



新冠狀病毒肺炎下 香港房地產市場前景展望

中銀香港研究產品系列

高級經濟研究員蔡永雄

- 中銀經濟月刊
- 中銀財經述評
- 中銀財經速評
- 離岸人民幣快報



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

2020 年初，新冠狀病毒肺炎爆發，令人聯想到 2003 年香港受到非典型肺炎的衝擊，當時香港住宅樓價從 1997 年高位連續六年下跌至 2003 年中的低位，累計跌幅達到 66.2%，故擔心是次新冠狀病毒肺炎會否也導致樓價出現大幅下跌，並對整體經濟和銀行業等帶來嚴重的負面影響。本文嘗試與 2003 年非典型肺炎期間樓市大調整作一比較，並在目前新冠狀病毒肺炎下，對香港房地產市場前景作出展望。

一、2003 年香港房地產市場正處於長期調整期的尾聲

在香港房地產發展史上，住宅樓價錄得超過兩成跌幅的時期僅出現過兩次。第一次是 1981 年三季度至 1984 年三季度，當時中英聯合聲明尚未簽署，聯繫匯率制度亦未建立，且香港面對 1997 年回歸祖國的前途問題，導致信心危機，促使匯率和資產市場出現大幅調整，故在該三年期間住宅樓價下跌了近三分之一。第二次時值 1997 年資產泡沫爆破和亞洲金融風暴，香港經濟陷入多年調整。在亞洲地區貨幣大幅貶值下，香港實行聯繫匯率制度，無法透過匯率貶值來提高競爭力，經濟調整的壓力便需要透過內部遏抑成本和提高生產力等方法來得以恢復，導致失業率上升、以及物價、工資和資產價格下跌，拖累樓市出現長達六年的調整，在 1997 年高峰至 2002 年底住宅樓價已下跌了 62.5%，於 2002 年底的按年跌幅仍達到 12.6%，後在非典型肺炎的外在因素進一步打擊下，樓市調整進一步擴大至 2003 年中按年下跌 17.6%，累計跌幅達到 66.2% 才真正見底。當年住宅樓價長年下跌主要是資產泡沫爆破，香港經濟需要多年調整才能恢復競爭力的結果，非典型肺炎只是延長該調整期的一個因素。

作者：蔡永雄

E-mail:
rickychoi@bochk.com

Tel: 28266976

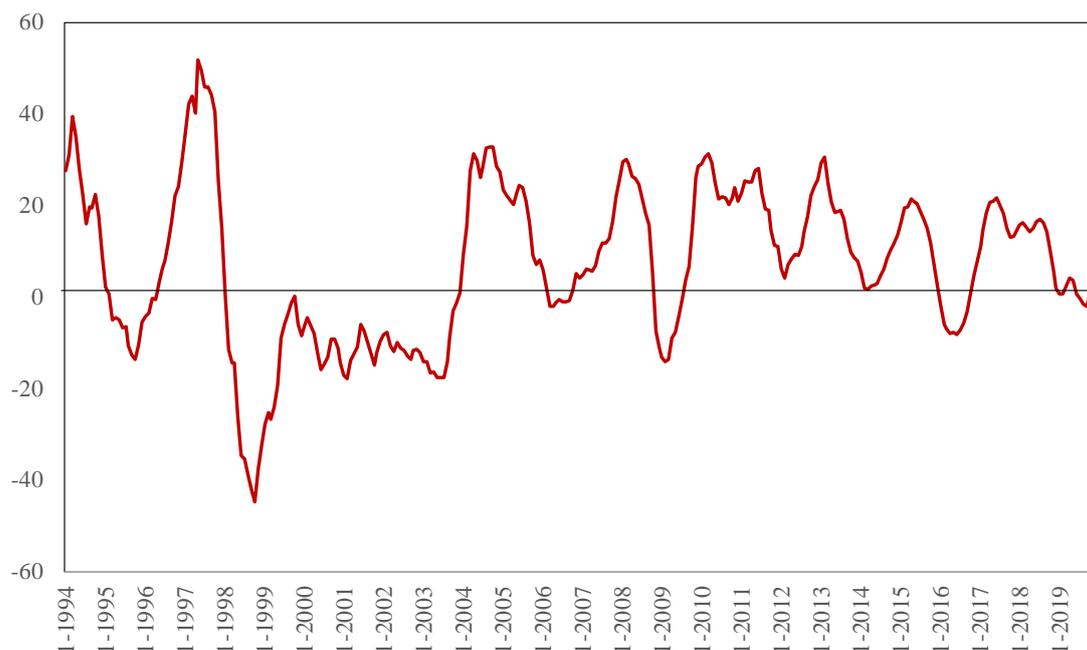
聯系人：陳珍珍

E-mail:
ccchan@bochk.com

Tel: 28266208

除了上述兩次大規模調整外，即使香港經濟和樓市面對不同的挑戰，如 2009 全球金融海嘯、政府推出多輪需求管理及金管局審慎按揭貸款措施等，香港住宅樓市的調整幅度亦甚為有限，只有數個百分點至最多不超過兩成。因此，只有上述 1981 年三季度至 1984 年三季度，以及 1997 年高峰期至 2003 年中兩次，香港住宅樓市才錄得超過兩成的大規模調整。

香港私人住宅價格(按年%)

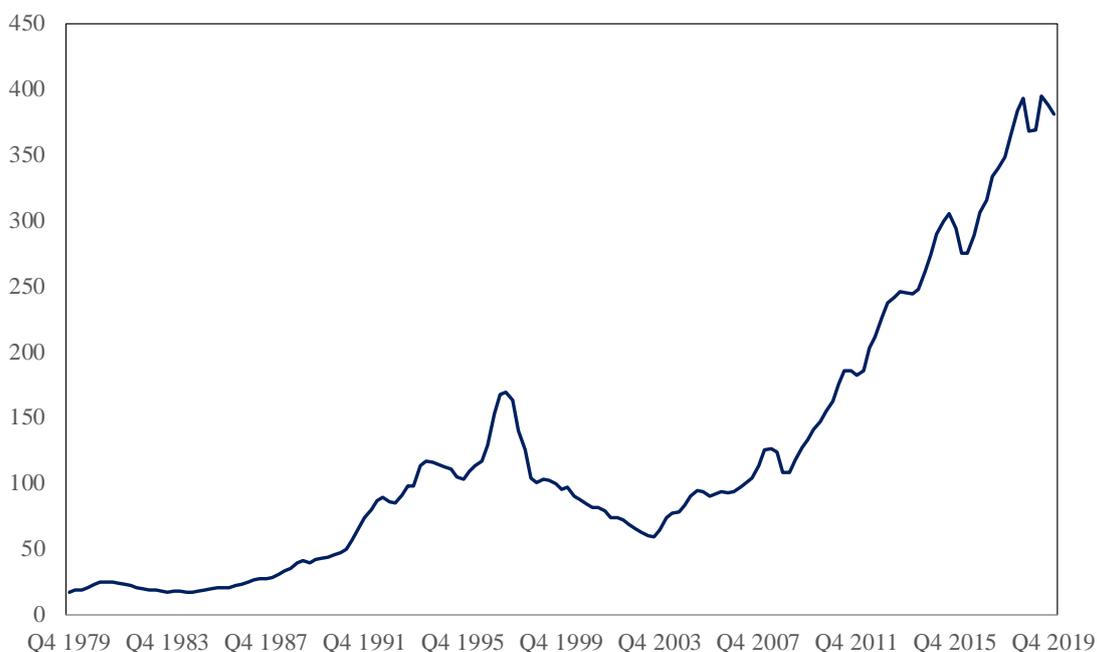


二、多項因素推動 1997 年後樓市出現長達六年的調整

回歸前香港經濟和樓市一片樂觀情緒，形成只升不跌的預期。在 1980、1990 年代，香港經濟處於快速增長階段，1988 年至 1997 年的十年期間香港經濟名義年均增長率達到 12.7%，失業率於 1990 年代初更長期維持於 2% 左右的低位，加上後過渡期的樂觀氣氛、住宅供應相對有限（1993 年至 1997 年的五年期間，每年平均供應量只有 24,500 個單位，較 1988 年至 1992 年的五年期間，每年平均供應量 32,000 個單位減少了 23.4%，相當於每年 8,500 個單位），以及相對寬鬆的按揭貸款準則（當時住宅按揭貸款成數可高達七成，按揭成數沒有對自用或投資物業而有所區別，貸款人亦無需通過假設息率上升的壓力測試等）和政府尚未實施大部分打擊短期物業炒賣的監管措施（如沒有限制炒賣樓花，或以公司名義買入樓花等）下，香港住宅樓價連續多年錄得大幅增長，於 1988 年至 1997 年的十年期間住宅樓價平均每年上升 20.0%，相當於每 3.6 年樓價便會翻倍，增幅高於年均

名義經濟增長率達到 7.3 個百分點，故逐漸形成了樓價只升不跌的預期。因此，若以市民的置業購買力（即面積 45 平方米單位的按揭供款相對住戶入息中位數（不包括對於公營房屋的住戶）的比例）來作比較，1997 年中曾創下記錄高位的 93%，較 2019 年第三季度的 73% 還要高，足以反映當時資產泡沫巨大的情況。

香港私人住宅物價指數(1999年=100)



多項因素導致香港住宅樓市曾陷入長達六年調整。首先，香港經濟自 1997 年第三季起便受到亞洲金融風暴的打擊，不單亞洲區貨幣大幅貶值嚴重影響香港經濟的競爭力，港元聯繫匯率也受到衝擊，香港銀行需要在經濟不景時上調利率，最優惠利率從 1997 年初 8.5% 一度上升至 1998 年 1 月的 10.25%，隨後 1999 年香港銀行亦跟隨美國聯儲局加息，直至 2001 年利率才逐漸回落。由於香港的按揭貸款大多是以浮動利率計算的，故按揭還款金額亦會因為利率上升而有所上調，加大貸款人的還款壓力。同時，香港經濟陷入多年的調整，不單金融市場大幅下跌，更觸發了裁員和企業倒閉潮，1998 年香港經濟的名義增長率亦錄得 4.7% 負增長，大大削弱了市民對住宅樓市前景的信心。

再者，當時貸款人的財政狀況遠較目前為弱，大部份購買一手住宅樓花者均會選擇建築期付款，只需支付一至兩成訂金，於長達一、兩年的建築期間便無需承做按揭和進行供款，他們大多是希望在建築期內轉手獲利，而非希望在物業落成後承做按揭買入物業作長期持有。部份人甚至會買入數個一手住宅樓花，希望於短期內獲利，他們根本

沒有足夠的財政實力為購入的所有單位承做按揭。因此，當樓價下跌時，這些買家便無法於短期內將物業轉手，部份需要承做按揭完成物業成交，每月的按揭供款則為他們帶來沉重的負擔；部份甚至沒有足夠財政實力承做按揭，故需要急於放售單位，止蝕離場，繼而加速了樓市的調整。

第三，特區政府第一份施政報告於1997年10月6日宣讀，當時特區政府為房屋問題定立了三個主要目標：一、每年興建的公營和私營房屋單位不少於85,000個；二、在十年內，全港七成的家庭可以自置居所；三、把輪候租住公屋的平均時間縮短至三年。為配合上述房屋政策，特區政府公布了一項五年賣地計劃，包括在1999年3月前提供120公頃土地興建私人住宅，並在其後的三個財政年度，供應260公頃私人住宅土地，另外政府會再供應大約285公頃土地作興建公營房屋，令公私營單位數目於1999年起便可達成每年興建超過85,000個單位的目標。在市場預期房屋供應大增的前提下，住宅樓市的調整難免進一步加劇。從1997年10月住宅樓價的高位起計，隨後三個月、六個月或一年的樓價跌幅分別達到16.9%、22.3%和44.7%。之後，香港經濟陷入低迷（除了科網熱潮曾短期擴張），失業率持續上升至2002年7.5%，並連續六年錄得通縮，帶動住宅樓市陷入多年調整，從1997年高峰期至2002年底住宅樓價累計下跌了62.5%，於2002年底仍錄得按年12.2%的跌幅。

因此，非典型肺炎只是加劇當時樓市調整的一個外在因素。經過數年的經濟和住宅樓市調整後，香港於2003年2月起爆發非典型肺炎疫症，疫症維持了四個多月至6月底才逐漸消散，不單經濟於2003年二季度再次陷入衰退，失業率更進一步升至8.5%的歷史新高，住宅樓價的跌幅也於2003年7月進一步擴大至按年17.6%，即從2003年2月至7月期間住宅樓價跌幅約為7.9%，從1997年高峰至2003年7月的低位住宅樓價合共調整了66.2%，隨後樓市便逐步開展了十多年的升軌。

三、預期新冠狀病毒肺炎亦只是影響樓市的其中一項因素

現時香港經濟和住宅樓市的形勢並不樂觀，新冠狀病毒肺炎料帶來進一步打擊。香港經濟既受到中美貿易爭端帶來的外圍不確定性，也受到本地社會事件和示威活動引發的內部衝擊影響，目前更受到新冠狀病毒肺炎已對多項經濟活動構成嚴重干擾，例如跨境人流和交通班次大幅減少、中小學和大專院校長期停課、以及政府和大型機構員

工在家工作的安排等，相信今年一季度至上半年的經濟表現將有較大機會持續陷入負增長，部份企業或會倒閉，甚至裁員，失業率勢將進一步上揚。在這一背景下，市民買樓置業或投資的積極性勢將受到影響，原來預期新春假期後住宅樓市或會轉趨活躍的情況料會落空，住宅物業交投將錄得大幅收縮，一些希望出售物業的業主或有需要較大幅減價才能售出物業，預期今年上半年住宅樓市表現將延續去年下半年逐漸從高位回落的趨勢。

然而，新冠狀病毒肺炎對經濟和樓市的影響一般只限於疫情擴散的數個月，並帶來短暫和沉重的打擊。待疫情逐漸受控後，經濟和樓市表現料將逐步復甦。2003年非典型肺炎爆發的2月至7月期間，住宅樓價下跌了7.9%。以目前疫情仍在發展之中，目前難以斷定什麼時候疫情才能結束，較樂觀的預測是疫情對經濟的影響只集中於1.5個月、基本情景料對經濟帶來3個月的影響，悲觀情景則對經濟帶來長達6個月的打擊。因此，對住宅樓市的影響也會因為不同情景而有所不同。

目前，香港住宅樓市所處的調整期、所受影響因素與2003年有所不同。相似之處是現時香港經濟也陷於負增長，2019年經濟實質收縮了1.2%，與1997年至2003年間香港經濟持續多年調整的情況一致，但不同之處則是2003年時香港經濟經的調整已經是第六年，競爭力正逐漸恢復，處於築底回升的階段。可是，2020年香港經濟仍處於內憂外患之中，不單中美貿易爭端尚未完全解決、內地經濟也受疫症影響而面對較大的下行壓力，反修例風波引發的社會事件和示威活動亦尚未完全平息。即使沒有新冠狀病毒肺炎的影響，今年香港經濟和住宅樓市也會面對一定的下行壓力。再者，相比2003年初，當時住宅樓價已較1997年的高峰期下跌了62.5%，資產泡沫大為壓縮，但目前住宅樓價僅較2019年5月的高位回落4.6%，仍處於歷史高位附近，勢將較易受到經濟表現或疫情的影響而顯著波動。

此外，香港住宅樓市所受調控措施、利率環境和供求情況也與2003年不盡相同。無疑，今年上半年香港住宅樓市將面對一定的下行壓力，惟出現崩盤式大幅下跌的機會相對較低，主要原因如下。首先，過去數年特區政府推出了多輪需求管理和金管局審慎按揭貸款監管措施，大大收窄了物業投資者的光譜，如透過需求管理措施（即徵收不同類別的印花稅）壓縮海外、公司、短期炒賣和長期投資物業的需求，並透過金管局的審慎按揭貸款監管措施對按揭貸款人的財政狀況有較嚴謹要求，如下調自住物業按揭成數至六成（1,000萬港元以上物業

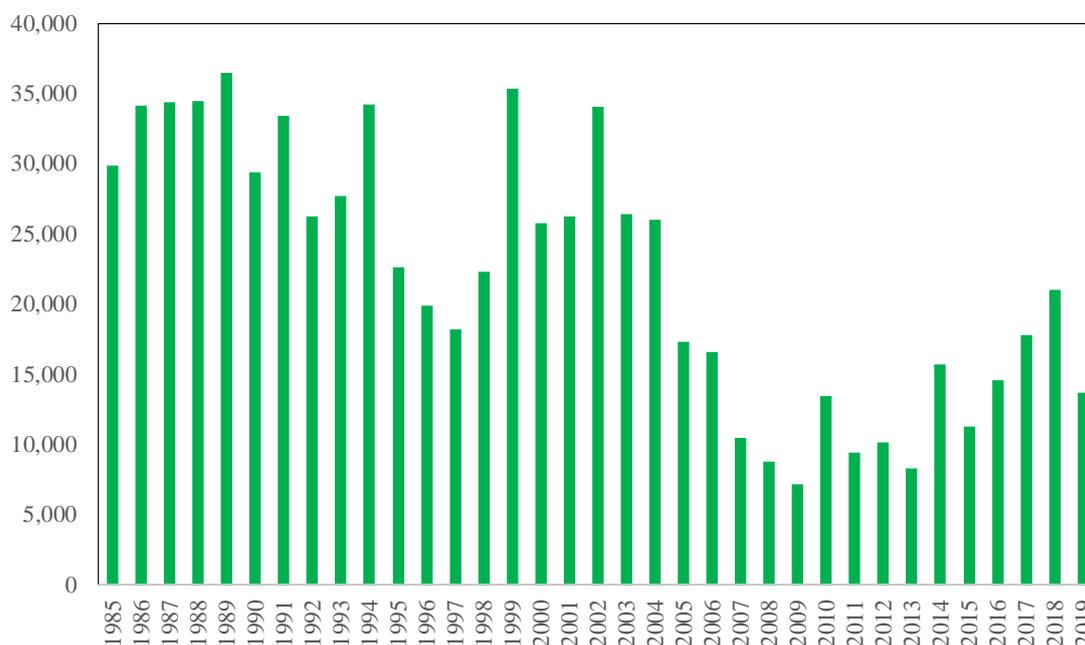
的按揭成數更下調至五成)、投資物業的按揭成數下調至五成、對貸款人的收入來源等作詳細評估,以及假設利率上調 3 個百分點作壓力測試,令能夠成功買樓置業和投資的人士必須具有較強的財政實力。這些措施杜絕了以往曾經炒賣多套樓花、短期買賣物業、以及買入多套住房作長期投資的需求。因此,近年購入物業的人士均有較佳財政狀況,令出現短期資金不足而需要減價買樓的個案大幅減少,且不會輕易出現斷供物業的情況,再加上按揭成數較低,即使樓價輕微下跌,也不會如 1997 年高峰期過後出現大規模負資產按揭的個案,故現時住宅樓市和按揭貸款人的財務狀況均較 1997 年高峰期時穩健。

第二,港元利率環境料將長時期低企。在全球金融海嘯過後,主要央行均大幅下調利率至零息,甚至負息水平,並實行量化寬鬆,以刺激經濟重拾增長。然而,經過多年來的努力,全球主要經濟體的增長動力仍乏善可陳。即使美國聯儲局亦僅於 2015 至 2019 年透過適度加息和收縮其負債表來嘗試推動貨幣政策正常化,但最終亦受制於經濟下行壓力加大和貨幣市場資金緊拙等情況,而需要再次減息和提早完成縮表。以目前全球經濟表現來看,特別是新冠狀病毒肺炎有可能打擊中國和全球經濟增長,不排除美國聯儲局仍有進一步下調利率的空間。歐洲央行和日本銀行更一直未能開展貨幣政策正常化,前者於 2019 年 9 月已再次下調利率和重新買債,後者則一直維持負利率和量化寬鬆措施。中國人民銀行亦正寬鬆其貨幣政策,特別是在目前受疫症的打擊下,仍有需要透過降準和下調市場利率等來支持實體經濟。因此,除非香港出現大規模資金流走,否則港元利率將長期低企。若未來美國聯儲局再次下調聯邦基金利率的話,港元拆息有進一步下調的空間,令按揭利率長年處於相對較低的水平,成為支持住宅樓市的一大因素,料不會出現 1997 年至 1998 年港元匯率受到衝擊,以及 1999 年美國聯儲局數次加息時,港元利率需要上調的情況。港元利率環境料成為支持樓市的一大因素。

第三,香港私人住宅供應持續處於偏緊狀態。受到回歸初期特區政府承諾每年興建 85,000 個單位的目標,導致住宅供應過剩和樓價大幅下跌的影響,特區政府便曾多年大幅減少土地供應,以至土地開發和發展新市鎮的步伐,故 2005 年至 2019 年長達 15 年期間香港私人住宅供應量只有每年平均 13,038 個,較 1999 年至 2004 年住宅落成量較高時的每年平均 27,704 個單位減少 52.9%,即年均減少 14,666 個單位,而在落成量最少的 2009 年更只有 7,157 個。無疑,特區政府自 2012 年起已透過短、中、長期多管齊下的方式來增加土地供應,但近年私人住宅單位落成量仍然偏低,單計 2015 年至 2019 年的五年期間

住宅單位年均落成量亦只有 15,659 個，仍遠低於上述 1999 年至 2004 年每年平均 27,704 個單位。同時，公營房屋供應亦長期不足，2019/2020 年至 2023/2024 年公營住宅單位供應料達 10.07 萬個，較長遠房屋策略中的目標 15.05 萬個單位少 33.1%，即每年平均 9,960 個。由此可見，現時香港住宅供應沒有出現供過於求的情況，加上近年香港人口持續增長，家庭住戶平均人數逐漸減少，海內外人士來港讀書和就業續有增加，對房屋需求甚為殷切，也為香港住宅樓市帶來一定的支持。

香港私人住宅物業落成量



目前，新冠狀病毒肺炎的疫情仍在發展之中，難以斷定什麼時候疫情才能結束，惟未來數月香港經濟和住宅樓市難免會受到打擊，惟預期住宅樓市不致出現崩盤式下跌。根據上述疫情的三個情景預測，在樂觀情景下，住宅樓價的調整將會集中於一季度，調整幅度料在 5% 左右，全年的調整幅度也在 5% 左右。在基本情景下，住宅樓價的調整將延續至 4、5 月份，幅度達到 10% 或以上，全年的調整幅度則在 10% 左右。在悲觀情景下，住宅樓市調整料將延續至整個上半年，幅度或在 20% 左右，全年則下調 15% 左右。在疫情過後，香港住宅樓市的中長期走勢則視乎未來經濟復甦步伐和社會事件能否妥善解決。

近期報告

| | | |
|-------------------------------|-------------|-------|
| 1. 新冠肺炎疫情對香港銀行業經營環境的影響 | 張文晶、曾綺琚 | 02.20 |
| 2. 新冠肺炎疫情對東南亞經濟金融的影響評估 | 張瓊、葉敏、王璐璐 | 02.17 |
| 3. 新型冠狀病毒肺炎對中國經濟的影響評估 | 國際經濟與金融處課題組 | 02.14 |
| 4. 疫情發展對內地和香港股市的影響 | 蘇傑 | 02.13 |
| 5. 基於資本流動視角的美國債務潛在風險分析 | 韓鑫豪 | 02.10 |
| 6. 對於中美首階段貿易協議系統性影響的初步評估 | 國際經濟與金融處課題組 | 01.23 |
| 7. 離岸人民幣快報(2020年1月號總第71期) | 張文晶、梁紹仁、曾綺琚 | 01.21 |
| 8. 逆風飛揚 在水一方——2020國際金融市場展望 | 鄂志寰、蔡永雄 | 01.02 |
| 9. 2020年香港經濟前景展望 | 王春新 | 12.23 |
| 10. 近期東南亞主要國家應對經濟下行貨幣政策工具及其影響 | 張瓊 | 12.19 |
| 11. 近期中國金融業開放的新動向及其影響 | 柳洪 | 12.16 |
| 12. 離岸人民幣快報(2019年12月號總第70期) | 張文晶、曾綺琚、孫至恒 | 12.11 |
| 13. 港股回顧及未來走勢分析 | 蘇杰 | 12.05 |
| 14. 粵港澳大灣區建設惠港16條措施及影響 | 蘇傑 | 11.18 |
| 15. 離岸人民幣快報(2019年11月號總第69期) | 張文晶、楊泳鋒 | 11.15 |
| 16. LIBOR“功成”與“身退” | 張瓊 | 11.13 |
| 17. RCEP緣起與展望 | 張瓊 | 11.08 |
| 18. 美國回購利率飆升的來龍去脈及其經濟政策的矛盾性 | 張弘頊 | 10.22 |
| 19. 國際視野中的中國利率市場化與LPR改革 | 張瓊 | 10.17 |
| 20. 離岸人民幣快報(2019年10月號總第68期) | 張文晶、梁紹仁、曾綺琚 | 10.14 |