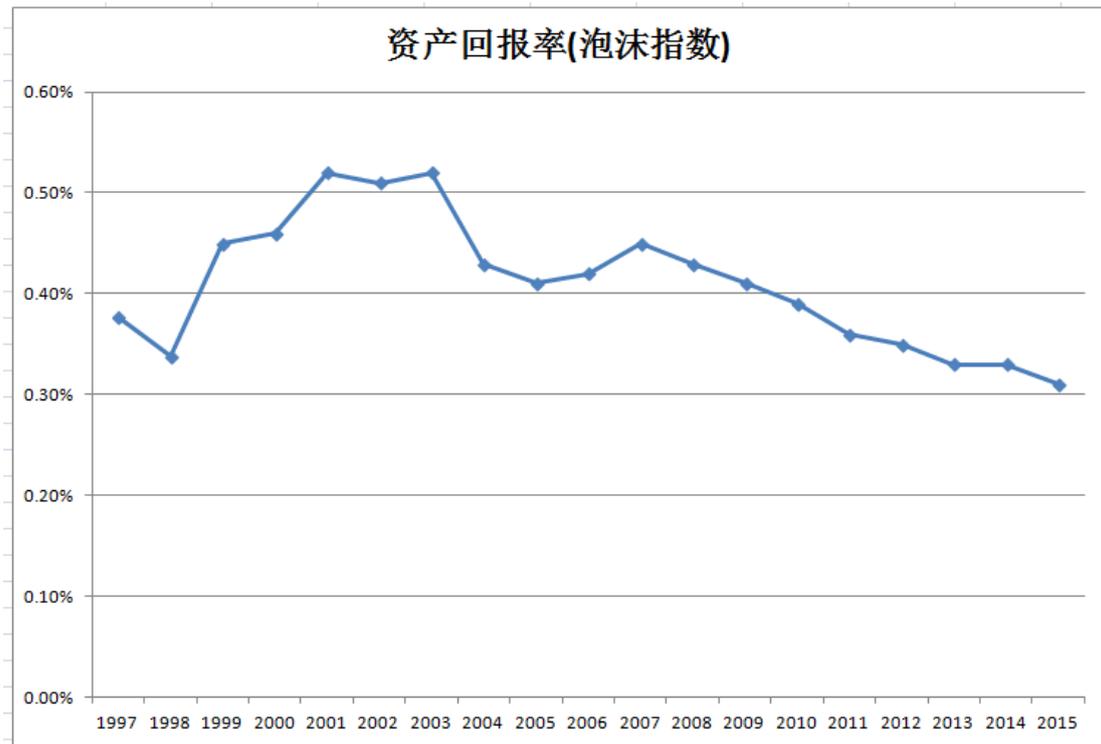
下图为全港楼价尺均价



资料来源:美联物业数据(2015)

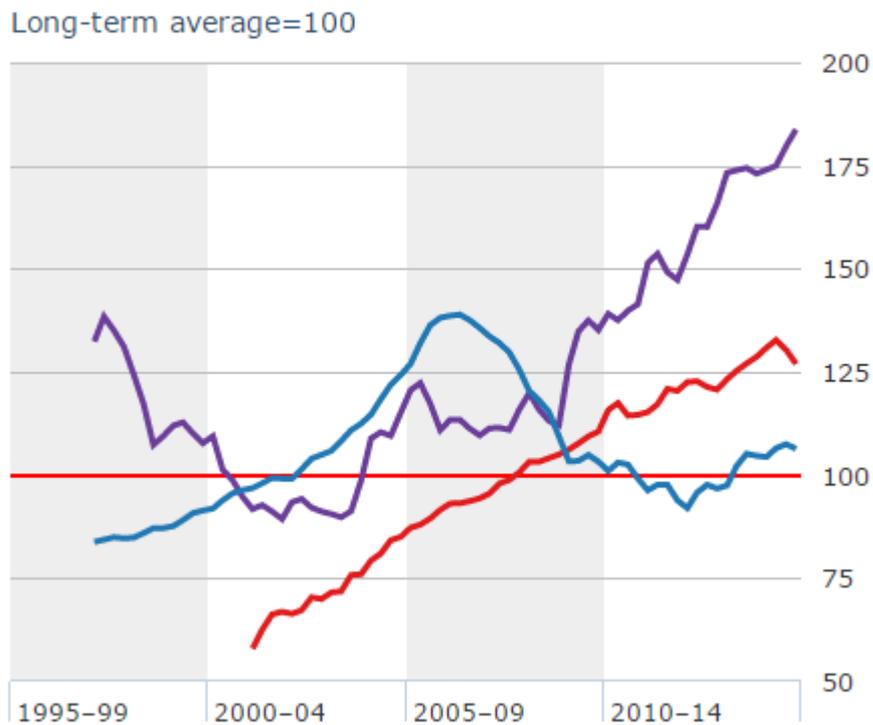
年份	租金 (元/尺)	市价 (元/尺)	比率
1997	18.34	4866	0.38%
1998	16.88	4989	0.34%
1999	15.50	3461	0.45%
2000	15.05	3270	0.46%
2001	14.24	2752	0.52%
2002	12.34	2410	0.51%
2003	11.35	2167	0.52%
2004	10.87	2512	0.43%
2005	12.30	3020	0.41%
2006	13.39	3213	0.42%
2007	14.28	3194	0.45%
2008	17.44	4049	0.43%
2009	14.24	3435	0.41%
2010	17.49	4470	0.39%
2011	19.50	5472	0.36%
2012	19.81	5606	0.35%
2013	23.55	7178	0.33%
2014	23.70	7076	0.33%
2015	25.41	8142	0.31%

资料来源:美联物业数据(2015)



从上面的数据及图表可以看出，自 08 年后，指数一路下滑，目前这个指数目前处于 97 年以来的最低位，即是说当前的楼市处于 97 年以来泡沫程度最高，投机气氛最浓的阶段。

另外，将公式倒过来，泡沫指数的另一种表达方式为：泡沫指数 = 房屋市价 / 房租，同之前相反，如果该数值越大，则说明泡沫程度越高，投机气氛越浓。下图显示了 1997 年至 2014 年底香港，美国，中国的泡沫指数的比较。其中，紫色为香港，蓝色为美国，红色为中国。



资料来源： *The Economist*, Hong Kong Rating and Valuation Office; OECD; Standard & Poor's; Thomson Reuters (2015)

图中可以看出,香港目前的泡沫指数甚至超过了08年的美国  
和14年的中国。

## 2) 利率

关于贷款利率的选择，从摘自渣打银行网页的资料来看，根据各按揭计划的特点，由于 HIBOR 利率一直较低，且相对稳定，所以这里选择 HIBOR 对于利率方面的走势进行分析预测。

### 步驟5：挑選合適按揭計劃

挑選合適的按揭計劃，跟選擇理想的物業同樣重要。立即比較不同按揭計劃的優勢，選擇最切合您需要的方案：

<b>您的情況：</b>	手頭上有資金及有固定儲蓄	首次置業或預算有限(不能負擔4成首期)	可應付還款額的波動	追求較穩定的還款計劃	已於渣打或其他銀行持有按揭
<b>建議按揭計劃：</b>	<b>「置穩息」按揭計劃</b>	<b>「高達9成按揭計劃」</b>	<b>HIBOR按揭計劃</b>	<b>最優惠利率按揭計劃</b>	<b>物業轉按</b>
<b>主要優勢：</b>	節省更多利息  ▼ 以存款獲取的利息直接抵銷貸款餘額，減低按揭利息開支  <a href="#">了解詳情»</a>	理財更有彈性  ▼ 借取高達樓價9成之按揭貸款，大大增加您可負擔的物業選擇  <a href="#">了解詳情»</a>	利息更貼市  ▼ 當香港銀行同業拆息利率處於低水平時，可節省更多利息支出  <a href="#">了解詳情»</a>	更有效控制利息開支  ▼ 享有較穩定的利率  <a href="#">了解詳情»</a>	靈活配合您的不同需要  ▼ 降低還款額、更快還清貸款、綜合債項或騰出更多資金  <a href="#">了解詳情»</a>

资料来源:渣打银行(2015)

下图是香港 3 个月 HIBOR 自 1997 年到 2013 年的走势图



资料来源: 香港金管局(2015)

1983 年香港决定港币同美元挂钩，根据蒙代尔理论，上图的 HIBOR 走势完全符合美国的历次降息加息周期：

2001 年 1 月 3 日—2003 年 6 月 25 日，或连续或间断的 13 次降息，从 6.5% 下调至自 1958 年以来的最低水平 1%；

从 2004 年 6 月开始，美联储担心消费过热，加息，直到 2006 年 6 月才停止；

从 2007 年 9 月开始，为应对日趋紧张的信贷危机以及可能导致的经济衰退后果，美国开始了长达 6 年的 QE，最终于 2013 年底宣布逐步退出 QE。

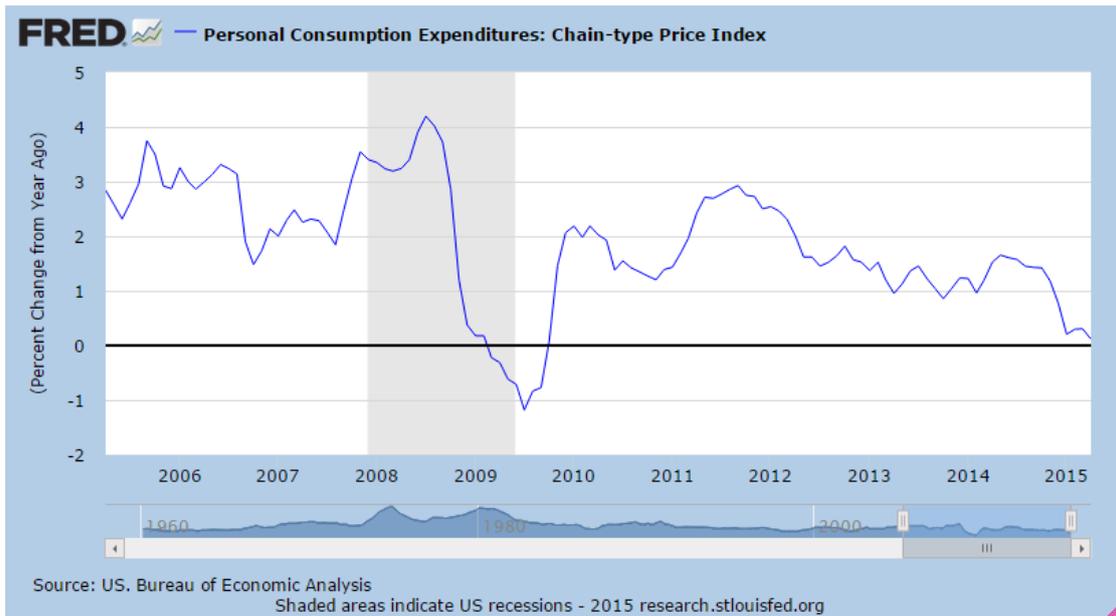
从 QE 时间和图中利率走势可以看出，除 04-07 年利率有所上升外，近十年的货币宽松低利率环境为投机需求创造了巨大的盈利空间：贷款成本低，房屋售价快速上涨。（因为货币多，所以贷款利率低；房屋本身价值未变，但货币量增多，所以价格上涨）

所以综上所述，美国是否会加息以及大概的时间点是影响香港 HIBOR 的关键因素。下面进行具体分析。

美国加息降息由美联储决定。而影响美联储加息降息决策的因素为美国的通胀率和就业率。

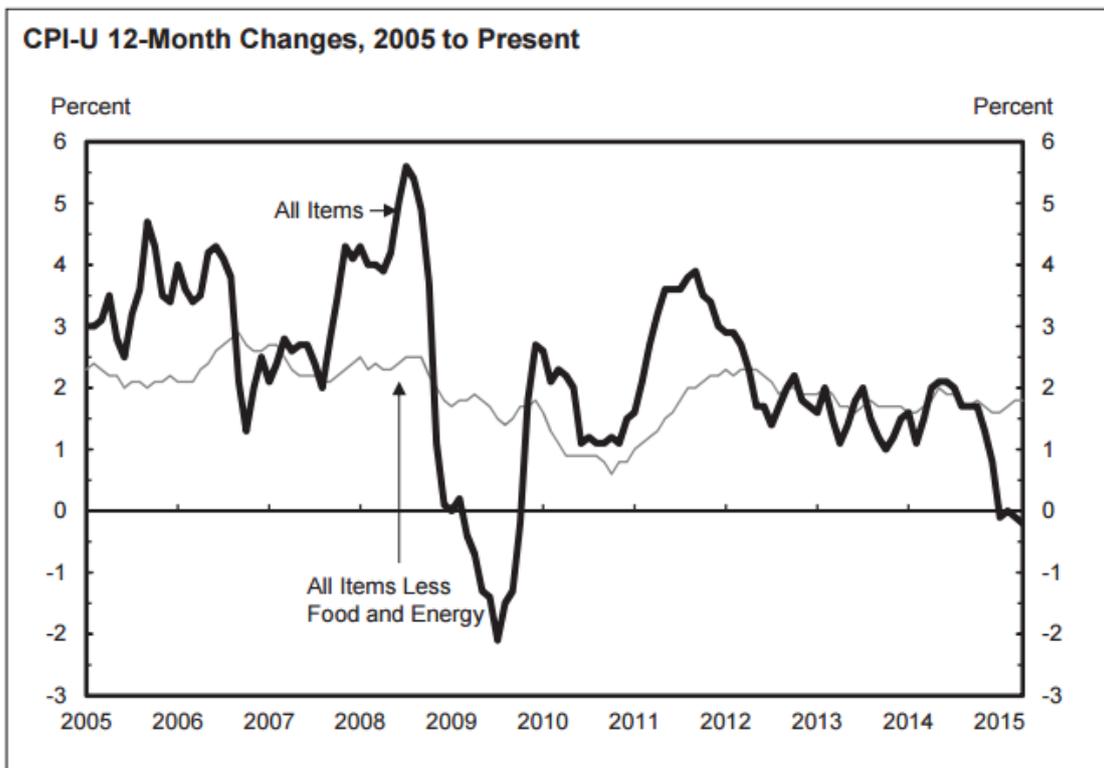
#### a) 通胀率

从 2000 年开始，美联储开始倾向于从 CPI 到 PCE 转变——美国公开市场委员会(FOMC)不再公布他们对 CPI 的预期，并开始以 PCE 的方式呈现他们对通胀前景的看法。



资料来源：US Bureau of Economic Analysis(2015)

当然，CPI 作为传统的衡量通胀的指数，仍然具有重要的指导意义。下图为美国劳工处发布的自 2005 年到 2015 年 4 月的通胀数据表。



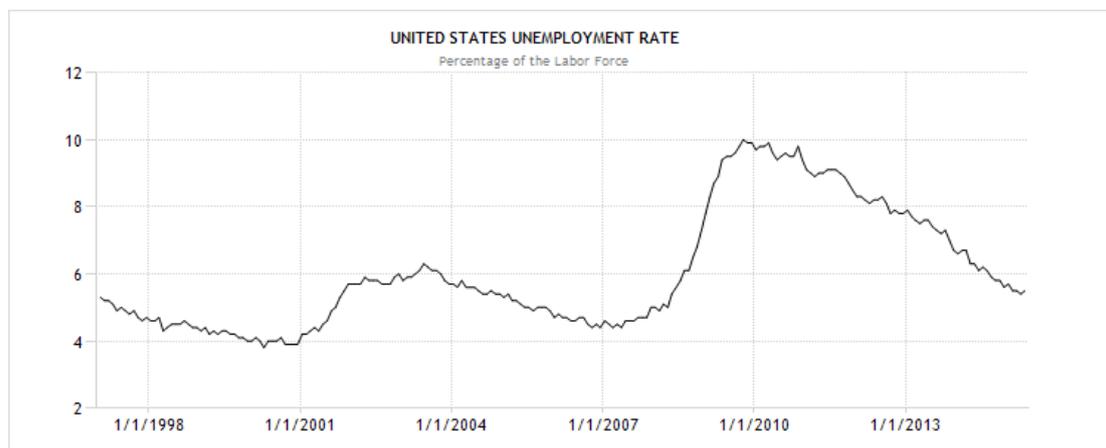
资料来源：Bureau of Labor Statistics (2015)

资料显示，美国 4 月未季调 CPI 年率为-0.2%，季调后 CPI 月率位于 0.1%，核心 CPI 上涨 0.3%，达到 1.8%（扣除能源及食品外的核心生活成本）

综合以上两个数据，虽然 PCE 指标处于相对低位，但核心 CPI 已达 1.8%。

#### b) 失业率

由美国劳工部公布的非农部门失业率也是美联储货币政策调整的重要考量因素。



资料来源：Bureau of Labor Statistics (2015)

根据最新的劳工部报告，5 月的非农失业率为 5.5%，已是 2008 年 5 月以来的最低。多数分析评论表示，这个最新数据有利于有助于美联储恢复信心，相信美国经济仍处于扩张的正轨。

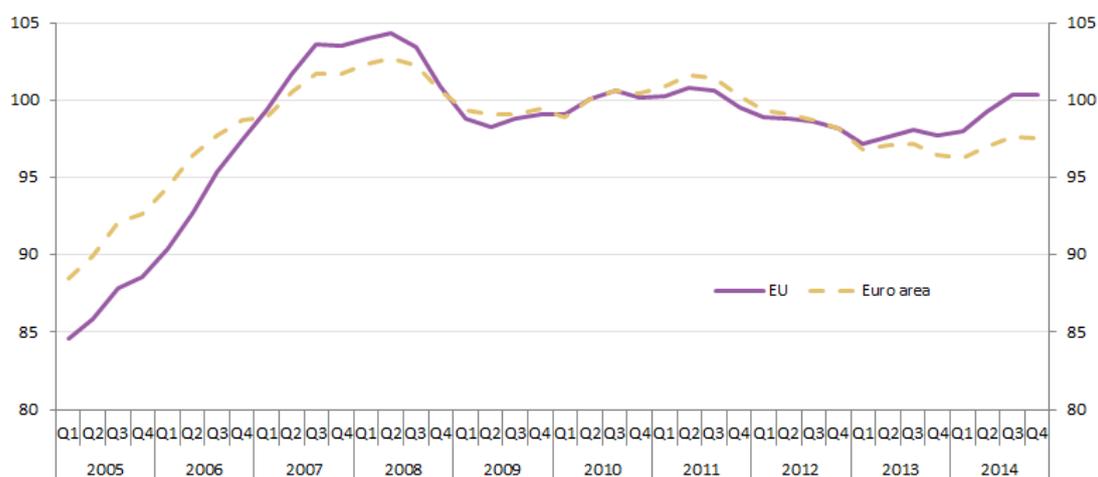
综上，除 PCE 指标暂处于相对低位，核心 CPI 及非农失业率数据表现都增大了美联储年内加息的可能性。目前从市场和美联储的发言来看，此次加息大概率或于 9 月，或

于年底。

随着美国退出 QE, 加息周期预期临近, 所以香港 HIBOR 走势可以预测为大概率于今年年底开始上升。然后, 流动性收紧, 信贷成本上升, 货币量减少, 即从这个角度讲, 房屋价格将面临下跌压力。

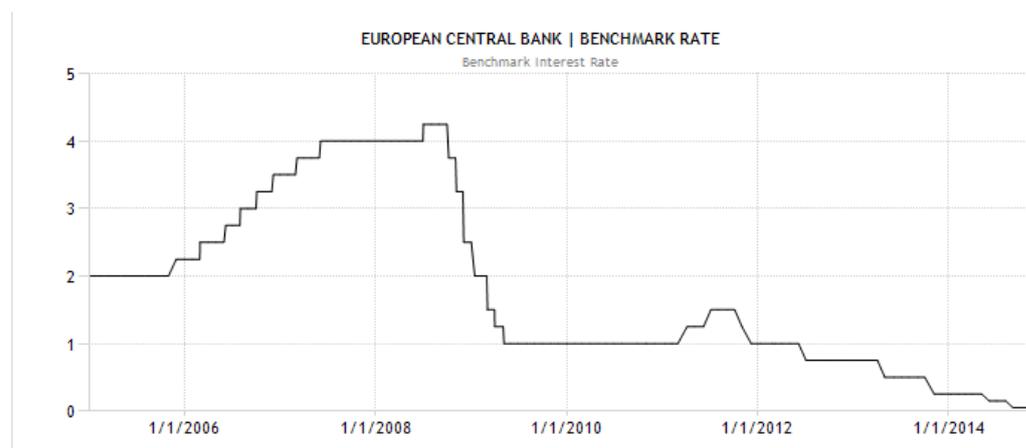
### 3) 与其他地区房地产投机预期收益率比较

下图是欧洲地区自 2005 年到 2014 年的房价指数。



资料来源: eurostat (2015)

下图则是欧洲 2005 年至 2014 年利息走势图。



资料来源: World bank (2015)

2014 年，在疲软的经济数据的压力下，欧洲央行宽松政策再度加码，开启了“宽松时代”。2015 年 1 月 22 日晚上，欧洲央行行长德拉吉（Mario Draghi）宣布扩大资产购买规模，从 3 月起每月购买 600 亿欧元资产，直至 2016 年 9 月或者通胀回升至 2%左右为止，这意味着购债规模至少扩大 1.14 万亿欧元。欧版 QE 正式启动。

下图是欧洲地区的 CPI 指数

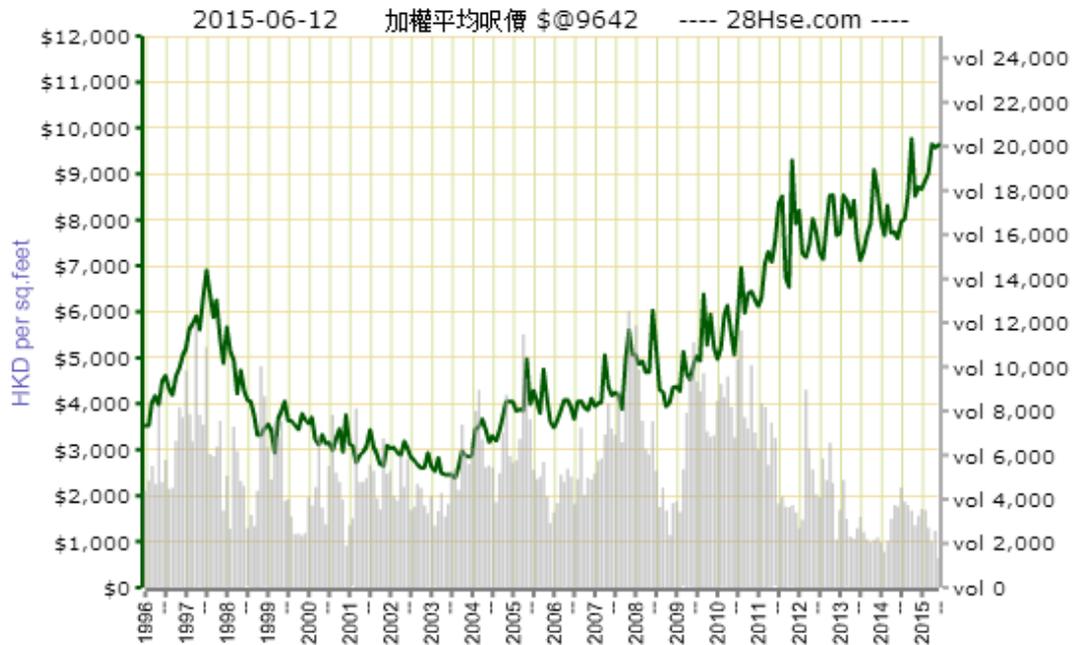


资料来源：eurostat (2015)

根据最新的报告显示，欧洲 5 月的通胀指数为 0.3%，通缩阴影仍在，货币宽松仍将继续的概率较大。即利率将维持低位，货币量增大，且降息周期才刚刚开启，这个将为房屋投机需求创造出巨大的盈利空间。而与此相比，香港方面却由于美国加息周期临近，面临流动性收紧，利率预期上升。即可以推论，房价投机预期收益率欧洲地区将大幅度跑赢香港是大概率事件。所以，这将吸引投机需求的资金从香港逐步转移到欧洲。

#### 4) 技术 (市场情绪) 分析

下图是香港 1996 年至 2015 年房价及交易量的图表数据。



资料来源：28house (2015)

为了方便说明，我们在图形中加两条趋势线：



资料来源：28house (2015)

两条趋势线的背离，说明随着价格的升高，迫使交易意愿随之下降。从图中数据可以看出，2014年的交易意愿已经降到了历史低位。而交易意愿的持续下降必将停止以及扭转房价上涨的趋势。而且，值得注意的是，这次两条趋势线的背离幅度非常之大。

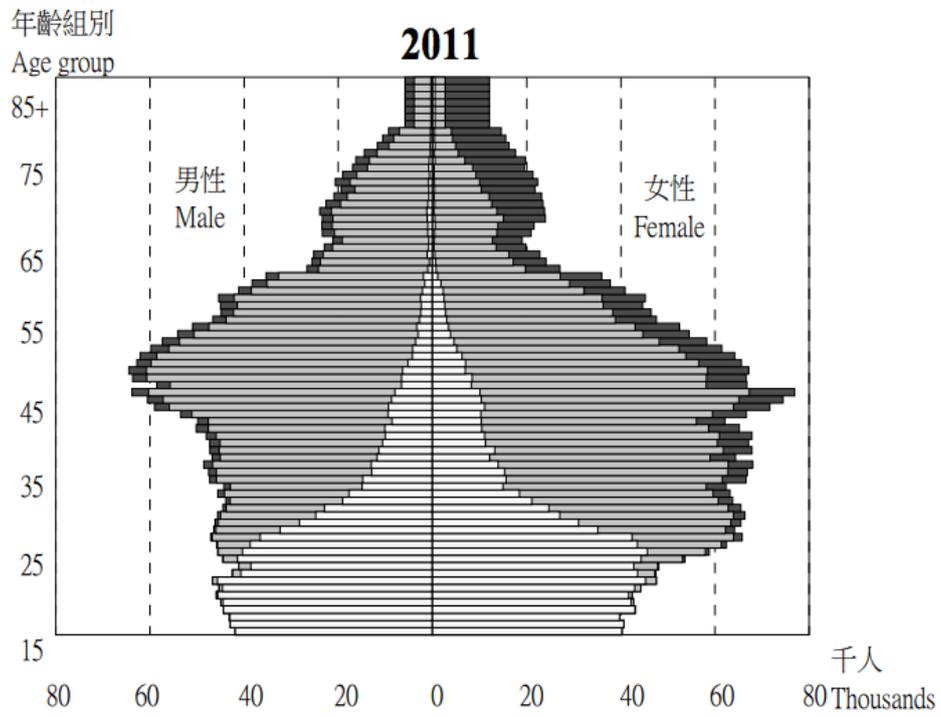
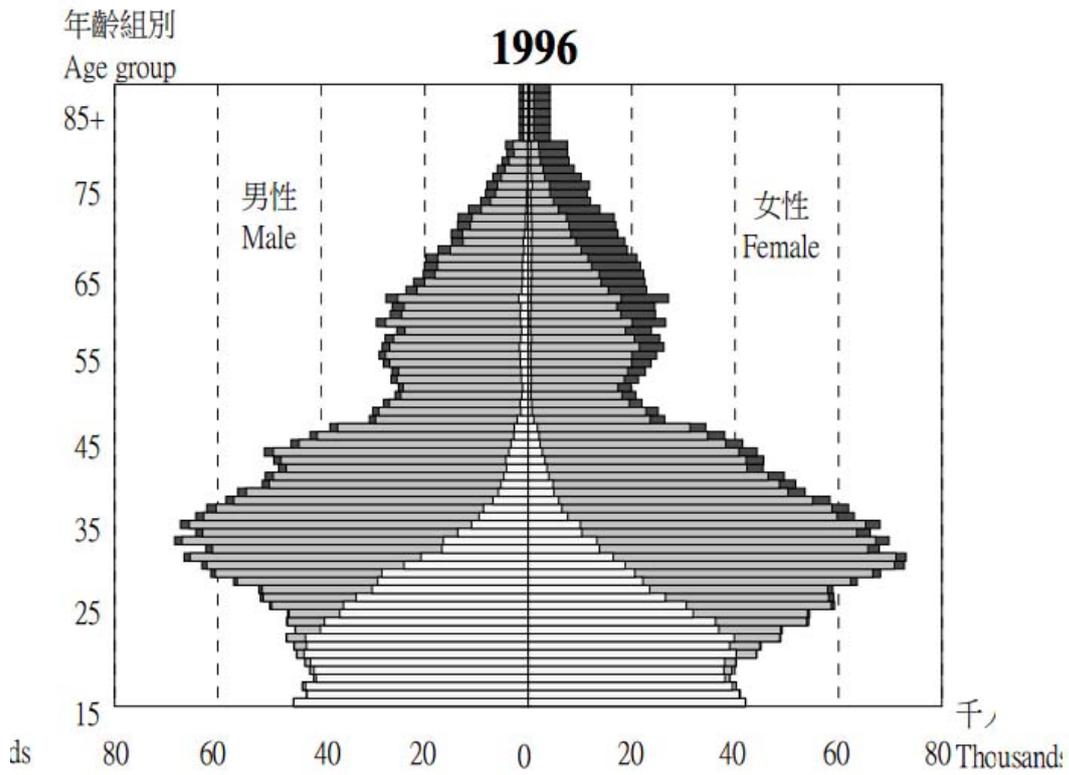
## 2. 有效需求

在本篇文章中，有效需求泛指除投机需求以外的需求。粗略一点讲，香港对这类需求的俗称为“上车盘”需求。

下面从人口结构和房价收入负担比来分析这类需求。

### 1) 人口结构

下面是香港统计处发布的1996年及2011年人口结构图



□ 從未結婚 Never married	■ 已婚 Now married	■ 喪偶/離婚/分居 Widowed/Divorced/Separated
-------------------------	---------------------	------------------------------------------

资料来源：香港统计处（2012）

从图中可知，人数最多年龄段已经从 28-38 岁上移到 45-55 岁。同时结合结婚人数的对比，可以知道 2011 年的上车盘需求量少于 1996 年，而且香港逐步向老龄化社会靠近，所以可以预计，这个上车盘需求的相对降低趋势还将继续。

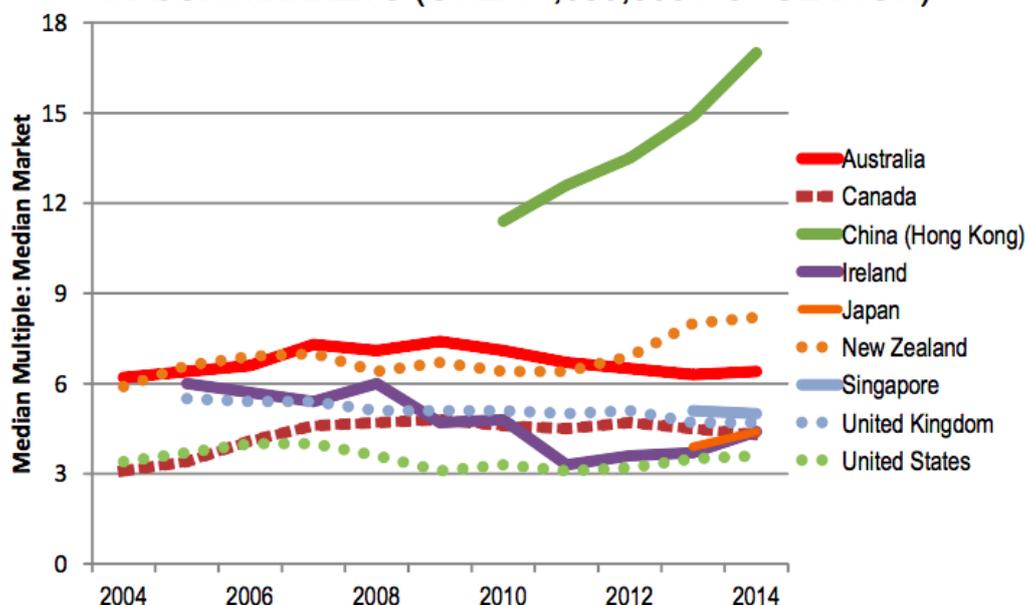
## 2) 房价/收入负担比

纽约大学最近发布 Demographia International Housing Affordability Survey: 2015，该调查覆盖了主要发达国家及地区房价/收入负担比。

下图的解释说明，如果房价/收入的比值高于 4.1，则被认为负担较重，而高于 5.1 则被定义为非常极端的高负担。

Rating	Median Multiple	Major Markets (Number)	All Markets (Number)
Affordable	3.0 or Less	14	98
Moderately Unaffordable	3.1 to 4.0	27	119
Seriously Unaffordable	4.1 to 5.0	20	75
Severely Unaffordable	5.1 & Over	25	86
<b>TOTAL</b>		<b>86</b>	<b>378</b>

## Housing Affordability: 2004-2014 MAJOR MARKETS (OVER 1,000,000 POPULATION)



资料来源：Demographia International Housing Affordability Survey: 2015, New York University. (2015)

由图可知，香港远远高于其他市场。按照 2011 年家庭月收入 20000-25000 港币，房屋市价 5472 港币/尺。一套 400 尺(40 平方米) 房屋，贷款 60%，首付金额为 875,520 港币。按照之前的数据，家庭吃住行花销比例中位数是 70%，则如果将剩余 30% 收入全部存入银行，则可以得出至少需要接近 10 年才能储够首付款。所以，个人来说，这个数值直接提高到了 20 年。另外，从上图 housing affordability 可知，家庭/个人房屋首付所需储蓄的时间在之后房价飙升的阶段中，早已超过了 10 年/20 年，并且在不断加长。而明显，当有效需求（上车盘）筹备购房首付所需时间的拉长，有效需求就会呈现出逐年递减的趋势。

## 总结

供给方面：

社会危机对政权威胁的加剧以及足够的政策转向空间极大地提高了供给上升的概率

需求方面：

投机需求面临以下压力：资产回报率下降，利率上升资金流动性收紧，欧洲地区房地产预期收益率大概率高于香港，房价上升压力下交易意愿下降。这些都将压抑甚至迫使投机需求减少。

有效需求方面，受人口结构变化和低收入高房价的压力，有效需求也将大概率减少。

所以，供给大概率上升，需求大概率减少，所以房价下跌是大概率事件。