

香港房屋危機之謎

王柏林¹

近十多年來，香港一直位列全球樓價最難負擔城市（Kwan, 2021）。2004 至 2021 年期間，香港住宅實質價格指數飆升 239%，而同期實質工資指數增幅僅為 7.1%。本地租金昂貴助長政治上的不滿情緒，「劏房」泛濫的情況更受到國際關注。

歷來雖已有不少評論就此作出解說，但香港樓價暴升到底成因何在，至今依然是一個謎。近期有關研究發現，香港房屋價格指數與推動房屋需求的宏觀經濟因素（如信貸狀況及經濟增長）無甚關連（Leung, Ng 與 Tang, 2020b; Taghizadeh-Hesary et al., 2020）。不少論者認為建屋進度減慢推高樓價（Leung, Ng 與 Tang, 2020a）；然而，在人口、收入、信貸增幅有限的情況下，建屋進度減慢何以導致樓價攀升，一如脫韁野馬，卻始終令人費解。

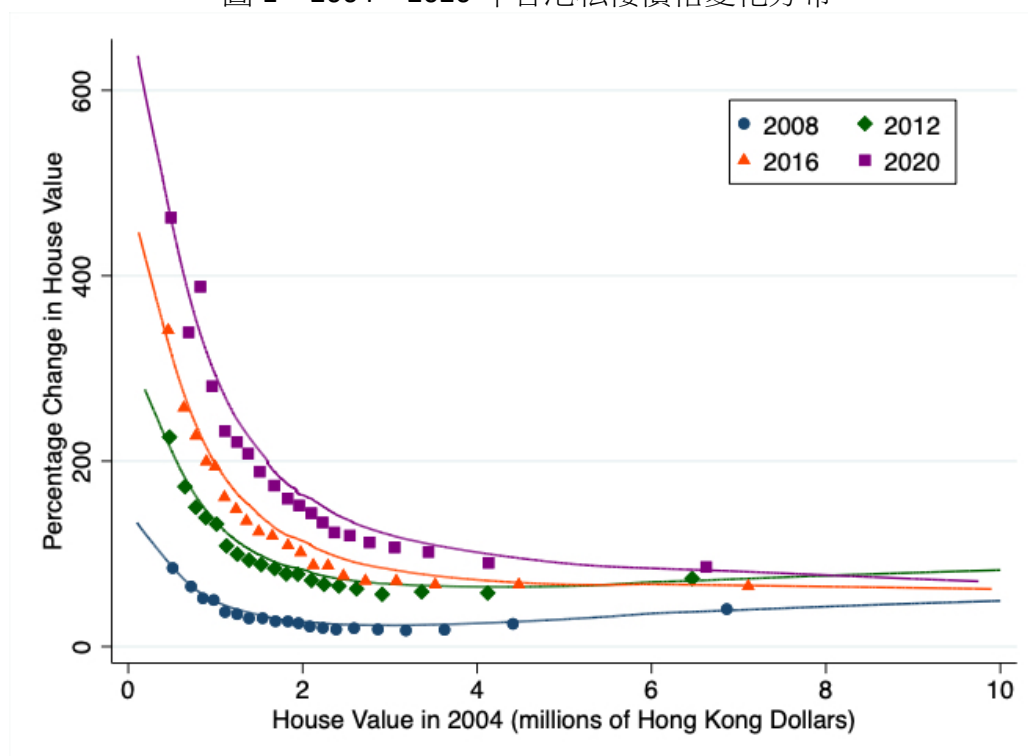
謎底之一，相信在於本地低價住宅的樓價增幅遠高於貴價樓多倍。根據從美聯物業二手樓宇成交所得數據，【圖 1】顯示 2004 至 2020 年每四年之間樓價變化分布。期間樓價為 100 萬港元單位的平均實質價格增加了 3 倍，而樓價 500 萬港元單位的相應升幅則僅為 1 倍。就筆者所知，不同樓價組別變化如此懸殊的現象，過往並無類似紀錄。

香港樓價為何急升，而升幅又為何如此懸殊？本文旨在印證香港房屋危機所以如斯異常嚴峻，實為公營房屋租金未能因時制宜所致。有別於一眾其他城市，香港有近半人口居於由政府興建的公屋，而公屋租金並非與房屋市場狀況掛鉤，其中約三分之二單位的租金則與收入指數掛鉤，並設有上限，每兩年調整一次。其餘單位則為資助出售單位，其中絕大部分在轉售和出租方面均受多重限制。

公屋租金未能因時制宜，意味著香港低端私人樓宇的樓價極受供求變化影響。正如下文所述，2004 至 2020 年期間建屋進度減慢，房屋需求卻穩步趨升。公屋租金上調幅度落後於市場租金增幅，公屋租戶更不願轉租私樓單位。期間公屋輪候時間亦大幅延長。不少低收入家庭因無望獲配公屋單位，被迫爭相在供應有限的低端私樓市場尋覓居所，低端私樓價格隨之暴漲。

¹ 電郵地址：mbwong@hku.hk。承蒙 Jimmy Ho 在研究方面提供有力支援，曾維謙先生不吝分享樓宇成交量數據，王于漸教授及 William Lui 提供寶貴意見。

圖 1：2004 – 2020 年香港私樓價格變化分布



註：圖中顯示基於 2004 年以及所列年份，私樓的實質樓價對成交樓價的百分率變化。根據樓價（以 10 萬至 1,000 萬港元為限），每一圓點代表 2004 年所分成的 20 個等額組別之一。實線代表預測樓價百分率變化，方法是應用局部加權散點圖平滑法（LOWESS）等值化，再將 2004 年樓價與特定年份相對於 2004 年初始值的樓價變化加以迴歸分析。

樓價因何升勢懸殊

為了系統地分析香港樓價，本文利用一個衍生橫切面價格差異的經濟框架，從而檢視此模型所顯示推動樓價變化的證據。

Landvoigt, Piazzesi 與 Schneider（2015）所研製的房屋分配模型具備三大基石。第一，住戶的房屋需求取決於經濟以及財務特性，如年齡、收入和信貸狀況。第二，為不能分間的相連房屋提供各類相關房屋服務。第三，為決定不在市區私樓居住的家庭提供另類選擇方案。在供求均衡情況下，樓價自會作出調整，誘使住屋服務需求較低的家庭搬到較為低價的房屋。均衡價格的分布因而取決於人口特性分布、房屋特性分布，以及住戶的其他選擇方案。

在世界各地大多數都會區，另類可供選擇居住的地點遠離市區，位於低價值荒地或農地。反觀香港基本上並無鄉郊邊界，皆因鄉郊土地極少，況且用途規限嚴格，建屋不易。至於政府主要為低收入市民興建的資助房屋，居住其中的人口卻甚多；可見大眾對低端私樓的需求，大受公屋供應所影響。

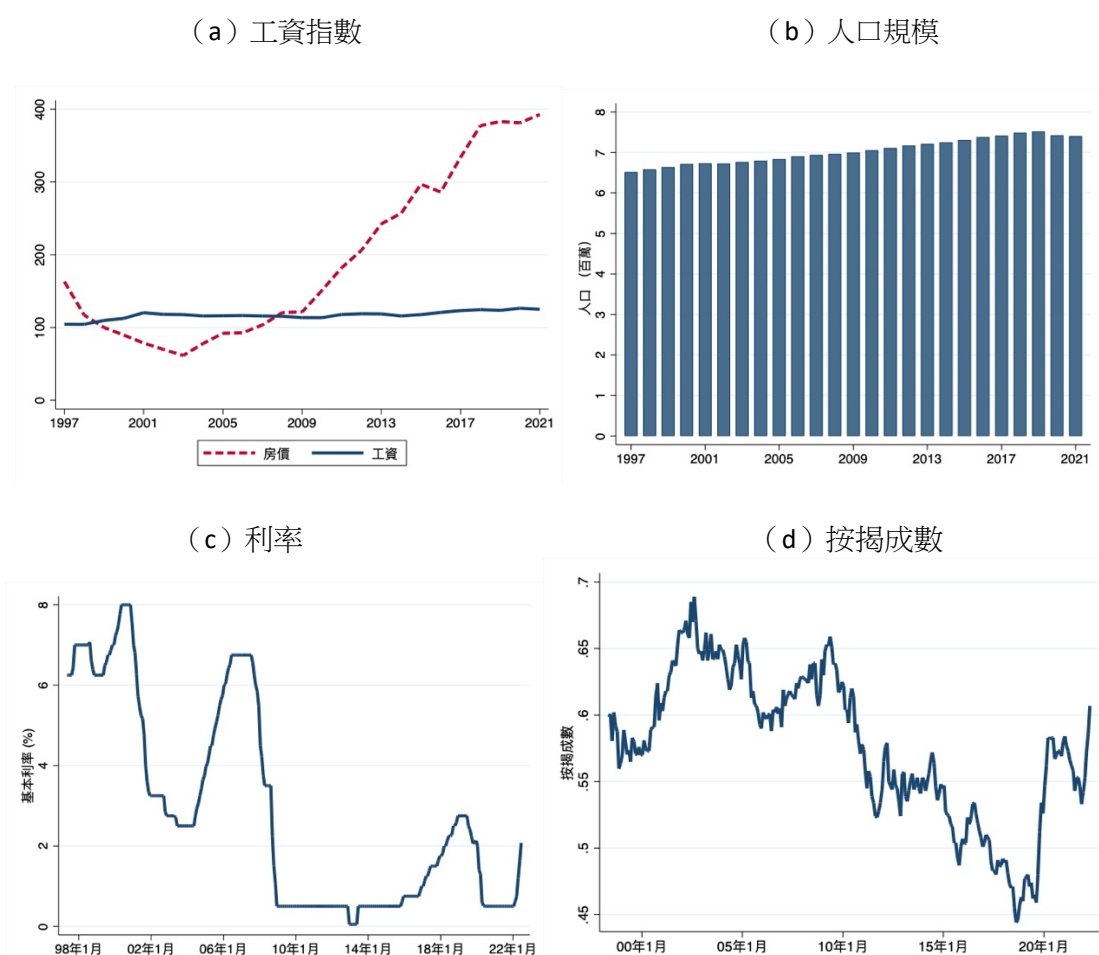
上述模型由此顯示，本港低端樓宇價格飆升有三大可能罪魁禍首。第一，收入較低的半數人口，其入息或所能獲取信貸或已顯著增加。第二，細價私樓供應或已急劇減少。第三，公屋供應或已下降。下文展示首兩大可能性均與有關數據相吻合。

房屋需求

低端房屋價格攀升的第一大可能罪魁禍首，在於入息、人口，或獲取信貸情況有所變化，而令房屋需求隨之改變。2004 至 2020 年期間，此等變化尚算輕微，不至於對低收入人口造成不成比例影響，因而不足以構成樓價急升而升勢懸殊的主因。

【圖 2】顯示收入與人口均增長緩慢。整段時期內，香港實質工資中位數升幅只得 7%。2004 至 2020 年期間，人口升勢更慢，每年僅為 0.6%。信貸供應的增長亦有限。雖然隨着 2008 年美國次按危機，利率按聯邦儲備局政策跌至近零水平，為免金融局勢動盪，特區政府提高按揭首期付款及物業交易費，以約束信貸擴張。期內按揭成數因而有所下降。

圖 2：房屋需求因素



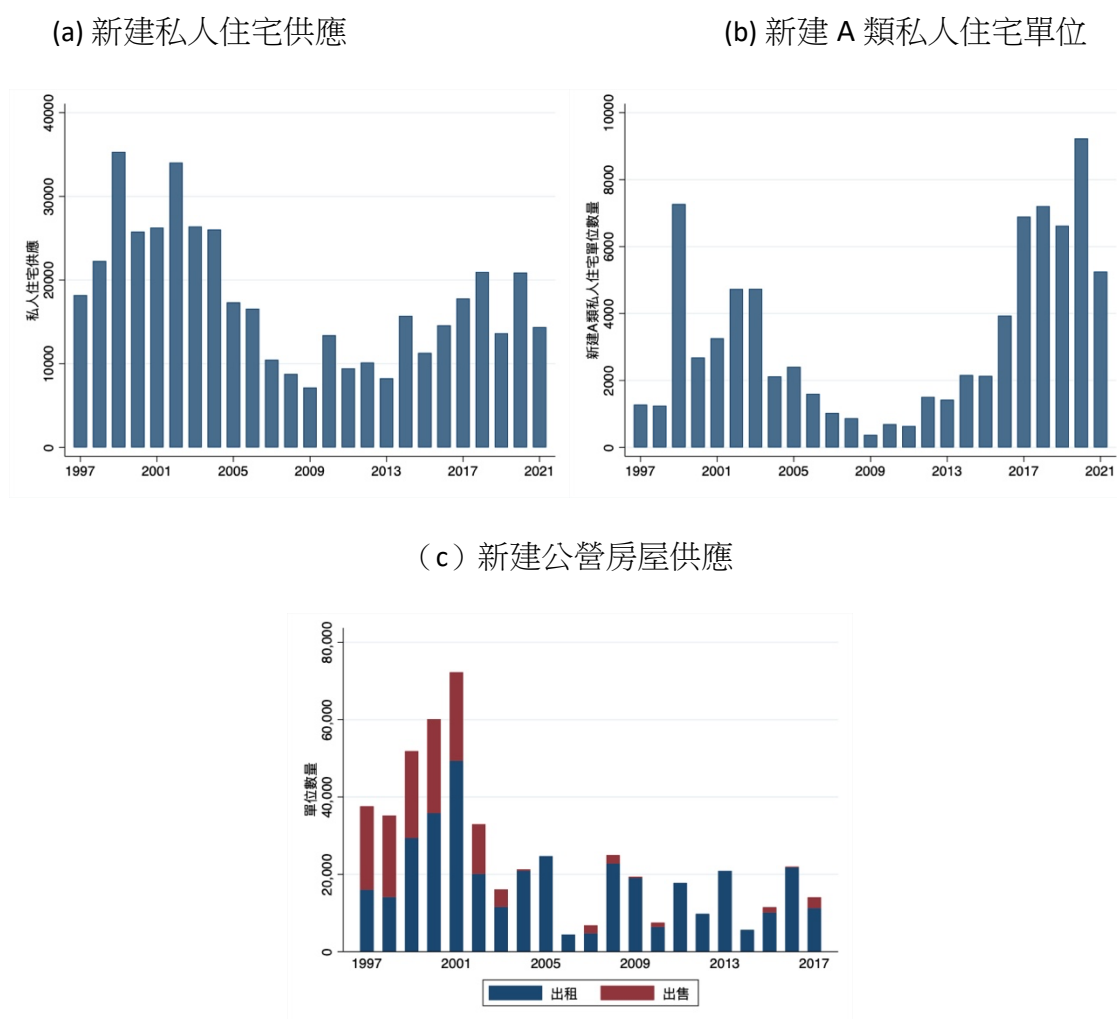
註：圖 (a) 顯示私人房屋價格指數以及實質工資指數走勢。圖 (b) 顯示香港人口趨勢。圖 (c) 顯示香港基本利率走勢。圖 (d) 顯示平均按揭成數。資料來源：香港特區政府統計處、金融管理局、差餉物業估價署。

至於炒家需求，亦不足以構成本地物業價格飆升的主因。期內實施的印花稅及其他交易費已壓抑投機活動。縱使歷經 2019 新型冠狀病毒病疫情、2022 年美國貨幣政策緊縮，以至同年中國內地金融狀況轉趨疲弱，其他資產泡沫隨之紛紛爆破，香港樓價卻並無顯著回落。

私人樓宇供應

上文提及樓價升勢懸殊的第二大可能主因，是細價私樓供應量的減幅高於貴價私樓，但研究數據顯示，這也並非箇中主因。

圖 3：房屋供應變化



註：圖（a）顯示新建私人住宅供應。圖（b）顯示新建 A 類私人住宅單位。圖（c）顯示新建公營房屋整體供應，即出租公屋以及資助自置居所計劃單位的總數。資料來源：差餉物業估價署及房屋委員會。

即使 2004 至 2020 年私樓供應增長緩慢，期間落成的細價單位數量則大增。從【圖 3】可知，1997 至 2003 年新建私樓單位每年平均約 26,900 個，而在 2004 至 2020 年則跌至約 14,300 個。然而，新建小型住宅單位卻有所增加。新建 A 類單位（即實用面積少於 40 平方米）由 2004 年的 2,122 個增至 2019 年的 6,622 個。新建納米樓（即實用面

積少於 20 平方米）由 2012 年的零個增至 2019 年的 1,000 個（團結香港基金，2022）。因此，私樓供應量變化亦不足以引致低端樓宇價格出現不成比例的增幅。

相反，新建小型單位有所增加，其實是物業市場對低端私樓單位需求升勢的回應。鑑於細價私樓樓價升勢不止，這類新建單位的數量未免太少。近期為控制興建小型單位而實施的政策，將產生令房屋危機變本加厲的反效果。

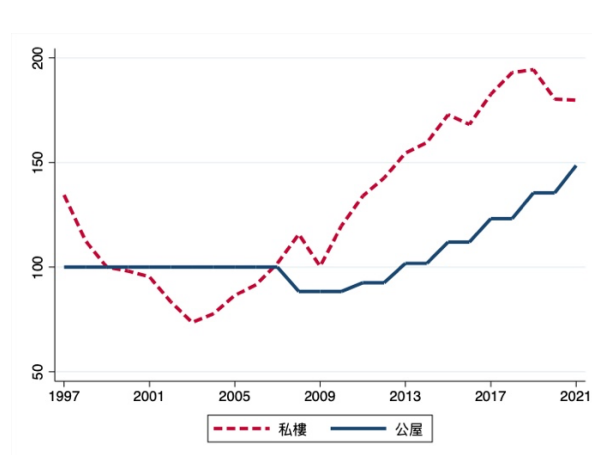
公營房屋供應

餘下關於樓價急升而升勢懸殊的可能主因，就是公營房屋供應量減少。正如下文所示，由於供應減少而租金又未能因時制宜，低收入家庭要獲配居所正日趨困難。

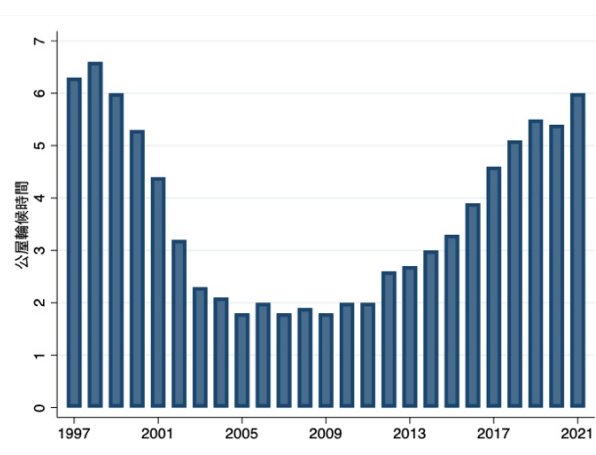
【圖 3】（c）顯示新建公營房屋供應減慢現象：1997 至 2003 年期間，此類單位由平均每年約 44,000 個，2004 至 2017 年則減至平均每年約 15,000 個。加上圖（a）中所示，可見自 2004 年起，整體房屋供應落後於房屋需求。

圖 4：公屋租金與輪候時間

（a）公屋與私樓租金



（b）公屋輪候時間

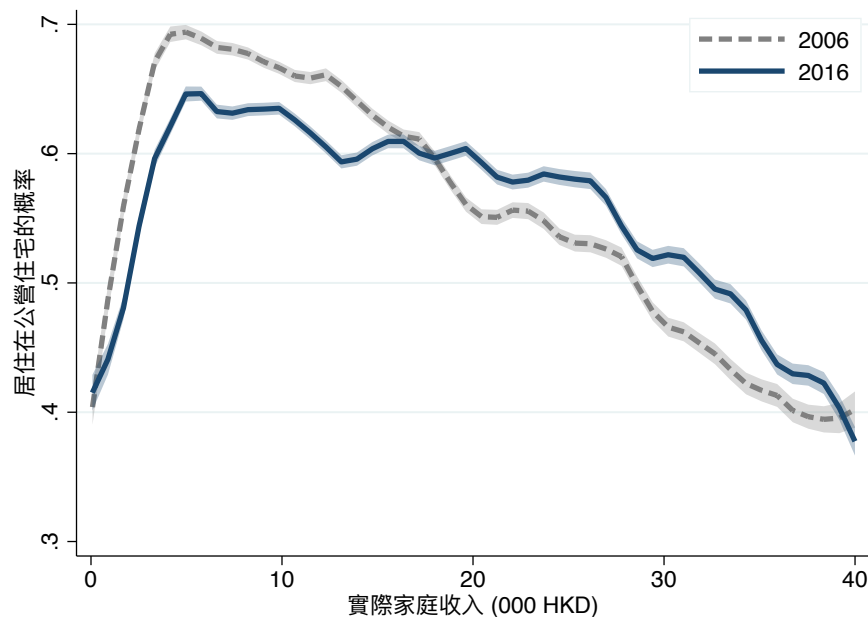


註：圖（a）顯示私人住宅及公屋租金指數走勢。圖（b）顯示公屋輪候年期。資料來源：差餉物業估價署及房屋委員會。

【圖 4】（a）證實在有關研究期內，公屋租金調整速度較私樓租金緩慢。1997 至 2007 年期間，即使私樓租金大幅下跌，公屋租金仍一直維持不變。2007 年，當局引入租金調整機制，將租金與收入指數的變化掛鉤。然而，公屋租金調整速度仍遠遠落後於愈來愈高的私樓租金。面對私樓租金急升，本來或會遷居私人樓宇的現有公屋租戶，亦漸多選擇繼續留在公屋單位。

【圖 4】（b）展示，相對於公屋租金而言，私樓租金高企時期與公屋輪候時間愈來愈長相吻合。公屋輪候時間自 1997 年後逐漸縮短，至 2004 年接近最低水平，而同期私樓租金相對公屋租金亦一直下跌。自 2011 年起，公屋輪候時間又再延長，從兩年左右至 2022 年之際長達 6 年以上，期內私樓租金相對公屋租金則又見上升。

圖 5：居住在公營住宅的概率



註：圖中顯示利用 2006 及 2016 年香港人口普查中 5% 樣本，統計不同實質家庭每月收入（2006 年港元幣值）的住戶居於私樓的可能性。採用 Epanechnikov 核加權及 1,000 港元帶寬加以局部均值平滑方法，並包含 95% 置信區間。

【圖 5】顯示，相對於 2006 年，收入最低家庭在 2016 年較有可能居於私人住宅。再者，公屋租戶與家庭收入之間的相關性已明顯減弱，意味公屋輪候時間長，已令低收入家庭獲配公屋的機會大為減低。由於不少低收入租戶被迫爭相租住低端私樓，其樓價上揚也就不足為奇。

結論

香港樓價異常難以負擔的危機，主因在公屋租金未能因時制宜，以致低端私人樓宇的價格對房屋供應不足極度敏感。由於 2004 至 2020 年公屋租金調整落後於趨升的市場租金，現有公屋租戶漸多不願遷到私樓居住。隨着公屋輪候時間大幅延長，不少最低收入家庭被迫爭相租住低端私樓，以致其樓價暴漲，升幅甚至超越豪宅樓價多倍。

增加租住公屋供應將可紓緩上述問題，卻無助於改變問題背後的形勢。即使租住公屋供應得以增加，低端私樓的價格對房屋的供求狀況依然極度敏感。若未來房屋需求升勢再度快於房屋供應，低端私人樓租金自然亦會上漲。屆時，「太空艙」和劏房又將重現。為免房屋危機持續不斷，實有必要深化改革，在確保供應充足之餘，一改香港房屋政策在釐定租金方面未能因時制宜的弊端，而轉以資助出售房屋為政策導向。

一個政治上可行的短期方案，就是容許租置和居屋業主將單位自由出租。政策只需這樣略加修改，就能惠及租置和居屋業主以及低收入私樓租戶，而毋須對公屋租戶加租。租置和居屋業主既可繼續在現有單位居住，亦可享有賺取租金的選擇。低收入私

樓租戶則可有較多低端單位可供租住，而毋須繼續捱貴租。如此改革毋須耗費巨額行政成本，亦不牽涉覓地建屋，無疑有利無弊，政府理應從速上馬，予以落實。

長遠而言，政府應該將所有公屋低價出售給住戶，並且容許買者毋須補地價就能自由出租。這個方案能讓低端私樓的價格不再對房屋的供求狀況異常地敏感，也能讓「太空艙」和劏房泛濫的現象不再重現。

參考文獻

Kwan, Shawna. 2021. "Hong Kong Homes Ranked Least Affordable for 11th Year." *Bloomberg*. Accessed at <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-02-23/hong-kong-homes-ranked-world-s-least-affordable-for-11th-year> on October 11, 2021.

Landvoigt, Tim, Monika Piazzesi and Martin Schneider. 2015. "The Housing Market(s) of San Diego." *American Economic Review* 105(4):1371–1407.

Leung, Charles Ka Yui, Joe Cho Yiu Ng and Edward Chi Ho Tang. 2020a. "What do we know about housing supply? The case of Hong Kong SAR." *Economic and Political Studies* 8(1):6–20.

Leung, Charles Ka Yui, Joe Cho Yiu Ng and Edward Chi Ho Tang. 2020b. "Why is the Hong Kong housing market unaffordable? Some stylized facts and estimations." ISER Discussion Paper 1081 Institute of Social and Economic Research, Osaka University.

Our Hong Kong Foundation. 2022. "Supply Quick Fixes Exhausted: How to Navigate the Undercurrents Ahead?" Land and housing policy research report.

Taghizadeh-Hesary, Farhad, Naoyuki Yoshino, Aline Mortha, Alvin Chiu and Niki Naderi. 2020. "Internal and External Determinants of Housing Price Boom in Hong Kong." *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan* 23:597–620.