

從貨幣現象的視角看房價高企： 港澳兩地房產市場的實證研究¹

鄧卓輝

一、緒論

港澳兩地社會及政府近年高度關注房價高企的問題，回歸後持續攀升的房價從來沒有離開過輿論的焦點。澳門私人房產的平均售價在2004至2016年間，由每平方米8,259元升至86,342元，升幅約10.5倍，而同期，本地居民月工作收入中位數升幅僅約3.5倍，名義本地生產總值升幅僅約4.2倍，房價的升幅遠超居民的工資及實體經濟的增長。一水之隔的香港亦不遑多讓。以港島區的中小型單位為例，在2004至2016年間，平均售價由每平方米41,716元升至140,103元。香港政府公佈的包括各類住宅單位售價指數的同期升幅約為3.7倍，同樣拋離同期名義平均薪金指數僅約50%的升幅，以及同期名義本地生產總值僅約90%的升幅。

在經濟與收入快速增長的背景下，港澳居民對於住宅的購買力反而下降。兩地2016年中期人口統計資料顯示，澳門住戶的月工作收入中位數為34,000元，香港住戶的月工作收入中位數為24,890元。按2016年的平均房價推算，澳門家庭購買一個實用面積50平方米的單位，需要花上約10.6年的收入；同樣的情況，香港家庭要在港島區置業，得花上約23.5年的收入，即使在新界區置業，也得花上約15.4年的收入。香港家庭的負擔能力比澳門家庭更差，但澳門房價的升幅卻比香港更為驚人。

關於港澳高房價的成因之討論眾說紛陳，但總的來說主要有兩大假說。一說指港澳地小人多，可供發展的土地有限，回歸後人口不斷增長，加上住戶規

¹ 2017澳門經濟論文比賽—公開組一等獎作品

模小型化的趨勢，住戶增長的速度高於住宅單位增長的速度，房價自有實質需求的支持，本文稱之為“實質需求假說”；另一說指港澳實行聯繫匯率制度²，貨幣直接或間接與美元掛鈎，嚴格來說並無主動的貨幣政策可言，只有被動的“貨幣現象”。本地利率只有跟隨美元利率的走向，先天失去了以利率或貨幣政策調控經濟的能力，致使港澳最近十年基本處於負實質利率的狀態，高房價只是低息環境與貨幣貶值下反映出的一種貨幣現象，本文稱之為“貨幣現象假說”。

港澳特區政府基本上都是以“實質需求假說”的思路去處理房屋問題，以期掌握房屋的實質需求，繼而增加土地及房屋的供應。“實質需求假說”直觀上很有說服力，單看最近十年港澳兩地住宅空置率均穩步下跌，以及每有公屋申請皆萬人空巷的情形，似乎已不需要多解釋，問題只是實質需求是否足以把房價推到完全乖離購買力與實體經濟水平的高度而已；“貨幣現象假說”則在財金界較為流行，有人會把它與投機炒賣行為混為一談，但本文所指的“貨幣現象”，實指市場參與者因應預期利率及通脹率等的變化所作出的理性行為，其結果反映在資產價格上的客觀現象，本身與投機炒賣並無直接關聯。“貨幣現象”較“實質需求”難以直接觀察。

本文的主旨並非要找出所有影響房價的因子，而旨在嘗試透過貨幣現象的視角，以港澳房產市場為背景，用實證研究及比較研究的方法，去驗證“貨幣現象假說”，及一窺利率、信貸與貨幣等對房產價格的影響。香港和澳門是世界上僅有的數個實行貨幣發行局制度的經濟體之一，且兩地房產市場有眾多相似之處，這為本研究提供了良好的基礎條件。

本研究的構成分為七個章節。在緒論之後的第二章是文獻回顧，第三及第四章會闡述研究的目的、數據、假設及方法等，第五章介紹實證研究的結果，第六章以較宏觀的視野討論貨幣供應與信貸擴張對房價的影響，最後在第七章作出總結。

² 聯繫匯率制度屬於貨幣發行局制度(Currency Board System)。1983年9月，澳葡當局宣佈MOP102.8買入價以及MOP103.2賣出價兌HKD100。同年10月15日，香港政府宣佈以1USD兌7.8HKD的官方匯率與美元掛鈎。此制度一直維持至今。

二、文獻回顧

若論貨幣與利率，應從“名義”與“實質”的概念談起。著名的費雪方程式³早已明確了利率有實質利率和名義利率之分(Fisher, 1911)。名義利率，是指沒有考慮通貨膨脹因素，按照承諾的貨幣價值計算的利率。實質利率，是對名義利率按貨幣購買力的變動修正後的利率。由於借貸雙方更關心貨幣的實質購買力而不是貨幣的名義額，因此實質利率能更準確地衡量借貸的成本和收益。費雪方程式表明，名義利率必須包含一個通貨膨脹溢價，以彌補預期的通貨膨脹給貸款人造成的實質購買力損失。費雪認為，實質利率與房產價格有負的關係。例如，當實質按揭利率下降時，購房者的負擔能力增加，對房產的需求自然上升，一般來說，房產的供給是有限的，房價也就隨之上升。凱恩斯的巨著《就業、利息和貨幣通論》(Keynes, 1936)，對貨幣與信貸的擴張政策(通常以當局增發貨幣或降低利率為手段)，會衍生資產泡沫的現象亦早有觀察。費雪及凱恩斯均重視“實質”的概念多於“名義”，認為市場參與者明白貨幣的實質購買力比貨幣的名義額更為重要。

如果要進一步從較嚴謹的經濟學模型探討名義利率、通貨膨脹等與房價的關係，值得回顧經典的“使用者成本模型”(User Cost Model)，此模型及其變體一直被廣泛引用，例如Poterba (1984)、Himmelberg et al. (2005)及Kuttner (2012)等。模型的要義在於，在自由市場的無形之手下，租房的實質成本會等於購房的實質成本，否則租客會想成為業主，而業主會想成為租客。其方程式如下所示：

$$\frac{R_t}{P_t} = [(i_t + \tau_t^p)(1 - \tau_t^y) + \sigma_t + \delta - \pi_t^e] - \left(\frac{P_t^e}{P_t} - \pi_t^e\right)$$

[方程式2.1]

方程式2.1的字符代表：

R = 年租金； P = 房價； P^e = 預期房價的升值； i = 名義利率； τ^p = 房產稅

³ $(1+i) = (1+r)(1+\pi)$ 。其中 i 為名義利率， π 為通貨膨脹率， r 為實質利率。

率； τ^y = 所得稅率⁴； σ = 持有房產的風險溢價； δ = 房產的物理折舊； π^e = 預期通貨膨脹率。

方程式2.1的右手邊可總結為：在考慮所有風險、稅務及物價等因素後的使用者成本(UC)。利率的變化對其計量上的影響則可簡單的微分推導出來，如下所示：

$$\frac{1}{P} \frac{\partial P}{\partial i} = - \frac{(1 - \tau^y)}{UC}$$

[方程式2.2]

方程式2.2顯示，P上升或UC下跌，都會增加房價對利率變化的敏感度，反之亦然。例如，預期通貨膨脹率上升會使UC下跌及P上升，因此會增加房價對利率變化的敏感度。“使用者成本模型”說明了名義利率與預期通脹率本身就是決定房產價格的內含基礎因素。

在金融全球化的背景下，巨額資金時刻超越國境自由流動，在金本位制度被棄及布雷頓森林體系崩潰後，各國中央銀行、商業銀行以至“影子銀行”，都人為地大量製造不需要儲備支持的貨幣負債，這些都是美國次貸危機、房產泡沫爆破，以至2008年環球金融海嘯的遠因。關於利率及貨幣政策對房價影響的實證研究，在金融海嘯後更不乏。例如，史丹福大學著名貨幣經濟學家John Taylor的實證研究指，美國當局人為地壓低利率的政策拖延了次貸危機的爆發，最終釀成環球金融海嘯(Taylor, 2009)。John Taylor本人亦是著名泰勒法則(Taylor's Rule)的創建者，泰勒法則描述了短期利率如何針對通脹率和產出變化調整的準則，對美聯儲以至各國的貨幣政策規則研究具有深遠的影響。

中國內地金融海嘯後啟動了“4萬億計劃”救市，實證研究顯示，中國內地的擴張性金融政策顯著加快了房價的增長(Xu & Chen, 2010)。香港及澳門在貨幣發行局制度下，本地利率走向跟隨美國而非按本地經濟情況調整，結果在量化寬鬆時代下出現外地罕見的負實質利率。香港大學學者的實證研究(Yiu, 2009)指出，負實質利率對香港的房價有顯著的負的影響，且遠大於正實質利率對房價的影響，認為負實質利率才是香港房價高企的根源，可算是香港房價

⁴ 在香港及其他地區的稅制下，支付房貸的利息可作為所得稅的扣減項，澳門則沒有類似規定。

“貨幣現象假說”的代表之一。不過，團結香港基金的研究報告則對此結論持相反意見，指出負實質利率並未推升香港房價，“土地荒”才是房價高企的元兇(曾維謙，2017)。

澳門的學界近年同樣重視房價高企的問題。具代表性的有澳門大學2013年發表的《房屋政策“澳人澳地”研究報告》，對當時澳門的房產市場的狀況及其供需作了深入分析，並指出住宅單位需求量大增是由於居住需求與投資需求所致。除人口增長帶動的居住需求外，自金融海嘯後美國等經濟體推出幾輪量化寬鬆政策以來，大量熱錢流入新興市場，且博彩業的發展帶動一部份居民迅速致富，而其他投資渠道不盡暢通，投資房產便成了主要的渠道，產生巨大的投資性需求。該研究直指澳門房產市場已呈泡沫現象，嚴重脫離夾心階層的購買力。

總而言之，近年關於港澳兩地房產價格的論述，有觀點指因為土地房屋供應短缺，高房價有實質居住需求的支持，也有觀點從貨幣現象及投資需求的角度去解釋，也有看法是兩者兼而有之。澳門由於市場較小、公開資料不足等原因，觀點相對缺乏實證研究的支持。

三、研究目的、數據與假設

一如前述，關於高房價的成因之討論主要有“實質需求假說”及“貨幣現象假說”。本研究的目的，是利用聯繫匯率制度下的港澳兩地房產市場的獨特性，探討負實質利率等貨幣現象對房產價格的影響。本文並非要否定“實質需求假說”，因為從表面觀察，兩地的空置率的確呈下跌趨勢，反映高房價或一定程度有實質需求的支持。本文強調的只是，單憑實質需求難以完全解釋如此高企的房價，尤其是在澳門，空置率遠高於約3%的自然空置率，因此，可合理推論應存在其他支持房價的主要因素。

港澳獨特的聯繫匯率制度，啟發本文假設港澳的房產價格更易受貨幣與利率因素所影響。因在聯繫匯率制度下，港澳要跟隨美國的貨幣政策，但港澳與美國的經濟週期卻不一定同步，因此沒有甚麼空間讓貨幣管理當局可運用獨立

的利率政策達到價格穩定或促進經濟增長的目標。由於本地利率緊貼美元利率的走勢，因此若港澳與美國的經濟週期並不同步，本地利率便不大適合本地的宏觀經濟狀況。美國在金融海嘯後為挽救經濟展開的幾輪量化寬鬆貨幣政策，使港澳利率持續走低，但同期港澳經濟卻隨着中國內地經濟的發展而迅速復甦，尤其是澳門的經濟更因為博彩業而走上了一個新的台階，通脹率隨經濟的增長而持續高企，港澳遂陷入了通脹率高於名義利率的負實質利率時代。這在其他經濟體是鮮見的，因為貨幣資本的實質報酬理論上不應小於零。

上述情況正是兩大經濟學者Robert Mundell和Marcus Fleming所提出的不可能三角(Impossible Trinity)理論的典型例證。該理論指的是一個經濟體在固定匯率、資金自由流動以及獨立貨幣政策當中只能三選其二，而不可能三者皆選。港澳在不可能三角裏選擇的是固定匯率和資金自由流動，但就放棄獨立貨幣政策，是該理論的完美範例。只要“固定匯率+資金自由流動+放棄獨立貨幣政策”並沒有任何改變，就必需承受利率與宏觀經濟不同步的壓力。該理論為港澳房價的“貨幣現象假說”提供了理論基礎，可合理假設房產價格高企是放棄獨立貨幣政策的“副作用”。

由於澳門統計暨普查局自2004年起始有公佈平均每平方米住宅售價，本研究的起點也只能局限於此。首先初步觀察兩地自2004年第1季至2016年第2季共50個季度的相關數據。如圖3.1所示，短短12年間，兩地平均房價均大幅攀升，若以2004年第1季為基期，澳門房價於2014年第2季達到頂峰，升幅超過13倍；香港房價於2015年第3季達到頂峰，升幅約3.8倍。兩地房價只在2008至2009年間短暫向下調整，其後升勢更急。就升幅而言，澳門房價期內一直遠超香港，港澳房價在較短的期間內錄得如斯大的升幅，相信是放之於世界亦罕見的。

(2004Q1=100)

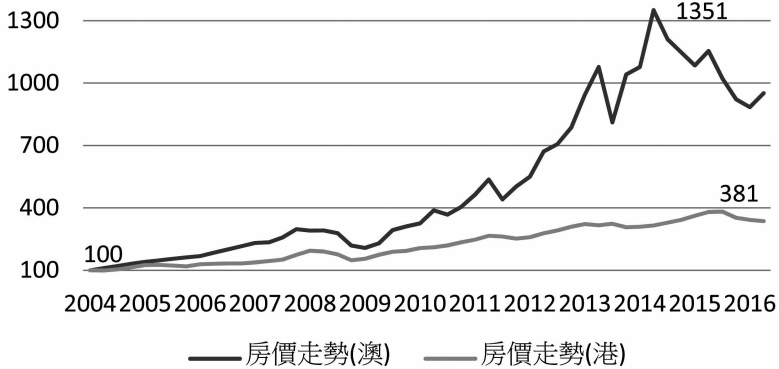


圖3.1 港澳比較：平均房價走勢圖

值得注意的是，觀察期內兩地空置率，如圖3.2所示，澳門期內平均空置率竟高達7.8%，即使在博彩業空前繁榮、大量外僱湧入的2010年以後時期，空置率仍徘徊在8%至6%的高水平，住宅空置情況遠較香港為多。香港期內平均空置率約4.8%，近期平穩下跌至4%以下水平。

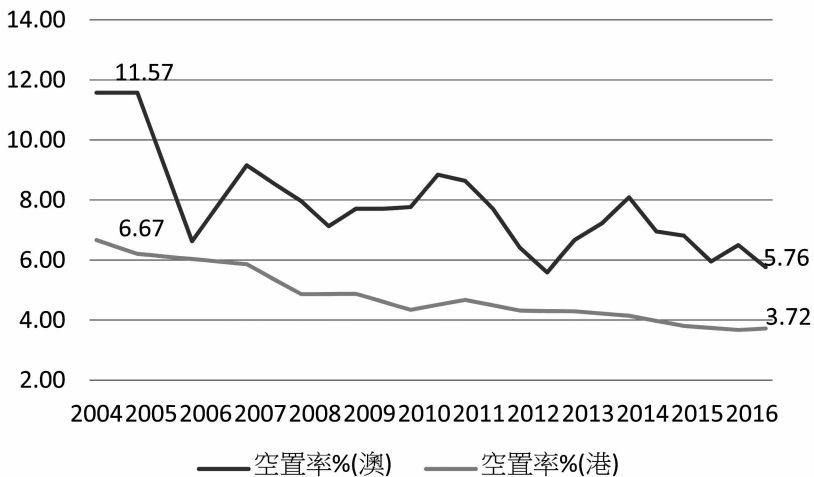


圖3.2 港澳比較：住宅單位空置率

再觀察圖3.3所示的，兩地的通脹率與名義利率的變化。通脹率定義為每一季度的綜合消費物價指數的按年變幅；名義利率定義為每一季度的6個月銀行同

業拆息(即香港：HIBOR；澳門：MAIBOR)之期末值⁵。名義利率減去通脹率即為實質利率。由於聯繫匯率制度的關係，港元與美元聯繫，而澳門元與港元聯繫，所以港元與澳門元利率實際上與美元利率同步。2008年金融海嘯後隨着美國的寬鬆貨幣政策，港澳利率已調至極低水平。但港澳的通脹率，除金融海嘯的短暫時間外，卻隨中國內地及本地經濟的增長而保持在較高水平，香港期內平均通脹率約為2.7%，澳門期內平均通脹率更達4.7%。澳門因為博彩業經營權開放後經濟的高速增長，通脹率平均較香港高約2%，而港澳名義利率卻同步，即香港的實質利率一直較澳門高。就實質利率而言，澳門期內基本處於負實質利率(通脹率大於名義利率)，香港亦於2008年起踏入負實質利率的時代。

圖3.4與圖3.5顯示了香港及澳門的平均房價、實質利率與空置率走勢。從表面觀察，實質利率與房價的確呈相反走勢，尤其2008年起美國展開量化寬鬆政策以後，港澳陷入嚴重負實質利率的時期，房價的升勢更為急速，這為“貨幣現象假說”提供了表面的證據，在後續的章節會進一步驗證及分析實質利率對房價的影響。當然，兩地住戶數目的增長高於住宅單位的增長，致使空置率逐漸下降也是事實。

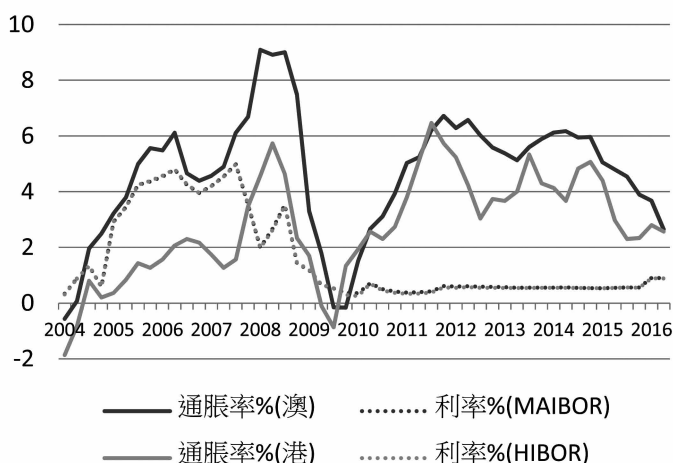


圖3.3 港澳比較：通脹率與名義利率

⁵ 澳門金融管理局不能提供超過6個月的銀行同業拆息數據。

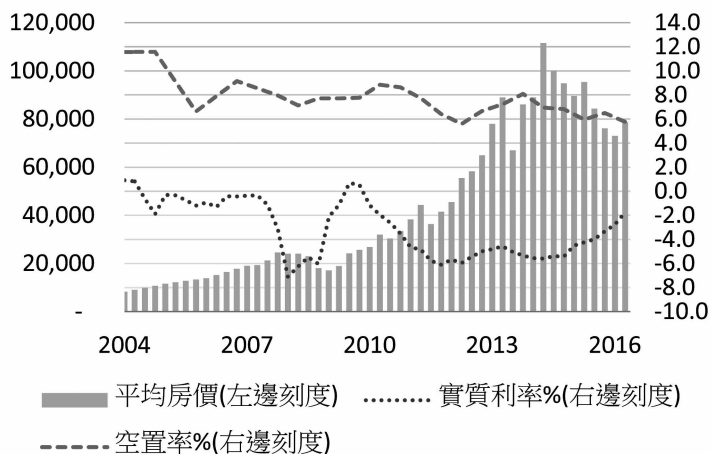


圖3.4 澳門平均房價、實質利率與空置率比較

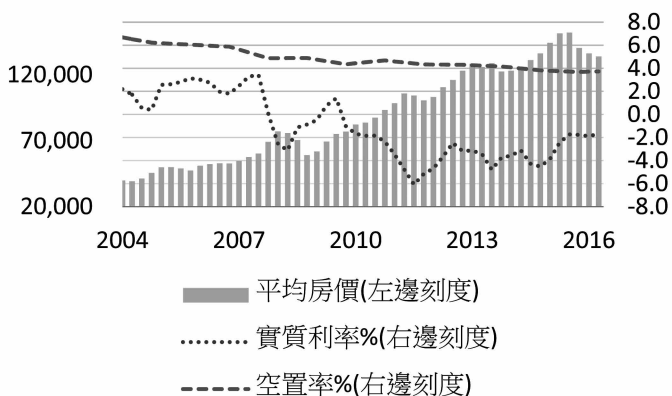


圖3.5 香港平均房價、實質利率與空置率的比較

四、研究方法

影響房價的變量除房屋的實際供需及利率等貨幣因素外可能還有許多，以往關於房價的研究，難點也主要在於難以完全識別所有影響房價的變量。本研究的目的也並非要找出所有影響房價的變量。一般而言，欲測試某一變量對房價的影響，可以在兩個或多個經濟狀況等相似的城市間進行比較研究，稱之為“差別比較法”(Differencing Model)。例如，若按本文假設利率對房價有負

的影響，甲城當局突然調低利率，甲乙兩城的利率差比之前大，假設兩城的其他因素大致相同，推論甲城比乙城的房價的差應該較之前增大（假設原本甲城的房價高於乙城）。“差別比較法”最大的優點是可以排除其他影響房價的變量，因為假設其他變量一致的狀態下進行測試。

以香港及澳門的房產市場作為比較對象是合適的，原因在於兩地有以下共通點：1. 同為世界上僅有的實行貨幣發行局制度的經濟體，沒有獨立的貨幣政策；2. 同樣是“一國兩制”下中國的特別行政區，經濟高度依賴中國內地，經濟週期大體一致；3. 資金自由流動，沒有資本增值稅，房產的交易成本相約；4. 兩地房產一般都以港元計價，實質上是美元資產；5. 居民收入中位數相近⁶，物價水平相若；6. 地理相鄰，文化相近，華人社會置業成家的觀念根深蒂固。

本文以實質利率作為貨幣因素的替代變量(Proxy)，一如“使用者成本模型”(方程式2.1)所示，名義利率與預期通脹均是影響房價的因子，且較易測定；以空置率作為實質需求與房屋供應之差的替代變量(Proxy)，因為空置率是最能反映相對“實質需求”而言房屋供應短缺程度的指標，畢竟一個人理論上不可能同時居於兩個單位。透過以下方程式4.1所示的“差別比較多元迴歸模型”(Differencing Multiple Regression Model)，可以消除欲觀察變量以外的其他相似變量的影響，因為假設其他變量大致同步變動。

$$AHP(H) - AHP(M) = \alpha + \beta_1 [VAC(H) - VAC(M)] + \beta_2 [RIR(H) - RIR(M)] + \epsilon_t$$

[方程式4.1]

方程式4.1的字符代表：

$AHP(X)$ ：平均每平方米住宅售價，H代表香港，M代表澳門；香港使用差餉物業估價署公佈的數據，澳門使用統計暨普查局公佈的數據⁷。

$VAC(X)$ ：已建成住宅單位空置率，H代表香港，M代表澳門；香港使用差餉物業估價署公佈的數據，澳門使用統計暨普查局公佈的數據。

$RIR(X)$ ：實質年利率，H代表香港，M代表澳門；按6個月銀行同業拆息利率之

⁶ 2016年5月至6月，香港每月工資中位數為16,200港元。澳門2016年全年就業人口月工作收入中位數為15,000澳門元，就業本地居民月工作收入中位數為18,000澳門元。

⁷ 為着研究上的簡明性，本文忽略港元與澳門元之間約3%的匯差，這對研究結果並無顯著影響。

期末值減去同期的通脹率計算。銀行同業拆息利率的數據來源為兩地金融管理局，通脹率的數據來源為香港統計署及澳門統計暨普查局。

圖4.1顯示了方程式4.1的各變量按時間序列之變化，表4.1描述了有關的陳述性統計。

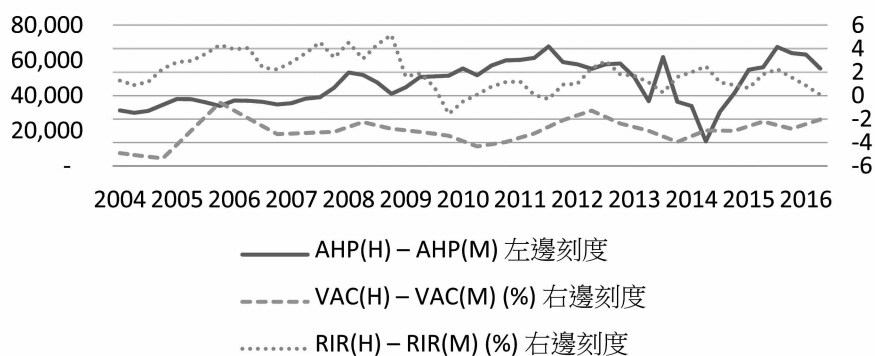


圖4.1 港澳平均房價、實質利率與空置率之差距

表4.1 港澳平均房價、實質利率與空置率之差距

	最小值	最大值	中位數	標準差
AHP(H) - AHP(M)	13925	67908	48912	11979
VAC(H) - VAC(M)	-5.36	-0.59	-2.98	0.99
RIR(H) - RIR(M)	-1.57	5.17	1.75	1.46

五、實證研究的結果

在以上述的“差別比較法”進行測驗之前，本文首先以簡單迴歸分析港澳兩地實質利率對平均房價的影響。圖5.1顯示在澳門的房產市場，實質利率對平均房價有負的影響，R平方為0.36，實質利率上升1%，平均每平方米房價下跌約7,824元，結果具顯著性；圖5.2顯示在香港的房產市場，實質利率對平均房價有負的影響，R平方為0.61，實質利率上升1%，平均每平方米房價下跌約10,074元，結果具顯著性。香港的房價比澳門的房價更受實質利率的影響。

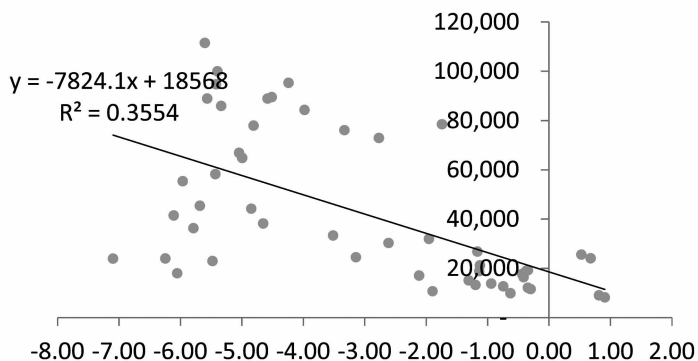


圖5.1 澳門實質利率(橫軸)與平均房價(縱軸)

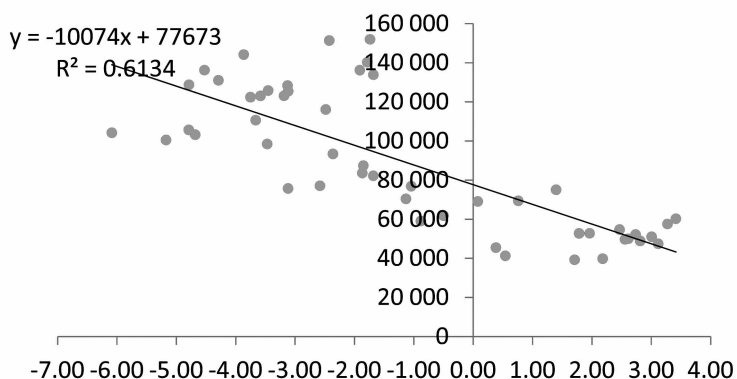


圖5.2 香港實質利率(橫軸)與平均房價(縱軸)

圖5.3簡單迴歸分析RIR(H) – RIR(M)對AHP(H) – AHP(M)的影響，R平方為0.16，係數符號為負，港澳實質利率差上升1%，平均每平方米房價的差下跌約3,233元，結果具顯著性；圖5.4簡單迴歸分析VAC(H) – VAC(M)對AHP(H) – AHP(M)的影響，R平方只有0.06，係數符號為正，但結果不具顯著性，VAC(H) – VAC(M)對AHP(H) – AHP(M)的解釋能力似乎不大。

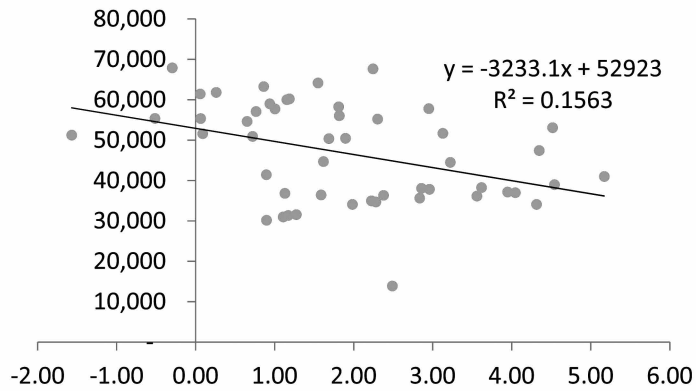


圖5.3 RIR(H)-RIR(M) 與 AHP(H)-AHP(M)

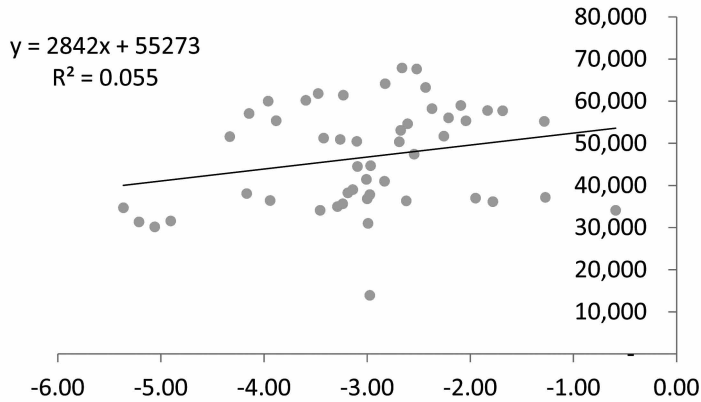


圖5.4 VAC(H)-VAC(M) 與 AHP(H)-AHP(M)

表5.1顯示方程式4.1：

$$AHP(H) - AHP(M) = \alpha + \beta_1 [VAC(H) - VAC(M)] + \beta_2 [RIR(H) - RIR(M)] + \epsilon_t$$

的多元迴歸分析結果。首先，調整的 R 平方為0.29，自變量對依變量具有一定程度的解釋能力。實質利率差係數的符號一如預期為負，且達到1%顯著水準，港澳實質利率差上升1%，港澳平均每平方米房價的差下跌約4,456元。但是，空置率差係數的符號卻意外地為正，本文不以此判定空置率與房價存在正相關，這可能是由於兩地空置率皆自2004年至今穩步回落，而VAC(H) - VAC(M)為負值(因為VAC(M)大於VAC(H))，其值也因而上升，但RIR(H) - RIR(M)又同步下

降，香港在空置率只有3%至4%的情況下，因空置單位減少同時遇上負實質利率，使房價有較大的絕對值上的上升，導致AHP(H) – AHP(M)的水平也增大。這值得在有更長時間序列數據時再加驗證觀察。

表5.1

Independent Var.	Dependent Var.		
	AHP(H) – AHP(M)		
	Coef.	t value	Sign.
Intercept	70765	11.99	***
VAC(H) – VAC(M)	5161	3.30	***
RIR(H) – RIR(M)	-4456	-4.23	***
Adjusted R square		0.29	
F value		10.82	***
No. of Observations		50	

Note:

* indicates the 10% level of significance (two-tailed test).

** indicates the 5% level of significance (two-tailed test).

*** indicates the 1% level of significance (two-tailed test).

以下再嘗試在方程式4.1加入港澳兩地實質經濟增長的差作為變量，因為經濟增長(或預期經濟增長)被普遍認為會促進房產的實質需求及投資需求，對房價有正的影響。方程式如下：

$$AHP(H) - AHP(M) = \alpha + \beta_1 [VAC(H) - VAC(M)] + \beta_2 [RIR(H) - RIR(M)] + \beta_3 [GDP(H) - GDP(M)] + \epsilon_t$$

[方程式5.1]

$GDP(X)$ ：本地生產總值實質年增長率，H代表香港，M代表澳門；數據來源為香港統計署及澳門統計暨普查局。

表5.2顯示方程式5.1的多元迴歸分析結果。調整的R平方為0.28。實質利率差係數的符號同樣為負，且達到1%顯著水準；實質經濟增長差係數的符號為正，但達不到顯著水準。

表5.2

Independent Var.	Dependent Var.		
	AHP(H) – AHP(M)		
	Coef.	t value	Sign.
Intercept	69911	11.56	***
VAC(H) – VAC(M)	4722	2.80	***
RIR(H) – RIR(M)	-4480	-4.23	***
GDP(H) – GDP(M)	87	0.72	
Adjusted R square		0.28	
F value		7.31	***
No. of Observations		50	

Note:

* indicates the 10% level of significance (two-tailed test).

** indicates the 5% level of significance (two-tailed test).

*** indicates the 1% level of significance (two-tailed test).

再嘗試由方程式5.1除去空置率差變量VAC(H) – VAC(M)，其他維持不變，模型如下所示：

$$AHP(H) - AHP(M) = \alpha + \beta_1 [RIR(H) - RIR(M)] + \beta_2 [GDP(H) - GDP(M)] + \epsilon_t$$

[方程式5.2]

表5.3顯示以上方程式5.2 的多元迴歸分析結果。調整的R平方為0.17。實質利率差係數的符號同樣為負，且達到1%顯著水準；實質經濟增長差係數的符號為正，但只達到10%顯著水準。

縱上所述，不論在簡單迴歸分析或是在“差別比較多元迴歸模型”下，實質利率對香港和澳門的平均房價都有負的影響，而且結果具有統計上的顯著性。至於空置率及實質經濟增長率對房價的影響，則無法確認。

表 5.3

Independent Var.	Dependent Var.		
	AHP(H) – AHP(M)		
	Coef.	t value	Sign.
Intercept	54515	20.05	***
RIR(H) – RIR(M)	-3540	-3.29	***
GDP(H) – GDP(M)	208	1.74	*
Adjusted R square		0.17	
F value		6.14	***
No. of Observations		50	

Note:

* indicates the 10% level of significance (two-tailed test).

** indicates the 5% level of significance (two-tailed test).

*** indicates the 1% level of significance (two-tailed test).

六、貨幣現象與房產價格

上文以實質利率為中心展開討論，考察了香港及澳門的高房價現象。利率乃貨幣資本的報酬，近年經濟學界及媒體在討論貨幣政策(或貨幣現象)時，多以利率為核心。例如，媒體多關心美聯儲何時加息及加多少次等，卻少有談論美聯儲的資產負債表、美國的貨幣供應、信貸情況等。但其實要細說貨幣，不應單談利率，還需要論及貨幣供應的本身，以至能創造貨幣的信貸等要素。本章嘗試以較宏觀的視野，回顧近年在港澳房價高不可攀的背後，兩地的貨幣供應、私人信貸與實體經濟的變化。

圖6.1及圖6.2描述了自2004年至2016年間，澳門及香港的平均房價、名義GDP、廣義貨幣供應M2、本地私人部門信貸及未償還住宅按揭貸款的走勢。圖6.3及圖6.4描述了同期兩地廣義貨幣供應M2、本地私人部門信貸及未償還住宅按揭貸款相對於名義GDP的比例。首先看M2，港澳M2一直都超過GDP的100%，香港的M2/GDP之比(只計算港元M2)更由2004年的168%升至2016年的252%(圖6.3及圖6.4)，這除反映港澳經濟貨幣化的程度高之外，也說明了不論

是作為國際金融中心的香港，還是世界第一賭城的澳門，銀行體系內的資金都非常充裕，其中的原因除了兩地作為中國僅有的兩個資本自由流動的特區、經濟穩步增長外，儲蓄率高相信也是一個重要因素。M2/GDP之比沒有一個國際通用最適切的標準，問題是港澳擁有自身經濟發展水平需要以上的貨幣供應，巨額的貨幣資本是主要流向GDP以創造新的價值，還是只是用於購買已有的資產，例如不動產。

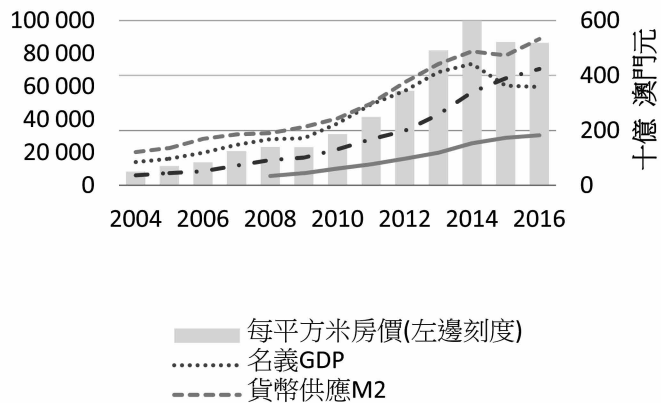


圖6.1 澳門房價、GDP、貨幣供應與信貸走勢

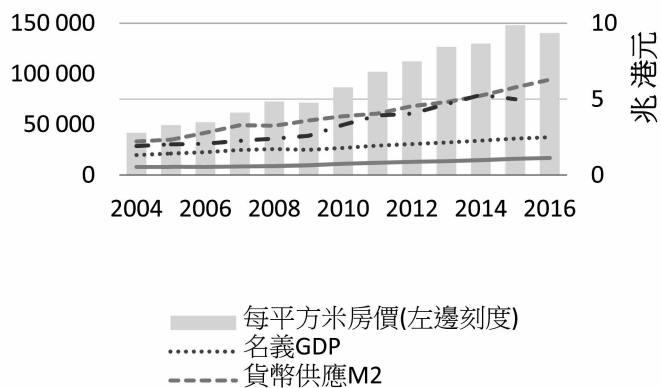


圖6.2 香港房價、GDP、貨幣供應與信貸走勢

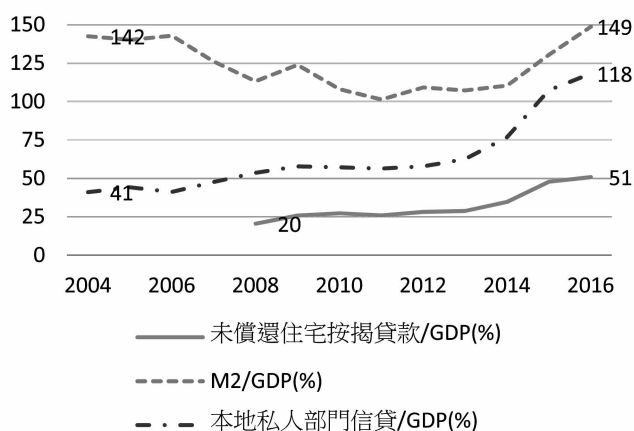


圖6.3 澳門未還房貸、私人信貸與貨幣供應佔GDP的比例

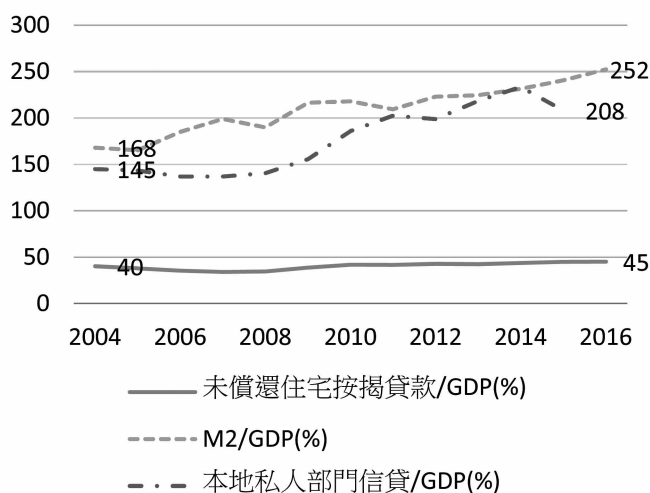


圖6.4 香港未還房貸、私人信貸與貨幣供應佔GDP的比例

再觀察本地私人信貸的變化，不難想像港澳的信貸增長速度比GDP快。根據世界銀行的資料，如圖6.5顯示的本地私人信貸/GDP的區域比較，2016年全球的比例達到了金融海嘯後的高位132%，可解讀為各國近年貨幣寬鬆措施的結果。中國內地、香港及澳門三地的數字均急速增長，澳門就升幅而言更為突出，反映期內私人信貸的擴張，儘管澳門2016年的比例為118%仍低於全球水平。

私人信貸中有一大部份是住宅按揭貸款。以澳門為例，房價在2004至2016年間升幅約10.5倍，GDP升幅約4.2倍，M2升幅約4.4倍，但私人信貸升幅竟達11.5倍(圖6.1)；澳門自2008年始公佈未償還房貸的數字，比較2008年至2016年澳門房價，短短8年間升幅約3.7倍，但更為驚人的是，期內未償還房貸總額升幅竟達5.3倍，未償還房貸佔GDP的比亦由2008年的20%升至2016年的51%(圖6.3)，甚至超過了香港2016年的數字45%。若考慮澳門的GDP增長主要來自博彩業發展的因素，一旦博彩毛收入下跌，房貸/GDP的比將更大。

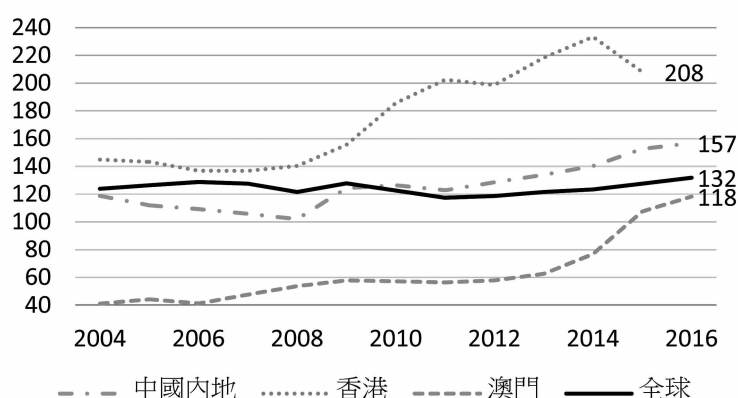


圖6.5 本地私人部門信貸 / GDP(%)：區域比較

目前的債務水平是否可持續並非本文的研究範圍，也不能因此草草斷言房產市場存有泡沫。本文強調的是，前述的負實質利率現象必然引發銀行信貸的擴張，因為負實質利率會增加持有現金或存款的機會成本，卻對長期債務人十分有利以致鼓勵貸款，此實乃港澳高房價的幕後推手。在負實質利率的環境下，銀行信貸具有無限擴張的衝動，信貸所創造出的大量貨幣，按以上港澳的數據分析，似乎一大部份沒有注入本地的實體經濟，而是大量流入資產市場導致資產價格的上升。當中又以房產市場為代表，房產價格上升又導致社會對信貸、貨幣需求的進一步上升。於是，銀行有了只升不跌的房產作抵押，更有信心提供更多的信貸，創造更多的貨幣，房產價格便進一步上升。

簡而言之，本文以為，港澳高房價困境的癥結，在於負實質利率下銀行創造信貸、貨幣的無限能力，同土地、房產之類要素的剛性供給之間的矛盾。

七、總結

本文的實證研究結果顯示，不論在簡單迴歸分析或是在“差別比較多元迴歸模型”下，實質利率對香港和澳門的平均房價都有負的影響，港澳之間實質利率差距的變化，也一定程度能解釋兩地平均房價差距的變化，而且結果具有統計上的顯著性，印證了港澳房價較易受利率及貨幣因素所影響的“貨幣現象假說”。本文也測試了住宅空置率及實質經濟增長率的因素，但無法確認其對房價的影響。

本文的結論，並非要完全否定空置率等代表實質居住需求的變量對房價的影響，而旨在說明已於第三章詳述的，在聯繫匯率制度與“不可能三角理論”下，港澳被逼放棄了獨自的貨幣政策，對房地產市場所造成的影響。在金融海嘯後展開的量寬時代裏，兩地又剛好遇上本地經濟與人口的上升週期，結果出現世所罕見的長時間負實質利率，雙城遂陷入了信貸擴張推升房價，高房價再進一步衍生對信貸及貨幣需求的旋渦之中。這種資本主義制度下的貨幣現象，本身並無善惡與對錯之分，市場參與者的理性行為不能被阻止，也不一定要訴之於泡沫與炒賣等。因為一如第二章介紹的“使用者成本模型”所演示，名義利率與預期通脹率本身就是決定房產價格的重要內含因素，其本身反映了資產的合理價格，也不能說因為低利率，所以房價就有泡沫，繼而推定泡沫必將爆破。

港澳作為中國僅有的兩個特別行政區，享受着“一國兩制”的便益，得以坐上中國內地經濟發展的快車。聯繫匯率制度亦行之有效，屢助克服經濟金融危機。因此，港澳有着其他高收入經濟體所豔羨的高成長、低失業率、穩定的匯率與完善的金融體系。但自由與繁榮的對價，或許就是要面對先天失去獨立的貨幣政策，而經濟週期與美國不同所滋生的高房價困局。兩地政府近年多以行政及稅務的方式，嘗試管理房地產的投資需求，限制按揭成數等手段，也維護了金融體系的穩定。儘管這些政策的力度是否足夠可以有很大的討論空間，但政策的方向可能已是不可能三角的“宿命”下最好的選項了。任何要阻止廉價貨幣競逐稀有資源的措施，多如逆水行舟，事倍功半。

最後作為結語，謹申述以下數點關於本研究對澳門或有的啟示：

1. 近期政府對首次置業以外的住宅物業及樓花按揭成數向上調整的措施方向正確。財政局公佈目前約有50%購房者為非首置買家，比起2013年的數字約80%已顯著下降，期間本澳實質利率亦隨美國加息及通脹回軟等因素明顯上升，投資需求隨實質利率上升而減少，側面支持本文所稱的房價“貨幣現象假說”；

2. 澳門的未償還房貸佔GDP的比例不斷上升，2016年為51%比香港的45%還高。雖然不能說房市有很大的信貸風險，因為畢竟銀行體系資金充裕，房貸拖欠比率也極低。但父母抵押高樓齡物業貸款讓子女置業、發展商提供低成數按揭等的風險卻值得注意。建立銀行信貸資料庫，可防止投資者同時向多家銀行借貸參與炒賣，避免過度借貸；

3. 隨着美國貨幣政策正常化以及美聯儲縮減資產負債表，逐漸停止美債和按揭證券的再投資計劃，正式為量化寬鬆畫上句號。澳門實質利率若回升至正的水平，房價有機會回落，並在較強實質居住需求的支持下“軟着陸”。反之，若美國貨幣政策正常化的速度比市場預期緩慢，貨幣貶值下的“磚本位”時代可能持續；

4. 在負實質利率的背景下，本來具合理性的出售經濟房屋制度必被市場及“貨幣現象”所扭曲。政府沒有能力及必要補貼所有居民成為業主，應堅守“社屋為主，經屋為輔”的方針，以保障高房價下最有居住需要的家庭居有所。

主要參考文獻：

1. Adair Turner (2015) *Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*.
2. Fleming, J. Marcus (1962) *Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates*.
3. Himmelberg, Charles, Mayer, Christopher, & Sinai, Todd. (2005) *Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions*.
4. Kuttner, K.N. (2012) *Low Interest Rates and Housing Bubbles: Still No Smoking Gun*.
5. Mundell, Robert A. (1963) *Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates*.

6. Taylor, John B. (2009) The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong. Working Paper 14631. National Bureau of Economic Research.
7. World Bank Open Data (2017).
8. <https://data.worldbank.org>.
9. Xu, X.E. and Chen, T. (2010) The Effect of Monetary Policy on Real Estate Price Growth in China, Seton Hall University, US.
10. Yiu, C.Y. (2009) Negative Real Interest Rate and Housing Bubble Implosion – an empirical study in Hong Kong.
11. 香港差餉物業估價署網站 <http://www.rvd.gov.hk>.
12. 香港統計署網站 <http://www.censtatd.gov.hk>.
13. 香港金融管理局網站 <http://www.hkma.gov.hk> .
14. 澳門大學澳門研究中心：《房屋政策“澳人澳地”研究報告》，2013年。
15. 澳門統計暨普查局網站 <http://www.dsec.gov.mo>.
16. 澳門金融管理局網站 <http://www.amcm.gov.mo>.
17. 曾維謙：《負利率未推升樓價 土地荒是元兇》，團結香港基金，2017年。
18. 鄧卓輝：《從澳門未來十年的房屋供需分析思考澳門的房屋問題》，2016年。