

楼市调控措施下市民的置业选择

智经研究中心

2015年3月

研究背景

近年本港楼市持续升温，政府及地产代理公司统计的各项楼价指数均屡创新高。市民抱怨楼价高企，难以负担。因应楼市炽热发展，政府先后推出三轮需求管理措施，包括额外印花稅（SSD）、买家印花稅（BSD）及双倍印花稅（DSD），以遏抑投机活动。香港金融管理局（金管局）及香港按揭证券有限公司（按揭证券公司）亦就银行物业按揭业务推出了多轮监管措施，以减低置业人士的借贷杠杆及物业市场对金融稳定可能造成的风险。

2. 然而，有关措施并未能阻止楼价的升势，其中小型私人住宅单位¹的升幅更为显著。² 有意见认为这是由于小型私人住宅单位落成量自 2004 年大幅减少，加上各项监管措施抑制市场对较大型单位的换楼和投资需求，以致购买力纷纷流向细价楼。在楼价高企及多项监管措施下，市民的置业选择变化，值得探讨。

研究目的及方法

3. 智经研究中心（智经）希望透过是次研究，回顾本港楼价、落成量及成交量的走势。同时，分析各项楼市调控措施如何影响市场，特别是物业按揭贷款监管措施的转变对市民按揭贷款上限的影响，以了解购买力被压抑的实质幅度。另外，市场普遍认为美国加息条件日趋成熟，我们会透过情景测试 (scenario test) 探讨利率上调对市民供款压力及按揭贷款上限的影响。有关的量化分析旨在突显监管措施引致的非预期效果 (unintended consequences)，并反映一般市民置业选择的变化。

研究局限

4. 是次研究的重点并不在于解释所有影响物业市场的因素，而是集中探讨监管措施的转变对市民置业选择的影响，因此，其他因素，如香港经济增长、环球中央银行的货币政策、本港家庭住户数目及其收入变化等，并不涵盖在本研究范围内。

¹ 本文所提及的小型私人住宅单位，是按差饷物业估价署分类为 A 类私人住宅单位（即实用面积少于 40 平方米（约 430 平方呎））。

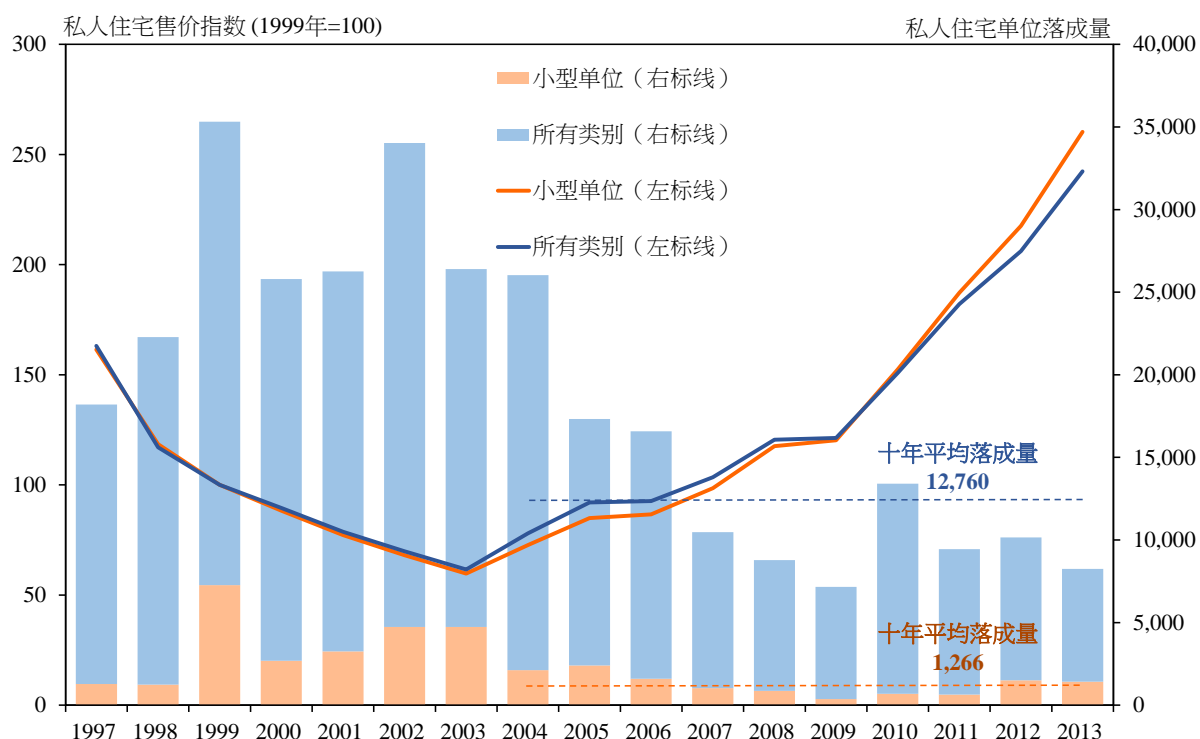
² 金管局和按揭证券公司在 2015 年 2 月推出的监管措施的具体影响仍有待观察。

研究分析

本港楼价、落成量及成交量的走势

5. 图一显示自回归以来，本港私人住宅售价指数及落成量的走势。受到亚洲金融风暴的冲击，物业价格在1997年至1998年间急剧下跌。经济不景，加上通货收缩压力，楼价持续下跌至2003年的低位。随着经济自2004年起复苏，楼价除了在2008年至2009年间受全球金融海啸的短暂影响外，几乎不间断地攀升。从需求层面来看，经济持续增长、就业及收入情况有所改善，加上环球宽松的货币政策都有助推高物业价格；就供应层面而言，相比回归初期每年平均两万多个的私人住宅单位落成量，2004年至2013年十年间的平均落成量只有12,760个，小型单位的平均落成量更只有1,266个，反映落成量低企令住宅物业市场的供求情况更为紧绌。

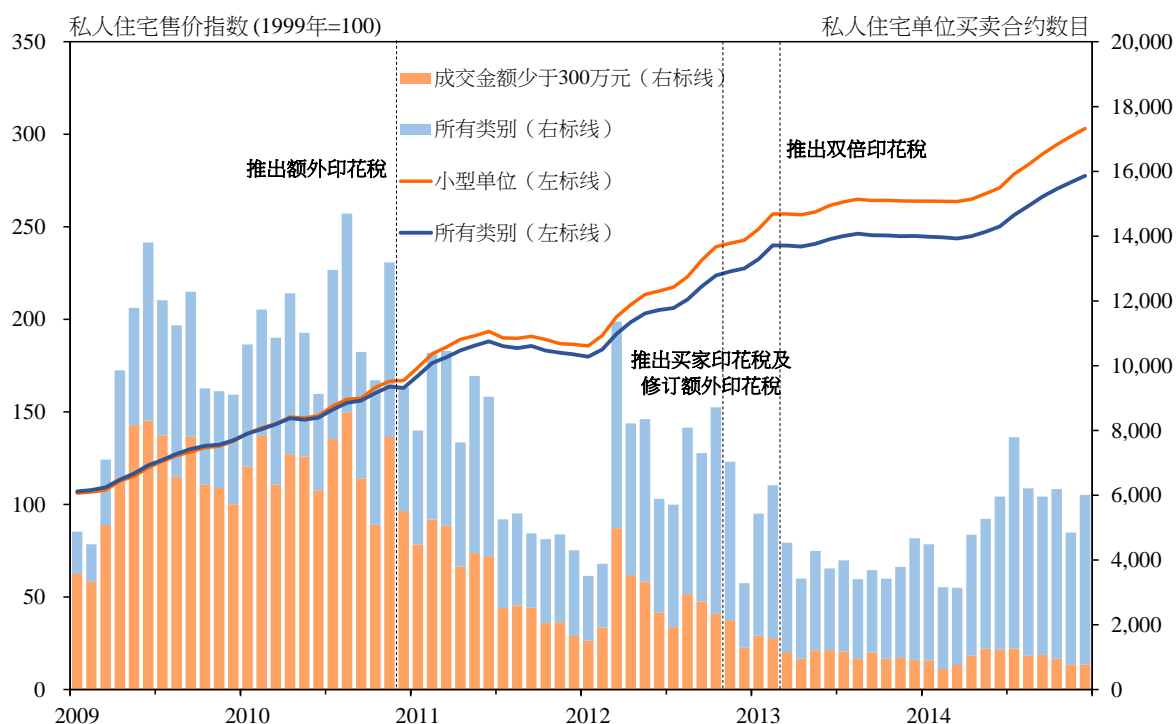
图一：私人住宅售价指数及落成量



资料来源：差饷物业估价署。

6. 进一步分析近年楼价的升势，可见价格与成交量的走势自 2009 年以来十分一致（价量齐升），直至 2010 年 11 月政府推出额外印花税，楼市才首次出现价量背驰（图二）。随后的买家印花税及双倍印花税不但未能阻止楼价进一步上升，更令成交萎缩。在各项针对炒家、外地买家，以至投资者的调控措施下，市场上摸货及短炒的投机活动（即确认人交易及十二个月内的短期转售）近乎绝迹，并大致由真正有自住需要的用家主导。整体而言，楼价持续上升，成交却有所收缩，加上过去多年落成量低企，显示市场上的供应难以满足用家的置业需求。小型私人住宅单位的情况更为突出，其售价指数自 2010 年起跑赢大市，走势越见强劲。另一方面，成交量大幅减少，其中成交金额少于 300 万（港元，下同）的买卖合约数目由 2010 年全年的 82,894 宗下跌至 2014 年全年的不足 12,000 宗，占整体成交的比例亦由 2010 年的高达六成降至 2014 年的不足两成（图二）。

图二：私人住宅售价指数及单位买卖合约数目



资料来源：差饷物业估价署及土地注册处。

物业按揭贷款监管措施对市民置业选择的影响

7. 从本港楼价、落成量及成交量的走势可见，过去几年供求紧绌推高物业价格，而小型私人住宅单位的供求失衡尤为显著。在楼价高企的背景下，金管局及按揭证券公司就物业按揭业务推出的监管措施会否令市民置业更为困难，甚至推升小型单位的价格，是下文讨论的重点。

8. 金管局及按揭证券公司自 2009 年 10 月起就物业按揭业务推出了多轮监管措施，涵盖住宅物业、工商物业、车位等，并针对不同按揭申请人的情况。为集中探讨有关监管措施对首次置业自住人士的影响，特别是他们的按揭贷款上限变化，我们选取了主要的监管措施作详细分析（表一及表二，其他监管措施见附录一及二）。

表一：金管局就物业按揭业务推出的主要监管措施

日期	按揭成数	供款与收入比率	其他
2009 年 10 月 (第一轮)	- 2,000 万或以上的住宅物业实施六成按揭上限 - 2,000 万以下的住宅物业维持七成按揭上限，最高贷款额上限为 1,200 万		
2010 年 8 月 (第二轮)	- 1,200 万或以上的住宅物业实施六成按揭上限 - 1,200 万以下的住宅物业维持七成按揭上限，最高贷款额上限为 720 万	- 供款与收入比率上限统一为 50% - 压力测试下假设利率上升两个百分点，供款与收入比率上限为 60%	
2010 年 11 月 (第三轮)	- 1,200 万或以上的住宅物业实施五成按揭上限 - 800 万至 1,200 万以下的住宅物业实施六成按揭上限，最高贷款额上限为 600 万 - 800 万以下的住宅物业维持七成按揭上限，最高贷款额上限为 480 万		
2011 年 6 月 (第四轮)	- 1,000 万或以上的住宅物业实施五成按揭上限 - 700 万至 1,000 万以下的住宅物业实施六成按揭上限，最高贷款额上限为 500 万 - 700 万以下的住宅物业维持七成按揭上限，最高贷款额上限为 420 万		
2012 年 9 月 (第五轮)			- 所有新造按揭的年期上限设定为三十年

表一：金管局就物业按揭业务推出的主要监管措施（续上页）

日期	按揭成数	供款与收入比率	其他
2013年2月 (第六轮)		- 压力测试由假设利率上升两个百分点增加至三个百分点	
2015年2月 (第七轮)	- 700万以下的住宅物业实施六成按揭上限		

资料来源：金管局。

表二：按揭证券公司就按揭保险计划（按揭计划）推出的主要监管措施

日期	按揭成数	供款与收入比率	其他
2009年10月 (第一轮)*	- 70%至90%按揭成数的贷款额上限下调至1,200万 - 70%至95%按揭成数的贷款额上限下调至600万		
2010年8月 (第二轮)*	- 暂停接受按揭成数超过90%的贷款申请 - 70%至90%按揭成数的贷款额上限下调至720万	- 供款与收入比率上限统一为50%	
2010年11月 (第三轮)*	- 只接受680万或以下的住宅物业申请，70%至90%按揭成数的贷款额上限下调至612万		
2011年6月 (第四轮)*	- 只接受600万或以下的住宅物业申请，70%至90%按揭成数的贷款额上限下调至540万		
2012年9月 (第五轮)*			- 所有按揭计划的贷款年期上限设定为三十年
2013年2月 (第六轮)*	- 450万至600万的住宅物业实施八成按揭上限 - 400万以上至450万以下的住宅物业贷款额上限为360万 - 400万或以下的住宅物业维持九成按揭上限		
2015年2月 (第七轮)	- 600万或以下的住宅物业实施八成按揭上限^		

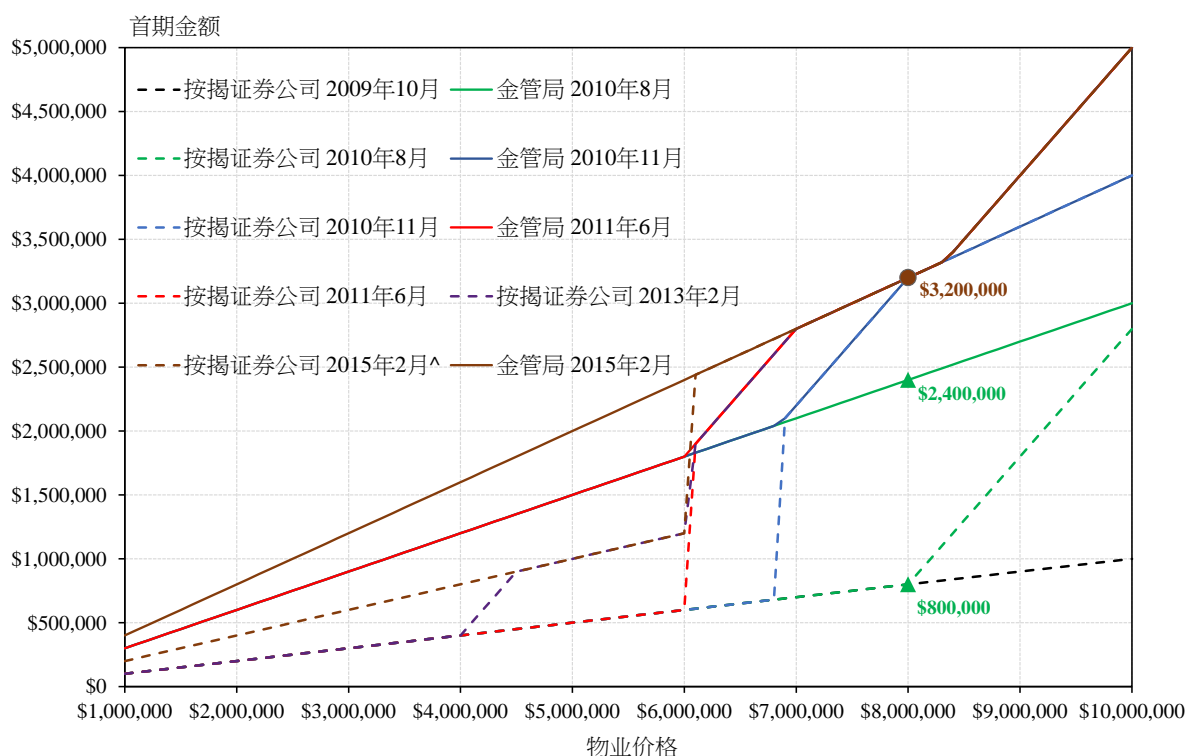
注：* 为简化讨论，六成按揭以上的贷款部分获按揭保险保障之贷款安排并不包括在内。

^ 有固定收入及还款能力较强的首次置业人士，仍可申请叙造最高九成按揭贷款。

资料来源：按揭证券公司。

9. 就按揭成数而言，金管局及按揭证券公司在过去几年分阶段收紧高至低价的住宅物业按揭成数及贷款额上限，直接压低市民的购买力。图三清楚显示在金管局及按揭证券公司的多轮监管措施下，购买价值 400 万以上物业所需支付的首期金额大幅上升。³ 举例来说，在 2010 年 8 月，价值 1,000 万或以下的住宅物业均可作七成按揭；而在按揭计划下，价值 800 万或以下更可作九成按揭。对比最新情况，在金管局的限制下，购买价值 800 万的住宅物业所需支付的首期金额由 2010 年 8 月的 240 万升至 320 万；而在按揭计划下，有关首期金额更由 2010 年 8 月的 80 万增加至 320 万。由此可见，接连的监管措施大幅限制中高价物业的贷款额上限。在欠缺足够首期的情况下，尽管市民的信贷记录良好，供款能力高，也别无选择地只能负担较低价的物业。

图三：按物业价格所需支付的首期金额



注：^ 有固定收入及供款与入息比率不超过 45% 的首次置业人士，仍可维持第六轮监管措施的安排，就 600 万或以下的住宅物业叙造最高九成按揭贷款。

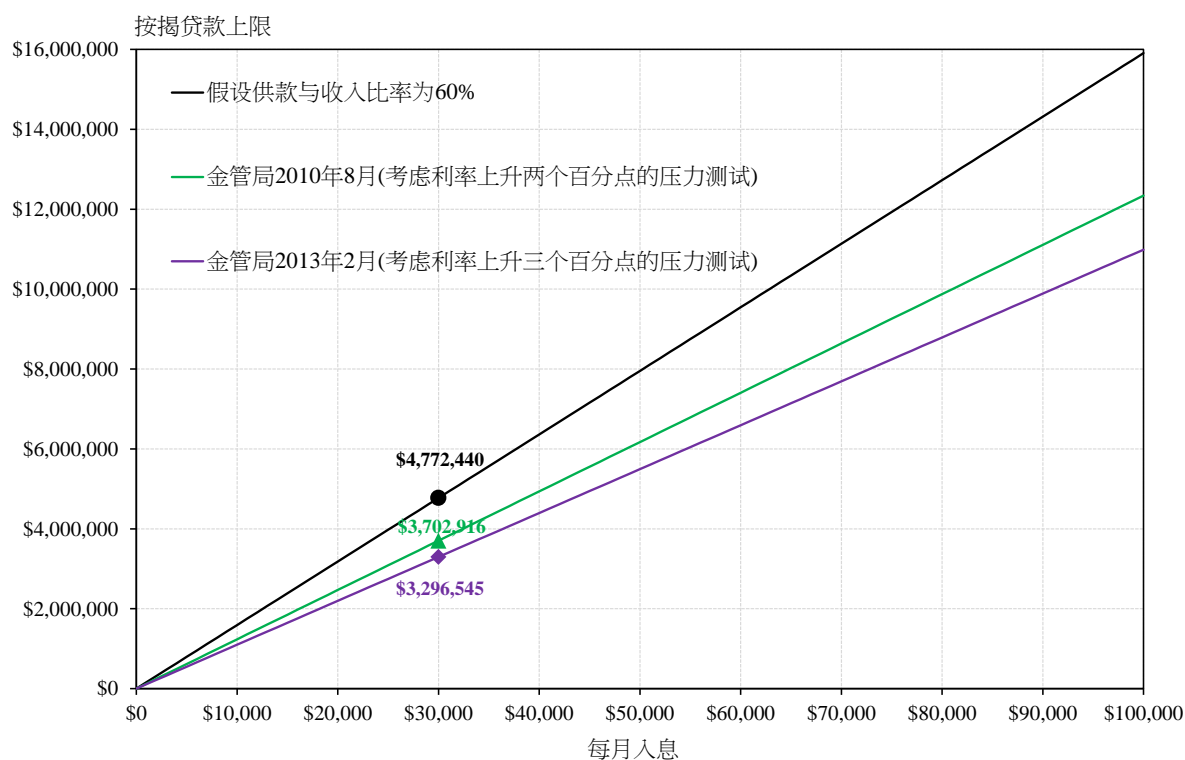
为突显监管措施对较低价住宅物业的影响，有关分析只包括价值 1,000 万或以下的物业。金管局在 2009 年 10 月推出首轮监管措施的影响因此并不包括在内。另外，为简化讨论，按揭计划下按揭成数超过九成的贷款安排不包括在内。

资料来源：智经估算。

³ 视乎按揭申请人、物业情况、银行风险评估等不同因素，最高贷款额可能会较低，而所需支付的首期金额则会较高。

10. 另一方面，监管措施对借款申请人的供款与收入比率限制，以及承受利率回升能力的压力测试亦会影响他们的按揭贷款上限。以一对 25 至 34 岁的夫妇为例，最新数据（2014 年第四季）显示他们的每月就业收入中位数合计为 30,000 元。⁴ 在金管局收紧供款与收入比率限制以前，有关上限可达 60%，假设按揭利率及供款年期分别为 2.15% 及 30 年⁵，他们的按揭贷款上限约为 477 万。2010 年 8 月，供款与收入比率上限定为 50%，加上压力测试要求在假设利率上升两个百分点的情况下，供款与收入比率不能高于 60%，他们的按揭贷款上限便大幅下降 22.4% 至约 370 万。2013 年 2 月，金管局进一步要求借款申请人的供款与收入比率在假设利率上升三个百分点的压力测试下不能超过 60%，上述夫妇的按揭贷款上限便再减少 11.0% 至约 330 万（图四）。⁶ 事实上，在假设利率上升两个和三个百分点的压力测试下，上述两个例子的实际供款与收入比率分别只有 46.6% 和 41.4%，低于 50% 的上限。换言之，压力测试是按揭贷款上限的约束限制(binding constraint)，并透过压低实际供款与收入比率以确保在按揭利率上升时，按揭供款不会超出借款人的负担。

图四：按借款申请人每月入息计算的按揭贷款上限



资料来源：智经估算。

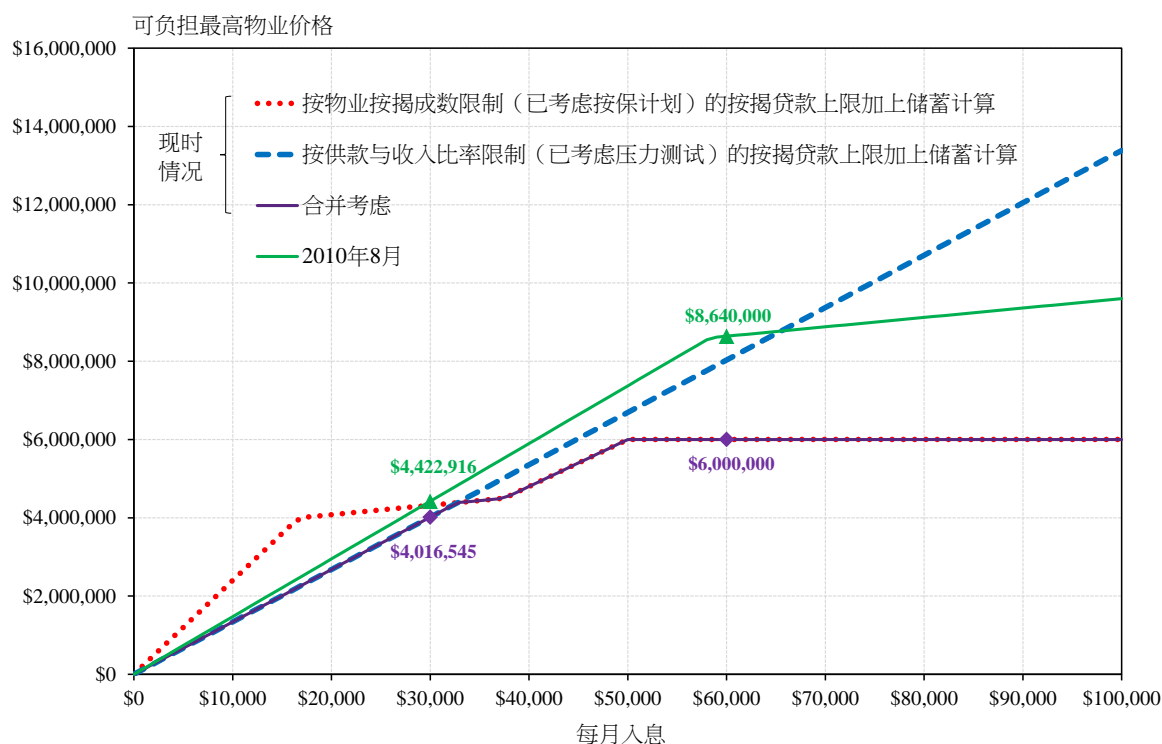
⁴ 不包括外籍家庭佣工。政府统计处：综合住户统计调查按季统计报告 2014 年第四季，网址：<http://www.statistics.gov.hk/pub/B10500012014QQ04B0100.pdf>

⁵ 除特别说明外，按揭利率及供款年期分别假设为 2.15% 及 30 年。

⁶ 视乎按揭申请人、物业情况、银行风险评估等不同因素，按揭利率可能会较高，而供款年期则可能会较短。假设供款年期分别为 25 及 20 年，上述夫妇的按揭贷款上限分别约为 303 万及 269 万。

11. 综合上述物业按揭成数及供款与收入比率的限制，并假设不同入息人士的储蓄情况，我们可估算在现时的监管措施下，市民可负担的最高物业价格（即按揭贷款上限加上储蓄的金额）。⁷ 考虑有意置业自住人士的储蓄为其两年收入（即假设储蓄率为 25%⁸，并储蓄八年），图五中的红色虚线显示按物业按揭成数限制（已考虑按揭计划）计算的可负担最高物业价格，而蓝色虚线则按供款与收入比率限制（已考虑压力测试）计算。市民可负担的最高物业价格受两者所限，较低者反映其实际情况（紫色实线）。由此可见，在压力测试下，收入较低人士主要受供款与收入比率所限，而收入较高人士虽然供款能力较强，但在欠缺足够首期的情况下，受制于物业按揭成数限制，亦只能负担较低价的物业（月入 50,000 至 100,000 元的人士均只能负担 600 万的物业）。对比 2010 年 8 月主要监管措施刚推出时（绿色实线），现时市民可负担的置业选择明显减少，当中收入较高人士购买力被压抑的幅度更为显著。以月入 30,000 元及 60,000 元的借款申请人为例，他们可负担的最高物业价格分别由约 442 万下跌 9.2% 至约 402 万及由 864 万下跌 30.6% 至 600 万（图五）。

图五：按借款申请人每月入息计算的可负担最高物业价格



资料来源：智经估算。

⁷ 其他费用，如印花税、律师费、经纪佣金、按揭保险费等并不包括在内。另外，为简化讨论，假设借款申请人符合有关局的最新监管规定，仍能就 600 万或以下的住宅物业叙造最高九成按揭贷款。

⁸ 有学者及调查指香港人的储蓄金额占每月收入大约 27%。

香港大学民意研究计划：《港人理财态度意见调查 2014》，2014 年 7 月 30 日，网址：

<http://hkupop.hku.hk/chinese/report/FinanceMgtAttitude/content/resources/resultppt.pdf>

香港警务处：《个人理财面面观系列（一）》，《警声》，第 719 期，网址：

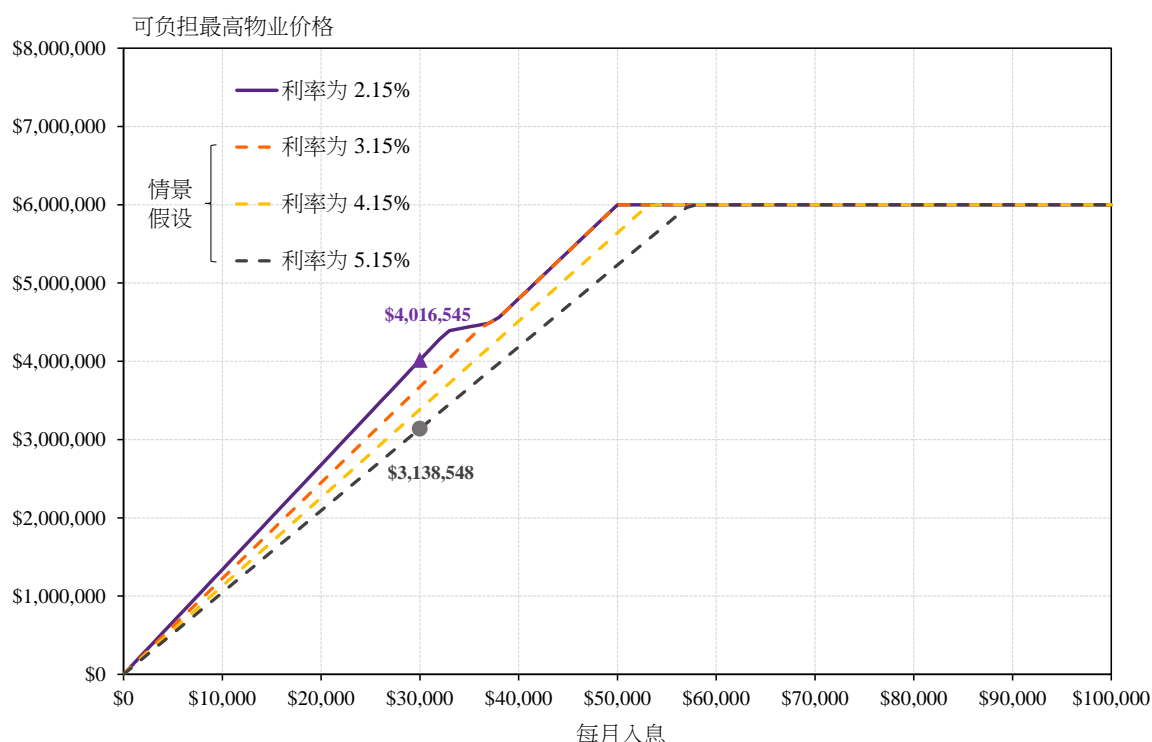
<http://www.police.gov.hk/offbeat/719/chi/b08.htm>

12. 金管局的专题研究显示，多轮限制银行物业按揭业务的措施有助抑制按揭贷款增长，以防范银行信贷推动物业价格泡沫。⁹ 然而，有关分析忽略了监管措施对市民购买力的压抑会迫使购买力转移至细价楼，因而在一定程度上推高细价楼的价格，使市民置业安居更为困难。

按揭利率上调的情景测试

13. 考虑到美国联邦储备局或于 2015 年下半年开始利率正常化，我们进一步分析按揭利率上调对市民可负担最高物业价格的影响。图六显示，随着按揭利率上调一至三个百分点，愈来愈多人士（包括月入三万多至五万多的申请人）将受供款与收入比率所限（即图中由零点所引伸的直线，已考虑压力测试），而他们可负担的最高物业价格亦将有所下跌。以月入 30,000 元的申请人为例，假如按揭利率上调三个百分点，其可负担的最高物业价格将由约 402 万减少 21.9% 至约 314 万；供款与收入比率亦将由 41.4% 上升 2.6 个百分点至 44.0%。值得注意的是，由于压力测试所限，在按揭利率上调的同时，新造的按揭贷款上限亦会被压低，有关供款与收入比率因而不会大幅上升。¹⁰

图六：按揭利率上调对借款申请人可负担最高物业价格的影响



资料来源：智经估算。

⁹ 香港金融管理局：货币与金融稳定情况半年度报告，2014 年 9 月（专题 5：逆周期审慎及需求管理措施对香港住宅物业市场的影响），网址：http://www.hkma.gov.hk/media/chi/publications-and-research/quarterly-bulletin/qb201409/C_Half-yearly_Sep2014.pdf

¹⁰ 对于正在供款的人士而言，假如按揭利率上调三个百分点，其供款与收入比率或会升至 60%。

14. 根据按揭利率上调的情景测试，借款申请人的可负担最高物业价格将有所下降，而供款负担则会增加。这或令部份准买家暂缓入市，令楼价回落。但另一方面，假若市民有实质的自住需要，或对后市看法乐观，他们可能只会把入市目标价下调，按揭利率上调或反而会进一步推升细价楼的价格。

总结

15. 总括而言，过去几年本港楼市需求殷切，加上供应短缺，推动楼价持续上升。在楼价高企的背景下，政府及有关当局就需求管理及物业按揭业务先后推出了多轮措施，但却未能阻止楼价的升势。小型私人住宅单位的升幅更自 2010 年起跑赢大市。多轮物业按揭监管措施虽然有助抑制按揭贷款增长，以防范银行信贷进一步推动物业价格，并确保银行及其客户有充足的缓冲以应对楼价波动，但另一方面却大幅压抑市民的购买力，令信贷记录良好和供款能力较高的有意置业人士也只能负担较低价的物业，因而在一定程度上推高细价楼的价格，使市民置业更为困难。当部份人士转投租务市场时，更会进一步推升租金，令市民（特别是低收入人士）的住屋开支负担百上加斤。

16. 智经认同有关当局审慎管理按揭信贷风险，尤其是当楼价持续上升导致银行体系的信贷风险增加。然而，多轮物业按揭监管措施在预期之外引导购买力集中于细价楼，令市民上车更为困难，有关影响不可不察。倘若日后楼市回落，而有关当局才放宽物业按揭限制，或将释放市场对较大型单位的需求。由于近期发展商纷纷加建小型单位，届时供应上升，可能会加剧对小型单位造成的冲击。为减低物业按揭监管措施对首次置业及换楼自住人士的影响，智经建议按揭证券公司因应他们的信贷记录及供款能力，调整按保计划下住宅物业价格上限和最高按揭贷款的安排。与此同时，按揭证券公司应考虑发展更多元化的按揭贷款计划，以完善第二按揭市场、促进金融体系的稳定和协助市民置业安居。长远而言，楼市的健康发展仍主要取决于土地和楼宇供应能否应对人口变化和工商业发展的需求。稳定的土地供应，以至具规模的土地储备，对供求调节最为重要。

～完～

附录一：金管局就物业按揭业务推出的监管措施

日期	按揭成数	供款与收入比率	其他
2009年10月 (第一轮)	- 2,000万或以上的住宅物业实施六成按揭上限 - 2,000万以下的住宅物业维持七成按揭上限，最高贷款额上限为1,200万		
2010年8月 (第二轮)	- 1,200万或以上的住宅物业实施六成按揭上限 - 1,200万以下的住宅物业维持七成按揭上限，最高贷款额上限为720万 - 所有非自住物业实施六成按揭上限	- 供款与收入比率上限统一为50% - 压力测试下假设利率上升两个百分点，供款与收入比率上限为60%	
2010年11月 (第三轮)	- 1,200万或以上的住宅物业实施五成按揭上限 - 800万至1,200万以下的住宅物业实施六成按揭上限，最高贷款额上限为600万 - 800万以下的住宅物业维持七成按揭上限，最高贷款额上限为480万 - 所有非自住的住宅物业、所有以公司名义持有的物业及所有工商物业实施五成按揭上限		
2011年6月 (第四轮)	- 1,000万或以上的住宅物业实施五成按揭上限 - 700万至1,000万以下的住宅物业实施六成按揭上限，最高贷款额上限为500万 - 700万以下的住宅物业维持七成按揭上限，最高贷款额上限为420万		- 按揭申请人的主要收入若非来自香港，其最高按揭成数下调十个百分点 - 以按揭申请人资产净值为依据所批出的贷款实施四成按揭上限

附录一：金管局就物业按揭业务推出的监管措施（续上页）

日期	按揭成数	供款与收入比率	其他
2012年9月 (第五轮)		<ul style="list-style-type: none"> - 供款与收入比率上限下调至 40%^{#@} - 压力测试下假设利率上升两个百分点，供款与收入比率上限下调至 50%^{#@} 	<ul style="list-style-type: none"> - 按揭申请人的主要收入若非来自香港，其最高按揭成数下调二十个百分点[#] - 以按揭申请人资产净值为依据所批出的贷款实施三成按揭上限[#] - 所有新造按揭的年期上限设定为三十年
2013年2月 (第六轮)		<ul style="list-style-type: none"> - 压力测试由假设利率上升两个百分点增加至三个百分点 	<ul style="list-style-type: none"> - 所有工商物业的最高按揭成数下调一成 - 车位按揭的最高按揭成数及年期上限分别统一为四成及 15 年。其他适用于工商物业按揭贷款的按揭成数上限及供款与入息比率要求，亦同时适用于车位按揭贷款
2015年2月 (第七轮)	- 700 万以下的住宅物业实施六成按揭上限	<ul style="list-style-type: none"> - 供款与收入比率上限下调至 40%，在压力测试下的上限下调至 50%[^] 	

注：# 适用于新申请住宅或工商业楼宇按揭贷款时，申请人已经拥有一个或以上未完全偿还按揭的物业。

@ 若果申请人只是有一个物业未完全偿还按揭贷款，而新申请按揭贷款的物业是自用物业或是楼换楼，则可以不受新措施影响。

^ 适用于第二套自用住宅物业和各类非自用物业按揭贷款，包括住宅物业、工商物业及车位按揭贷款。

资料来源：金管局。

附录二：按揭证券公司就按保计划推出的监管措施

日期	按揭成数	供款与收入比率	其他
2009年10月 (第一轮)*	- 70%至90%按揭成数的贷款额上限下调至1,200万 - 70%至95%按揭成数的贷款额上限下调至600万		
2010年8月 (第二轮)*	- 暂停接受按揭成数超过90%的贷款申请 - 70%至90%按揭成数的贷款额上限下调至720万	- 供款与收入比率上限统一为50%	
2010年11月 (第三轮)*	- 只接受680万或以下的住宅物业申请，70%至90%按揭成数的贷款额上限下调至612万		
2011年6月 (第四轮)*	- 只接受600万或以下的住宅物业申请，70%至90%按揭成数的贷款额上限下调至540万		- 暂停接受主要收入并非来自香港的人士之申请
2012年9月 (第五轮)*		- 若申请人已拥有或提供按揭担保予两个或以上未完全偿还按揭物业，其供款与收入比率上限下调至40%。若这些申请人为自雇的非专业人士，并申请高于85%按揭成数的按揭贷款，有关供款比率上限则下调至35%#	- 所有按保计划的贷款年期上限设定为三十年
2013年2月 (第六轮)*	- 450万至600万的住宅物业实施八成按揭上限 - 400万以上至450万以下的住宅物业贷款额上限为360万 - 400万或以下的住宅物业维持九成按揭上限		
2015年2月 (第七轮)	- 600万或以下的住宅物业实施八成按揭上限^		

注：* 为简化讨论，六成按揭以上的贷款部分获按揭保险保障之贷款安排并不包括在内。

非套现之再融资按揭贷款则可获豁免上述修订。

^ 有固定收入及还款能力较强的首次置业人士，仍可申请叙造最高九成按揭贷款。

资料来源：按揭证券公司。