

# 十年一覺加息夢 空餘樓價未跌情

鄭宏泰 陸觀豪

踏入2020年，美國聯邦儲備局出乎市場預期，按兵不動未再減息，因經濟、就業及通脹均保持平穩。誰料2月份新冠病毒肺炎肆虐，迅即全球蔓延，各地加強防控，公眾活動幾陷停頓，工商百業內外交困，消費服務行業尤其首當其衝，生意一落千丈。及至3月初，歐美疫情急轉直下，確診個案急升，先後實施口岸管制，經濟前景不明朗。投資市場向來反應敏銳，先天下之憂而憂，龍頭華爾街連瀉多日，始稍喘定。

## 捉錯用神 耽誤政情

際此，聯邦儲備局突於3月3日減息，且一反慣例只按步減0.25厘，而是大手減0.5厘。兩周後的3月15日，又出乎意料倍減1厘。前後10年升跌，隔夜拆息目標「兜了個圈」，打回原形，即年利率0至0.25厘。港元奉行貨幣局制度，聯繫匯率掛鈎美元，基礎（貼現）利率亦步亦趨，也打回原形，即年利率0.5厘。下游利率牌價卻原封未動，10年不變，儲蓄存款息近零，最優惠貸款利率也維持年率5厘不變。

利率牽動工商百業，尤其樓市。10年來3屆特區政府，以穩定房屋樓價為己任，手段有別而目標一致，卻未竟全功，熱門屋苑樓價11年來共翻3倍多。關鍵是收放拿捏欠準，往往猶豫不決坐失良機。是回環球疫症肆虐，各國汲取金融海嘯教訓，不約而同故伎重施，歷史重演。時移世易，所謂「逆周期措施」變成宜寬不宜緊，港府卻總是捉錯用神，耽誤政情。

回顧12年前，美國次級按揭失控，拖欠擴大，掛鈎衍生債券、槓桿債券等金融工具連環爆煲。金融海嘯淹沒全球，造成多邊債務僵局，流動資金短缺，市場陷入困境。聯邦儲備局兵行險着，實行零息及擴張銀根（量化寬鬆）注資救市，大眾記憶猶新。

無巧不成話，聯邦儲備局也先後歷3屆主席。2008年金融海嘯席捲全球，時任主席貝南奇（Ben Bernanke）學者出身，對30年代大蕭條素有研究，深知流動資金是復元關鍵，大膽注資市場擴張銀根解困，又遏抑拆息至零，促使銀行寬鬆回應信貸需求，解救工商百業於水火。若非貝南奇膽大心細，豈敢釜底抽薪？

耶倫（Janet Yellen）於2014年接棒時，大局底定，雨過天青。同樣學者出身，專長宏觀經濟學，崇尚凱恩斯學派，對就業通脹等熱門課題素有心得。上任伊始，着手善後，推動利率及市場正常化，擺脫海

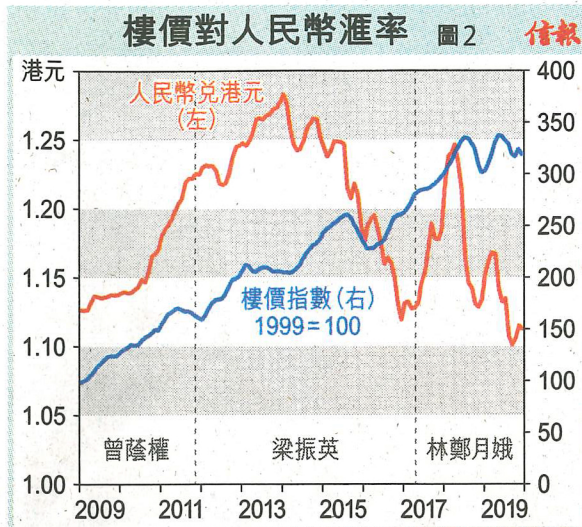


嘯夢魘。翌年底聯邦儲備局加息0.25pp，啟動利率銀根正常化，至2018年初卸任時，拆息目標已按部就班上調至年率1.25%。

鮑威爾（Jerome Powell）接任之初，蕭規曹隨，年內分段加息至年率2.25%，仍距離海嘯前水平（4.25%）頗遠。背景不同，理念也有別，大學念文學政治，轉攻法律，曾任職財政部、銀行、私募基金等職，具金融財政實務經驗。歐洲聯盟斯人獨憔悴，經濟疲弱。先有歐羅區國債重整困擾，零息及寬鬆貨幣政策自然完結無期。後有英國脫離聯盟，過程一波三折。形勢比人強，聯邦儲備局去年掉頭減息，年底已降至年率1.5%。今年遇上疫症肆虐，再出重手減息，令息率逼近零水平，重回金融海嘯救市時期。

回歸後香港地產樓市先後遇上三波衝擊，以金融海嘯影響最深遠。第一波是亞洲金融風暴及沙士疫症（1997-2003），大眾印象深刻，不用再贅。第二波是2005年人民幣外匯改革，脫鈎美元升值，變相有秩序浮動，美元、港元、人民幣「鐵三角」解體；港元掛鈎美元，兌人民幣也同步貶值。人民幣外匯局部開放，離岸市場應運而生。斯時，香港經濟已漸次復元，房地產需求反彈，內地投資者既賺價也賺匯，樓市炒風重現。可惜特區政府未因時制宜，檢討「救市九招」利弊，尤其「申請賣地」（俗稱勾地）安排，及停止居者有其屋計劃等，令供求失衡，樓價不斷攀升。

及至2008年，金融海嘯席捲全球，救市美元泛濫，港元首當其衝是第三波。官方估算至2009年底15個月，共有6400億等值熱錢流入，投機港元升值。政府推出「辣招」，收緊按揭成數（2009），抑壓需求，開徵特別印花稅（2010），針對短炒，惜既不治標，也不治本，樓市仍然熾熱。



政府於2012年換屆，梁振英接任行政長官，再從「需求管理」入手，進一步收緊按揭，且寓禁於徵，實施外地買家印花稅，不過「需求管理」始終非治本之道，原因是政府顯然寄望美元加息解困，惟對方卻遲遲未有行動。翌年3月，政府又急不及待推出本地投資雙倍印花稅，即為「辣招」加辣，但仍阻攔不住樓價飆升。美元2015年底掉頭加息時，樓價已反覆再升35%，總結五年任期，樓價反覆上升60%之多。

## 監管放寬 公私分隔

事後分析，政府落後市情，昧於現實。人民幣兌港元於2012年升至1.23，而港元備受升值壓力。若聯繫匯率有變，可升值23%之多。況且游資泛濫，借貸成本低【圖1】。內地垂青香港房地產，外匯樓價兩賺，稅務「辣招」難以奏效【圖2】。需求管理弄巧反拙，細樓換大樓的「換樓鏈」幾被打斷，變得可望不可即，轉手供應也大減，市場萎縮。

歷史資料顯示，私營房屋每年轉手率粗略約為10%，即有13萬伙上下，新盤則不足2萬伙。「辣招」頻出，扭曲樓市，轉手成交驟跌減半，皆因按揭無門，換樓轉售無從說起。反觀發展商不受金融監管，可二按促銷，初次置業者退而求新盤，僧多粥少，開價反客為主。又變本加厲，為「辣招」度身訂造樓盤，以貨就價，呎價高面積小。輾轉再推高轉手樓價，成交一落千丈，造成惡性循環。

此外港元下游牌價利率沒有跟隨上游資金市場減息，何來加息空間？美元掉頭加息只影響上游利率，直至回復金融海嘯前（4.25厘）水平，上下游始同步。政府一廂情願，守株待兔解困，乃顯得不切實

際。

政府於2017年換屆，林鄭月娥走馬上任，蕭規曹隨之餘，借鑑新加坡，擴大資助置業分流，滿足置業需求。「綠置居」、「居屋」、「首置上車盤」等頻出，定價與私營房屋脫鈎，更引起爭議。斯時美元加息步伐未停，銀根正常化也按部就班，情勢漸露曙光。誰料去年美元再掉頭減息，而且步伐加快，形勢頓逆轉；上半年樓價升12%，而下半年受反修例事件影響始跌5%，全年計仍上升6%。

踏入2020年，新冠病毒肺炎席捲全球，首季疫情已急轉直下。各地先後採取非常措施抗疫防疫，爭分奪秒研發抑制藥物之際，更暫停上班上學社交等，甚至封關，避免聚眾。香港是外向大都會，口岸人流寥寥可數，連鎖影響經濟金融。工商百業內外交困，入不敷支，減薪裁員潮，迫在眉睫，按揭拖欠已山雨欲來。

昔年亞洲金融風暴及「沙士」期間，按揭拖欠及資不抵債驟增，但沒有「逆周期需求管理」辣招掣肘，轉手市場正常，交投活躍，業主逃生有門，實際按揭壞賬有限，銀行也無被拖累。現今環球百業幾乎停擺，經濟前景不明，樓市淡靜，即使美息打回原形，重推量化寬鬆，也無濟於事，轉手市場受「辣招」制約，無法流轉之故也。前車可鑑，樓市疲乏之際，還奢談逆周期需求管理，反室礙市場調節，而業主逃生無門，反會拖累銀行。

10年以來，特區3屆政府着力解決房屋問題，取向有別，目標一致，卻徒勞無功。癥結是以遏抑需求為本，寄望美元及早掉頭及加息解困。如今十年一覺，美息打回原形，疫症肆虐，環球經濟陷衰退邊緣，倘墨守成規，不知變通，讓監管從寬，及早釋放市場效能力量，香港實不易跨過此一難關。

危中有機的一個要點，是政府此時應借鑑獅城，落實以資助置業為核心政策，即徹底分隔公私營房屋，以期一勞永逸。簡單而言，是設立資助置業轉手市場，合併「白居二」、綠置居、居屋、首置上車盤等，取消「補地價」安排，再連成資助置業階梯，各適其適。業主可自由放售，但只限合資格者購買，不流出私人市場。此外，政府應以同類別新盤開價，按原樓折扣回購再配售，穩定市情。至於已補地價流入私樓市場者，若再轉手，政府有權優先按市價回購，歸資助置業市場配售，增加供應，各得其所。

鄭宏泰是香港中文大學香港亞太研究所研究總監、全球中國研究計劃聯合召集人、社會與政治發展研究中心聯席主任；陸觀豪是退休銀行家，亞太研究所名譽研究員、工商管理學院客座教授