

樓市大辯論

終極

大探市

方生代、黎志恆 著

人人趕上車置業，買樓是不是一定保值？
專家喜歡誇大回報，究竟有沒有客觀分析其風險？
地產發展商近年高價投地，隨時有可能蝕本。

所有港人都關心樓市，全面剖析箇中謬誤！

目錄

黎則奮 序	5
方生代 序	7
黎志恆 序	9
樓市立論	15
樓價計價漫談	21
樓價不斷上升的原因	31
樓市轉勢下跌的原因	57
其他資產比較：股票篇	117
其他資產比較：債券篇	137
其他資產比較：基金篇	155
對樓市升值的八點回應	171
結論：住宅長遠而言， 不是良好的投資工具	179

序

認識黎志恆是網絡年代的奇緣，兩個年齡相差至少35年的不同世代知識人，因著本土主義問題的討論而結識，相約見面，從此結下不解之緣。

令我驚訝的是，過去幾年催生本土主義運動的理論著作《城邦論》作者「陳雲」原來是一個寫作班子，而黎志恆就是其中一個主要寫手。他抖出的內幕，令我茅塞頓開，確定我一直以來的懷疑：可以在左派書店大賣而其他民主派著作則被禁售的《城邦論》等本土主義著作，其實並非單純是陳雲根（陳雲的真名）個人的作品，而是某個政治勢力有組織、有部署的政治計劃，與其後衍生的「港獨」問題，都是一脈相承，絕不是歷史的偶然。

那是另一個話題，暫且按下不表。但會面卻教我對眼前的年輕人另眼相看，深深體會到真的是江山代有才人出，莫欺少年窮。志恆絕非時下不學無術只懂空喊口號訴諸情緒發洩的憤青，或是只會在 Google 搬弄幾個術語胡亂堆砌便當成自己「卓見」的偽文青，而是關懷社會放眼世界堅持獨立思考理性探索問題的青年知識份子。他思考宏觀，不囿於他自己有份炮製的本土主義論述，懂得將問題置放於社會歷史脈絡，承先啟後，上下求索，縱橫交錯，因而分析問題更為全面、完整和透徹。

事實證明，市場上的投資專家很少用經濟學角度分析樓價，很多只是看趨勢「靠邊站」。因此筆者決定用不同的資產的回報率和風險比較，以科學理性的方法糾正大眾對樓價長升長有的誤解。

此書最重要的一環，是筆者建議出售投資物業，把回籠資金作其他投資。而當今世上大部分人都認為樓是「有買貴，冇買錯」，他們不明白負資產甚至資不抵債對一生的影響，所以把投資物業盡早脫手是理智的行為。筆者相信讀者閱畢此書會對每項投資都有新的看法，並不是長遠買樓一定致富的謬誤。

方生代

2018年8月15日

序

寫在辯論之前：要了解何處是論據

香港人日忙夜忙，工作朝九晚六，加班頻頻，只是要求解決「衣、食、住、行」四項基本生活要求。此四事之中，尤以住屋問題最令人費煞思量。

居住難，上樓更難

當然，住在香港一段日子，都知道居住艱難。無論是公屋輪候、綠置居、私樓上車，每件事都是在香港地發生，但似乎跟香港人沒有太大關係。作為場外的人，連入場資格都未有，樓市一路向上，普通人跪求入場，正如某位被DQ的議員話齋，年輕人的生存空間不斷縮窄，連租金也無力負擔，難道真是一語成讖，連行房也找不到地方嗎？¹

誠然，上面引述的那位前議員，她的言論有煽動民粹之嫌，不過能夠引起社會上的廣泛討論，亦足以反映某些現象出來。我們所理解的居住問題，與樓市預期有著頗大的落差。本來對於樓市而言，其市場預期，就是以整體的國民收入，輔以其他的外來投資，從而得出價格的反映。就目前的情況而言，預期與實際環境差別很大，一言蔽之就是離地。如果連居住的地方，也是建築於離地千丈的價格上，那將是十分悲慘的世界。

1 《蘋果日報》，2016〈蕙禎bb講「扑野」 大家咪咁心邪〉，【網上資料】《蘋果日報》網頁，<https://hk.news.appledaily.com/local/realtime/article/20161004/55728787>，瀏覽於2016年10月4日。

樓市跟債市的息口比較

而 3.5 厘的回報是按照息率正常化時代，銀行的按揭貸款利率計算，並參考美國長期中性利率，而美國長期中性利率可以在美國聯儲局的議息聲明看到。跟國債比較起來，樓價的回報率只有 2 厘多，將來做銀行定期也可以高過投資收租。而投資物業的機會成本近期已經大幅增加，所以筆者肯定樓價可以下跌三至五成，並且在往後的篇章解釋一下投資物業為何不智，其他投資項目的回報率已經遠超過買樓了。

現在的樓價已經到達泡沫的水平，作為世界著名的國際城市，香港的樓價已經脫離現實，絕大部分人都要向銀行承造按揭貸款才能夠買房產。

如果讀者打算現在買入一個市區 500 呎單位，售價約 850 萬元，現在申請按揭貸款，首期最少要 340 萬元，貸款金額 510 萬元，借款期 30 年。按照現在借貸利率 2.3 厘計算，每月供款 19,000 元。如果供足 30 年的話，利息開支 196 萬元，等於一般人十年的收入。即使他們升職加薪，196 萬元的利息支出也令人咋舌，處於歷史上恐怖的水平。當然這些數字賣家和地產代理並不會提示買家，沒有人會想自己的單位賣不出去。事實上每月 18,000 至 20,000 元是一般市區 500 呎單位的租金，即使銀行稍為加息，供樓已經比租樓貴得多。

一個普通的單位已經需要 340 萬元的首期，平均一個剛畢業的大學生只有年薪 15、6 萬元，如果沒有父母的儲蓄支持根本不能上

車。當樓市將來逆轉，樓價下跌三成或以上，相信父母的退休金也化為烏有。

還有，現在供款利率只有 2 厘多，如果加息至 3 厘半，每月供款立即增加至 22,901 元。如果供足 30 年按揭貸款，利息總支出則升至 314 萬元，比現在多大約 114 萬元，相信這樣的升幅一般人也難以支撐下去，香港的樓市泡沫正在處於全球最瘋狂的水平。現在不少家庭為了置業而債台高築，以薪資一半供樓，並且延長到 30 年借貸，準備一生為樓奴。十年前利率正常化的時候，一般人只會承造 15 至 20 年的按揭，但現在為了追上樓價，不惜代價借款，最終把貸款年期加長。好像以前用 15 至 20 倍市盈率（PE ratio）買股票一樣，現在已經炒上 30 倍市盈率，但股息回報（divided yield）的增長卻愈來愈少。

當銀行增加按揭利息至 4 厘半，每月供款會更辛苦，貸款人的供款會立即增加至每月 25,841 元水平，比現在供款多 6,000 元，足以打亂一般業主的生活開銷，並且相信足夠令全港百分之四十四持有按揭貸款的市民痛不欲生。筆者計算過如果利率升至 4 厘半，30 年的總利息開支會上升至 420 萬元，比現在多一倍利息。每月供款當中有 19,000 元是給銀行利息，一年利息支出 228,000 元。如果經濟不景氣，租金收入減少 15%，扣除差餉、管理費和物業稅，每年收入只有大約 160,000 元，每年的淨損失最少 66,500 元，30 年的損失則不敢想像。參考過去歷史，4 厘半的按揭貸款其實不是新鮮事物。

的經濟活動乃是基於超低息的環境而成。即是貨幣並不值錢，從而需要利用遠期的資產，保持購買力以及投資回報。只要設想到，如何可以將新的利息回報，蓋過舊有的借貸利息時，某個時段的套利活動，便會流行起來。

另外一點，則是大量資金流入香港樓市。首先大家需要明白到，資金從何而來的問題。很明顯地，大家亦會一致認同，大陸人來港將香港的樓市炒高了。雖然在政府的官方數字，並未明確反映得到，外來移民的收入有明顯的增幅。近來團結香港基金的報告中，其引述官方的數字時，便指出本地與內地的男性收入，一向是差距頗大，大概是相差 30% 左右。雖然兩者的收入差距，由 2001 年的 31.6%，至 2011 年下跌至 30.2%，然而只是略為收窄而已。²¹ 從官方的數字當中，我們並不能夠作出判斷，認為是「移民」有著高收入，從而帶動樓價的上升²²。

概況		刊物及統計表		其他網站上統計資料		流動版		
表 122：港元利率								
少於 10 萬港元的定期及儲蓄存款利率 (年率) (I)								
年	月	1 個月	3 個月	6 個月	12 個月	儲蓄存款利率	優惠存款利率 (年率) (II)	
2015		0.01	0.01	0.01	0.04	0.15	0.01	
2016		0.01	0.01	0.01	0.04	0.15	0.01	
2017		0.01	0.01	0.01	0.04	0.15	0.01	
2017	7	0.01	0.01	0.01	0.04	0.15	0.01	
	8	0.01	0.01	0.01	0.04	0.15	0.01	
	9	0.01	0.01	0.01	0.04	0.15	0.01	
	10	0.01	0.01	0.01	0.04	0.15	0.01	
	11	0.01	0.01	0.01	0.04	0.15	0.01	
	12	0.01	0.01	0.01	0.04	0.15	0.01	
	2018	1	0.01	0.01	0.01	0.04	0.15	0.01
		2	0.01	0.01	0.01	0.04	0.15	0.01
		3	0.01	0.01	0.01	0.04	0.15	0.01
		4	0.01	0.01	0.01	0.04	0.15	0.01
		5	0.01	0.01	0.01	0.04	0.15	0.01
		6	0.01	0.01	0.01	0.04	0.15	0.01
7		0.01	0.01	0.02	0.05	0.16	0.01	
8		0.01	0.02	0.02	0.05	0.17	0.01	
9		0.01	0.02	0.03	0.05	0.17	0.02	

圖 8. 港元利率

資料來源：香港政府統計處

https://www.censtatd.gov.hk/hkstat/sub/sp110_tc.jsp?tableID=122&ID=0&productType=8，瀏覽於 2018 年 10 月 17 日。

按揭保險計劃

住宅物業價值	按揭成數上限
≤ \$400 萬	80%或90%*
> \$400 萬至 < \$450 萬	80%至90%* (貸款額上限\$360萬)
≥ \$450 萬至 ≤ 600 萬	80% (貸款額上限\$480萬)

註：*只適用於 (i) 所有抵押人於申請時並未持有任何香港住宅物業；(ii) 所有申請人須為固定受薪人士；及 (iii) 最高供款比率為 45%

註：停止接受收入非來自香港人士申請按揭保險計劃

圖 9. 按揭保險計劃

資料來源：美聯物業

<https://www.midland.com.hk/calculator/new-measures-on-mortgage.jsp>，瀏覽於 2018 年 10 月 17 日。

21 [網上資料]，團結香港基金，《迎接時代變遷：與內地經濟並進》https://www.ourhkfoundation.org.hk/sites/default/files/media/pdf/ChinaHK_Report_Chinese_28.10.16.pdf

22 「移民」本身具有較為精確的定義，來港的內地移民，主要是透過單程證、輸入內地人才計劃、資本投資者入境計劃、優秀人才入境計劃、非本地畢業生留港/回港就業安排，以及受養人簽證。團結香港基金的報告，只是表示內地移民受教育程度，比起過往為高，因而容易導向收入將會升高的趨勢，並不表示現在的內地移民，其收入已經提升至與本地人看齊的水平。

至於資金是否回歸中國，筆者認為從國內的企業文化，以及舉債情況而言，出現的機率實在高得很。只要國內銀行的壞賬浮面，要求借貸的公司、個人要儘快清付欠債，接下來的行為，是否要將投資國外的資產變賣，方有能力還款呢？推斷幾時樓市崩盤，或許言之過早。不過早前的比特幣崩盤，以及恒生指數的暴跌，皆反映得出有大量的沽貨套現。假設當中有半數是中國的炒家，目的自然是處理借貸之故。下一波，又幾時輪到本地樓市，才是值得思考的問題。

政治主導的宏觀環境

投資任何的產品，皆不可離開宏觀環境。而世界上宏觀環境最為重要的組成部分，即是中美兩國之間的貿易關係。如果兩個國家的貿易關係，出現明顯的變化，將會影響全球化之市場供應鏈。而且，本書的目的，乃是分析香港之樓市，香港乃是夾在中美之間，一個轉口的、細小型的經濟體系，如果兩國出現重大的變動，在收入層面而言，附屬於中美的香港經濟體系，肯定是受到衝擊。故此要梳理兩者之關係。

至於兩國要發生貿易戰，除卻是美國政治及選票之考慮外，美國之最終目的，很可能是要求中國的市場開放，以及資訊自由。透過此兩種具體的戰略考慮，與百多年前的美國提出「門戶開放，利益均沾」乃是如出一轍。不同的地方，在於清朝時代要跟歐洲列強分一杯羹，而現在的美國乃是依仗世界霸主的地方，將挑戰其地位的國家擊敗。從前的日本、蘇聯正好就是例子。

許多人不願意相信，貿易戰能夠打得成，原因在於受到意識形態的茶毒，以為全球一體化之時刻，如果要開打貿易戰，乃是「傷敵一千，自損八百」的行徑，殊不可取。從經濟的分析，確是有些道理。問題是看不到背後更大的利益。貿易戰之發展，並非單純是經濟上的利益問題，更是國力的比較問題。而許多研究經濟的人，往往忽略其模型最大的漏洞，以為政治會跟隨經濟。恰好相反，政治反而是人類社會之中，最重要的核心元素，而經濟、金融的運作，僅僅是跟隨政治而為的一連串活動。

如果你採用純粹的經濟觀點，很容易得出貿易戰不能打成，在於中美經濟你中有我，我有中你，簡直如同雌雄同體一般。問題在於，上述的假設最大問題，在於人們理解的國際關係片面，只是以和平年代來處理，而沒有法子想像得到，一個人類戰爭的冷戰時期，到底又是怎樣的光景，這才是重點之所在。單是最近美國眾議院（US House of Representatives）通過了2019國防授權法案（2019 National Defense Authorization Act），為政府提供了一年7,170億美元的軍事開支，成為全球軍事支出之冠，那麼準備搞軍備競賽，擺明是冷戰再現，又怎可能當成和平時代來審視問題呢？

而即使國際之間的經濟結構，可以演變得如何複雜，歸根究底是選擇權（option）的問題。所謂的「合則雙利，分則雙害」之原則，正好在這種國際關係的層面，派不上用場。因為上述的關係，只是一種應然關係，而不是必然關係。尤其是政治作用大於一切之時，經濟只是一門主要的手段，更重要的是如何成為莊家。沒有對

另外，在息口正常化開始的話，香港最終也要進入加息周期，本地銀行的呆壞帳不太嚴重的話，淨利息收入會持續增加。簡單來說，貸款利息上升大於存款利息上升，銀行會有不錯的利息收入增長。對投資人士來說，這些公司穩定的派息可以對沖香港加息周期的壞影響，包括樓價下跌的影響，因為銀行按揭貸款一早就做了壓力測試，供款上限於每月收入的一半，貸款成數大約是樓價五成至八成，如果業主沒有斷供的話，利息支出將會繼續上升，銀行收入會被動的增加。

此外一些市值不大的公司也有吸引力，但投資者卻忽略了它的存在價值。

佐丹奴（709）是一間本地零售股之一，在1991年上市，有悠久的歷史，相信大部分香港人都認識此公司，是一間著名服裝零售商，陪伴香港人很長的日子。以往也受到一些基金青睞。除了「Giordano」外，另一潮流品牌「BSX」也是公司旗下的品牌，總有一間在左右。佐丹奴現金流穩定，公司負債比率不高，但是現在股價有深度調整，高位下跌兩三成，有9厘的回報率，可以為投資者提供長線投資的選擇。如果留意一下，股票派息比率有110%，公司把全年盈利派給股東，同時公司進行股份回購的動作，所以每股盈利也有上升的空間。根據18年中期業績，公司銀行結存有12.24億元，但市值只有62億元。相信即使香港經濟稍微轉差，零售市道受到影響，在其低負債的防守性之下也有其吸引力。

雖然十年前的股價在2-3元左右，金融海嘯時更加跌至1元多。但是計及公司派息歷史的因素，即使海嘯前買入，在長期收股息的

補貼下，早就已經收回成本。相信很多長線投資者會逢低儲一些股票來長期收息。

近期內地受到很多打壓樓市的政策影響，而且國家主席習近平並不想樓市泡沫爆破，重演美國12年前的次按危機，大陸的樓價也有放緩的跡象。內房龍頭之一的融創中國（1918）的董事長孫宏斌也認為現在大陸做房地產生意並不容易，買內房股收息比投資內地房地產好。

因為現在的內房股受到種種的因素大幅下跌，很多公司從高位下跌三至四成。多多少少也反映出近期內房公司的不明朗因素，假設人民幣不是大幅貶值的話，一些內房股的股息率十分吸引，而且這一兩年的銷售數字都是十分驚人，對公司未來的利潤有保障，因為根據香港的會計準則，內房股入帳是要在樓宇「交吉」才可以入帳。因此，大家都可以在股票組合中加入一部分，在人民幣升值和港股反彈時取勝。

禹州地產（1628）是一間成立於福建廈門的民企，主要在廈門、上海、合肥等地從物業開發、物業投資公司、物業管理、酒店等業務。集團成立於1994年，是中國中型的房地產開發商，全國銷售排名30幾名。它上市以來一直有三成多的毛利率和三成多的派息比率，在一眾內房股處於較高水平，至於其他內房企業，它的毛利率則沒有如此高的水平。另一方面它的股息率大約有10厘息，而且公司在國內的房地產銷售也十分理想，今年也有機會超過600億元水平，比上年增長50%，所以很多大行也十分看好該公司的前景和股價。

支，所以財政部需要替美國政府籌措資金，發行公債。由於美國仍然是全球最大的經濟體，而且美元是全球最流通的貨幣，同時是各國政府的儲備貨幣。故此，美國國庫債券比喻為最少風險投資，因為美國政府是大到不能倒的政府，全球最可靠的貨幣工具，美元便戴著國際貨幣的光環，流通量也十分大，美國國債被視為一種最安全的投資。

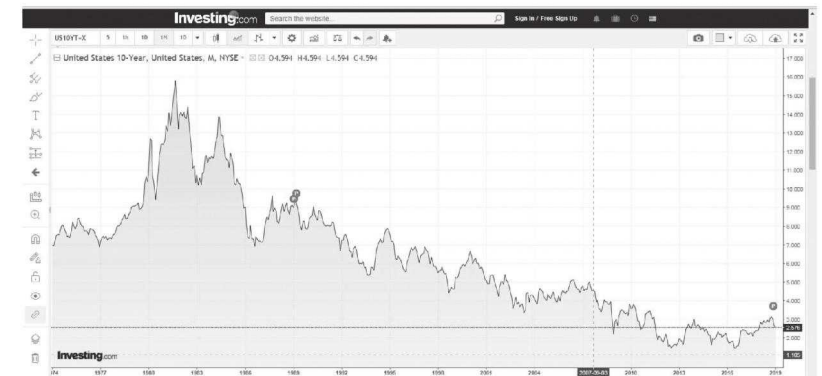
美國通脹有升溫的風險，失業率也下跌至近 50 年低位。美國每月的非農就業職位空缺也維持十多萬份以上，美國人民的薪資也慢慢上升。現今美國經濟欣欣向榮和十年前美國次按泡沫爆破，失業率大幅上升完全不一樣。為免美國經濟過熱，通脹失速上升，聯儲局也要不斷縮減資產負債表和加息，透過退市來維持貨幣政策穩定，令聯儲銀行在全球的公信力得到認可，避免量化寬鬆政策的弊端影響美國經濟發展。

所以，美國國債收益率會慢慢上升，債券價格會漸漸向下。

美國二年國債收益率



美國十年國債收益率



Sources: investing.com

一般債券投資者在投資債券時會遇到不同的風險。包括違約風險 (default risk)，信貸風險 (credit risk)，市場風險 (market risk)，利率風險 (interest rate risk)，流動性風險 (liquidity risk) 等等，故此，投資債券的回報率和股票的回報一般都要比美國國債收益率高一點為上策。

聰明的讀者會發現近期的企業債的價格會跟著美國國債價格下跌，所以加息步伐上升會令債券價格下跌。因為已經發行的債券，利息一早就協定，所以二手市場買賣債券的價格亦會受影響。

而近期債券的收益率已經到了吸引水平，不單跑贏通脹，回報率已經高過收租。現在債券孳息率上升，已經遠遠超過樓宇放租的回報率。由於機會成本 (opportunity costs) 不斷增加，購買美國國庫債券的回報率已經有 3 厘 2，將來很大程度會升至 3 厘半甚

從資產配置的角度而言，房地產投資信托基金（REITS），算是一門可以考慮的投資工具，變相是選擇基金。當然，任何投資皆涉及風險，難以一一界定，端要視乎當下的市場情況。不過，如以自住物業作為投資工具，首先要考慮能否套現得到。而套現順利與否，則視乎流動資金是否追逐自住物業。

作為市場上的博奕者，除了要考慮如何入市之外，更要評估如何退出市場。將資產順利換成資金，乃是任何投資者的基本功是也。問題是許多人搞錯此一要點，將投資自住物業當成炒賣股市，盲目希望得到市場訊息，在波動性上取得便宜。要製造波動性，意味著要有對手，如果市場上欠缺對手的話，豈不是眾位入市的人，皆沒有分別成為輸家嗎？

至於散戶如何見得是追逐波動性，而不是購買商品，只要檢查一下他們對下列三點，乃是怎麼分析、或是敏感度如何，即知真偽也。

第一是錯誤分析地產商的行為，以為他們是莊家，可以乘搭「順風車」。以往有不少人認為發展商不斷以創新高的樓面呎價投地，代表樓市會繼續上升。事實上，生產要素市場（factor market）和產品市場（product market）是不同的市場，麵包價格和麵粉價格其實是不一樣，地價和樓價未必有關係。投資者在買樓前必須分開處理，樓價是由租金除以回報率計算出來，所以和地產商用多少錢來投地是沒有關係。地產商高價投地也有機會有損失，他們會根據過去幾年物業成交的平均呎價作將來落成物業的價格，故此在樓市大升時，他們以較高的地價投地。

實際上地產只是生意經營，同樣是要承受錯判形勢的後果。香港近幾年的不合理樓價是因為超低息時出現的泡沫，但在地價估值時卻低估了這些影響。當利息上升 1 至 2 厘，樓價跌三至五成後，地產商以往用高價投得的地有可能面臨損失。這樣投地的模式，只是用過去的樓價成交，而忽略將來大環境的改變。所以，用既定成本（sunk cost）來作投資決策是很高風險。利息上升時，樓價可以作天翻地覆的變化和深度調整。故此，當地價過高或投資者對後市有太大信心時，地產商有機會高價取得土地，售樓價格低過樓面面積，即使是大地產商，也很大機會在香港的地產市場招致損失。

故此，長實集團前主席李嘉誠先生幾年前已經很少投地建屋，並且在今年中高價售出中環中心，而且他老人家也三番四次提醒大家「買樓自住可以，投資則不值得」，和筆者的觀點也有相近的地方。

第二是對未來經濟前景的風險評估，明顯是失去前瞻的能力。最重要的，乃是很多人都忽略香港的人口老化的問題，因為香港生育率全世界排名尾四，每對夫婦平均生 1.2 個小朋友，僅次日本、新加坡等地方，所以香港有嚴重的人口老化問題。而且根據香港政府按 2016 年中期人口統計所提供最新的基準人口數據，政府統計處以 2016 年年中人口為基準，編製新一套涵蓋 2017 年至 2066 年的人口推算，並於 2017 年 9 月 8 日公布有關結果。根據基線人口推算的結果，居港人口將由 2016 年年中的 734 萬增加至 2043 年年中 822 萬的頂峰，然後回落至 2066 年年中的 772 萬。預期人口將持續老化，其速度會在未來 20 年顯著加快，尤其以未來 10 年最為急劇。撇除外籍家庭傭工，65 歲及以上長者的比例，推算將由



樓市大辯論
**終極
大冧市**

Rich 024

書名：樓市大辯論：終極大冧市

作者：方生代、黎志恆

編輯：Angie

設計：4res

出版：紅出版（青森文化）

地址：香港灣仔道133號卓凌中心11樓

出版計劃查詢電話：(852) 2540 7517

電郵：editor@red-publish.com

網址：<http://www.red-publish.com>

香港總經銷：香港聯合書刊物流有限公司

台灣總經銷：貿騰發賣股份有限公司

地址：新北市中和區中正路880號14樓

電話：(866) 2-8227-5988

網址：<http://www.namode.com>

出版日期：2019年1月

圖書分類：地產

ISBN：978-988-8568-35-2

定價：港幣138元正/ 新台幣550圓正

兩位作者發現大部分港人都覺得樓市易升難跌，即使政府不斷出「辣招」試圖令樓市降溫，美國利率正常化超過一年時間，樓價卻不停創新高。

然而投資物業的回報率其實低得可憐，香港按揭貸款利率一旦正常化，此消彼長，香港樓市會出現終極冧市。故此二人決定一起出版著作，希望市民不要再高追買樓，並相信讀者閱畢此書會對每項投資都有新的看法，拆解長遠買樓一定致富的謬誤。

ISBN 978-988-8568-35-2



9 789888 568352 >



專業出版 國際銷售

紅出版文化平台

加入我們：www.red-publish.com

Mod^{pro}E.

上架建議：地產

定價：港幣 138 元正 / 新台幣 550 圓正