

香港私人住宅市场供求关系与价格形成研究

岳虹男

(中山大学港澳珠江三角洲研究中心, 广东 广州, 510275)

摘要: 本文从市场供给和市场需求两个角度, 对香港住宅市场的土地制度, 供需情况以及供需结构, 政府、企业、需求者的行为进行分析。最后, 根据价值理论以及供求机制分别探究香港私人住宅市场的价格形成机制, 并进行实证分析。

香港住宅价格高居不下的主要矛盾源于供给需求结构的严重失衡。“勾地”制度以及居屋政策的制度变迁则加剧了供需结构失衡的局面。从价值机制来看, 地产商的支出和毛利对私人住宅售价影响显著, 从供求机制来看, 政府土地供给结构、市场空置率、二手合约平均价值、未偿还贷款超过 6 个月的拖欠率、家庭住户数目在短期以及长期内, 对香港住宅市场均具有影响作用。

关键词: 私人住宅; 市场供求; 价格机制

中图分类号: F062.9 **文献标识码:** A

近年香港房地产价格高涨, 成为经济领域当中的突出现象。表现为以下三方面:

1. 香港自由经济体中“鹤立鸡群”的房地产业

美国传统基金会最新公布的 2017 年《经济自由度指数》, 香港以 89.8 分的总分再次位居榜首, 实现 23 连冠。根据香港政府统计处行业集中度统计数字显示(按香港划分标准, $CR_{10} \geq 0.33$ 即为中度及以上集中度。赫芬达尔指数 $HHI \geq 0.1$ 即为中度及以上集中度), 2014 年地产保养管理服务集中率 CR_{10} 和赫芬达尔指数 HHI 分别为 0.47 和 0.031, 地产经纪及代理以及其他地产服务分别为 0.64 和 0.104。根据屋宇建业、建造及地产业选定的行业组别, 除了建造活动 CR_{10} 为 0.09 外, 其余组别 CR_{10} 的值均不低于 0.33, 即该行业内首 10 个机构单位的该年收益占该行业 33% 以上的业务收益总和。唐逸如(2014)指出房地产与香港经济紧密联系, “如果将恒生指数中来自中国内地的红筹公司排除, 在剩余的 24 家公司中, 有 8 家是直接处于香港地产商控制下的房地产公司, 4 家是其控制的公共事业公司, 11 家是间接被香港六大家族或其他商业大亨控制的公司”^[1]。且六大家族均在香港房地产业市场中占据重要位置, 香港的房地产业已逐步发展成为一个寡头垄断市场。

[1] 唐逸如. 香港的资本主义有多“裙带” [J]. 国际金融报, 2014-05-19.

2. 香港连续7年成为全世界楼价负担最重城市

香港房地产存在三大奇怪现象（陈友华，程华，2014），即价高质次（即较高的价格购买的房屋质量相比而言，处于低位水平，也就是说香港房屋的性价比较低），最自由的市场 VS 高度垄断的行业，人为扭曲：房价大起大落。美国顾问公司 Demographia 最新发布的《全球楼价负担能力报告》中，涵盖全球9个国家、406个地区、92个人口逾100万的顶级大都会，包括发达城市如东京、纽约、伦敦、悉尼、新加坡等。采用香港2016年第3季数据，指出香港楼价入息比率高达18.1倍，位于第二位的澳洲悉尼仅为12.2倍，香港连续7年登顶全世界楼价负担能力最难城市“宝座”。按照报告的衡量标准，楼价入息比率5.1或以上属于极难以负担水平。根据香港政府统计处数据整理计算，2004年工作10年（收入按每月就业收入中位数计算）的总工资（全部用于购置物业）就可以在新界买到一个40平方米的住房，而到了2014年则需要工作20年才能买到同一个地区同样面积的住房。香港市民入息的增长速度远远追赶不上楼价的上升幅度，可见香港置业问题已经成为政府首要亟需解决的民生问题之一。

3. 香港政府多方位调控楼价未见显著成效

土地供给少，是香港政府部门公认的造成楼价高居不下的重要原因。香港住屋市场呈现独特的公营租住房屋、资助自置居所房屋和私人永久性房屋三大市场林立的格局。2011年香港政府宣布复建居屋，2013年随之恢复卖地，并在近年来采取多项需求管理措施控制楼价。然而，香港私人住宅售价指数2011年-2016年期间年均增长率为11.42%，仅略低于2006年-2010年年均增长率12.56%，楼价依旧一片大好形势。2017届香港特区行政长官换届选举已落下帷幕，林正月娥当选下届香港特首。梁振英届政府推出的新《长远房屋策略》表明将在2016-2017年度起10年，提供46万个单位的供应目标。该目标的具体落实以及未来新任政府的土地房屋政策与现状的吻合度和对上一届政府政策的继承，都为香港房地产业的发展蒙上了一层神秘的面纱。

本文从市场供给和市场需求两个角度，对香港住宅市场的土地制度，供需情况以及供需结构，政府、企业、需求者的行为进行分析。最后，根据价值理论以及供求机制分别探究香港私人住宅市场的价格形成机制，并进行实证分析。

一、影响香港住宅市场的供给因素分析

（一）政府供给

房地产市场的供给可以简单的划分为两部分，一是土地的供给，二是落成楼宇的供给。涉及的供给主体即为当局政府和房地产发展商。冯宗荣等（2001）指出城市地产市场的特征如下：1.权利的主导性；2.强烈的区域性；3.高度的垄断性；4.较大的投机性；5.国家的宏观调控性。

1. 土地批租制度

香港长久以来实行中国封建土地所有制制度。尽管各个朝代土地制度有所变化，但基本

制度大致相同。清朝时期，清朝承认香港原居民的土地所有权，居民有权在私有土地上进行农业、牧业、渔业或林业活动，按照清朝规定缴纳税项或租金，同中国其他地区保持一致。

香港土地制度的转折始于 1840 年，英国发动“鸦片战争”。香港的土地制度开始沿袭英国的皇室土地法制，即土地批租制度。该制度在百余年的发展中被沿用至今。土地所有权归属香港政府（1997 年 7 月 1 日以归属英皇，由香港总督代表）所有。按照《香港特别行政区基本法》第七条规定，香港境内的土地属于国家所有，由特区政府负责管理、使用、开发、出租给个人、法人或团体使用或开发，其收入全归香港特别行政区政府支配。土地使用权可以进行买卖，但具有一定的年限，年限到期，土地连同上面的建筑物及附属设施需无偿归还最终业权人。

受制于历史原因，新界丁屋政策成为土地所有制非统一化的特殊产物，并深刻影响着当今香港土地市场的规划问题。新界是以租借的方式租用给英国，因此新界居民的土地并不归属英国皇室所有，而是持有清朝政府颁发的永久地契。1905 年，港英政府将新界居民的土地产权变更为承租官契，由于并未侵略到居民的利益，此次的名义权利转换顺利开展。1972 年，为了开发新界，港英政府于当年 12 月推出《新界乡村小型屋宇政策》，规定签约的居民中年满 18 岁的男丁，可修建总面积不超过 2100 平方尺，不高于 25 英尺的 3 层小楼。此规定同样适用于签约居民符合要求的子孙。世袭制和政策的延展性令该规定的推行阻力减小，但也为日后的香港发展带来隐患。

表 1-1 英国与清朝政府签订条约一览表

签订时间	签订条约	条约部分内容	备注
1841 年 1 月 6 日	穿鼻条约	割让香港岛（75.1 平方公里）与英国	由于英方内阁和清朝皇帝各有不满，后作废。
1842 年 8 月 29 日	南京条约	正式割让香港岛与英国	
1860 年	北京条约	九龙半岛约 9.71 平方公里的土地永久割让给英国	
1898 年 6 月 8 日	拓展香港界址专条	将深圳河以南一大片土地及港岛周围 253 个大小岛屿共 961.5 平方公里（即今日的“新界”以及“离岛”）租借给英国。	租期为 99 年，从 1898 年 7 月 1 日开始生效，至 1997 年 6 月 30 日止。

数据来源：根据甘长求. 香港房地产的发展与管理 [M]. 香港：中华书局（香港）有限公司，1992：5-8 整理。

香港目前的土地供应本就处于紧缺状态，丁屋政策使得政府在土地规划中还需要考虑为新界居民预留丁屋建设所需的土地储备面积。聂致钢（2015）指出丁屋偏低的容积率存在资源错置现象。一是社会福利的耗损，“自 1972 年到 2011 年，政府批出的位于乡村发展区内的丁屋数量总计为 36912 个，按照香港市场此类住房每层每月租值为 1 万元港币计算，若以最高可建 33 层为标准，则每月损耗社会福利最高可达 110.7 亿元。”二是劳动力资源的浪费，丁屋政策赋予新界居民的特权容易滋生食禄阶层。

香港的土地批租方式主要分为三种，公开拍卖、招标和私下协议。（具体内容如图 1-1）

1997 年香港回归后即遭遇世界金融危机，地产商受到重创，政府卖地情况也随之衰落。1999 年，政府在现有基础上推出“勾地表”制度。并在 2002 年 11 月停止卖地，2004 年开始全面实行“勾地”制度。即具有购地意向的任何人可根据公布的《供申请售买土地一览表》向地政总署提出申请，同时标注报价。若该价格达到政府对土地市场估价的十成（后更改为八成）则具备申请资格，缴纳按金（一般为发展商报价的 5%）。所有具备申请资格的人共同公开竞价，但不得低于报价，若最终价格低于政府底价，则政府有权收回土地，退回按金。但若申请者竞价或未到场参与则按金归政府所有。

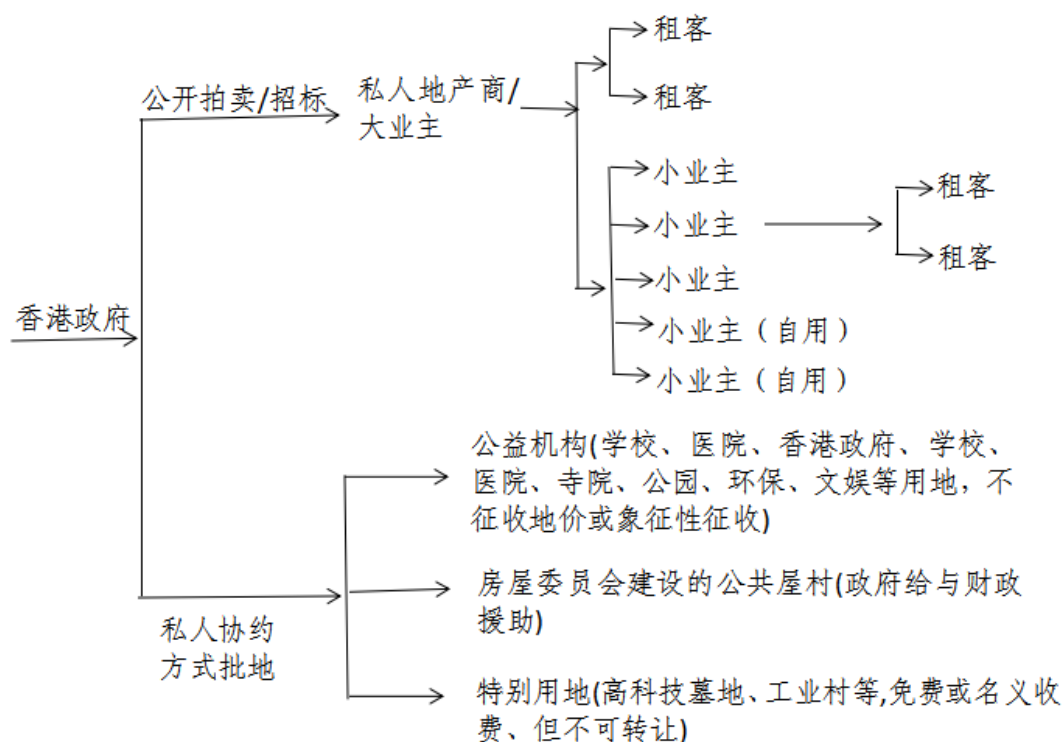


图 1-1 香港土地批租方式

资料来源：邹高禄. 香港土地租赁制度 [J]. 国土经济, 1998(2): 40-42.

表面上看，“勾地”制度的推行令香港的土地市场由政府计划供给机制转为由地产商主动申请的市场调节机制，应有利于推动香港土地供需平衡，稳定房地产市场价格。同时大大提高土地拍卖率，稳定政府财政收入。但实际上，“勾地”制度的推行是政府强制性变迁土地市场制度的一种行为，事先没有经过详细的研究和规范的公众咨询环节。该制度更大程度上是增加了政府在土地市场供给方的可得利益机会。申请资格条件和公开竞价过程的设置使得政府成为土地市场这场“买卖游戏”的规则制定者和裁决者，拥有“至高无上”的权力。对于具有主动权的地产商来说，由于启动申请程序的条件限制，众多中小企业都需要承担较大的资金风险，从而演变成大地产商之间的角逐。而且一旦大地产商之间形成联盟，具不申请土地，“勾地”制度也就无法启动，市场的供应将会愈加紧缺，相应地楼价也会随之“水涨船高”，政

府“有形的手”再此制度条件下无法发挥应有的调节作用。

2004 年全面实行“勾地”制度后，香港各类物业售价指数的攀升也真实的反映了该土地制度所带来影响。以增幅最小的私人住宅售价指数为例，消除通货膨胀的影响之后，所有类别私人住宅售价指数由 2004 年的 78.0 上涨到 2013 年的 242.4，是 2004 年的 3 倍之多。随着 2012 年香港经济开始进入温和增长时期，土地供应状况的不断恶化，2013 年政府恢复定期卖地，并决定自 2013-2014 年度起取消勾地制度。

2. 政府土地供给分析

土地供给量急速下跌，私人协约方式批地骤跌。从香港全年土地供给情况来看，呈现明显的周期变化特征。（1987 年-1994 年香港政府对新界地区的甲种/乙种换地权益书投标进行大量的买卖活动，新界 1995 年私人协约方式批地达到 13325760 平方米，为异常高值。为了更加清晰的观测政府土地供给的变化，本图中剔除了 1995 年全港年土地供给面积数值点。同时由于数据获取和统一计算口径原因，本文计算政府供给土地面积均未将新界地区的甲种/乙种换地权益书投标数据计算在内。）

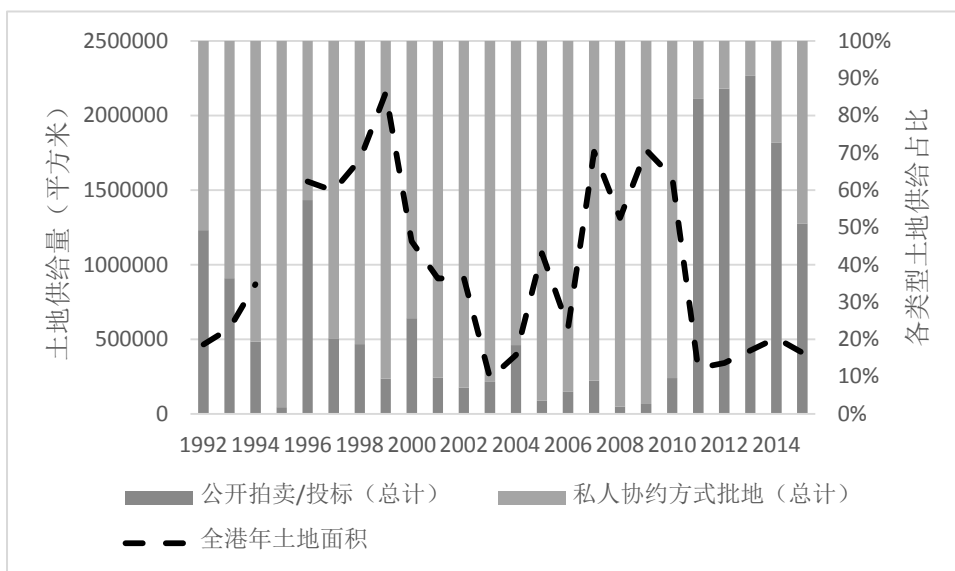


图 1-2 政府土地供给 1992-2015

数据来源：香港政府统计处

1992 年-2003 年和 2003 年-2011 年分别各为一个循环周期，年周期内供应土地的总量分别为 109.36 万平方米（未计入 1995 年数据，以下同）和 100.25 万平方米。而私人协约方式批地分别为 83.99 万平方米和 91.31 万平方米，分别占到 76.80%和 91.09%。公开拍卖/投标方式的土地供给量分别为 25.37 万平方米和 8.94 万平方米，占比分别为 23.20%和 8.91%。2011 年-2015 年土地供给明显下跌，时期内年均土地供给量仅为 39.75 万平方米，私人协约方式批地量为 9.39 万平方米，占比 23.63%。公开拍卖/投标方式的土地供给量为 30.366 万平方米，占比高达 76.37%。

地价波动幅度大，“勾地”推动地价上涨至近 3 倍。从土地供给面积组成来看，在政府土

地高供给量时期，私人协约方式批地数量明显增多，在土地低供给时期，私人协约批地方式数量相对有所下降。尤其在1997年香港回归之后，上述规律表现的更为明显。1997年回归之前，土地的供给和土地价格符合市场规律。在供给量增加时，土地的价格下降。供给量减少时，土地价格上升。政府可以通过调整土地的规划和供给量，调控地价。而自1999年开始，政府逐步放弃主动拍卖土地政策的权利，2002年11月停止卖地，并在2004年实行“勾地”制度。土地价格长期维持在高价位的水平，虽然2008年世界金融危机有一个突然的骤降，但土地价格在第二年即2009年迅速反弹并超过2007年土地价格。

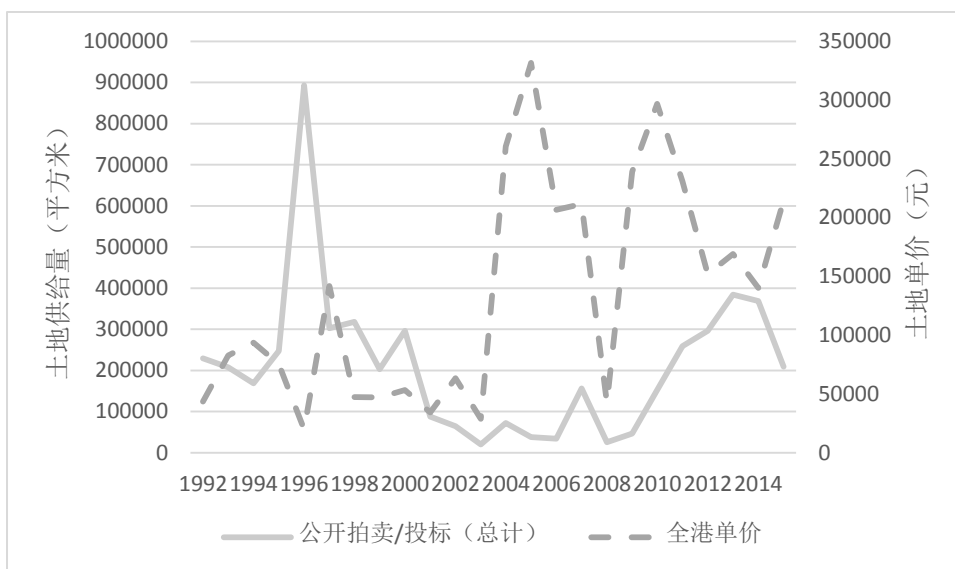


图 1-3 政府公开拍卖/招标土地面积及价格

数据来源：根据香港统计年刊整理

在1992年-2003年期间土地年平均价格为60979.27元，2004年-2011年“勾地”制度期间土地年平均价格为227403.08元，2012年-2015年恢复卖地期间土地年平均价格为168951.74元。“勾地”期间土地价格上涨为回归前后过渡期的3.73倍，恢复卖地后，尽管地价有所下跌，为“勾地”时期的74.30%，但地价仍旧是1992年-2003年期间的2.77倍。

(1) “勾地”锐挫住宅土地供给量，恢复卖地后仅回复到45%

住宅市场从1995年开始，港英政府土地供给量一直处于高量位。香港回归后特区政府维系了港英政府的土地供给量，但在2004年全面实行“勾地”制度后，政府土地的供给量由1995年-2002年年均约72万平方米的高供给量下降到2004年-2011年年均不足20万平方米（2003年住宅土地供给量为0平方米），仅为高峰期的约25%的供给水平，受金融危机影响2009年供应量一度降到不足8%。“勾地”制度期间，香港特区政府住宅土地供给量至少减少一半以上。2011年恢复卖地后，住宅土地供应量开始显现上涨的势头，比照“勾地”制度期间的土地年均供给量上涨了70%，但仍旧不到高峰期供应量的45%。

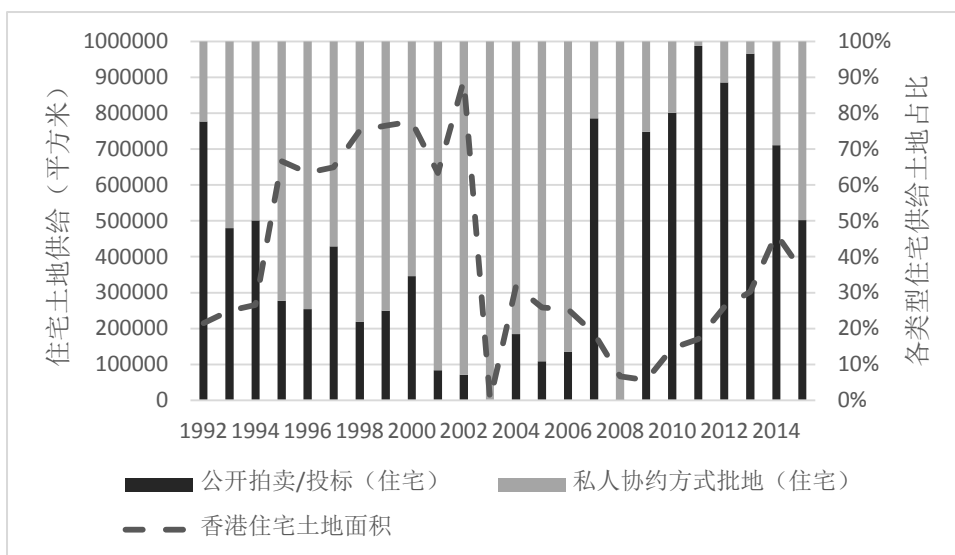


图 1-4 政府住宅土地供给 (1992-2015)

数据来源：香港政府统计处

(2) 住宅供给总量深受私人协约方式批地（或“居屋”政策）波动影响

从构成占比来看，1995年-2002年期间公开拍卖/投标的政府土地面积年平均占比约为20%左右，私人协约方式批地的住宅面积在1995年-2008年期间基本维持在60%-80%的区间范围之内（2007年受金融市场投机需求影响表现异常）。从2009年开始，政府住宅土地供给量开始回升，私人协约方式批地的比例随之急剧下降，年均占比约为30%，最低的时候甚至不足住宅总供给量的2%。可见，政府住宅土地供给量的波动很大程度上取决于私人协约方式批地的住宅土地供给量，也就是说房屋委员会建设的公营房屋的土地供应量对香港住宅土地供给量的大幅波动具有较强的解释力度。2002年-2001年时期也恰好是居屋市场退出香港住宅市场的市场制度变迁时期。

(3) 住宅地价波动剧烈，疯涨至回归前期15倍

公开拍卖/招标方式的住宅供给面积在非“勾地”制度时期大致维持在每年15万-25万平方米的供给水平范围内。单位面积的地价在1992年-2002年期间大致处于5000-8000元/平方米的价格浮动范围。全面实行“勾地”制度期间，单位面积的地价在20-35万元/平方米（2008年受金融危机影响骤降至89005.24元）。平均地价至少上涨到了原有的25倍之多。2011年恢复卖地后，平均地价明显下滑，2012年-2015年单位面积年均地价为15万元/平方米，是“勾地”制度时期的60%左右，但仍旧高达1992年-2002年期间最高水平的15倍。

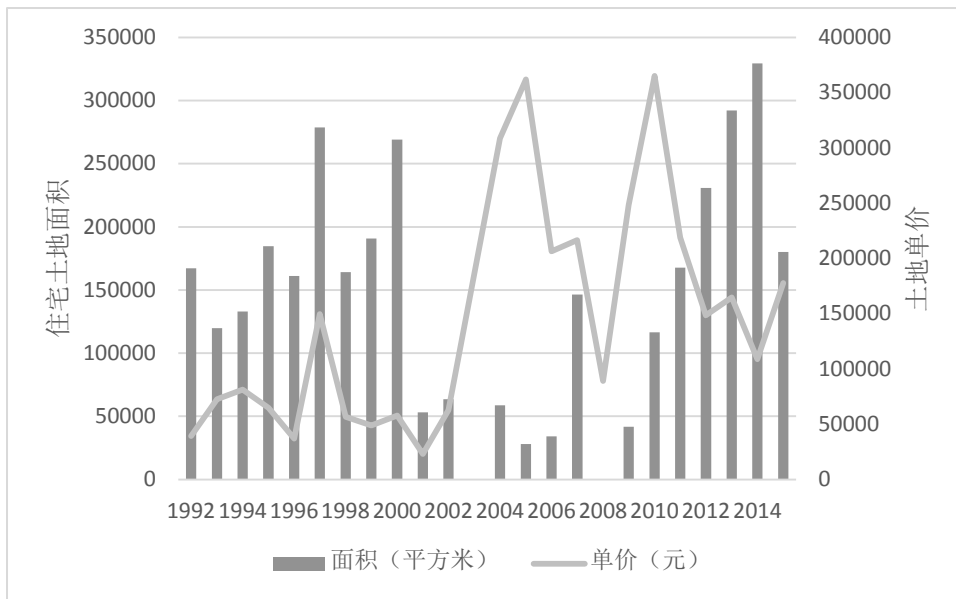


图 1-5 公开拍卖/招标住宅土地面积及价格 (1992-2015)

数据来源：香港统计年刊

(4) 土地制度变迁造就住宅高地价

“勾地”制度对于香港住宅市场具有巨大的负面影响，也是造成目前香港楼宇价格高企的重要因素之一。从公开拍卖/招标方式的住宅供给面积可以推断出，“勾地”制度极大的打击了地产商的积极性，加速了香港土地供应紧缺问题的恶化。另一方面，土地供给需求市场脱离市场规律变动，政府丧失“看不见的手”的调控能力。同时抬高了香港住宅市场的地价，增加房地产发展商的生产成本，间接推高香港楼价，形成私人住宅售价居高不下，香港市民“上楼难”的局面。

“居者有其屋”计划政策的叫停，是导致香港楼宇市场价格高企的另一个重要原因。原本供应紧缺的土地市场，由于“居屋”市场的退出（资助自置居所房屋 2002 年家庭住户占比约为 17%），住宅市场的供应关系更加紧张。加重有置业计划居民的经济负担，使得原本有能力支付或有条件入住居屋的家庭住户得不到居住环境的改善，降低香港部分居民的生活质量。

香港土地市场是一个垄断性土地市场，仅有香港政府一个土地供给者。而由于楼宇的供给具有长周期特性，政府土地政策的稳定性也是影响楼价的重要因素之一。甘长求（1992）指出政府首脑之间政策延续性的问题，并指出政策的不确定性将会增加相关市场的不确定性。从上述的分析中也可得出类似的结论，居屋政策的变更以及“勾地”制度的实行分别对香港土地总体供给市场和香港住宅土地供给市场有着不容小觑的影响，损害了地产商的利润空间，阻碍了房屋置业者生活质量的提高。进而影响香港公营房屋和私营房屋的市场格局以及私人住宅市场的价格。

(5) 未来一届政府土地住房政策走向利好

香港文汇报 2017 年 2 月 28 日根据下一届香港行政长官林正月娥政纲整理出其关于住屋土地的政纲要点，其主要内容如下：

表 1-2 林正月娥住屋土地政纲要点

住屋	土地
1.推出“居屋出租试验计划”，研未补地价居屋可放租； 2.增加“绿置居”供应； 3.推出“港人首置上车盘”； 4.要求优化“按揭保险计划”。	1.成立专责小组，“与民共议”； 2.探讨“一地多用”多层发展模式； 3.探讨“小区重建”及“转移地积比”；4.要求审批部门，研究加快土地发展审批流程； 5.沿用与乡议局沟通平台，商议丁屋问题。

资料来源：方文殊. 未补价居屋倡放租，解楼慌 [J]. 香港文汇报，2017-2-28.

可见，在土地供应方面主要以充分利用土地的纵向空间以及拓展土地多重价值为主，加快土地审批流程，降低土地交易市场的交易成本，留意并有意解决新界丁屋的历史遗留问题。住屋方面主要以居屋政策的优化为主，推动居屋“业主”充分获取房屋的增值价值空间，并通过增加提供给公屋住户“绿置居”供应，加速公屋住户向居屋住户的流动速度，进而推动香港社会阶级流动。通过优化金融行业的“按揭保险计划”为香港置业市民提供资金保障，协助“港人首置上车盘”计划，帮助香港青年一代实现“上车梦”，减轻中产阶级的供楼负担。

总体来说，住屋土地的纲要方向确实有利于香港住宅市场趋向供给平衡的格局，公共房屋针对中小型单位的供给，有利于缓解私人住宅市场中小型住宅供给紧缺和价格高昂的供需矛盾。但公共政策性房屋的获取仍旧需要申请审核，而且数量有限，供给政策的落实和供给量的权衡才是政策能否实现政府初衷的关键。私人住宅市场依旧承担香港住宅市场的半数家庭住户，政府对私人市场的土地供给量和需求管理措施的宽松程度对私人住宅价格同样有着重要影响。对于私人住宅市场的寡头垄断和地产商在香港政治经济中的重要渗透力量，政府与大地产商之间的博弈仍旧是未来执政的“重头戏”。自 1997 年历经 15 年于 2012 年终于获得通过的《竞争条例》的执行能否推动地产行业的竞争仍需时间的检验。

3.政府住宅土地供给与政府财政

(1) 财政赤字引发土地供给政策变革

香港自回归以后，政府收支开始出现逆差，并在 2001-2002 财政年度跌到最低点-63331 百万港元。政府土地收入在 1997 年-2002 年基本呈下降态势。政府的收益情况受到冲击，驱动政府强制性推动制度变迁。一方面，为助推地价的上升做前期准备，减少政府财政支出，另一方面，可以使得楼市价格有所回升，减轻金融危机冲击造成的负资产阶级的经济压力，政府本身的利益所求和民众的切实需求不谋而合。于是，政府自 2002 年宣布无限期搁置居者有其屋计划，并在同年 11 月停止卖地。2002-2003 财政年度开始，政府财政赤字逐步

缩减，而且缩减的速度逐年上升，2004-2005 财政年度政府财政扭亏为盈，出现盈余，并高达 21356 百万港元，达到回归前的平均水平。新政策的试行令政府得到了切实的收益，制度变迁的动力强进。2004 年，政府全面推行“勾地”制度。



图 1-6 土地供给量与政府财政收支关系

数据来源：香港统计年刊

(2) 供需矛盾促使政府恢复制度

2004-2005 财政年度至 2011-2012 财政年度政府年平均收支盈余达到 49218.13 百万港元，是同期土地收入的 43.19%。。2010-2011 财政年度盈余甚至达到 75121 百万港元，是同期土地收入的 65.92%。然而，政府获得制度变迁最大利益的同时，却严重损害了香港市民的利益，市民对住房需求与政府供给的矛盾逐渐升温，既有的制度的存续与社会的长治久安成为当权政府面临的选择题。出于政治和社会的需要，政府先于 2011 年恢复复建居屋。政府收支盈余小幅下滑，影响不大，依旧维持在 60000 百万港元以上。政府再次改革，2013 年恢复卖地，并决定于 2013-2014 年度起终止勾地制度。到 2015-2016 财政年度财政收支虽有波动，但仍保持在相对均衡的水平之上。

(二) 企业市场供给分析

1. 住宅地产发展计划

(1) 地产发展计划支出稳健增长

从住宅楼宇地产填报年度内的发展计划支出来看（地产发展计划是指将土地发展及/或将现有的楼宇拆卸重建成新物业作出售或租赁用途），香港回归之前的 1995 年-1997 年三年期间，每个住宅地产发展项目的平均支出增长势头强劲，几乎增长一倍。1998 年-2007 年期间每个住宅地产发展项目的平均支出基本在 140-170 百万元范围内，年平均支出为 154.52 百万元。2008 年-2015 年期间每个住宅地产发展项目的平均支出基本在 140-200 百

万元范围内，年平均支出为 184.90 百万元，比照上一个时期上涨 20%。

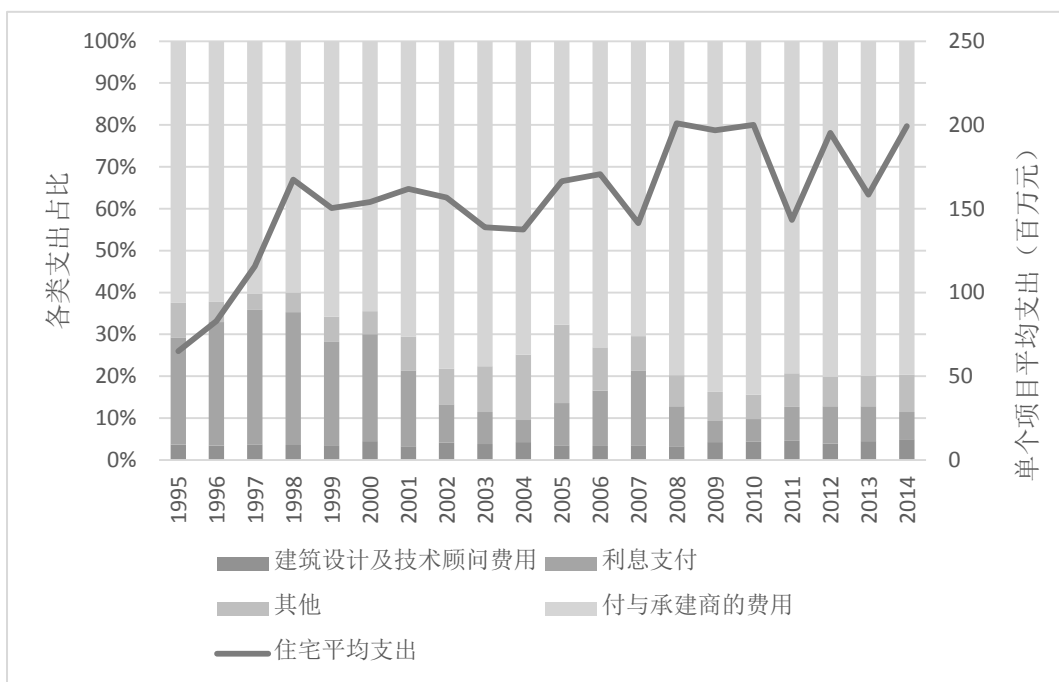


图 1-7 地产发展计划支出（百万元）

数据来源：香港统计年刊

(2) 付与承建商的费用占比增加，建筑设计及技术顾问费用小幅波动

从住宅地产发展计划支出构成来看(由于建筑合约价值外另行供应的建筑材料及装置项目的金额低于 100 万元，在总支出中占比较低，在绘制图表过程中将此项和其他支出项进行合并计算)，付与承建商的费用总体表现为上涨趋势。从回归前 1995 年-1997 年三年期的年均 60%左右，增加到 1998 年-2007 年期间年均 70%左右，到 2008 年-2015 年期间，付与承建商的费用在项目总支出的占比已经增长到 80%左右。利息支付的金额则呈现出收窄的倾向，从回归前的占比 25%左右逐渐缩紧到目前的低于 10%。建筑设计及技术顾问费用在住宅地产发展项目支出中的占比在 3%-5%的范围内上下波动，基本维持不变。但由于总支出金额的上漲，所以建筑设计及技术顾问费用的实际支出金额也是增加的。

(3) 地产发展计划年面积下降，平均毛利近年减少

根据香港统计年刊注释说明，地产发展计划的毛利等于地产发展计划价值减地产发展计划总支出加有关地产发展计划的利息支付。图中可以得知地产发展计划中的楼宇完成后楼面总面积在 1997 年以后基本一路下滑，2011 年以后才逐渐回温，基本达到每年约 600 万平方米的楼面面积。地产商的平均毛利表现出上涨趋势，从 1995 年-2008 年的 1500-4000 元/平方米的波动范围上涨到 2009 年-2014 年的 4000-8000 元/平方米的波动范围。

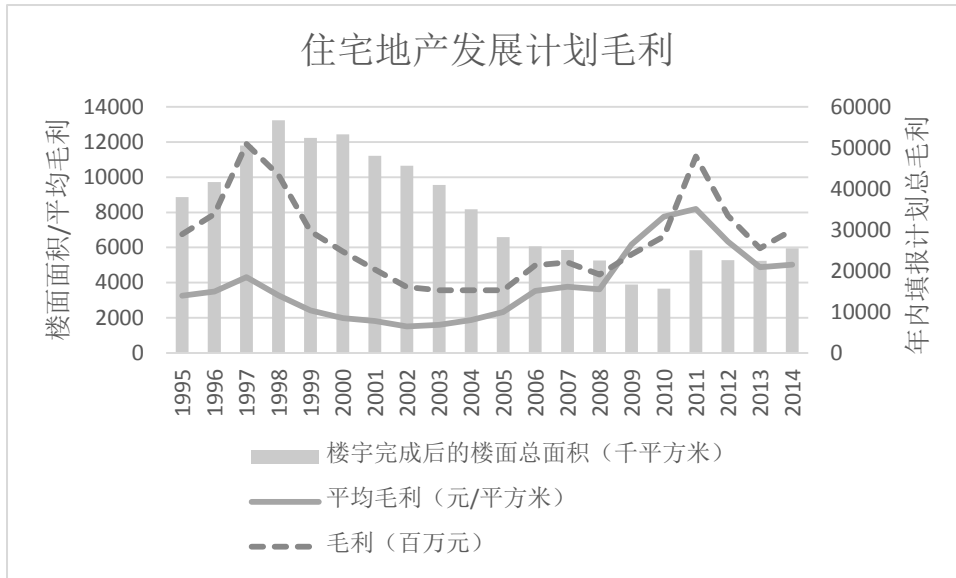


图 1-8 住宅地产发展计划毛利

数据来源：根据香港统计年刊数据计算整理

(4) 占用许可证新楼落成楼宇可用楼面面积成本持续攀升

从图中可知占用许可证新楼成楼宇可用楼面面积成本在 2003 年到达回归后历史最低点，2003 年以后成本持续攀升。虽然 2007 年同样遭受世界金融危机，但香港受益于中国大陆的支持，所受影响明显小于 1997 年带来的经济衰落。可用楼面面积成本略微降幅之后在 2010 年便超过 1992 年-2003 年期间 1997 年的最高点 69206 元/平方米。到 2015 年可用楼面面积成本已经上涨到 146515 元/平方米，是 1997 年的两倍之多。

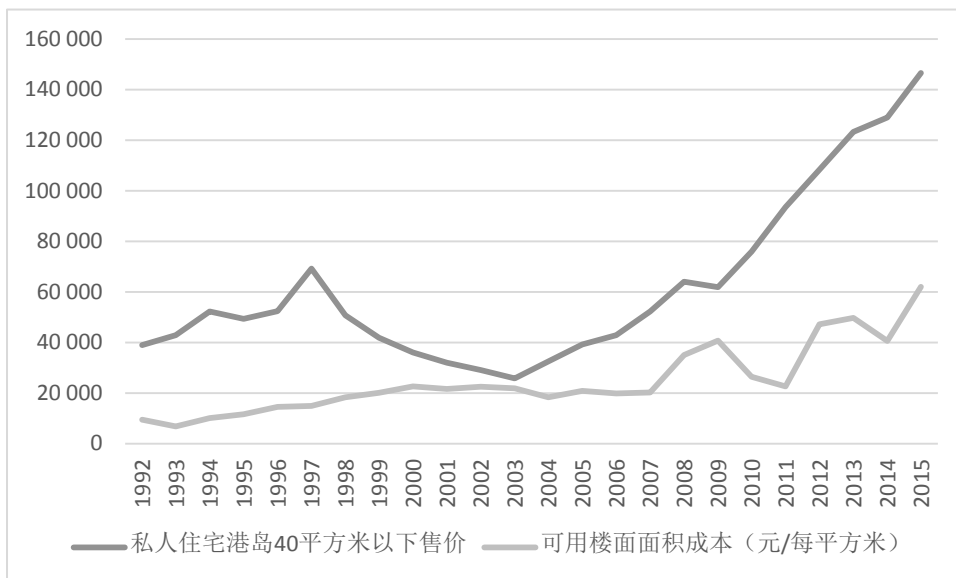


图 1-9 占用许可证新落成楼宇建筑成本

数据来源：香港统计年刊

香港回归后到 2003 年期间，可用楼面面积成本与私人住宅售价（以港岛地区 40 平方

米以下私人住宅售价为例)之间的差距不断缩小,2003年降至1992-2015年期间最低点,仅为3878元。2003年以后,主要受可用楼面面积成本的波动性增长影响,两者之间的差距呈现锯齿状阶段性上升。可用楼面面积成本与私人住宅售价差额的增长率在2003年-2015年年均值为43.64%。但从2012年开始增速放缓,差额增长率大概为20%左右。

2 私人住宅市场变化

(1) 私人住宅落成量阶梯式下跌,已不足回归十年期的五成

私人住宅落成量自1985年开始,总体上表现出下降趋势。1985年-1997年香港回归前期,私人住宅落成量为盛产期,年均私人住宅落成量达到29296.62个单位。1998年-2007年香港回归后的十年期间,私人住宅落成量呈现阶梯式的下降,年均私人住宅落成量达到24049.10个单位。2008年-2016年9年期间年均私人住宅落成量跌落至10976个单位,甚至不到回归后第一个十年期的一半。而私人住宅市场所有类别的售价指数和落成量之间的关系符合市场规律,量少价高,量多价低。从一定程度上解释当前楼价持续上涨的原因。

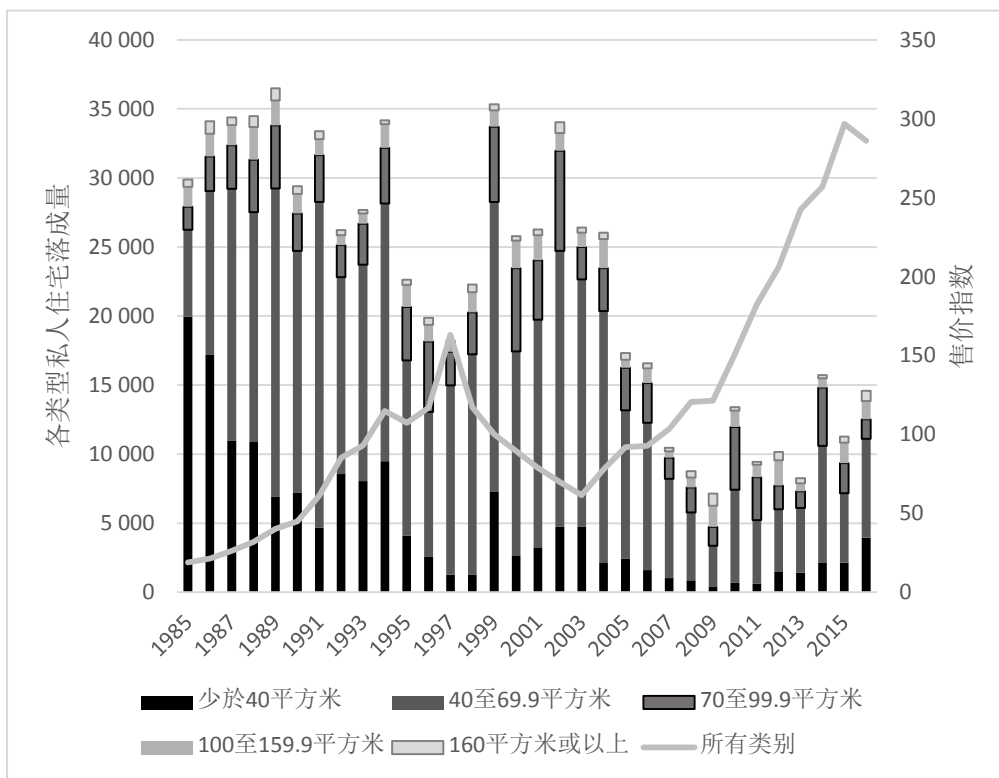


图 1-10 各类型私人住宅落成量与总售价指数关系

数据来源：香港差饷物业估价署

(2) 中小型单位占比减少,大型单位占比高幅增加

从各类别私人住宅的落成量占比来看,1985年以后,少于40平方米的私人住宅比例呈现逐年降低的态势。在香港回归之后,该态势渐渐趋于稳定的水平,少于40平方米的私人住宅比例基本维持在20%以下的比例。但2015年和2016年却表现出占比增加的趋势,2016年更是达到26.97%,比回归以来占比最高的1999年20.58%的占比还要高出6.39%

个百分比。

40至69.9平方米的私人宅和70至99.9平方米的私人住宅在1985年以后占比不断增加，香港回归后10年间（1997年-2007年）基本保持在回归前5年的占比。40至69.9平方米的私人住宅占比在50%-70%范围内波动，70至99.9平方米的私人住宅在10%-20%范围内波动。1985年-2007年期间，100至159平方米的私人住宅在2.5%-8.5%范围内波动，1997香港回归后波动周期缩短；而160平方米或以上的私人住宅始终低于3%。但2008年以后，40平方米以上的私人住宅落成量比例格局发生变化。40至69.9平方米的私人住宅占比下滑至40%-60%；70至99.9平方米的私人住宅波动更加剧烈，波动范围扩大至10%-30%；100平方米以上的私人住宅占比波动也更加剧烈，所占比例也纷纷上涨，100至159平方米和160平方米或以上的私人住宅占比分别为11.05%和4.75%，均高于1997年-2007年波动范围。

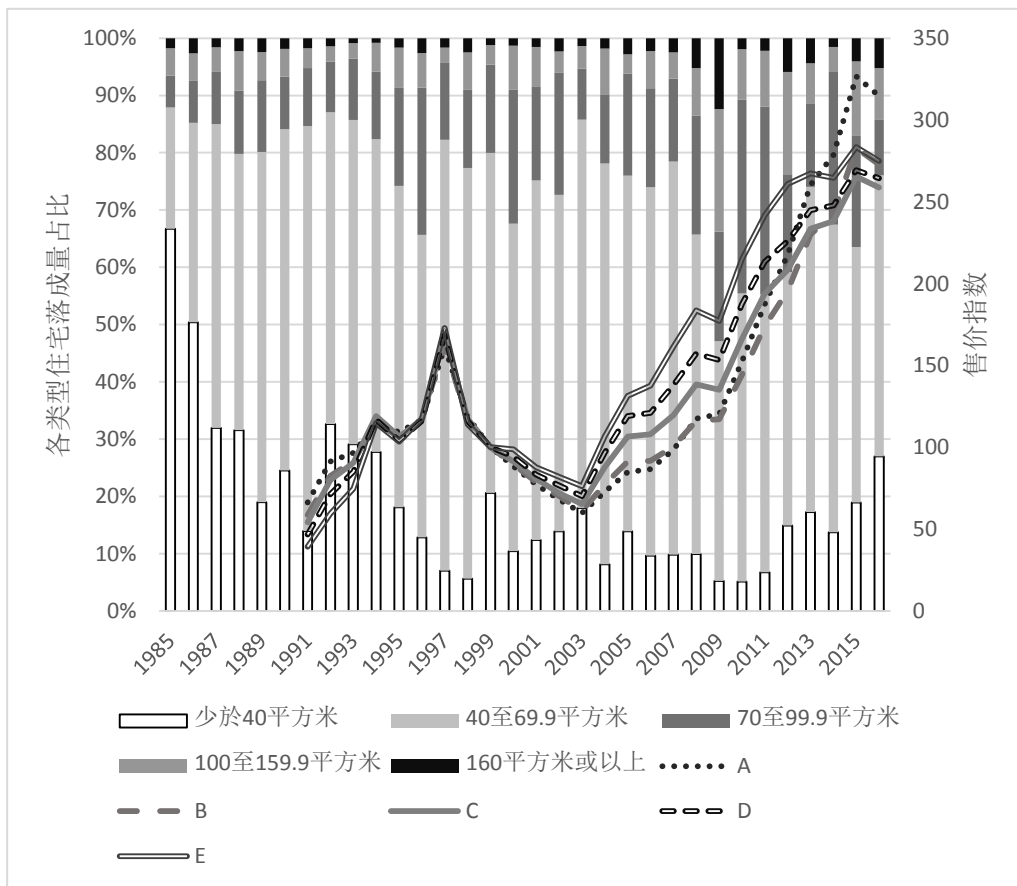


图 1-11 各类型私人住宅落成量占比与相对应售价指数关系

数据来源：香港差饷物业估价署

(3) 中小型单位落成占比走低，引致其售价指数高升

1991年-1994年各类别私人住宅面积越小，售价指数越高，但各指数之间逐渐靠拢，1994年-1999年期间指数差额基本在20以内。1999年-2008年各类别私人住宅售价指数差距渐渐拉开，单位面积越小，售价指数越低。2008年以后，中小型私人住宅售价指数增

长速度提升,超过70平方米及以上面积的大型企业单位。1985年以后少于40平方米单位占比持续走低,楼宇落成量常年低于20%,供给不足,售价指数增长势头最高,在2008年售价指数超过40至69.9平方米的私人住宅,2012年超过70至99.9平方米的私人住宅,2013年超过100至159平方米私人住宅,2014年超过160平方米或以上的私人住宅,2015年和2016年两者之间的售价指数差额竟达到40左右,比160平方米或以上单位高出15个百分点。

2008年以后40平方米以上私人住宅单位占比格局发生变化。40至69.9平方米的私人住宅2013年增长加速,售价指数直逼70至99.9平方米的私人住宅,次年(2014年)超过其售价指数;2015年和2016年售价指数逼近160平方米或以上的私人住宅,差距在10-15之间。

3. 地产商之“地产霸权”

(1) 香港地产业市场寡头垄断,大地产商实力强劲

香港的地产业市场受益于历史机遇的青睐,逐步演化成寡头垄断市场。六大财团均有地产业务,并在香港地产业占有举足轻重的地位。香港GDP(按当时市价计算)2012年为20370.59亿港元,2013年为21380.10亿港元。香港六大财团的市价总值均以超过香港年GDP的市价值,分别高出12.4和7.1个百分点。地产行业市场门槛高。住宅由于具有基础的居住功能和庇护功能,可以作为家庭生活和社会交往的活动场所,同时具有消费和投资的双重属性,可以作为财富的一种储备形式。从生产角度讲,住宅的投入资金巨大,生产周期长,市场风险较高。因此,对于生产者和消费者来说,住宅市场的进入都需要具备一定的经济实力和风险承受能力。大财团雄厚的经济实力基础,不仅有利于地产行业的垄断扩张,同时卡特尔和横向协议的问题能极大程度地限制中小型地产企业的进入和发展,巩固寡头垄断市场的格局。

表 1-3 香港主要财团实力

排名	财团名称	上市公司数(家)	市价总值(亿港元)
1	李嘉诚(包括李泽楷)	10	10414.0
2	李兆基	6	2959.0
3	吴光正	3	2904.0
4	郭氏兄弟	1	2673.6
5	郑裕彤	5	2252.0
6	吕志和	2	1694.0
合计	-	27	22896.6

注:本数据根据上市公司的资料整理,为2013年上半年或2012年底的数据

资料来源:张玉阁. 十字路口的香港经济 [M]. 北京:中国经济出版社,2016:159

(2) 香港大地产商集团业务广泛，与民生密切相关

香港大地产商集团业务广泛，并已经渗透到香港经济的各个行业之中。潘慧娴（2011）指出操纵香港的六大家族，其集团业务涉及民生以及政府基础设施建设行业。由图表可知，六大家族不仅在地产业的横向产业结构链上分支众多，在交通、电力、能源、电讯以及零售领域同样占有举足轻重的地位。产业链横向结构的产业关联更加巩固了大地产商的经济地位和话语权。住宅市场具有信息不对称的特质。住宅市场的从开发到交易的过程涉及部门和主体众多，包括地政总署、香港房屋规划及地政局、土地注册处、地产开发商、承建商、律师事务所、住房需求者等，所涉及的专业知识门类包括城市规划建设、建筑工程、法律、经济等。而大地产商纵横错杂的集团业务恰好提供了较为完备的信息市场，使其处于住宅市场交易的有利位置，便于利用更多的市场信息，获取更多的利益。

表 1-4 香港六大家族集团主要业务

家族	上市公司	主要业务
李嘉诚家族	长江实业、和记黄埔 I、港灯、长江基建、长江生命科技、Tom.com、电讯盈科	电讯、酒店、物业发展、零售及制造、港口及相关服务、能源及基础设施
郭氏家族	新鸿基地产、载通国际及数码通	地产及相关业务，包括建造、物业管理、电机工程及消防服务、建筑设计服务、机械工程、混凝土生产、水泥制造、金融及保险
李兆基家族	恒基兆业地产、恒基兆业发展香港中华煤气有限公司	小型及中型住宅楼宇市场、北上广及珠三角地区地产开发
郑氏家族	新创建（前称“新世界基建”）、新世界中国地产及蒙古能源（前称“新世界数码基地”）	房地产、基础建设、公共服务及电讯
包氏及吴氏家族	九龙仓、会德丰及有线宽带	物业投资、物流（货柜码头）、通讯、媒体及娱乐
嘉道理家族	中电集团、中电控股、香港上海大酒店集团	酒店物业、电力、电讯及互联网、地产业务

资料来源：根据潘慧娴. 地产霸权 [M]. 北京：中国人民大学出版社，2011：47-57 整理

香港的公共巴士由新鸿基地产和新世界发展两大集团垄断，与居民日常息息相关的电力和能源行业也分别由长江实业、嘉道理家族和恒基兆业参与控股。对大地产商的“反击战”显得更加举步维艰。香港置业居民在房屋交易市场中难以获取话语权。即使大地产商受制于政府政策的限制，楼价有所回落，但依旧可以通过其他的领域补贴楼价（如提高电费、交通费、电讯费、超市物价等）。若政府为居民提供生活补贴，则会加重政府的财政收支负担。香港奉行自由经济体制，税收种类少，政府收入来源渠道相应减少，提高政府收入的途径一是税收，一是土地收入。而二者最终的结果都将回归到香港市民的身上，尤其加重香港中产阶级

负担。张玉阁（2016）根据 2011-2012 年课税年度薪俸税数据指出，香港中产阶级纳税人（月入息 2-5 万港元）占总纳税人的 44.8%，其缴纳的税款占总税款的 13.5%。而土地收入导致地价的涨跌最终影响的依旧是市民的置业选择，在大地产商、政府、香港市民三者的博弈中，易有可能引生另一个“勾地”制度。

表 1-5 大地产商在其他行业领域的经济实力

行业领域		公司/业务	所属地产商企业/家族
交通	公共巴士	载通国际（前称“九龙巴士”）	新鸿基地产
		世界第一巴士（简称“新巴”）	新世界发展集团
	航运	渡轮服务牌照	新世界发展集团
零售业		百佳超市	和记
电力		香港电灯集团有限公司	长江实业
		中电控股	嘉道理家族
能源		香港中华煤气有限公司	恒基兆业
电讯	固网服务牌照	和记黄埔的和记电讯	长江实业
		九仓的九仓电讯	九仓
		新世界发展的新世界电话	新世界发展集团

资料来源：根据潘慧娴. 地产霸权 [M]. 北京：中国人民大学出版社，2011：36-39 整理

（3）香港大地产商政治议事影响力扩张

香港大地产商在经济社会中已具备强大的渗透作用，在政治层面上亦有较大的影响力。“《南华早报》揭露，截至 2010 年 3 月底，各大地产商的董事在各个法定及咨询组织担任共 54 个职位，而 1998 年只有 16 个^[1]。在政治领域的席位使得大地产商能够在一定程度上引导政府政策的走向，获取更多政治层面附加的经济利益。中原地产创始人施永青也指出香港议价权基本掌握在大地产商集团的手中，地产业本身就是资本霸权的市场，垄断是否控制市场更为关键。

（4）企业供给市场的影响

地产商企业在市场中以逐利为首要目标。从成本角度分析，虽然地价高起、建筑成本上涨，但地产商利用自身在地产业得庞大根支和议价权，反倒提升了自我的盈利空间。在市场流通环节，由于房地产的从设计建设到销售，需要一定的时间周期。而地产商在这个中长期的过程中，可以选择合适的时机进入市场，即会出现“囤积楼宇”的现象，通过控制楼宇落成量来影响市场价格的升降。近年楼价的趋势更是将中低收入家庭推入“上楼难，难于上青天”的境况。中小型单位单价高，面积小，总价相对较低。而大型单位虽然单价略低，但面

^[1] 潘慧娴. 地产霸权 [M]. 北京：中国人民大学出版社，2011：30.

积大, 总体价值仍旧很高。不管如何选择, 中低收入家庭都无法以合理的住宅楼宇总值购入适宜的单位, 中低收入家庭之殇愈益显著。

小结

香港土地批租制度源于英国, 由于历史遗留问题, 香港新界地区的原著居民男丁可以享受“丁屋”优惠政策, 在一定程度上制约了政府对于该地区的土地规划, 降低香港整体土地利用效率。

政府财政收支状况是促使土地政策变动的重要因素。在收支顺差较高时期, 政府更倾向于减少土地的财政收入, 反之亦然。1997年金融危机, 受到国际投资买家狙击的香港房地产市场楼价一路大幅下跌, 政府收支也屡屡出现大幅逆差, 为了维持香港经济的稳定, 促进房地产业的恢复, 减少市民负资产程度, 2002年香港政府通过减少最根源的土地供给(暂时停止卖地)抬高香港楼市价格。同年推出停建居屋措施, 减少公营房屋的供给, 提高香港地产商的市场竞争能力。初期上述问题得到较好的成效, 2004年全面实行勾地。

“勾地”制度的推行令政府失去土地供给市场的主动权, 土地供给量的多少更加容易被大地产商操纵, 造成“供应短缺”的假象。同期停建居屋政策使得香港市民的楼价负担能力下降, 中低收入家庭的境况变得更加糟糕, 住宅市场的收入阶层“断层”现象日益凸显。供求双方的矛盾在此期间不断加剧。“勾地”制度与停建居屋“双管齐下”的2004年-2011年期间, 住宅土地年均不足20万平方米, 仅为高峰期的约25%的供给水平。公开拍卖/招标年均仅7.5万平方米, 私人协议方式批地年均仅为10万平方米左右。政府土地供给结构上, 私人协议方式批地占比由1992年-2003年期间年均69%降至53%, 长期的供应短缺令土地价格高达20-35万元/平方米, 约为1992年-2002年期间的25倍之多。

而另一方面, 地产商发展计划深受土地供给市场“勾地”制度的“利好”影响。2004年-2012年期间计划数目年均仅137.63个, 楼宇完成楼面面积5625.89千平方米, 私人住宅落成量年均13260.33个, 各指标水平为1995年-2003年年均水平的一半左右; 地产商发展计划按楼面面积计算的平均毛利在此期间从2004年每平方米1868.04元上涨到2011年每平方米8201.23元。综合来看, 虽然楼面面积减少至0.5倍左右, 但平均毛利增长至4倍左右, 在土地供给市场减少的情况下, 地产商反而获取接近多一倍的利益。

在楼价愈演愈烈的社会矛盾激化下, 政府2011年宣布复建居屋, 2013年恢复卖地, 香港住宅土地供给市场也渐渐表现出回缓的趋势。2012年-2015年住宅土地供给量年均34.63万平方米, 约占香港政府土地总供给75%。但私人协议方式批地占比仅为23.40%, 年均仅8万平方米左右, 土地供给量反而有所下降。地价则回落至2004年-2011年时期的60%左右, 年均地价为每平方米15万元。在楼宇供给市场上, 2013年-2014年期间地产商发展计划数目虽然有所上升达到223.5, 但楼宇完成楼面面积(-0.53%)和落成量(-9.61%)都表现为下降趋势。2008年以后, 70平方米以下的中小型单位落成量占比走低趋势日益明显, 70平方米以上的大型住宅单位落成量波动加剧, 占比有所升高。而由于供给结构与家庭住户数目平均人数减少趋势的需求变化不匹配, 中小型单位售价指数一路攀升位居各类型前列。受到价格上涨的利益驱动, 2014年-2016年70平方米以下的住宅单位落成量显现

出稳定的大幅回升趋势。

香港大地产商集团经济实力强进，各集团市价总值可与香港年 GDP 相抗衡。集团业务广泛，涉及地产行业的横向产业以及纵向产业，在与民生息息相关的能源、交通、电力等高垄断行业同样占据重要地位。同时在政府各个法定及咨询组织占有相当数量的席位。在经济与政治上都具有不可忽视的话语权。从成本角度看，香港占用许可证新楼落成楼宇可用楼面面积成本持续上升，且与私人住宅的售价差额则不断扩大；地产发展计划年平均支出稳健增长，而付与承建商的费用占比增长明显，利息支付费用占比则缩窄。但在政府“勾地”制度与停建居屋政策的双重效力下，大地产商以自身的实力，巧妙地将成本的增加转嫁到消费者身上，并在其中攫取更多利益。

未来林正月娥届政府土地住屋方面的政纲以充分利用土地、简化审批流程和优化居屋政策、港人优待为主，对于住宅需求市场中低收入阶层具有相当吸引力，但对于土地供给市场供给量以及供给结构所谈不多，香港私人住宅市场价格走势依旧不明朗。

二、香港住宅市场的市场需求分析

房屋需求可大致分为两类，即刚性需求和投资需求。谢经荣等（2008）指出房地产市场具有交易形式多样性、交易复杂性、对金融业有很强的依赖性。John P. Wiedemer（2005）认为房地产投资除了具有投资回报，有形的土地会给人以安全感和精神支持；所有权的记录在案及其带来的荣誉感能够提高消费者的效用。

（一）刚性需求

1. 人口浪潮

（1）香港人口增长波动受净迁移影响，与中国内地和国际战争相关

住宅市场的供需变化究其根本是人与房屋数量之间探求平衡的过程。James Heilbrum 认为，“住宅市场的功能是与家庭和人口对于存量住宅的需求相匹配的”^[1]。香港 1901 年-2016 年（2016 年为临时数字）大致经历 5 次人口浪潮。

^[1] James Heilbrum. Economics and Public Policy [C]. New York: St. Martin's Press, 1987: 304.

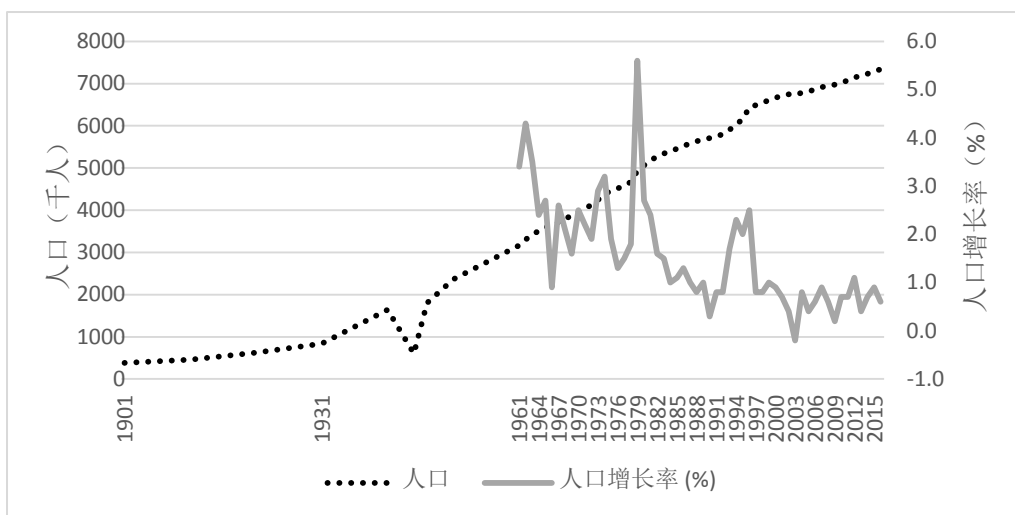


图 2-1 香港人口变化及增长

数据来源：王于渐. 公屋私有化评论 [M]. 香港：商务印书馆（香港）有限公司，1998：16 以及香港政府统计处综合整理

前两次分别在第二次世界大战前夕和结束之后，由于二战前期英国对日本采取绥靖政策，1941年香港才受到日本炮火的侵袭。而中国内地早于1937年全面抗日，时间的落差令香港迎来第一次人口高潮。二战结束之后，出于美国势力的压制与中国大陆两党对峙形式的现实条件，香港依旧由港英政府接管。国共内战以及战后东南亚地区战争的国际形势令香港迎来第二次人口高潮。20世纪50年代后期中国大陆“大跃进”运动严重剥削了人民的劳动积极性，引发第三次逃港高潮。20世纪70年代后期-80年代，文化大革命十年的思想压迫以及生活的困苦，加之香港的经济起飞推动第四次人口浪潮，同时期港英政府对国际难民涌入的许可，令香港增长人口数量在20世纪80年代达到高峰值。随着1997年香港回归的临近，以及中英两国较为稳定的过渡期，不少内地人士赴往香港与家人团聚，香港前景的光明也吸引了大量的国际资金与人士。香港进入第五次人口浪潮。

值得注意的是，香港1967年暴动以后，港英政府对香港与大陆之间居民往来进行了更为严格的管制，两岸联系开始疏远。逐渐加深的文化生活差异和较长时间的隔绝令20世纪70年代以后出生的香港市民对大陆的感情处于缺失地位。

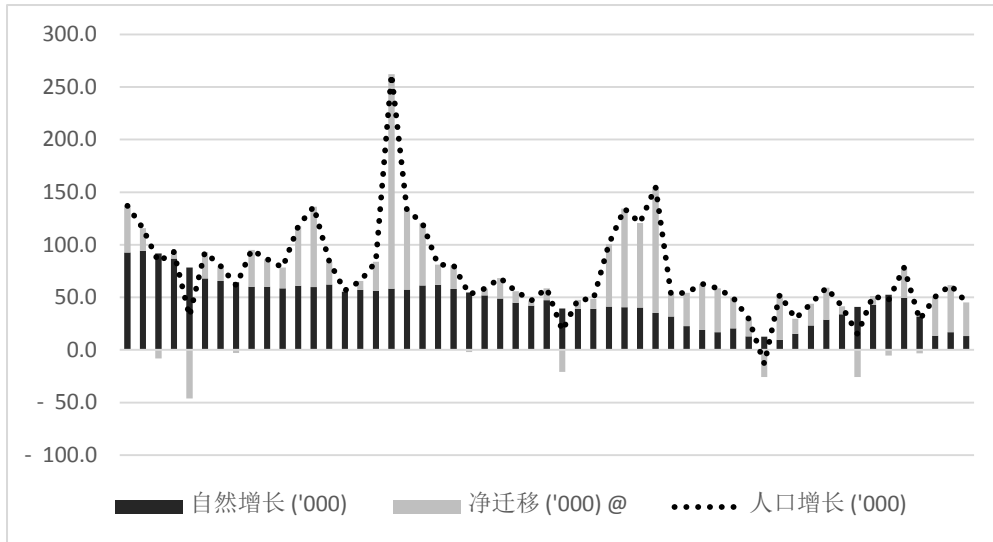


图 2-2 香港人口增长与净迁移

数据来源：香港政府统计处

1997年回归之前，香港自然增长人数处于每年5万人口以上的高水平。回归之后，随着国际政治格局的稳定与中国内地经济的发展，人口增长明显趋缓。香港人口的波动受净迁移人口影响巨大。香港的人口浪潮与中国内地的政治经济联系紧密，受到战争尤其是东亚以及东南亚地区的战争影响尤为显著。两岸人民的情感联系是不容忽视的重要因素。

（2）家庭生命周期相继进入收缩阶段，平均住户人数呈下降趋势

根据家庭生命周期，五次人口浪潮中的家庭基本渡过稳定期，先后进入收缩、空巢、解体阶段。根据香港政府统计处数据，从1981年开始，来自20世纪30年代第一次人口浪潮影响开始显露，家庭平均住户数目持续减少。预计在2049年香港将会出现人口负增长，家庭平均住户人数则较长时间稳定在2.7人。未来将出现更多中小型单位的住房需求，包括空巢的长者、愈来愈多的单身人士等。

表 2-1 家庭住户数目以平均住户人数

年份	家庭住户数目	前五年内平均每年增幅	平均住户人数
1981	1244700	-	3.9
1986	1452600	41600	3.7
1991	1582200	25900	3.4
1996	1855600	54700	3.3
2001	2053400	39600	3.1
2006	2226500	34600	3
2011	2368800	28500	2.9
2014	2431500	-	2.9
2019	2579400	29600	2.8
2024	2699400	24000	2.8
2029	2796800	19500	2.8
2034	2863400	13300	2.7
2039	2908900	9100	2.7
2044	2926800	3600	2.7
2049	2914200	-2500	2.7

数据来源：香港政府统计处

2.人口结构特征

(1) 香港人口增长放缓，老龄化程度加深

根据香港 2016 年中期人口统计结果显示，2016 年中居港人口数目约为 733.66 万人。由于战后婴儿潮出生的人口陆续踏入老年，65 岁及以上的人口占整体人口的比例，由 2006 年的约 12% 上升至 2016 年的约 16%。20 至 49 岁人口中从未结婚的比例在过去 10 年间有所上升。其中，30 至 39 岁的人士中，男性比例维持平稳在 39.2%；而女性的相应比例则由 2006 年的 27.5% 上升至 2016 年的 29.9%。40 至 49 岁的人士中，男性比例由 2006 年的 13.9% 显著上升至 2016 年的 18.2%；女性由 13.5% 上升至 15.9%。出生率持续处于低水平，15 岁以下儿童比例下降。总抚养比率（即 15 岁以下和 65 岁及以上人口数目与每千名 15 至 64 岁人口相对的比率）由 2006 年的 353 下降至 2011 年的 333，随后由于老年抚养率的比例急剧上升，至 2016 年达到 373。撇除外籍家庭佣工后，总抚养比率有所提高，分别为 2006 年的 367、2011 年的 349 及 2016 年的 397。

(2) 香港家庭住户数目增长快，住户成员数量明显下降

在 2006-2016 年 10 年间，家庭住户数目由 2 226 546 个增加至 2 509 734 个，增幅为 12.7%。平均每户人数在同期由 3.0 人下降至 2.8 人。特别是有一至两名成员的住户比例，

由 2006 年的 40.6% 上升至 2016 年的 44.8%。相反地，六名成员及以上的住户比例，由 2006 年的 3.9% 下降至 2016 年的 3.3%。由夫妇及未婚子女所组成的住户比例由 2006 年的 41.3% 明显下跌至 2016 年的 36.7%。单人住户的比例由 2006 年的 16.5% 上升至 2016 年的 18.3%。由于生育率偏低，只由夫妇组成的二人住户比例，亦由 2006 年的 14.1% 上升至 2016 年的 15.5%。家庭住户数目的增长比人口增长快。

(3) 香港私人住宅居住比例上涨，居住自置物业住户减少

在 2006-2016 年 10 年间，所有有人居住的屋宇单位中，私人住宅单位的比例由 2006 年的 44.5% 上升至 2016 年的 46.0%。公营租住房屋单位的比例则由 2006 年的 31.1% 下跌至 2016 年的 30.2%。其他屋宇单位类型的比例则大致维持稳定。在 2016 年，居住在私人永久性房屋的人口占总人口的 53.2%，较 2006 年及 2011 年分别增加约 4 及 2 个百分点。而居住在公营租住房屋及资助自置居所房屋的人口占 29.1% 及 15.8%，两者均较 10 年前下跌约 2 个百分点。但居住在自置物业内的家庭住户由 2006 年的 52.8% 降至 2016 年 48.5%。而居住在全租单位内的家庭住户比例由 43.0% 增至 46.8%。在 2006-2016 的 10 年间，分租和合租的情况已由 2006 年的 1.0% 大幅下降至 2016 年的 0.2%。

(4) 香港家庭住户收入提高，私人与公营房屋价格差距大

2016 年，家庭住户每月收入中位数为 25,000 元，较 2006 年增加 44.9%，较 2011 年则增加了 22.0%。扣除通胀后，在过去 10 年及 5 年分别录得约 6% 及 3% 的实质增长。公营租住房屋单位的家庭住户所付月租的中位数在为 1,500 元，而私人住宅单位则为 10,000 元。住在自置居所的家庭住户，34.3% 有按揭或贷款。有按揭或贷款的住户每月按揭供款及借贷还款的中位数，居于私人永久性房屋者为 10,500 元，其按揭供款及借贷还款与收入比率中位数为 19.0%，而居于资助自置居所房屋者为 5,480 元及 15.5%。租住私人住宅单位的家庭住户的租金与收入比率中位数为 30.7%，而公营租住房屋单位的相应数字为 9.3%。

(二) 投机需求

1. 按揭贷款门槛提高，大型住宅单位置业受限

根据香港金融管理局年份相同月份住宅按揭统计调查数据，1999 年-2017 年各年 1 月份的当月新批出按揭贷款平均贷款除在世界金融危机后两三年内有小幅下滑，其余时期基本维持稳定的上升趋势。

表 2-2 当月新批出按揭贷款

年份	平均贷款额 (百万元)	按揭比率 (%)	贷款合约期 (月)
199901	1.47	56.34	213
200001	1.47	57.0	187
200101	1.40	60.9	-
200201	1.41	66.1	-
200301	1.19	64.8	215
200401	1.41	64.9	219
200501	1.64	62.7	238
200601	1.56	59	240
200701	1.69	59.1	239
200801	2.08	62.9	258
200901	1.93	64.2	255
201001	2.22	62.5	265
201101	2.27	57.8	277
201201	2.51	54.4	285
201301	2.75	55.6	300
201401	2.98	55.3	306
201501	3.33	54.5	307
201601	3.34	50.7	307
201701	3.68	50.1	312

数据来源：根据香港金融管理局新闻稿整理

平均贷款额金额从 1999 年 1.47 百万元增长至 2017 年 3.68 百万元。18 年的时间增长到 1999 年的约 2.5 倍，平均年增长率为 8.35%。按揭比率呈现出波动性的下降趋势，尤其是在 2009 年 10 月香港金融管理局开始相继推出多轮收紧信贷措施以后，按揭比率从 2009 年 1 月的 64.2% 一路下降至 2017 年 1 月的 50.1%，从一定程度上减轻了平均贷款额上升带来的资金危机。另一方面，贷款合约期也表现出期限延长的走势，从 1999 年的 213 个月（等同于 17.75 年）延长至 2017 年的 312 个月（等同于 26 年），而平均每月还款额却从 1999 年 11951.22 元下降至 2017 年的 11794.87 元。

银行金融机构提高了按揭贷款门槛，但却延长了还款的期限，进而降低了（或者说维持了）每月还款额度。对于高价位高面积的私人住宅的投资需求造成不小的打击，但对于中小面积的单位投机者来说，如果准入门槛仍旧在可以接受的范围内，每月还款额度的小幅降低和还款期限的延长，反而更有利于投资住宅的升值。同时也会使部分原为高价位高面积私人住宅的投机者降低自我的投资门槛，转向中小型单位面积楼宇的投资，进而推高中小型楼宇的售价，令更多中低收入家庭难以得到“上楼”基本需求的满足。

2. 未偿还按揭贷款金额增加，拖欠比率大幅下挫

从住宅未偿还按揭贷款数据来看，未偿还贷款额（按年变动率）基本上与私人住宅售价指数同期同向变动。即私人住宅售价升高时，未偿还年贷款额金额增加，而私人住宅售价降低时，未偿还年贷款额金额减少。

涉及第二按揭计划的未偿还按揭贷款（即非银行金融机构提供的贷款）在贷款额和宗数上都显现出收紧的势头。

超过3个月或超过6个月的拖欠比率均大幅下降，2017年1月的拖欠比率仅为0.03%和0.02%，二者约为2000年拖欠比率1.16%和0.80%的2.5%。

可见，银行金融机构的按揭贷款收紧政策取得不错的成效，较大程度改善资金回流的问题，使得银行机构稳健运行。

表 2-3 未偿还按揭贷款（金额以百万港元计）

年份	贷款额(按年变动)	涉及第二按揭计划的贷款				拖欠比率 (%)	
		政府资助计划		私营机构提供的计划			
		贷款额	宗数	贷款额	宗数	超过3个月	超过6个月
199901	9.3%	-	-	-	-	0.96	0.43
200001	3.7%	-	-	-	-	1.16	0.80
200101	0.4%	-	-	-	-	1.30	0.87
200201	2.6%	-	-	-	-	1.22	0.80
200301	0.4%	57245	67107	48199	27586	1.07	0.69
200401	-2.3%	56059	69270	51342	30769	0.83	0.51
200501	1.4%	49902	65305	43777	26726	0.36	0.20
200601	0.5%	43323	58667	31147	19463	0.19	0.09
200701	-0.3%	37142	52753	24634	16027	0.18	0.09
200801	6.6%	31272	46861	20352	14059	0.09	0.04
200901	3.9%	25162	40185	15581	11624	0.05	0.02
201001	9.9%	19806	33601	13025	9282	0.03	0.02
201101	15.6%	14034	26860	8323	6201	0.01	0.01
201201	7.2%	10590	22433	7963	4864	0.01	0.01
201301	9.2%	8432	18633	8688	4292	0.01	0.01
201401	3.70%	6948	15678	8484	3772	0.02	0.01
201501	9.60%	5863	13031	10354	3798	0.03	0.01
201601	8.30%	5214	10881	13388	4249	0.03	0.02
201701	4.70%	4546	8618	16428	4704	0.03	0.02

数据来源：根据香港金融管理局新闻稿整理

（三）市场需求行为分析

1.交易市场

（1）交易总量下降，一手买卖占比回升

从市场的交易情况分析，交易总量在 2012 年以前年交易总量均在 70000 宗以上，年平均均值达 97017 宗。而从 2013 年开始至今，交易总量突然跌落到 65000 宗以下，年均交易总量仅为 56292 宗，是 2002 年-2012 年年均交易总量的 58.02%，占比不足六成。一手买卖和二手买卖之间的占比在“勾地”制度期间大致为 15：85。在非“勾地”制度前后期间基本稳定在 30：70。

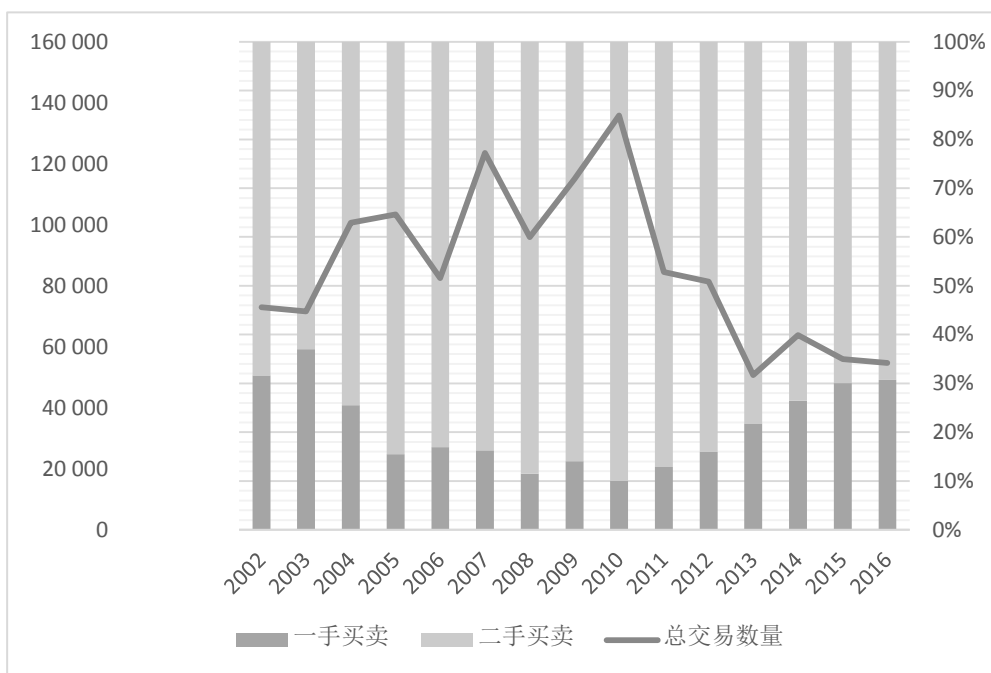


图 2-3 住宅市场交易数量情况

数据来源：香港土地注册处

（2）一手买卖和二手买卖合约平均价值差距扩增，二手交易更贴近私人住宅售价指数波动

从交易价值来看，住宅一手合约平均价值和住宅二手合约价值的变化趋势相似，但二者之间的差距逐渐扩大，并在 2011 年达到顶峰期，之后差距缩小并趋于稳定。

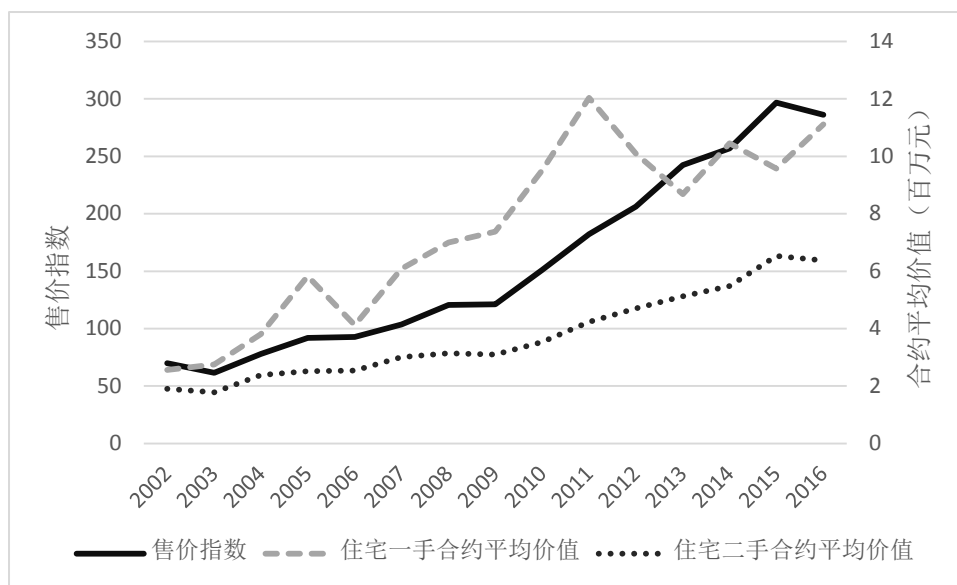


图 2-4 交易合约平均价值与售价指数关系

数据来源：土地注册处

一手合约平均价值从 2002 年的 2.56 百万元增长到 2011 年最高值 12.03 百万元，随后回落至 2016 年 11.11 百万元，增长了 3.34 倍，年均增长率达到 22.28%。

二手合约平均价值从 2002 年的 1.91 百万元逐年增长，至 2016 年达 6.37 百万元，增长了 2.39 倍，年均增长率达到 15.59%。二者平均价值的差距由 2002 年的 0.65 百万元增长到 2011 年最高值 7.79 百万元，随后回落至 2016 年 4.74 百万元。二者差距扩大至 2002 年的 7.28 倍，高峰时期甚至达到 11.96 倍。

一手住宅合约的平均价值波动较为剧烈，而二手住宅合约平均价值的波动趋势较为稳定，且波动的涨跌情况与私人住宅售价指数及其相近。

(3) 可购买五百万以上住宅家庭住户市场选择增多

从价格波动范围来看，按照港岛、九龙、新界三个地区的价格和相应类别对应的面积计算，最高值（三个地区最高售价与最高面积的乘积）均为港岛的私人住宅售价，最低值（三个地区最低售价与最低面积的乘积）除 2002 年 A 型住宅新界地区略高于九龙地区外，其余均为新界地区私人住宅售价。

2015 年 B、C、D 型单位最低值与最高至的差额是 2002 年的 4.34-4.70 倍。

表 2-4 各类型住宅价格波动情况

住宅类别	面积（平方米）	价格波动范围（百万元）				扩增倍数 （2015年 最高值 /2002年最 低值）
		2002		2015		
		最低值	最高值	最低值	最高值	
A	少于 40	-	1.16	-	5.86	5.05
B	40-69.9	0.99	2.39	3.77	10.34	10.49
C	70-99.9	2.07	4.21	7.10	17.17	8.31
D	100-159.9	3.20	8.28	9.70	31.77	9.94
E	160 或以上	5.65	-	14.20	-	2.51

数据来源：根据香港土地注册处，香港差饷物业估价署数据计算整理

考虑到私人住宅售价的上涨的因素，即 2002 年-2015 年私人住宅售价指数上涨至最初价格 4.25 倍左右。

2015 年，各类别私人住宅的价格波动范围重叠现象愈加明显，比如 5-10 百万元可以购买的单位类型包括 A、B、C、D 四类，10-15 百万元可以购买的单位类型包括 B、C、D、E 四类。

表 2-5 可购买单位类别情况

交易金额（百万元）	2002	2015
少于 1	A、B	A
1 至少于 2	A、B	A
2 至少于 3	B、C	A
3 至少于 4	C、D	A、B
4 至少于 5	C、D	A、B
5 至少于 6	D、E	A、B
6 至少于 7	E	B
7 至少于 8	E	B、C
8 至少于 9	E	B、C
9 至少于 10	E	B、C、D
10 至少于 15	E	B、C、D、E
15 至少于 20	E	C、D、E
20 或以上	E	D、E

数据来源：根据香港土地注册处，香港差饷物业估价署数据计算整理

2. 居住情况

(1) 空置率下降缘于旧存量减少，地产发展商扩增动力不足

邓卫，宋扬（2008）年编著的《住宅经济学》一书中指出价格循环与空置率波动的关系。

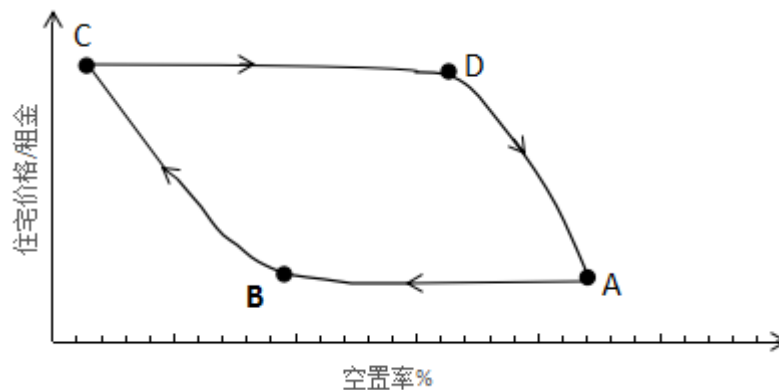


图 2-5 住宅价格循环与空置率的变动关系

资料来源：邓卫，宋扬. 住宅经济学 [M]. 北京：清华大学出版社，2008：163.

从 A 点开始，当需求的增加，市场无法在短期内应变，积压的存量房交易活跃，空置率降低，即市场从 A 点移动到 B 点。当房东和业主对市场供求变化进行反应后，住宅价格开始上升。房地产商在利润空间上涨的情况下亦会增加住宅落成量，市场从 B 点向 C 点移动。此时供给超过需求，致使空置率增加，市场从 C 点移向 D 点。供给市场的竞争加剧，促使价格回落，市场再次回到 A 点。

从下图中可以看出，香港目前处于 B 点向 C 点移动的变化阶段，空置率从 7%左右一路滑落至 4%以下，而相应的私人住宅售价指数从约 70 增长到近 300。分类别来看，住宅单位面积越大，相应的空置率越高。综合上述分析来看，香港仅处于前期阶段，地产商的生产成本增加，地产发展计划毛利虽然自 2009 年以后整体有所提升，但近年表现为下滑趋势。地产商利润空间的波动不足以促使其增大新楼盘的开发量，楼宇落成量反而一直处于低水平。

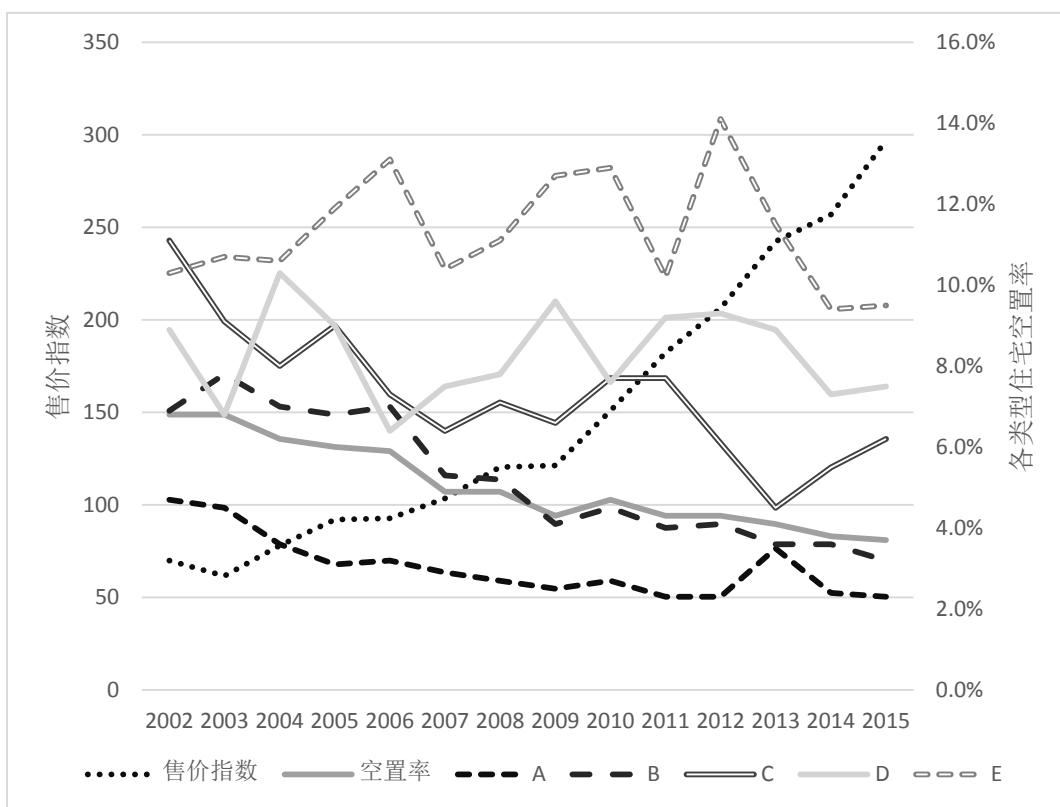


图 2-6 各类型住宅空置率

数据来源：香港差饷物业估价署

(2) 入住量低于一手买卖数量，警惕投机需求危机

2008 年以后，入住量（计算方法为年内落成量与年初空置量相加，然后减去该年的拆卸量及年终空置量）常年低于一手买卖数量。2008 年-2015 年一手住宅买卖合同数目年均值为 13679 宗，入住量年均值为 10009 个单位。每年约有 3670 个单位被购买却无人入住。



图 2-7 入住量与一手买卖合约数量关系

数据来源：香港土地注册处，香港差饷物业估价署

3. 相关市场因素

(1) 公屋

香港房屋委员会指出根据 2016 年 12 月底的申请数据，目前一般申请者的平均轮候时间为 4.7 年，当中长者一人申请者的平均轮候时间为 2.6 年。同时公布了最新的公屋入息以及总资产净值限额，并于 2016 年 4 月 1 日开始生效，具体如下表：

表 2-6 公屋入息及总资产净值限额 (2016年4月1日生效)

家庭人数	每月最高入息限额(1)	总资产净值限额(2)
1人	\$10,970	\$242,000
2人	\$16,870	\$329,000
3人	\$22,390	\$428,000
4人	\$26,690	\$500,000
5人	\$30,900	\$556,000
6人	\$34,690	\$601,000
7人	\$39,560	\$643,000
8人	\$43,980	\$674,000
9人	\$48,270	\$744,000
10人及以上	\$52,440	\$801,000

注：（1）强制性公积金或公积金计划下的法定供款可于申报入息时获得扣除。

（2）若全部家庭成员均为年满60岁或以上的长者，其总资产净值限额为上表所示限额的两倍(即1人至10人及以上长者家庭的总资产净值限额分别为484,000元、658,000元、856,000元、1,000,000元、1,112,000元、1,202,000元、1,286,000元、1,348,000元、1,488,000元和1,602,000元)。

资料来源：香港房屋委员会

根据统计数据显示，2015年家庭住户平均人数为2.9人，2019年预计为2.8人。2015年公营租住房屋所有住户和从事经济活动的家庭住户每月入息中位数分别为15000港元和19250港元。而资助自置居所房屋所有住户和从事经济活动的家庭住户每月入息中位数分别为27075港元和30500港元，私人永久性房屋所有住户和从事经济活动的家庭住户每月入息中位数分别为34525港元和40125港元。在仅考虑每月最高入息限额的限制条件下，家庭人数为3人的公屋申请条件为22390港元，私人永久性房屋所有住户的每月入息中位数是其1.54倍，远高于公屋的申请条件。

表 2-7 各类别房屋住户数目和其存量数目

年份	住户数目			单位数目		
	公营租住房屋	资助自置居所房屋 ⁽²⁾	私人永久性房屋 ⁽³⁾	公营房屋	资助出售单位	私人房屋
2002	30.14%	16.84%	51.72%	29.88%	16.20%	53.92%
2003	30.34%	17.00%	51.58%	29.03%	16.80%	54.17%
2004	30.12%	16.68%	52.18%	29.05%	16.43%	54.66%
2005	30.16%	16.44%	52.45%	29.17%	15.99%	54.83%
2006	30.17%	16.44%	52.53%	28.94%	15.81%	55.25%
2007	30.22%	16.43%	52.54%	28.68%	15.90%	55.42%
2008	29.80%	16.48%	52.98%	28.67%	15.77%	55.56%
2009	29.87%	16.35%	52.94%	29.11%	15.54%	55.35%
2010	30.23%	16.25%	52.71%	29.07%	15.34%	55.58%
2011	30.80%	16.17%	52.29%	28.81%	15.09%	56.10%
2012	30.75%	15.91%	52.62%	29.21%	14.87%	55.92%
2013	30.34%	15.72%	53.25%	29.16%	14.79%	56.05%
2014	30.66%	15.60%	53.03%	29.25%	14.74%	56.01%

数据来源：香港统计年刊、香港政府统计处

公营租住房屋和资助自置居所房屋的住户数目占比皆高于单位数目在市场存量中的百分比，而私人永久性房屋恰好相反。可见，在公营房屋市场的需求更加紧迫。公营租住房屋的市场存量数目占比始终维持在一个较为平稳的范围之内，上下波动在 1.5% 的浮动范围内。同时考虑到公屋申请条件中的入息限制，公屋住户或者申请住户购买能力不足，由上述推测，公屋市场对私人住宅市场的需求影响不大。

(2) 居屋

根据房屋委员会公布的“出售居者有其屋计划单位 2017”（以下简称“居屋计划 2017”）资料显示，目前居屋白表申请者（非公屋住户的申请者）入息以及资产限额如下表：

表 2-8 居屋白表申请者入息及资产限额

家庭人数	每月入息限额(元)	资产限额(元)
1 人	26,000 元 (27,400 元)	85 万元
2 人至 9 人	52,000 元 (54,700 元)	170 万元
10 人及以上	52,440 元 (55,200 元)	
注：在审查申请者的申请资格时，按强制性公积金（强积金）计划所作的法定供款会从申请者 / 家庭成员收入中扣除以计算入息。计入法定强积金供款后的相等入息限额，载于列表括弧内。		

资料来源：香港房屋委员会

私人永久性房屋所有住户和从事经济活动的家庭住户每月入息中位数分别为 34525 港元和 40125 港元。参照 2015 家庭住户平均人数 2.9 人，私人永久性房屋的住户具备申请居屋的入息条件。

2017 年 2 月 9 日文汇报指出“居屋计划 2017”售价将按照市场价格的七折出售。另根据《香港房屋委员会出手居者有其屋计划单位 2017 提供按揭贷款的指定银行/财务机构名单》所指，为居屋住户提供优惠按揭贷款条件。居屋购买者可与名单上的 19 家银行/财务机构洽谈指定的特惠按揭贷款条件。包括贷款额可高达楼价的 95% (适用于绿表申请者)或 90% (适用于白表申请者)、还款期限最长为 25 年及利率年息最高为有关银行 /财务机构所定的最优惠利率减半厘。

居屋在售价上的优惠空间以及按揭贷款的优惠条件，对于同样具有申请居屋资格的潜在私人永久性房屋购买者来说，可以获取更大的利益。

据此推测，居屋市场上居屋单位的存量可能对私人住宅价格造成影响，两者呈现负相关关系。采用 2002 年-2014 年资助出售单位的存量和私人住宅售价指数的数据绘制下图，证实上述猜想。

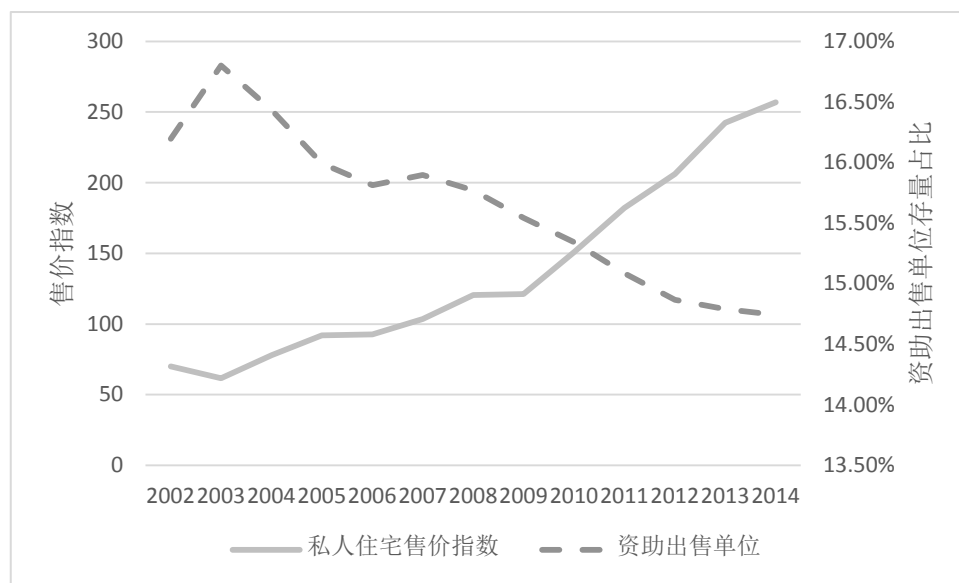


图 2-8 资助出售单位供给占比与私人住宅价格关系

数据来源：香港差饷物业估价署、香港政府统计处

小结

香港 20 世纪以来经历 5 次人口浪潮，主要是由于外来人口的大量迁入造成。国际以及地区战争和中国内地经济政治发展是引发人口浪潮的主要诱因。第二次世界大战以及二战后东亚和东南亚地区政治格局的重建基本上覆盖香港前四次人口浪潮时间轴，并对香港人口的扩增产切实的影响。大量的外来人口带来外资，提供香港经济发展所需的劳动力和资金。20 世纪 50 年代后由于人口增长而不断增加的住房需求，带动了香港房地产业的蓬勃发展。

随着家庭生命周期的演变，香港人口浪潮期的新生家庭基本度过稳定期，相继进入收缩阶段，家庭规模呈现缩小趋势。家庭平均住户数目从 1981 年的 3.9 人下降至 2014 年的 2.9 人。另一方面，随着经济社会的发展，香港未婚人口比例增加，而人口浪潮时期的人口陆续进入老年时期，香港人口老龄化趋势加重，老年抚养率急剧上升。虽然家庭住户收入有所提高，但公营房屋和私人房屋月租中位数差距相差 6 倍之多。私人房屋的高租金反而吸纳更多比例的人口居住。人口结构的变化，令香港住房需求市场对中小型单位的需求愈来愈多。

投机需求方面，由于按揭贷款的门槛提高，但每月还款的金额基本没有增长。反而有助于房地产业的长期投资，同时将一些中低层的投资买家挤出市场，成为高收入阶层“竞技场”，可能会使中低收入阶层的经济状况更加困窘，并具有被大资产集体操纵房地产市场的潜在风险。入住量和市场一手买卖交易数量的差额变化，在一定程度上也反映潜在的投机需求风险。

从市场方面来看，私人住宅不同面积的单位价格波动范围扩增，160 平方米以下私人住宅 2015 年的售价指数扩增至 2002 年（土地住屋政策改革以前）的 5 倍以上。不同单位合约价值的交叠现象愈益明显。香港新界地区楼价普遍较低，而港岛地区的楼价基本为全港最高地段。香港地产商的地产发展计划毛利近年下滑，楼宇落成量持续走低。市场交易总量相应下降。受到入息和资产限额的限制，公屋租户或者符合公屋申请标准的市民经济实力对私

人住宅的市场影响相对较小，而居屋住户以及申请者具备一定的购买私人住宅的经济条件，政府对于居屋住户提供的优惠售价以及优惠的贷款政策，进一步增加了居屋市场对私人住宅市场的影响。从交易情况来看，一手买卖与二手买卖合约的平均价值差距扩大，二手合约变动趋势更加趋向于私人住宅的售价指数。

三、价格形成机制

(一) 住宅价格形成机制

1. 香港市场供求关系变化

(1) 供给低于需求趋势日益显著，供需差额占家庭住户数目比例增重

在 1985 年-2003 年期间，私人住宅总存量与永久性房屋住户的之间的供需差额处于波动时期，且绝大部分年度都是供不应求，但供需差额（供需差额=私人永久性房屋家庭住户-私人住宅总存量）相对于私人永久性房屋家庭住户的占比呈现下降趋势，从 1985 年的最高值 19.56% 渐渐滑落到 2% 以下。1990 年-2002 年期间，供需差额基本在 0-50000 个单位的范围内波动。2003 年开始，供需差额“水涨船高”，从 2003 年的 82849 个单位增长到 2015 年的 161916 个单位，增长了近一倍左右。而供需差额相对于私人永久性房屋家庭住户的占比节节高升，从 2003 年 7.6% 上涨到 2015 年的 12.38%。私人住宅总存量与私人永久性房屋住户数目之间的数量关系愈来愈不均衡，市场供给低于市场需求的趋势日益显著。

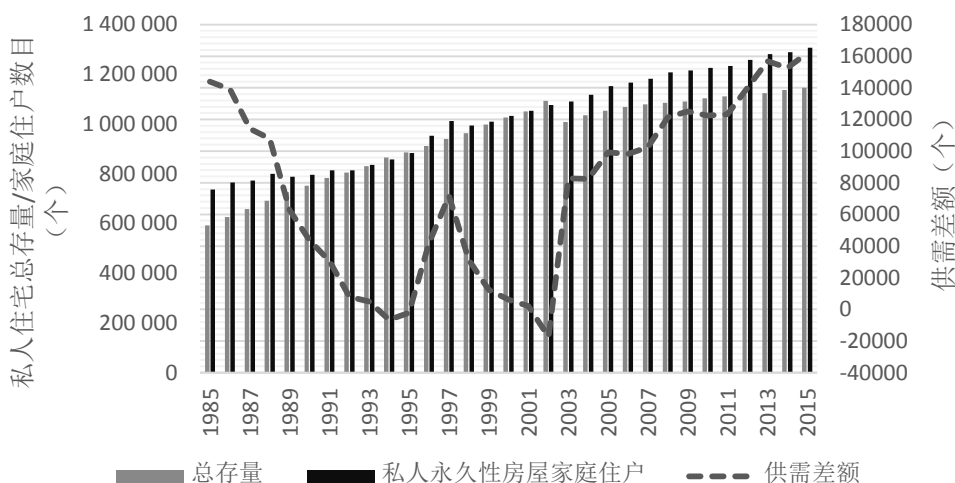


图 3-1 私人住宅总存量与私人永久性房屋住户数目关系

数据来源：香港统计处，香港差饷物业估价署

(2) 中小户型存量增长乏力，难以匹配人口结构的变化

从增长率指标来看，2003 年以前，私人住宅总存量增长率基本维持在高于家庭住户数目增长率的水平之上，且在 1994 年以前表现得更为明显，从而在一定程度上解释上文提到的 1985 年-2003 年供需差额相对于私人永久性房屋家庭住户的占比呈现下降趋势，并在 1994 年和 1995 年出现供给大于需求的现象。在 2003 年总存量增长率经历大幅挫折，骤降

7.82%后私人住宅总存量增长率下降一个梯度,由之前的2%-6%的增长率挫降至0%-2%的低增长阶段,并且常年低于私人永久性房屋住户数目的增长率。

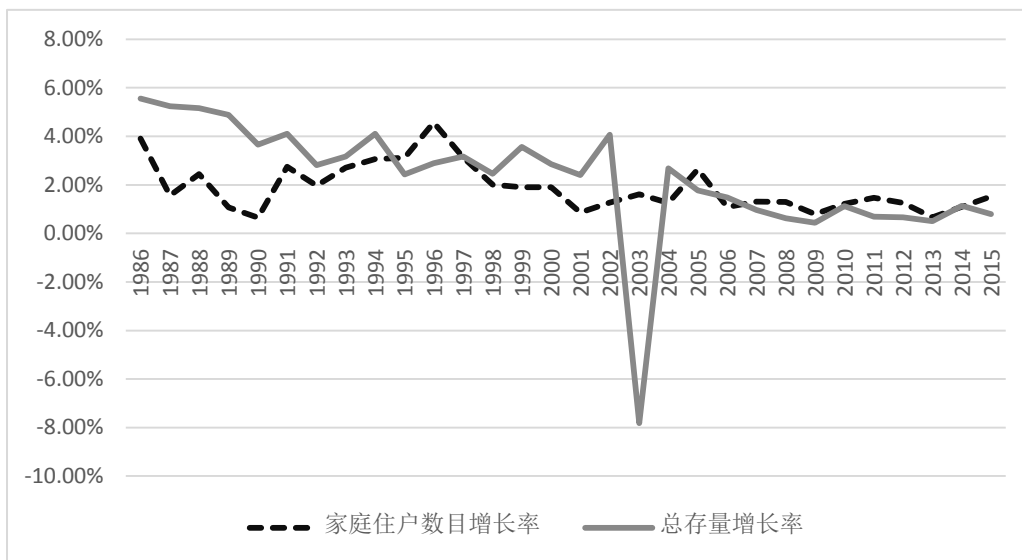


图 3-2 私人住宅总存量与家庭住户数目增长率

数据来源: 香港统计处, 香港差饷物业估价署

从各类别单位存量的增长率来看, A 型单位(私人住宅实用面积少于 40 平方米)的增长率自 1995 年以后一直处于较低的水平, 基本是所有单位类别中增长率最低的, 2004 年以后一直低于 1%。

B 型单位(私人住宅实用面积 40 至 69.9 平方米)在 2003 年以前保持在一个较高水平的增长率上, 而 2003 年以后增长率一路走低, 从 4.69% 的高增长率降至 1.33% 的低水平线上。

而 C 型单位(私人住宅实用面积 70 至 99.9 平方米)、D 型单位(私人住宅实用面积 100 至 159.9 平方米)、E 型单位(私人住宅实用面积 160 平方米或以上)增长率波动剧烈, 由于存量整体的下降, 增长率低于前期水平。

2. 价值理论分析

(1) 理论分析

马克思的价值规律体系: 商品的价值量由生产商品的社会必要劳动时间决定, 并按照价值量相等的原则进行交换。私人住宅作为一种特殊商品, 凝结了一系列人类的生产经营活动, 耗费了一定的社会必要劳动时间。商品的交换是按照凝结在商品中的社会必要劳动时间所体现的价值量相等的原则。在住宅市场流通阶段, 私人住宅的价值通过价格的形式表现出来的。

当商品的劳动量低于社会总水平的劳动量的客观占比, 就会造成供给小于需求的现象, 商品的价格就会上涨, 反之亦然。从短期来看, 价格正是由于供求关系的变化而围绕价值上下波动。而从更长的时间范畴以及全社会的发展来看, 商品的总价值和总价格是趋于等同的

水平线之上。

“概括而言：商品价格的形成基础是它的价值；价格是价值的货币表现。商品的价值构成包含三个部分：1.不可变资本（用 C 表示）。即已消耗的生产资料的转移价值。2.可变资本（用 V 表示）。即活劳动创造的归劳动者自己支配的新价值，表现为工资、奖金等劳务报酬。3.盈利（用 M 表示）。即活劳动创造的归资本所有者和全社会支配的新价值，表现为企业的利润以及缴纳的税金。”^[1]

葛红玲，杨乐渝（2010）对北京商品住宅价格形成成本机制的分析，认为“商品住宅成本主要包括开发成本、房屋建筑造价和房屋销售成本，归结起来，商品住宅价格成本就是两大部分，即地价成本和房价成本，地价波动和房价波动推动了房地产总成本的变化，最终表现为房地产或商品住宅价格的波动。”^[2]

王阿忠（2007）对中国住宅市场价格形成机理部分供给价格的研究，指出“住宅商品供给价格（成本价格）=总开发成本+销售税费+开发商利润。”^[3]综合上述分析，笔者认为香港私人住宅价值可由土地成本、开发成本和地产商利润构成。并可分别用香港政府住宅土地公开拍卖/投标的地价、填报年度内地产发展计划支出以及毛利三个指标来分析价格的形成机制。

（2）模型设定和数据来源

香港九龙地区的售价基本属于香港岛、九龙、新界三者中的中间值，而且香港私人住宅价格涨幅居高以及供需矛盾深化的住宅类型主要为中小型单位。结合以上两点因素，在代表价值的实际价格数据中选择香港九龙地区 B 型私人住宅的售价。构建价值理论分析下的香港私人住宅价格模型：

$$\ln Y = a + b \ln LC + c \ln C + d \ln I, \quad (\text{公式 3-1})$$

其中 Y 表示香港九龙地区 B 型私人住宅售价，LC 表示楼宇完成后楼面面积的地价，C 表示楼宇完成后楼面面积的总支出，I 表示楼宇完成后楼面面积的毛利，单位均为元/平方米。数据来自于香港 1995 年-2014 年香港政府统计处的历年统计年刊，香港差饷物业估价署官网资料。（注明：由于 2003 年香港政府没有售出任何住宅用途土地，故 2003 年地价的数据为 2002 年和 2004 年地价平均数。）

^[1] 邓卫，宋扬. 住宅经济学 [M]. 北京：清华大学出版社，2008：166.

^[2] 葛红玲，杨乐渝. 商品住宅价格形成问题研究——以北京为典型案例分析 [M]. 北京：经济科学出版社，2010：90.

^[3] 王阿忠. 中国住宅市场的价格博弈与政府规制研究 [M]. 北京：中国社会科学出版社，2007：62.

表 3-1 变量名称、符号以及数据来源

变量名称	变量符号	数据来源
香港九龙地区 B 型私人住宅售价	Y	香港差饷物业估价署
楼宇完成后楼面面积的地价	LC	香港统计年鉴
楼宇完成后楼面面积的总支出	C	香港统计年鉴
楼宇完成后楼面面积的毛利	I	香港统计年鉴

(3) 模型的检验与确定

利用 SPSS 软件, 将上述数据以 Enter 方法进行多元线性回归分析。数据分析结果如下:

表 3-2 模型拟合效果

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	0.940	0.884	0.863	0.19553	0.884	40.765	3	16	0.000	1.641

从模型整体来看, 调整后的 R^2 为 0.863, 拟合效果比较好。F 值为 40.756, F 检验 P 值为 0.000, 通过 F 检验。

DW 值为 1.641, 根据 DW 检验表 (在 1% 显著性水平下), 当 $k=3, n=20, d_L - d_U$ 的区间范围为 0.77-1.41, 该模型的 DW 值 1.641 处于 $d_U < DW < 4 - d_U$ 的区间之内, 残差不存在一阶自相关。

自变量的方差膨胀因子 VIF 在 1.342-2.343 之间, 说明变量之间不存在多重共线性。

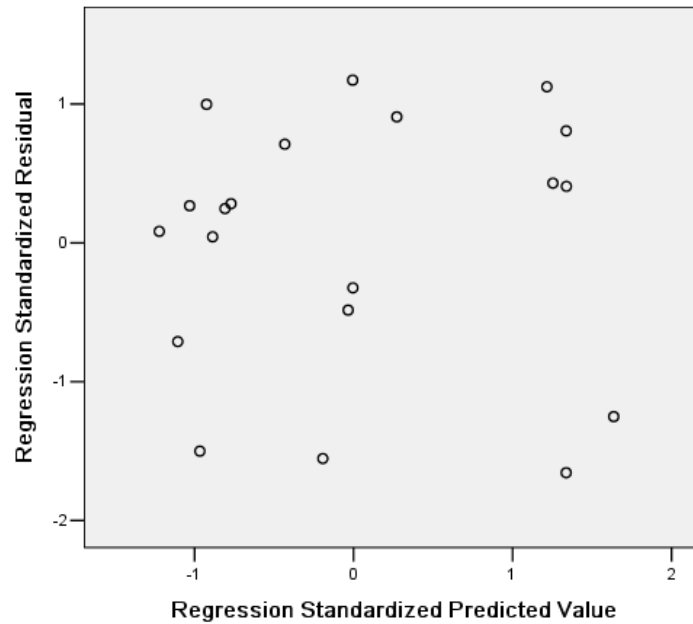


图 3-3 残差散点图

从因变量标准化预测值与标准化残差散点图可以看出，残差的散点随机分布在 $e=0$ 的水平线为中心的横带上，说明该模型异方差不显著。

表 3-3 模型各解释变量指标

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B		Correlations			Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	(Constant)	-0.092	1.166		-0.079	0.938	-2.564	2.380					
	C	0.759	0.195	0.470	3.896	0.001	0.346	1.172	0.846	0.698	0.331	0.496	2.017
	I	0.432	0.133	0.424	3.257	0.005	0.151	0.713	0.861	0.631	0.277	0.427	2.343
	LC	0.126	0.061	0.205	2.078	0.054	-0.003	0.254	0.591	0.461	0.177	0.745	1.342

在小于 10% 的显著水平上，三个自变量都表现显著，而在小于 1% 的显著水平上，C（楼宇完成后楼面面积的总支出），I（楼宇完成后楼面面积的毛利）依旧表现显著。最终回归模型可以表示为：

$$\ln Y = -0.092 + 0.126 \ln LC + 0.759 \ln C + 0.432 \ln I \quad (\text{公式 3-2})$$

(4) 模型分析

根据最终的回归模型可以得出以下结论：当地产发展计划楼宇完成后楼面面积的总支出（以下简称“总支出”）增加 1% 时，香港九龙地区 B 型私人住宅的售价（以下简称“房价”）上涨 0.759%；当地产发展计划楼宇完成后楼面面积的毛利（以下简称“毛利”）增加 1% 时，香港九龙地区 B 型私人住宅的售价上涨 0.432%；当地产发展计划楼宇完成后楼面面积的地

价（以下简称“地价”）增加 1%时，香港九龙地区 B 型私人住宅的售价上涨 0.126%。

从整体上看，地产商为主导参与角色指标（总支出和毛利）对于房价影响的波动更大，而且在统计意义上更加显著，而地价的影响效果相对来说略弱一点而且不太显著。主要是因为地价不仅受到土地市场价值规律的调控，更容易受到政府政策的影响。同时，私人住宅的土地来源除了政府拍卖/招标之外，还包括铁路物业发展项目、市建局项目及私人重建/发展项目。

3. 供求机制分析

（1）理论分析

邓卫，宋扬（2008）认为“住宅作为特殊商品，不仅是消费品，也是投资品。因此住宅的价格形成机制既受价值规律的支配，也受市场供求关系的调节，而某些情况下后者所起的作用甚至远远高于前者。”^[1]

张泓铭（1998）住宅流通价格的形成机制中，从供给需求的角度分析，指出成本对住宅的价格有正有负，而成本对于住宅的价格的作用会受需求的制约，并且根据需求自身在变化中的接受程度而有所不同。葛红玲，杨乐渝（2010）指出“供求关系的变化是影响住宅价格变动的实质性原因。在静态和动态市场的分析中，指出动态分析方法下的住宅市场价格的上涨或者下跌决定于需求价格弹性和供给价格弹性之间的大小关系。”^[2]

王阿忠（2007）认为在住宅市场上，存在如下的价格供求关系：“成本价格（开发商角度） \leq 市场价格 \leq 有效需求价格（消费者角度）。并给出了有效需求价格模型：

$$P = \text{最小值} \left\{ \frac{\beta Y [(1+i)^N - 1]}{12\alpha M i (1+i)^N}; \frac{\gamma H}{M(1-\alpha)} \right\} \quad [3]$$

（公式 3-3）

香港房地产市场可以划分为土地市场和私人住宅市场。借鉴 DiPasquale D, Wheaton W C. (1994) (DiPasquale D, Wheaton W C. Housing market dynamics and the future of housing prices [J]. Journal of Urban Economics, 1994, 35(1): 1-27.) 构建的房地产市场四象限模型以及王良健，颜蕾，李中华等（2015）的研究分析构建香港私人住宅的市场模型。

HP 代表私人住宅的价格，PL 代表住宅用途土地的市场价格，LS 代表政府住宅土地的供给量，HS 代表住宅市场当期存量。第一象限代表住宅供给市场，第二象限表明地价与房价的关系，第三象限代表土地供给市场，第四象限表明两个供给市场供给量之间的联系。

^[1] 邓卫，宋扬. 住宅经济学 [M]. 北京：清华大学出版社，2008：167.

^[2] 葛红玲，杨乐渝. 商品住宅价格形成问题研究——以北京为典型案例分析 [M]. 北京：经济科学出版社，2010：96.

^[3] 王阿忠. 中国住宅市场的价格博弈与政府规制研究 [M]. 北京：中国社会科学出版社，2007：66.

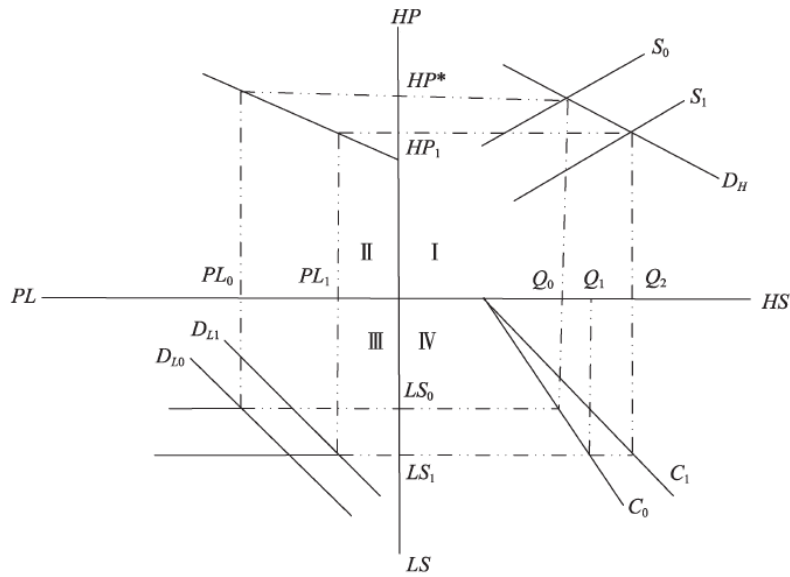


图 3-4 房地产市场四象限模型

资料来源：王良健，颜蕾，李中华等. 土地供应计划对房价的传导机制研究[J]. 自然资源学报, 2015, (11).1824

根据上述价值理论分析，地价是房价的不变成本，所以地价和房价是正相关关系，两者之间函数关系为增函数，第二象限的直线向左上方倾斜。在第三象限内，由于香港实行土地批租制度而且对于土地的用途有所限制，短期内可以认为土地供给是完全无弹性的，即如果当期土地供给量为 LS_0 ，则当期的土地供给量则为垂直于 LS 的一条值为 LS_0 直线。在第四象限中，土地供给量与住宅供给量存在正向相关关系。考虑地产商的投机行为，当地产商预期下一期房价上涨，为了获取更多的收益，地产商会采取囤积土地的手段以减少供给，进一步加大房价上涨的幅度，供给曲线沿顺时针方向旋转。当地产商预期下一期的住宅价格下跌，出于止损的角度考虑，会增加当期住宅市场的房屋供给量，供给曲线沿逆时针方向转动。

地产商根据住宅市场和土地市场的供给需求状况以及自身对下一期住宅市场价格的预期，在土地市场上以低于最高承担成本的地价购买土地，当第三象限内的土地供给量等于土地需求量时，土地供给市场达到均衡状态，此时土地价格为 PL_0 。地产商根据住宅市场的预期 PL_0 土地价格情况下提供住宅单位，令第四象限中当期市场的住宅供给量为 Q_0 个住宅单位，当需求量与供给量相等时，市场处于出清状态，在第一象限中此时房价为 HP^* 。

如果土地供给量增加到 LS_1 ，由于供给增加，地产商预期住宅价格下跌，会减少对土地的需求，在第三象限中地产商的土地需求曲线由 DL_0 向右上方平移至 DL_1 ，此时土地价格为 PL_1 ，低于变动前价格 PL_0 。同时，在住宅市场上，地产商则会增加住宅单位的供给量，即在第四象限中 C_0 沿逆时针方向旋转到 C_1 ，住宅市场上的供给存量上升至 Q_2 。在第四象限中，由于供给量的增加，供给曲线由 S_0 向右平移至 S_1 ，若短期内，住宅市场需求量未对供给的增加做出及时的反应，即需求量不变的情况下，新的市场均衡价格为 HP_1 ，低于原始均衡价格 HP_0 。

(2) 供给函数

当期供给量可用上一期总存量与当期增加量表示, 即供给函数可以表示为:

$$HS_{it} = HS_{it-1} + \Delta HS_{it} \quad (\text{公式 3-4})$$

其中, HS_{it} 为当期住房存量, HS_{it-1} 为住房市场上一期总存量, 可以直接用上一期供给量的数据表示。 ΔHS_{it} 为当期住宅增加量, 考虑上述对香港市场供给的分析结果, 同时借鉴 YAN Jin-hai, ZHONG Ji-xiang (2011)、Wenquan Liang 等 (2016)、Tamim Bayoumi (2008)、王松涛, 刘洪玉 (2008)、张磊、郑丕谔、张晔、王中权 (2006)、王良健等 (2015) 众多学者的研究成果以及研究思想。 ΔHS_{it} 的函数表达式如下:

$$\Delta HS_{it} = f[HP_{it} - AC(Z_{it-1}, LC_{it}), h(HP_{it+1}^e)] \quad (\text{公式 3-5})$$

HP_{it} 表示香港私人住宅价格, Z_{it-1} 表示地产商发展计划总支出, LC_{it} 表示土地价格, $h(HP_{it+1}^e)$ 表示地产商下一期房价预期对当期供给量的影响。前文分析中指出政府住宅土地供给总量受到私人协议方式批地占比的影响, 并指出香港住宅市场空置率与价格循环的波动关系。由此, 地产商分别根据土地市场的供给结构和住宅市场的需求波动来对下一期的房价进行预判, $h(HP_{it+1}^e)$ 的函数表达式如下:

$$h(HP_{it+1}^e) = SC_{it} + V_{it} \quad (\text{公式 3-6})$$

SC_{it} 表示私人协议方式批地占政府土地供给总量的比例, V_{it} 表示私人住宅市场当期空置率。可将 HS_{it} 表示成如下的线性函数即香港私人住宅市场当期总存量:

$$HS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 HS_{it-1} + \alpha_2 HP_{it} + \alpha_3 Z_{it-1} + \alpha_4 LC_{it} + \alpha_5 SC_{it} + \alpha_6 V_{it} \quad (\text{公式 3-7})$$

(3) 需求函数

本文在王良健等 (2015) 的需求函数基础上, 综合考虑 Tse R Y C, Ho C W, Ganesan S. (1999)、Sven Damen 等 (2016)、Norbert Hillera, Oliver W. Lerbs (2016)、Andrea Nobili, Francesco Zollino (2017) 学者的最新研究结论以及理论分析, 结合香港的实际情况, 构建如下需求函数:

$$HD_{it} = \beta_0 + \beta_1 HP_{it} + \beta_2 f(HP_{it+1}^e) + \beta_3 HC_{it} + \beta_4 HI_{it} + \beta_5 M_{it} \quad (\text{公式 3-8})$$

HD_{it} 表示香港私人住宅需求量, $f(HP_{it+1}^e)$ 表示消费者对下一期房价的适应性预期, HC_{it} 表示家庭住户数目, HI_{it} 表示家庭住户入息, M_{it} 居屋当期市场存量占公营房屋与私营房屋当期市场存量总和的比例。

大多数国内研究学者皆采用前一期或者前两期的房价数据作为消费者预期函数的自变量。但考虑到香港是一个自由经济体, 住宅市场的需求量更加容易受到国际政治经济状况波动的影响, 也更容易受到国际游资或者炒房买家投机需求的影响, 结合上述提到的最新研究

分析提出的抵押贷款和交易过程的重要影响作用,笔者在此采用更适合香港的新指标作为需求预期的自变量。在前文分析中,可以看出银行等金融机构提供的贷款支持中拖欠比率明显下降,银行流动资金流动速度的提升赋予投机市场更多的资金来源,也会影响置业者的资金支持。而二手房交易的合约均值变化趋势与私人住宅价格指数趋同,二手房的活跃程度也能从一定程度上反应市民的购房热情。因而,本文采用的需求预期函数 $f(HP_{it}^e)$ 表达方式如下:

$$f(HP_{it}^e) = \gamma_0 + \gamma_1 T_{it} + \gamma_2 B2_{it} \quad (\text{公式 3-9})$$

T_{it} 表示住宅市场二手合约平均价值, B_{it} 表示未偿还按揭贷款超过 6 个月的拖欠比率。由此,香港住宅市场的需求函数可以表示如下:

$$HD_{it} = \beta_0 + \beta_1 HP_{it} + \beta_2 (\gamma_0 + \gamma_1 T_{it} + \gamma_2 B2_{it}) + \beta_3 HC_{it} + \beta_4 HI_{it} + \beta_5 M_{it} \quad (\text{公式 3-10})$$

(4) 供求机制形成的价格函数

假设,在 t 时期。香港私人住宅市场达到均衡,即市场供给量与市场需求量相等或者表示为

$$HS_{it} = HD_{it}, \quad (\text{公式 3-11})$$

则可以推算出市场价格的表达函数为:

$$HP_{it} = \frac{\beta_0 - \alpha_0 + \beta_2 \gamma_0}{\alpha_2 - \beta_1} + \frac{\alpha_1 HS_{it-1}}{\beta_1 - \alpha_2} + \frac{\alpha_3 Z_{it-1}}{\beta_1 - \alpha_2} + \frac{\alpha_4 LC_{it}}{\beta_1 - \alpha_2} + \frac{\alpha_5 SC_{it}}{\beta_1 - \alpha_2} + \frac{\alpha_6 V_{it}}{\beta_1 - \alpha_2} \\ + \frac{\beta_2 \gamma_1 T_{it}}{\alpha_2 - \beta_1} + \frac{\beta_2 \gamma_2 B2_{it}}{\alpha_2 - \beta_1} + \frac{\beta_3 HC_{it}}{\alpha_2 - \beta_1} + \frac{\beta_4 HI_{it}}{\alpha_2 - \beta_1} + \frac{\beta_5 M_{it}}{\alpha_2 - \beta_1}$$

(公式 3-12)

(二) 住宅价格影响因素模型

1. 模型设定及数据来源

以供求机制分析形成的价格函数为基础,为降低模型中德共线性,对于不属于百分比形式表达的变量取对数,则住宅价格影响因素模型如下:

$$\ln HP_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 \ln HS_{it-1} + \lambda_2 \ln Z_{it-1} + \lambda_3 \ln LC_{it} + \lambda_4 SC_{it} + \lambda_5 V_{it} \\ + \lambda_6 \ln T_{it} + \lambda_7 B2_{it} + \lambda_8 \ln HC_{it} + \lambda_9 \ln HI_{it} + \lambda_{10} M_{it} \quad (\text{公式 3-13})$$

本文利用香港 2002 年-2014 年各指标数据进行分析, HP_{it} 香港私人住宅价格(本文采用私人住宅售价指数的数据,以下简称“住宅售价指数”)、 HS_{it-1} 为住房市场上一期总存量,

V_{it} 私人住宅市场当期空置率（以下简称“空置率”）来源于香港差饷物业估价署。

Z_{it-1} 地产商发展计划上一期总支出（以下简称“成本支出”）、 LC_{it} 土地价格（以下简称“地价”）、 SC_{it} 私人协约方式批地占政府土地供给总量（以下简称“土地供给结构”）、 M_{it} 居屋当期市场存量占公营房屋与私营房屋当期市场存量总和的比例（以下简称“住宅供给结构”）来源于香港统计年鉴并经过整理计算。

HC_{it} 家庭住户数目、 HI_{it} 家庭住户入息来源于香港政府统计处。

T_{it} 住宅市场二手合约平均价值来源于香港土地注册处并进行整理计算。

$B2_{it}$ 未偿还按揭贷款超过 6 个月的拖欠比率（以下简称“拖欠比率”）来源于香港金融管理局（本文使用数据为时间段内每年 1 月份的数据）。

本文使用 EViews 软件进行模型检验。

表 3-4 变量名称、符号以及数据来源

变量名称	变量符号	数据来源
香港私人住宅价格	HP_{it}	香港差饷物业估价署
住房市场上一期总存量	HS_{it-1}	香港差饷物业估价署
地产商发展计划上一期总支出	Z_{it-1}	香港统计年鉴
土地价格	LC_{it}	香港统计年鉴
私人协约方式批地占政府土地供给总量	SC_{it}	香港统计年鉴
私人住宅市场当期空置率	V_{it}	香港差饷物业估价署
住宅市场二手合约平均价值	T_{it}	香港土地注册处
未偿还按揭贷款超过 6 个月的拖欠比率	$B2_{it}$	香港金融管理局
家庭住户数目	HC_{it}	香港政府统计处
家庭住户入息	HI_{it}	香港政府统计处
居屋当期市场存量占公营房屋与私营房屋当期市场存量总和的比例	M_{it}	香港统计年鉴

2.模型检验

(1) ADF 单位根检验

由于数据为时间序列数据，首先进行 ADF 单位根检验，结果表明各个序列一阶差分平稳。

一阶差分的 ADF 单位根检验结果如下表（由于变量数量较多，为节省篇幅，本文根据输出结果自行整理）：

表 3-5 单位根检验结果

变量名称	t-Statistic	Prob
HP	-6.105740	0.0006
HS	-5.445076	0.0016
Z	-3.436001	0.0332
LC	-8.266738	0.0000
SC	-7.012621	0.0002
V	-5.931848	0.0008
T	-4.600404	0.0065
B2	-3.840835	0.0175
HC	-4.446326	0.0069
HI	-4.200123	0.0115
M	-4.732290	0.0054

由此可知，本文所选用的时间序列为一阶单整时间序列。

(2) 格兰杰因果检验

格兰杰因果检验中的滞后阶数采用 Eviews 推荐的滞后阶数 2，得到部分结果如下（本文仅截取判断自变量是否为因变量格兰杰因果的分析数据）。

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
HS does not Granger Cause HP HP does not Granger Cause HS	11	2.50864 18.4508	0.1615 0.0027
Z does not Granger Cause HP HP does not Granger Cause Z	11	4.51231 3.84474	0.0637 0.0842
LC does not Granger Cause HP HP does not Granger Cause LC	11	0.86218 0.43322	0.4687 0.6672
SC does not Granger Cause HP HP does not Granger Cause SC	11	4.77227 0.94074	0.0575 0.4412
V does not Granger Cause HP HP does not Granger Cause V	11	0.18023 0.19150	0.8394 0.8306
T does not Granger Cause HP HP does not Granger Cause T	11	3.85538 23.0217	0.0838 0.0015
B2 does not Granger Cause HP HP does not Granger Cause B2	11	2.95184 0.14985	0.1281 0.8640
HC does not Granger Cause HP HP does not Granger Cause HC	11	0.40065 1.56094	0.6866 0.2846
HI does not Granger Cause HP HP does not Granger Cause HI	11	0.41194 10.6055	0.6798 0.0107
M does not Granger Cause HP HP does not Granger Cause M	11	0.12098 3.94413	0.8882 0.0806

图 3-5 格兰杰因果检验结果

由图 3-5 可以得出，在 10% 的显著性水平上，存在土地供给市场结构（私人协约方式批地占政府土地供给总量的比例）SC 到香港私人住宅价格 HP 单向因果关系，存在地产商发展计划总支出 Z 到香港私人住宅价格 HP 的双向因果关系。存在住宅市场二手合约平均价值 T 到香港私人住宅价格 HP 的双向因果关系。

（3）协整检验

10 个自变量回归方程结果如下：

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
HS	0.447923	0.994718	0.450302	0.6966
Z	0.005978	0.051795	0.115426	0.9187
LC	-0.004653	0.007712	-0.603369	0.6076
SC	-0.036629	0.038793	-0.944223	0.4447
V	21.30725	4.541174	4.692015	0.0425
T	1.105521	0.100450	11.00568	0.0082
B2	-0.198732	0.055402	-3.587102	0.0697
HC	3.609034	0.903316	3.995318	0.0573
HI	-0.203113	0.190850	-1.064256	0.3987
M	-5.528589	6.350851	-0.870527	0.4758
C	-26.30005	15.83093	-1.661308	0.2385
R-squared	0.999881	Mean dependent var		4.814952
Adjusted R-squared	0.999288	S.D. dependent var		0.471257
S.E. of regression	0.012577	Akaike info criterion		-6.093434
Sum squared resid	0.000316	Schwarz criterion		-5.615400
Log likelihood	50.60732	Hannan-Quinn criter.		-6.191692
F-statistic	1684.659	Durbin-Watson stat		2.895012
Prob(F-statistic)	0.000593			

图 3-6 包含 10 个自变量回归方程结果

保留的 8 个自变量与因变量的回归方程结果如下：

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
HS	1.020735	0.620409	1.645261	0.1753
LC	0.000719	0.003783	0.190113	0.8585
SC	-0.045501	0.018158	-2.505874	0.0663
V	23.95835	1.894677	12.64508	0.0002
T	1.142298	0.076543	14.92357	0.0001
B2	-0.203192	0.032801	-6.194675	0.0035
HC	3.973042	0.487397	8.151547	0.0012
HI	-0.169249	0.153032	-1.105973	0.3308
C	-38.21719	6.978974	-5.476047	0.0054
R-squared	0.999834	Mean dependent var		4.814952
Adjusted R-squared	0.999502	S.D. dependent var		0.471257
S.E. of regression	0.010522	Akaike info criterion		-6.064794
Sum squared resid	0.000443	Schwarz criterion		-5.673675
Log likelihood	48.42116	Hannan-Quinn criter.		-6.145186
F-statistic	3008.596	Durbin-Watson stat		2.870808
Prob(F-statistic)	0.000000			

图 3-7 包含 8 个自变量回归方程结果

由于数据自变量的自由度过高，数据的时间长度不足以完成下面 10 个自变量的误差修正模型，故本文根据多元回归结果（图）剔除显著性最低自变量地产商发展计划总支 Z，根据格兰杰因果检验（图）剔除最不可能是香港私人住宅价格 HP 的自变量居屋当期市场存量占公营房屋与私营房屋当期市场存量总和的比例 M（即住宅市场供给结构）。

对上述回归方程残差进行 ADF 单位根检验，结果如下：

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.824313	0.0007
Test critical values:		
1% level	-4.121990	
5% level	-3.144920	
10% level	-2.713751	

图 3-8 包含 8 个自变量回归方程残差单位根检验结果

残差项为平稳序列，存在协整关系。即香港私人住宅价格 HP 与选定的 8 个连续经济变量存在长期均衡关系。模型为：

$$\begin{aligned} \ln HP_{it} = & -38.21719 + 1.020735 \ln HS_{it-1} + 0.000719 \ln LC_{it} - 0.045501 \ln SC_{it} \\ & + 23.95835 \ln V_{it} + 1.142298 \ln T_{it} - 0.203192 \ln B2_{it} + 3.973042 \ln HC_{it} \\ & - 0.169249 \ln HI_{it} \end{aligned}$$

(公式 3-14)

(4) 误差修正模型

模型运行结果如图 3-9，E2 为误差修正项。

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(HS)	1.398746	0.340705	4.105450	0.0545
D(LC)	0.004515	0.002414	1.869813	0.2024
D(SC)	-0.037037	0.010153	-3.647881	0.0676
D(V)	23.12760	1.244082	18.59009	0.0029
D(T)	1.092925	0.045021	24.27575	0.0017
D(B2)	-0.157106	0.024114	-6.515234	0.0228
D(HC)	3.682208	0.309179	11.90963	0.0070
D(HI)	-0.100421	0.094895	-1.058240	0.4009
C	0.003335	0.005565	0.599335	0.6098
E2(-1)	-1.993295	0.505455	-3.943565	0.0587
R-squared	0.999311	Mean dependent var	0.108468	
Adjusted R-squared	0.996209	S.D. dependent var	0.104932	
S.E. of regression	0.006461	Akaike info criterion	-7.371312	
Sum squared resid	8.35E-05	Schwarz criterion	-6.967223	
Log likelihood	54.22787	Hannan-Quinn criter.	-7.520920	
F-statistic	322.2072	Durbin-Watson stat	1.976494	
Prob(F-statistic)	0.003098			

图 3-9 误差修正模型回归结果

该误差修正模型为：

$$\begin{aligned} \Delta \ln HP_{it} = & 0.003335 + 1.398746 \Delta \ln HS_{it-1} + 0.004515 \Delta \ln LC_{it} - 0.037037 \Delta \ln SC_{it} \\ & + 23.1276 \Delta \ln V_{it} + 1.092925 \Delta \ln T_{it} - 0.157106 \Delta \ln B2_{it} + 3.68220791007 \Delta \ln HC_{it} \\ & - 0.100421 \Delta \ln HI_{it} - 1.993295 \ln E2_{it-1} \end{aligned} \quad (\text{公式 3-15})$$

从通过协整检验的长期均衡模型来看,在10%的显著性水平上,解释变量 SC、V、T、B2、HC 系数显著;在5%的显著性水平上,解释变量 V、T、B2、HC 系数显著;在1%的显著性水平上,解释变量 V、T、B2、HC 系数显著。土地供给结构私人协约方式批地占比减少1%,则住宅售价指数上涨0.045501%;空置率降低1%,住宅售价指数下降23.95835%;二手合约平均价值上涨1%,住宅售价指数上涨1.142298%;拖欠率降低1%,住宅售价指数上涨0.203192%;家庭住户数目上升1%,住宅售价指数上涨3.973042%。对于显著性的解释变量,空置率、拖欠率和家庭住户数目的变动都会对住宅售价指数造成更大波动幅度。

从短期波动的误差修正模型来看,在10%的显著性水平上,解释变量 HS、SC、V、T、B2、HC 系数显著;在5%的显著性水平上,解释变量 V、T、B2、HC 系数显著;在1%的显著性水平上,解释变量 SC、V、T、HC 系数显著。误差修正项的系数的大小反映了对偏离长期均衡的调整力度。从系数估计值 -1.993295 来看,当短期波动偏离长期均衡时,将以 -1.993295 的调整力度将非均衡状态拉回到均衡状态。

香港住宅市场供给长期低于需求,私人住宅总存量与私人永久性房屋家庭住户数目之间的供给缺口呈现扩增趋势。供给差额由2003年的82849个单位上升至2015年的161916个单位,而供需差额相对于私人永久性房屋家庭住户的占比也由2003年7.6%增加至2015年的12.38%。香港人口老龄化家中,家庭住户数目呈现下降趋势,对于中小型单位的需求相应占比将有所提高,而中小型单位的供给存量增长乏力,甚至增长量有所减少。供给和需求结构的矛盾逐步恶化。

从马克思价值理论出发,运用多元回归进行分析,香港地产发展计划楼宇完成后楼面面积的总支出和毛利对香港九龙地区B型私人住宅售价影响显著(在1%的显著性水平下),总支出增加1%,房价则上涨0.759%;毛利增加1%,房价相应上涨0.432%。地价对房价影响也较为显著(在10%显著水平下),地价增加1%,房价上涨0.126%。

从供求机制角度分析,通过协整检验、误差修正模型等方法,长期来看,土地供给私人协约批地方式、空置率、二手合约平均价值、拖欠率、家庭住户数目对房价存在显著影响,当上述指标分别增加1%时,香港私人住宅售价指数分别相应变动-0.045501%、23.95835%、1.142298%、-0.203192%、3.973042%。而短期波动情况下,上一期的住宅存量同样存在显著影响。当短期波动偏离长期均衡时,将以 -1.993295 的调整力度将其从非均衡状态拉回到均衡状态。

总体来看,香港私人住宅售价受到政府、地产商、银行等金融机构、市民多个主体的市场行为综合影响。

结论

香港房地产业的发展得益于5次人口浪潮带来的住房需求以及外来资金。在港英政府统治期间,由于英国综合国力和国际地位在两次世界大战中的变化,港英政府对港殖民策略逐渐走向关注民生问题,为香港地产业提供发展的政治和社会环境,奠定香港土地制度以及城市规划的蓝本。但回归前期,港英政府“高地价”政策以及一系列立法等政治政策的改革,

令香港的楼价出现异常的繁荣景象,同时也为回归后中国特区政府与香港市民的官民关系埋下隐患。回归后,特区政府根据经济形势推行的“勾地”制度以及停建居屋政策的强制性制度变迁加深了住宅市场的供求矛盾,地产商在政治经济强劲实力下,从中获取更多的利益,而广大的香港市民(尤其是中低收入阶层)则受到极大损害,公屋、居屋、私屋之间的流转机制不断弱化,收入阶层的“断层”现象日益显著。政府是香港房地产业市场的制度制定者和管理者,政府的住房政纲对于香港房地产业有着根本性的影响作用。

香港房地产业初始阶段服务于香港的转口贸易,随着经济的发展和人口浪潮带来的大量资金以及住房需求,地产业的住宅建筑增加。20世纪70年代的股市浪潮为华商集聚大量的原始资金,同时新界“换地权益书”也使其积累大量土地。占据大量地产业的资源,为“地产霸权”的形成奠定了基础。1997年和2008年相继的两次金融危机,令作为自由港城市的香港遭受沉重打击。住宅由于具有消费和投资的双重属性,令许多处于投机需求置业的香港市民出现债务危机,而处于刚性需求房屋的香港市民则沦为负资产阶层。资源配置的错位和价值的波动令香港供需问题日益加剧。

香港住宅市场的供给长期处于低水平阶段,无法满足市场需求。同时在供给结构与需求结构上存在明显的错位,也是造成中小型住宅售价指数一路攀升,甚至成为售价指数最高的单位类型的原因之一。勾地制度与“居屋退出”政策双影响期间,香港住宅土地供给量至少减少一半以上,政府公开拍卖/招标住宅土地占比大幅度上升,最高年份甚至高达98%以上。由于勾地制度给予地产商更多购买土地的选择权,地产商占据更多土地市场的主动权,另一方面,居屋相关市场的替代性减弱,供给方在供求关系中处于更大的优势地位,供需矛盾进一步加剧。香港住宅土地市场的地价波动剧烈,基本是回归前期的15倍以上。在住宅供给结构方面,中小型单位占比减少,大型单位占比高幅增加,而香港市民家庭规模则表现为缩减趋势,随着人口老龄化程度的加剧,未来对中小型住宅的需求也将愈来愈多。供需的低匹配度也令同类型单位最低价与最高价之间的差额增长显著,尤其以中小型单位为代表。

本文综合考虑供给市场、需求市场以及一手二手市场表现,并引入土地供给结构即私人协约方式批地占政府土地供给总量的比例、二手合约平均价值的新变量进行实证分析。从短期影响来看,上一期的住房存量、土地供给结构、空置率、二手合约平均价值、拖欠率、家庭住户数目对香港私人住宅售价指数存在影响。从长期来看,除了上一期住房存量变量以外,土地供给结构、空置率、二手合约平均价值、拖欠率、家庭住户数目依旧对香港住宅市场有长期影响关系。

1.政府影响

政府的土地政策和房屋政策不仅对近期的住宅市场具有影响,同时存在长期影响效应,而且私人协约方式批地占政府土地供给总量的比例是私人住宅售价指数的格兰杰原因。当政府增加公营房屋的土地供给量,一方面住宅市场上公营房屋增多会挤压私人住宅市场的市场占有率,私人住宅市场供给量占比减少,致使住宅市场房价上涨。另一方面,公开拍卖/招标土地占比的减少会加剧地产商的竞争程度,推动土地价格的升高,地产商成本升高,根据价值理论模型分析,香港房价将会上涨。但不可否认的是,政府所提供的公营房屋的优惠政

策和较为廉价的住房支出,可以使更多的中低收入阶层香港市民的居住需求得到满足,但在政策实施的过程中需要注意避免发生“入息断层”的现象,尤其针对目前中小型住宅单位售价指数已经超过或者逼近大型住宅面积售价指数的现象。在调整土地供给结构的同时,要注意对于公营房屋入息限额以及资产限额的匹配变动,令更多无力负担私人住宅房屋但具有购买公营房屋经济能力的住户获得置业机会。

2. 地产商影响

按照前文提到的价格循环与空置率波动的关系而言,长期均衡模型结果的关系表现为住宅市场处于供给量大于需求量的阶段(即由D点向A点移动的过程),而香港实际的住宅市场情况正好相反。考虑到香港房地产业的历史发展以及当期市场格局,可见。造成此现象的主要原因来自于地产商的寡头垄断。20世纪90年代,大地产商通过新界换地权益书,储备了大量的土地资源。随着集团经济政治力量的扩散,大地产商在住宅市场上拥有相当重量的话语权。可以根据住宅市场价格的变化趋势,囤积土地,控制住宅单位的供给量与供给结构,造成市场供给短缺的假象,推动房价的升高,获取更多的收益。

从成本角度分析,地产商总支出、毛利和地价分别增加1%时,香港九龙地区B型私人住宅的售价分别上涨0.759%、0.432%和0.126%。土地价格对住宅市场价格的影响相对来说最弱。主要是因为地价不仅受到土地市场价值规律的调控,更容易受到政府政策的影响。对价格影响相对较强的总支出和毛利都是地产商为主导参与角色的统计指标,可见,地产商在住宅市场上拥有较强的议价权。一方面是由于住宅的性质决定。其一住宅可替代性低。每个住宅拥有众多的属性,例如位置、面积、房间布局、室内设计、小区环境、邻里关系等特征,每个住宅单位都具有自身的独特性,不可能被其他住宅单位完全替代。其二市场门槛高。住宅由于具有基础的居住功能和庇护功能,可以作为家庭生活和社会交往的活动场所,同时具有使用和投资的双重属性,可以作为财富的一种储备形式。从生产角度讲,住宅的投入资金巨大,生产周期长,市场风险较高。因此,对于生产者和消费者来说,住宅市场的进入都需要具备一定的经济实力和风险承受能力。其三信息不对称。住宅市场的从开发到交易的过程涉及部门和主体众多,包括地政总署、香港房屋规划及地政局、土地注册处、地产开发商、承建商、律师事务所、住房需求者等,所涉及的专业知识门类包括城市规划建设、建筑工程、法律、经济等。政府与地产开发商的土地供求市场和地产开发商与住宅需求者的供求市场中,供给双方的信息和地位都处于不对等的状态。三者之间的博弈往往是需求者处于被动地位。另一方面也与香港地产商的庞大集团经济网络以及强大的政治话语权密不可分。

3. 银行影响

未偿还贷款超过6个月的拖欠比率一定程度上可以反映居民的抵押贷款支付能力以及银行资金的流动速度和资金稳健性。当拖欠比率下降时,银行资金流动速率的提高,促使银行更多地进行抵押贷款业务,获取更多的盈利。一定程度上说明香港市民支付能力不断提高,可以承担更多的住房支出,因而房价上涨。但需要注意的是,拖欠比率降低的同时,还贷期限也在延长,对比之后的结果是每月平均还贷金额并无提高,反而有微幅的下降。银行的平均贷款额也表现为增长的趋势,随着贷款还约期的增加,银行成本收益的不确定性增加,

贷款风险也在增加。

同样值得引起注意的是，虽然每月还款额的平稳态势有利于减轻购房者的债务负担，但由于还款负担基本维持不变，而贷款门槛反而提高，有致使大型单位投机购房者转而购置中小型单位的可能性，从而令中小型住宅单位市场价格涨速加快。

4. 香港市民影响

家庭住户数目能够直观的反映住宅市场的需求量，因此当家庭住户数目增加，住房需求增加，房价上涨。但不能很好的表现市场的需求结构。香港私人住宅高居不下的一大重要原因即为供需结构的严重失衡，随着香港人口增长趋势的放缓、未婚人口比例增加、家庭住户的平均数量逐渐减少的人口结构变化。香港私人住宅市场对中小型单位的需求量将会不断增加，而市场供给恰恰难以满足日益扩充的住房需求，中小型住宅单位的供给反而表现为下降的趋势。因而，家庭住户数目的涨幅可以引致住宅售价指数接近 4 倍的波动幅度。

家庭收入是判断香港市民是否具有置业能力的重要指标之一。当家庭收入提高时，住房需求结构发生变化，收入提高的家庭住户在住宅的性质方面（诸如住宅类型、地理位置等）可以拥有更多选择，从而在一定程度上优化了供需结构，促使房价整体上表现为下降趋势。但这一指标在模型检验中并不显著。可以作进一步分析。

5. 市场影响

流通私人住宅市场的交易结果是涉及多个主体、多个市场的多方多轮博弈。二手市场合约的平均价值不仅具有短期和长期的影响，同时和私人住宅售价指数互为格兰杰原因。香港住宅的二手市场涵盖大量交易主体，居屋的二手市场、投机者的出售转卖都对二手市场合约平均价值有着不同的影响程度。实证结果指出，二手合约平均价值上涨 1%，住宅售价指数上涨 1.142298%。由此可以看出二手市场的变动和需求情绪的波动会造成对私人住宅一手市场更高的波动幅度，反过来，一手市场的交易也会对二手市场造成影响，二者相互影响。对于此问题的影响作用，具有进一步分析探讨的研究价值。

参考文献：

- [1] 涂若奔. 港经济最自由，23 连冠 [J]. 香港文汇报，2017-2-17.
- [2] 唐逸如. 香港的资本主义有多“裙带” [J]. 国际金融报，2014-05-19.
- [3] 陈友华，程华. 香港房地产神话 [M]. 北京：中国发展出版社，2014.
- [4] 颜伦乐. 死捱二十载，难换一蜗居 [J]. 香港文汇报，2017-1-24.
- [5] Meng-Yi Tai, Shih-Wen Hu, Chi-Chur Chao, Vey Wang. Foreign buyers and housing price dynamics [J]. International Review of Economics & Finance, 2017(3).
- [6] Sven Damen, Frank Vastmans, Erik Buyst. The effect of mortgage interest deduction and mortgage

- characteristics on house prices [J]. *Journal of Housing Economics* , 2016 , 34(12) : 15–29.
- [7] Andrea Nobili , Francesco Zollino. A structural model for the housing and credit market in Italy [J]. *Journal of Housing Economics* , 2017 , 36(6).
- [8] McQuinn K ,O'Reilly G. Assessing the role of income and interest rates in determining house prices [J]. *Economic modelling* , 2008 , 25(3) : 377-390.
- [9] Paul Hilbers , Alexander W. Hoffmaister , Angana banerji , HAIyan Shi. House Price Developments in Europe: A Comparison [C]. IMF(International Monetary Fund) Working Paper : European Department , 2008(10) : 211-274.
- [10] Englund P , Ioannides Y M. House price dynamics: an international empirical perspective [J]. *Journal of Housing Economics* , 1997 , 6(2) : 119-136.
- [11] Marian Rissea , Martin Kern. Forecasting house-price growth in the Euro area with dynamic model averaging [J]. *The North American Journal of Economics and Finance* , 2016 , 38(11) : 70–85.
- [12] Quigley J M. Real estate and the Asian crisis [J]. *Journal of Housing Economics* , 2001 , 10(2) : 129-161.
- [13] Jiaqi Ge. Endogenous rise and collapse of housing price: An agent-based model of the housing market [J]. *Computers , Environment and Urban Systems* , 2017 , 62(3) : 182–198.
- [14] Lu Han , William C. Strange. What is the role of the asking price for a house? [J]. *Journal of Urban Economics* , 2016 , 93(3) : 115–130.
- [15] G.W. Bucchianeri , J.A. Minson. A homeowner's dilemma: anchoring in residential real estate transactions [J]. *Journal of Economic Behavior and Organization* , 2013(89) : 76–92.
- [16] M. Piazzesi , M. Schneider. Momentum traders in the housing market: survey evidence and a search model [J]. *American Economic Review: Papers & Proceedings* , 2009(2) : 406–411.
- [17] Y.H. Lee , U. Malmendier. The bidder's curse [J]. *American Economic Review* , 2011(101) : 749–787.
- [18] Raymond Y C. Housing price, land supply and revenue from land sales [J]. *Urban Studies* , 1998 , 35(8) : 1377-1392.
- [19] YAN Jin-hai , ZHONG Ji-xiang. Land supply, Land speculation and Housing price: Evidence from Four Municipalities in China [C]. *International Conference on Management Science & Engineering (ICMSE)* , 2011(9) : 1123-1130.
- [20] Wenquan Liang , Ming Lu , Hang Zhang. Housing prices raise wages: Estimating the unexpected effects of land supply regulation in China [J]. *Journal of Housing Economics* , 2016 , 33(9) : 70–81
- [21] Yang Wang , Shaojian Wang , Guangdong Li , Hongou Zhanga , Lixia Jina , Yongxian Sua , Kangmin Wu. Identifying the determinants of housing prices in China using spatial regression and the geographical

- detector technique [J]. *Applied Geography* , 2017 , 79(2) : 26–36.
- [22] Tse R Y C , Ho C W , Ganesan S. Matching housing supply and demand: an empirical study of Hong Kong's market [J]. *Construction Management & Economics* , 1999 , 17(5) : 625-633.
- [23] Levin E J , Wright R E. The impact of speculation on house prices in the United Kingdom [J]. *Economic modelling* , 1997 , 14(4) : 567-585.
- [24] Ball M , Meen G , Nygaard C. Housing supply price elasticities revisited: Evidence from international, national, local and company data [J]. *Journal of Housing Economics* , 2010 , 19(4) : 255-268.
- [25] Edward L. Glaeser , Joseph Gyourko , Albert Saiz. Housing supply and housing bubbles [J]. *Journal of Urban Economics* , 2008 , 64(9) : 198-217.
- [26] Tamim Bayoumi.. What Goes Up Must Come Down? House Price Dynamics in the United States [C]. IMF(International Monetary Fund) Working Paper :Western Hemisphere Department , 2008(7) :187-215.
- [27] Crocker H. Liu , Adam Nowakb , Stuart S. Rosenthalc. Housing price bubbles, new supply, and within-city dynamics [J]. *Journal of Urban Economics* , 2016 , 96 (11) : 55–72.
- [28] Norbert Hillera , Oliver W. Lerbs. Aging and urban house prices [J]. *Regional Science and Urban Economics* , 2016 , 60(9) : 276–291.
- [29] Archer W R , Gatzlaff D H , Ling D C. Measuring the importance of location in house price appreciation [J]. *Journal of Urban Economics* , 1996 , 40(3) : 334-353.
- [30] Kiel K A , Zabel J E. Location, location, location: The 3L Approach to house price determination [J]. *Journal of Housing Economics* , 2008 , 17(2) : 175-190.
- [31] Mok H M K ,Chan P P K ,Cho Y S. A hedonic price model for private properties in Hong Kong [J]. *The Journal of Real Estate Finance and Economics* , 1995 , 10(1) : 37-48.
- [32] Jim C Y , Chen W Y. External effects of neighbourhood parks and landscape elements on high-rise residential value [J]. *Land Use Policy* , 2010 , 27(2) : 662-670.
- [33] 胡晓. 收入差距与中国房地产价格: 理论与实证—兼论当前房地产调控的有效性 [J]. *财经科学* , 2010(12) : 83-90.
- [34] 郭佳宝. 高房价理性回归的金融通道 [J]. *金融教育研究* , 2011(5) : 70-74.
- [35] 白霜. 房地产价格的决定因素分析—中国 31 个地区 Panel 数据的实证研究 [J]. *财经问题研究* , 2008(8) : 107-110.
- [36] 龚朴, 陈睿. 房地产定价理论与方法研究 [J]. *房地产市场* , 2012(5) : 3-11.
- [37] 张磊, 郑丕谔, 张晔, 王中权. 房地产价格分析及对策研究 [J]. *经济体制改革* , 2006(5):147-151.
- [38] 石称华. 上海高房价的成因及其对策研究 [D]. 硕士论文, 复旦大学金融学, 2011.

- [39] 闫金秋. 基于多变量协整的房地产价格影响因素分析 [J]. 企业经济, 2012(11): 99-103.
- [40] 易君健, 易行健. 房价上涨与生育率的长期下降: 基于香港的实证研究 [J]. 经济学 (季刊), 2008(4): 961-982.
- [41] 王松涛, 刘洪玉. 香港住房市场中的政府干预及其启示 [J]. 城市问题, 2008(5): 70-77.
- [42] 安辉, 王瑞东. 我国房地产价格影响因素的实证分析—兼论当前房地产调控政策 [J]. 财经科学, 2013(3): 115-124.
- [43] 唐在富, 冯利红; 香港土地管理的做法及启示 [J]. 经济纵横, 2014(10): 30-34.
- [44] 薛百晴. 香港印花税及差饷对房价影响之研究 [D]. 硕士论文, 国立政治大学(台湾)行政管理, 2014.
- [45] 彭鸿斌. 北京市商品住宅价格研究 [D]. 博士论文, 重庆大学管理科学与工程, 2010.
- [46] 史永东, 陈日清. 不确定性条件下的房地产价格决定: 随机模型和经验分析 [J]. 经济学 (季刊), 2008(10): 211-230.
- [47] 王良健, 颜蕾, 李中华等. 土地供应计划对房价的传导机制研究 [J]. 自然资源学报, 2015(11): 1823-1833.
- [48] 李春吉, 孟晓宏. 中国房地产市场结构和价格影响因素的实证分析 [J]. 商业经济研究 (双月刊), 2005(6): 48-56.
- [49] 谢贤程. 香港房地产市场 [M]. 商务印书馆(香港)有限公司, 山西经济出版社, 1993.
- [50] 熊鹭. 香港房地产市场运行规律分析 [J]. 金融发展评论, 2011(11): 107-127.
- [51] 甘长求. 香港房地产的发展与管理 [M]. 香港: 中华书局(香港)有限公司, 1992.
- [52] 倪健中等. 告别港英: 两个世纪之交的两个香港之命运(上册) [M]. 北京: 中国社会出版社, 1996.
- [53] 王增怀, 朱爱国. 香港房地产调控的经验与启示 [J]. 金融纵横, 2014(4): 23-26.
- [54] 冯邦彦. 香港地产业百年 [M]. 上海: 东方出版中心, 2007.
- [55] 王于渐. 公屋私有化评论 [M]. 香港: 商务印书馆(香港)有限公司, 1998.
- [56] 薛凤旋. 香港发展报告(2012)—香港回归祖国15周年专辑 [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2012.
- [57] 徐大伟. 新制度经济学 [M]. 北京: 清华大学出版社, 2015.
- [58] 肖喜学. 香港城市微探 [M]. 香港: 中华书局(香港)有限公司, 2016.
- [59] 王于渐. 香港长远房屋策略和港人港地 [M]. 香港: 中华书局(香港)有限公司, 2013.
- [60] 何灏生. 香港房屋政策应坚守的十个原则 [J]. 紫荆论坛, 2016, 28(7-8): 11-14.
- [61] 周永新. 回首香港七十年——我们有过的欢笑和唏嘘 [M]. 香港: 中华书局(香港)有限公司, 2016.

- [62] 徐天威. 我们香港这些年 [M]. 北京: 中信出版集团股份有限公司, 2016.
- [63] 张顺洪. 大英帝国的瓦解——英国的非殖民化与香港问题 [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 1997.
- [64] 陈启能. 香港与英国殖民撤退 [M]. 北京: 中国社会科学出版社, 1993.
- [65] 邹崇铭, 张韻诗. 出卖新界东北——拆解地产霸权的5大攻略 [M]. 香港: 土地正义联盟, 2014.
- [66] 冯宗容, 许涛峰. 城市地产经济 [M]. 成都: 四川大学出版社, 2001.
- [67] 聂致钢. 以丁换权的收益和代价: 香港丁屋政策利弊谈 [J]. 中国房地产, 2015(5): 18-24.
- [68] 邹高禄. 香港土地租赁制度 [J]. 国土经济, 1998(2): 40-42.
- [69] 邱天培. 论香港土地开发利用制度及其对内地的启示 [D]. 硕士论文, 华南理工大学民商法学, 2013.
- [70] 方文殊. 未补价居屋倡放租, 解楼慌 [J]. 香港文汇, 2017-2-28.
- [71] 潘慧娴. 地产霸权 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2011.
- [72] 谢经荣, 吕萍, 乔志敏. 房地产经济学 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2008.
- [73] John P. Wiedemer. 房地产投资 [M]. 北京: 中信出版社, 2005.
- [74] James Heilbrum. Economics and Public Policy [C]. New York: St. Martin's Press, 1987: 304.
- [75] 佟新. 人口社会学 [M]. 北京: 北京大学出版社, 2000.
- [76] 邓卫, 宋扬. 住宅经济学 [M]. 北京: 清华大学出版社, 2008.
- [77] 葛红玲, 杨乐渝. 商品住宅价格形成问题研究——以北京为典型案例分析 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2010.
- [78] 王阿忠. 中国住宅市场的价格博弈与政府规制研究 [M]. 北京: 中国社会科学出版社, 2007.
- [79] 张泓铭. 住宅经济学 [M]. 上海: 上海财经大学出版社, 1998.
- [80] 王于渐. 香港长远房屋策略和港人港地 [M]. 香港: 中华书局, 2013.

A Study on the Relationship between Supply and Demand and Price Formation in Private Housing Market in Hong Kong

YUE Hong-nan

(The Center for Studies of Hong Kong, Macao and Pearl River Delta, Sun Yat-sen University;
Guangdong Guangzhou 510275)

Abstract: This paper firstly uses the theory of system vicissitude to sort out the historical context of the real estate market in Hong Kong, and analyzes the supply structure of the housing market. Secondly, from the perspective of market supply and market demand, the paper analyzes the land system, the quantity and the structure of supply and demand in the market, and the behavior of government, enterprise and requester. Finally, according to the theory of value and the mechanism of supply and demand, this paper explores the formation mechanism of private housing price in Hong Kong, and makes an empirical analysis.

The main contradiction, which causes the high housing prices in Hong Kong, is the serious imbalance between the structure of supply market and the structure of demand market. The system vicissitude, which is about the land supply and the policy of public housing, has exacerbated the imbalance between supply and demand. From the view of the value mechanism, the real estates' cost and gross profit have a significant impact on the price of private housing. From the supply and demand mechanism, many factors, which are the structure of government land supply, the market's vacancy ratio, average value of second-hand contract, the delinquency ratio more than 6 months of outstanding loans, and the number of domestic households, have an impact in the short term and long term on the private housing market in Hong Kong.

Key words: private housing; market supply and demand; price mechanism

收稿日期: 2017-10-12

作者简介: 岳虹男, 中山大学港澳珠江三角洲研究中心硕士研究生