

銀行、商界和投資者 宜做足樓市防風措施

葉秀亮

【明報文章】本文先解釋港府不按地產業界要求全面「撤辣」，是智慧之舉；繼而建議各大銀行、地產業界、各類商界和投資者，宜預先做足防風措施，以應對日後巨大衝擊。

地產界所造的孽 已是政府難以承擔之重

早前筆者文章指出本港樓價已被地產業界推升至連自己都托不住的嚴重泡沫水平，並建議港府不要依其建議全面撤辣，否則將把地產業界所造的孽全部攬上身，破壞港府辛苦累積下來的民望；且一旦辣招全撤，港府將無險可守。

其實政府和筆者不是不想幫忙，而是地產業界已把樓市推升至終須一爆的水平。正如前運房局長張炳良先生曾述，政府能阻止樓價進一步下滑的能力相當有限。特首和財政司長因尚有官職，當然不能這樣說，只能說樓價應由市場力量決定，而此一說法亦已使市場意識到政府不宜、不會、也沒能力阻止樓價從高位下調。

減辣的正確解讀

由於特首及財政司長的減辣選擇和上述表態，有些物業持有者已認識到在可見將來，應再無其他因素可阻止樓價大幅下調，從而紛紛劈價賣樓。其中部分是因賣家印花稅被減至兩年而選擇「止蝕逃生」。考慮到樓價仍需大幅下挫，以及這批高價入貨、可能因「林鄭 plan」而以九成按揭入市和償付能力甚弱的置業者，若沒此逃生機會，將可能會在日後破產，政府此舉確是積了不少陰鷲。雖然接其「火棒」的買家日後會為此時入貨而後悔萬分，但至少這是一批償付能力較佳的買家。

亦有部分是 10 至 40 年前已置業，見樓價可能續跌而「止賺」離場，往後樓價將證明此選擇是精明的。當 3 到 5 年後香港樓價跌至低位時，希望他們可以此筆出逃資金買回 2 至 3 個物業，為自己累積財富之餘，亦為屆時樓價的築底提供助力。

買家印花稅雖然減半，但無礙留作後用的效力。儘管現今辣稅減半對吸引市民買第二個物業的作用有限，惟當樓價跌至可築底水平，將餘下辣稅全撤，對吸引市民買第二個及更多物業將有很大作用。另外，在低位全撤辣稅，可造成額外的政策宣示效應，吸引大量購買力為樓市築底。

面對政府的減辣選擇，部分發展商唯有在媒體前夾硬說減辣後樓價將可反彈或企穩，以免進一步拖低其樓盤銷情。但不少地產代理和地產商卻暗地埋怨政府，其中極小部分甚至把樓價續跌歸咎為政府選擇減辣所致，並怪責政府救市不力、看不清樓價再跌將很難「救得番」，潛台詞是政府須為日後樓價暴挫負責。

但正如上文和下面的討論所述，現今樓價已高至沒有人（包括政府和地產商群）可阻止泡沫爆破，現在全面撤辣將會耗盡日後可用的工具，即反彈一段時間後仍須爆破。對反彈期間被誤導而高價入市的市民，將是「冇陰鷲」之舉。

樓價續跌 已是無可避免現實

其實，自1997至2003年香港經歷樓市泡沫爆破及後續金融風暴和經濟蕭條後，筆者就知道歷史將會重演。故在過去20多年，就十分認真和系統地研究資產泡沫形成過程、泡沫爆破過程，及其引發金融風暴和風暴後的漫長衰退期，繼而思考各時期的可用政策。所得結論就是，阻止悲劇發生的最佳時期是泡沫孕育期，泡沫發展期則是最後機會；一旦樓市進入泡沫最後期，就意味泡沫終須一爆，而且愈遲爆，其後的金融風暴和經濟蕭條就愈慘烈。

那究竟這些研究能夠如何幫助我們判斷和應對未來形勢？首先，正是這些研究，筆者才能於2009年美國推出量化寬鬆時在報章指出，若無政府適時適量的遏抑樓價措施，香港和新加坡的樓價會在其後持續上升至少8到10年，繼而進入終須一爆的泡沫最後期。

研究結果亦驅使筆者不斷在報章撰文，建議兩地政府及早在泡沫孕育期祭出正常的遏抑樓價措施，否則樓價反彈所累積的「向上慣性」，將造成「樓價續漲心理預期」；一旦預期成形，兩地樓市將自動進入泡沫發展期，即樓價續漲心理預期將引發一系列可大幅推升樓價的「市場行為改變」、向上惡性循環及向上螺旋效應。

由於此時期的上升動能極大，兩地政府必須推出極為強烈的遏抑樓價措施，才可阻止樓市自動進入泡沫最後期。正如前文所述，雖然筆者成功游說新加坡金管局將其樓市帶離泡沫發展期，惟香港樓市還是進入了泡沫最後期。至此，筆者曾多次在報章中悲鳴，香港樓市泡沫最終爆破將是無可避免的現實，並提醒置業人士小心。

銀行地產業商界和投資者宜降低槓桿

地產業界和投資者宜認真考慮，筆者研究顯示，樓價繼續大幅下調將是無可避免的現實。另外筆者日後文章將解釋，在下跌過程中，樓價會偶爾好像可

以企穩，但可能是另一個陷阱，因筆者研究顯示，於下跌過程中，將久不久就出現一個重大壞消息，造成新一波樓價下跌。

較穩妥的方法是，以筆者早前文章所述的60%至75%累積樓價跌幅來決定置業時機。當然，不信筆者推算、「怕走寶」或沒這麼好耐性的置業者，也可選擇跌五成時就入市，筆者只能作如下提醒供其參考：若樓價真的跌75%或更多才企穩，五成入市將意味你須忍受的不是25%、而是50%（=25%/50%）以上的樓價跌幅。若你認為自己心理和財力可承受50%以上的樓價跌幅，也可以按自己意願入市，說不定日後有一些好的突發事件，或我的研究可協助政府降低今次樓價的累積跌幅。相反，倘你的心理或財力不能承受50%以上的樓價跌幅，則宜三思而後行，買舊和小一點的物業，或多等一會再判斷。

至於地產界和商界，正如劉鑾雄先生所述，未來經濟環境將相當惡劣，宜多留現金、降低借貸和槓桿率、暫緩大額投資及減省不必要開支，以預防未來衝擊（日後文章將解釋，通過一系列乘數效應、外溢效應和惡性循環，一些看似跟樓市不相干的行業，也會遭遇超乎想像的巨大衝擊）。

至於銀行（和其他上市公司），雖然股價已跌了不少，但往後還是會因為需作大量撥備而造成利潤、資本充足比率和股價急插，宜趁現在股價還不至太差的時候，以較大折扣發新股集資，以提高資本充足比率來應對未來衝擊。

最後，對伺機攻擊本人的個別地產業者，筆者的建議是：當你把心思放在攻擊別人時，反而會忽略在危機前降低槓桿自保，宜把筆者看成是想降低傷害的疫症專家或救人醫生。

（聯絡電郵：aslyip@cuhk.edu.hk）

作者是香港中大及浸大經濟系兼職講師、新加坡國立大學李光耀公共政策學院亞洲競爭力研究所高級研究顧問