

港人買樓對沖聯匯缺陷

國際
視野



Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

像酒一樣，香港的通脹數字有三種顏色，紅色（樓價）遠比白色（消費物價指數，CPI）或玫瑰色（生產者價格指數，PPI）重要。

現時，香港通脹加速，樓價不斷創新高（令香港成為其中一個生活成本最高的城市），並不令人意外。我的一位朋友最近就這樣說：「香港因幣值繼承了美國的『貨幣失禁』，以及透過供應，承傳了中國的『貨幣失禁』。」

港繼承中美「貨幣失禁」

問題是，香港還能承受上述的組合多久，港幣和美元掛鉤的聯繫匯率制度會否在短期內被拋進垃圾桶？我個人認為，撤銷聯繫匯率制度是不可能的，這有兩個原因。

第一個原因最簡單和最實際。若金管局決定撤銷現時的聯繩匯率制度，可以用什麼來代替它？

由於香港沒有資本管制措施，若小幅度的提高聯繩匯率（例如 5%），或者讓港元變成完全自由浮動的貨幣，可能會吸引外國的熱錢流入。外國的投資者和炒家會將港元當成人民幣的替身，一味炒起它，只因覺得它可以升值。

同時，由於金管局無力對抗這些流入的熱錢，它會發覺，香港的游資比脫鉤前還要多。這反而不可能阻止物價上升，最少短期內不可能。

官僚因循 港元美元難脫鉤

第二個原因可能較為屬於制度問題，與香港的特殊政治架構有關。香港的政治領袖本身傾向「職業官僚」多於「政客」。根據往績，他們寧可不惜一切代價來維持現狀，而非建議一些革命性的改變。這可能就是朱鎔基所說的「議而不決、決而不行」。

基於以上原因，很難想像，香港現時的政策制定者會大聲疾呼，要撤銷聯繩匯率制度。畢竟，在 1997 年至 2003 年，香港忍受樓價大跌 70%，以維持聯繩匯率制度，現時的樓市泡沫造成的通脹壓力，只是小巫見大巫而已。當然，這會帶來另一些問題。

現時，一些殘舊的住宅單位的價格也高至「水浸眼眉」，大家的話題已很難不涉及愈來愈高昂的樓價。其中一個主要話題就是，樓價還可以再升多少？



筆者指出，香港約有一半人口居於政府補貼的房屋，另一半大致上是中上階層，有財力應付樓市的波動，因此政府沒有干預樓市的誘因。

按揭供款對入息的比例現時已經回升至其長遠平均線水平。這突顯了，若香港的利率由現時的谷底回升，屆時，人們幾年前對美國和英國樓市泡沫爆破後的幸災樂禍，就會在香港出現。

不過，現時樓市仍然熾熱。最近，長和系主席李嘉誠在業績記者會上評論樓市時，曾給人這樣的勸告：「只要有足夠三至四成首期，買樓來自住是對的選擇，因為會繼續有通脹。……土地有它的價值。」

港人捱得住樓價大起大跌

不用說，土地在香港可以有很多正面的作用，但「價值」已不是其中之一。事實上，在樓價去年升了 20% 至 40% 的情形下（視乎地區，高價樓的升幅最高），一向以「積極不干預」自豪的香港政府，現時已經必須借助多種行政措施來冷卻樓市泡沫。例如，將豪宅的首期提高至五成，以額外印花稅來打擊炒家的「摩賀」（成交前轉手）的行為等等。

房地產價格飆升，可能還未致於動搖政府。畢竟，香港大約有一半的人口居住在政府補貼的房屋；而另外一半則大致上是中上階層，有足夠的財政實力應付香港樓市的惡性循環。

事實上，在 1997 年至 2003 年，香港的樓價大跌了 70%，但斷供的百分比卻沒有上升多少，也沒有一間銀行倒閉。（美國的樓價只要下跌 5%，整個美國銀行體系就有如出現「地震」，令港人非常意外。）

事實上，香港樓市的結構非常獨特，對外國人特別殘忍。半數的人住在政府補貼的房屋；而另外一半則大致上有足夠的財政實力應付樓市的大幅波動。剩下外國人，總是在周期尾聲，樓價相對其他

地方偏高時，由銀行、律師樓和保險公司帶引來港，付出愚蠢的價錢來買樓，但到經濟低潮而樓價趨向合理時離場。

外資通常接火棒上車

最佳例子就是，「上海灘」原來位於中環畢打街的 1.2 萬呎旗艦店的租金大加 25%，升至每月 90 萬美元後，它放棄續租，由美資休閒服飾連鎖集團 Abercrombie & Fitch (A&F) 接手。

我們不知道 A&F 的動機和計劃。但是，「上海灘」這個香港最奢侈的本土品牌，由 1994 年已開始租用該鋪位，若它也無法繼續承租的話，我們懷疑，這樣的租金在經濟上是否可行？

假設 A&F 實際支付的租金為每平方呎每年 850 美元，它不知要賣出多少件服飾才能支付。

有趣的是，當香港政府試圖令住宅樓市降溫時，它卻沒有為商業物業市場做些什麼，即使已有不少市民抱怨，麵店的鋪位，都被名店佔據以迎合內地富商遊客，出售手表或手袋等奢侈品。

香港政府不在商業物業市場上出招，可能是因為本地的大公司一向都有購買物業作為「對沖」的傳統。因此，它們的業績中，常在非核心投資中有一次過的盈利或損失。

以東方海外 (0316) 去年的業績為例，18.7 億美元純利中，就有 10 億美元來自向新加坡的嘉德置地出售旗下的中國房地產開發業務，比例超過一半。

類似的例子可能還陸續有來。不論是對還是錯，

在貨幣制度有缺陷的情形下，物業投資會繼續為本地企業視為唯一的工具，對本港不完善的貨幣制度及失控的聯儲局。