

居屋轉售管制變相「期」貨可居

鄭宏泰 陸觀豪

新人新政新思維，政府銳意以資助置業作主軸，朝居者有所方向前進以解決老大難題。居屋新猷是定價與樓市脫鉤，同時延長轉讓管制至5年。表面看，新猷從善如流，是對症下藥，但明顯思慮欠周，產生節外生枝之虞。

定價按負擔能力，管制期內不得隨意轉讓，期滿始補繳地價，變身私樓自由買賣，表面有效杜絕投機，卻變相塑造期權市場，帶來意料之外效果，不可不察。本文則想指出居屋轉售管制可能製造「期」貨可居的問題。

兩屆政府 未明底蘊

商品期貨是買賣雙方協定，在指定時間、以指定價格、交收指定貨品。賣方盈利有保障，買方成本有預算，各得其所，兩蒙其利。期權是期貨買賣權利，設有行使限期，對沖物價波動更靈活。舉一反三，居屋在管制期內轉售，不但轉讓物業權，也轉讓補地價權，涉及機會損失，即放棄未來樓價升幅所得，從而衍生期權買賣。

早前政府推出「白表申請居屋二手買賣」先導計劃，或稱「白居二」，原意省卻補地價手續，提早釋放物業轉手，加快居屋流轉，況且一收一支，賣方實得始終是市價減除補價。不料轉手盤開價高於現貨（已補地價者），皆因設想不周，忽略期權溢價問題。賣方放棄補地價權利，買方須予補償，是基本經濟規律。即使市勢逆轉，補地價期權仍有價值，不會變成負溢價。

前屆政府不了解箇中道理，所推政策乃事倍功半。今屆政府也未明底蘊，更延長新盤轉讓管制期至5年，首兩年禁售，交還政府再配售，後3年可轉售居屋申請人。原意平衡提高折讓（即公帑資助），杜絕投機取巧尋租賺價，反創造完美條件，補地價期權有價有市，因而相信會產生事與願違的結果。

估算補地價期權溢價並不複雜，乃普通金融算術。首先推算往後每年樓價（當年值），再推算5年後（T+5）樓價的按年折現值；期貨溢價是當年（T+N）樓價與折現值之差。居屋新定價相等市值五二折，業主應佔期貨溢價的52%。假設買賣雙方均分，成交時買方墊支，期權溢價即

是賣方應得者的折現值。

假設居屋新盤（T+0）市值100000元，以五二折開發售，樓價每年上升5%，即5年後升至127628元。再假設利率年息3%，兩年禁售期滿（T+2）有限制轉讓，溢價雙方平分；按公式推算，賣方應佔1558元（+2%）。當年市價升至110250元，以五二折計，居屋售價是57330元，交吉連期權均衡價應是58888元（=57330元+1558元）【表1】。

假設買賣雙方對樓價及利率走勢雷同，均衡價是各無拖欠的公平值。若實際成交價高於均衡價，顯示賣方議價佔上風，反之買方佔優。轉讓管制於5年後自動解除，溢價亦降至零。

參考近年市情走勢，樓價每年上升10%，即5年後升至161051元。同樣假設利率年息3%，按公式推算，兩年禁售期滿（T+2），期權溢價應是6278元（+10%）。當年市價升至121000元，以五二折計，居屋售價是62920元，交吉連期權均衡價應是69198元（=62920元+6278元）【表2】。

轉讓管制 稍嫌過寬

有人嫌新猷的轉讓管制過寬，主張延長期限及增加折扣，是昧於現實。若管制期延長至10年，樓價同樣每年上升5%，期滿市值將升至162889元。假設禁售期也倍增至4年，利率也是年息3%，期滿期權溢價將跳升至+5%【表1】。若樓價每年上升10%，管制期滿市值將升至259374元。倘其他假設不變，4年禁售期滿，期權溢價將倍升至+20%【表2】。

上述分析顯示幾個重點：

- 一、轉讓管制期內，居屋折讓衍生補地價期權，期滿與市價看齊始消失；
- 二、管制期愈長，期權溢價愈高；
- 三、樓價預期愈升，而利息預期愈跌，溢價愈高；
- 四、買家看市情先天偏淡壓價，賣家則偏好抬價，若南轅北轍分歧大，難望成交。

居屋定價向來是市價七折，原意是100%建築費加50%地價。除禁售期外，並無其他轉讓管制期。設立補地價機制，既可回籠公帑，也可釋放物業變私樓「上車盤」。原價回購保證本是方便按揭，銀行可給予最優惠條件（例如：早年貸息P+0.5%），不必顧慮呆壞賬。換言之，居屋本是資助基層置業安居，踏出

第一步，再有積聚，可補地價放售換私樓，更上一層樓。所謂「針無兩頭利」，有補地價後門，無內部換樓安排，居屋轉讓市場必然不振。

綜觀布局，居屋新猷旨在推動流轉，不惜定價與樓市脫鉤，簡化手續活躍轉手市場，鼓勵業主若有積聚，提早轉場換私樓，釋放單位予申請人。

應該留意的是，即使定價維持市價七折，期權溢價金額增加而比率不變，顯示居屋仍然欠缺流轉，無關定價機制，而是補地價的「後門」。

反觀鄰近新加坡公屋不設補地價，市場成熟交投活躍，是佐證。

理論上，轉手成交視乎買賣雙方對樓市前景有否共識，共有4個不同情況：

- 一、買賣雙方皆看升，有議價基礎，有可能成交。
- 二、買賣雙方皆看跌，有議價基礎，有可能成交。
- 三、買方看升，賣方看跌，有議價基礎，有可能成交。
- 四、買方看跌，賣方看升，無議價基礎，不可能成交。

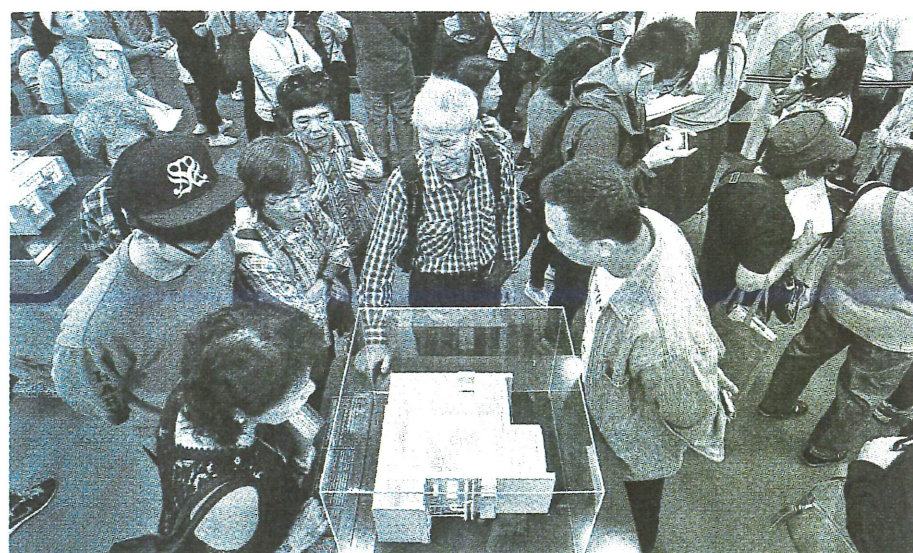
預算緊絀 無力加碼

首3個情況，補地價期權溢價是成交絆腳石。實務上，賣方轉讓補地價權，放棄物業未來賺價，溢價是補償機會損失，而買方須墊支對方應得，理所當然。若溢價不多（<2%），對賣方欠吸引；若溢價不少（2%<5%），則買方裹足。最大障礙是按揭融資，抵押品估值以現貨作準，通常不計算期權等衍生溢價，產生類似「銀行估價不足」的效果，買方往往失預算，力不從心。

再以上述例子說明：管制期5年，樓價走勢每年升10%，兩年禁售期滿（T+2）可有限制轉讓；期權溢價是10%，即是轉手開價較現貨高10%【表2】，成交機會不大。

第四年後，期權溢價是3%，雙方反無意成交；賣方寧可多等1年補地價自由放售，除非買方提高溢價，但大多預算緊絀，哪有能力加碼？

最後，自由市場自有客觀規律，從不聽命於政客官僚指揮棒。6年來樓價如脫韁野馬，皆因「管理需求」失誤，泥足深陷，辣扭扭曲市場，不能自拔。新人新政效法新加坡，以資助置業拆局，誠無可厚非。



購買居屋的市民一直踴躍，反映居屋供不應求。

（資料圖片）

居屋期貨開盤價（以樓價按年上升5%計）表1

折讓年息3%	單位市價 (a)	單位售價 (b) = (a) × 0.52	期權溢價 (c)	交易均衡值 (b) + (c)
5年限售期 (\$)				
T+2	110250	57330	1558 (2%)	58888
T+4	121551	63206	596 (1%)	63802
T+5	127628	66367	0 (0%)	66367
10年限售期 (\$)				
T+4	121551	63206	3237 (5%)	66443
T+9	155133	80669	760 (1%)	81429
T+10	162889	84703	0 (0%)	84703

註：各項假設見內文

信報

居屋期貨開盤價（以樓價按年上升10%計）表2

折讓年息3%	單位市價 (a)	單位售價 (b) = (a) × 0.52	期權溢價 (c)	交易均衡值 (b) + (c)
5年限售期 (#)				
T+2	121000	62920	6278 (10%)	69198
T+4	146410	76133	2512 (3%)	78645
T+5	161051	83747	0 (%)	83747
10年限售期 (\$)				
T+4	146410	76133	15419 (20%)	91552
T+9	235795	122613	4045 (3%)	126658
T+10	259374	134875	0 (0%)	134875

註：各項假設見內文

信報

居屋新猷之弊，是延長轉讓管制期，卻洞開後門，衍生補地價期權，反阻礙流轉，轉手市場難有起色。其次，定價與樓市脫鉤，大幅增加折扣，反令新業主上車容易換樓難，既不能轉換居屋，更無力轉換私樓。

或許政府不願見居屋流失，新猷變相與出租公屋看齊，轉手居屋奇貨可居，實

自相矛盾。假若居屋是資助置業新政策核心，臨淵羨魚，何不進一步效法鄰邦關上後門，公營自成租置市場，這樣反能有助流轉，緩和困局。

鄭宏泰博士為香港中文大學香港亞太研究所助理所長；陸觀豪為退休銀行家、亞太研究所名譽研究員、工商管理學院客座教授