

1. 引言

九七年春，很多人都沉醉於如何去迎接香港的主權回歸，市場一片景氣，恒生指數升近17000點，樓價在三數月內上升達二至三成，一般物業的價格都攀上歷史高位。

就如以往一樣，當樓價跳升時總會有人批評：「樓市出現了問題，價格脫離了市民的負擔能力，有心置業的人仕被拒之於門外；而樓價高企是因為投資活動過熱，故此物業投資活動要受到制約，樓價應該下調。但另一方面，政府應加大土地及房屋的供應量，以平抑樓價，滿足廣大市民的需要。」以上的論斷在本文中稱為「九七詮釋」。這次「九七詮釋」的散播首先由壓力團體所提出，並獲得某些政黨所支持，斷而形成一股社會輿論，在九七年春向行將上任以董健華為首的新政府施壓。

九七年十月的施政報告反映出新政府很大程度地接受了「九七詮釋」，建議一連串的土

地房屋措施以求樓市降溫，打擊樓價。其效果立竿見影，物業市場活動即時停滯，跟著金融風暴吹襲，樓價一瀉如注，使此等措施所希望達致的效果提前實現。但後期樓價下跌失控，經濟危機一觸即發，政府反而要提出救市措施，務求樓價要穩定下來。

三年之後的今天，雖然再聽不到政府官員談及「九七詮釋」的聲音，但是其餘韻尚在坊間。那麼，我們樂於再見「九七詮釋」成為社會規範 (social norm) 嗎？「九七詮釋」的風行使我們的整體經濟陷入一片困境，也為當政者帶來不少尷尬！而每一個香港人都直接或間接地受到影響。我們自當反省，到底「九七詮釋」意味著什麼，它是一個合理的市場詮釋嗎？它經得起嚴謹的科學驗證嗎？這三年來它所帶來的禍福得失又如何？這些都是本文的主旨所在。

2. 定義

「九七詮釋」是對物業市場的一個理解，所謂詮釋便是一套理念，內含多個觀點，這些觀點中有些是跟據客觀的理論，而有些則是主觀的意念所建立而成。在本文中，「九七詮釋」這套理念包含有以下的觀點：

- 樓市出現了嚴重問題，投資活動過熱；
- 樓價過高，應該下調；

- 有心置業人仕的訴求應加以協助；
- 政府應大量增加土地房屋的供應以滿足需求，平抑樓價。

貫通「九七詮釋」的一個主要訴求，就是「樓價需要下調」，但是物業價格下調，對社會帶來一定衝擊。究竟樓價下跌的影響是什麼？

3. 樓價下跌的影響

物業價格於九七及九八年大幅下跌，然而下跌是基於「九七詮釋」的風行還是金融風暴？

其實，在複雜的經濟體系中，二者是互相增強 (即正反饋效應，positive feedback)，基本上是沒

有明確的分野，這一場金融風暴，可視為九七及九八年樓價下調的催化劑，而樓價下調又加深了金融風暴在各經濟環節中的殺傷力。樓價

大幅下調就正實踐了「九七詮釋」的神髓，對社會各層面造成巨大衝擊，較主要的影響可歸納為下列數點：

(a) 為社會帶來一片困境

物業市場是整體資本市場的一個重要環節，樓價大幅下調為香港的資本市場帶來了沉重打擊，資產值大幅收縮，使物業擁有者的淨值資產以更大的幅度下降，甚至變成負資產，為業主們帶來一個沉重的負擔。本來身為業主是應感光榮，現在卻變成一個負累，不少人更陷入財務危機之中，嚴重的甚至破產。

物業市場的蕭條使那些與房地產物業相關的行業如建築業、銀行業、物業代理、廣告、物業估價、法律服務等立刻受到打擊；而物業價值下降所產生的財富收縮效應使很多人（尤

其是中產階級）的消費意欲大減，經濟體系中之內部需求也隨之大幅下降，百業營運艱難，產生了多年「難得一見」的通貨收縮（deflation）；企業倒閉接二連三，薪金水平急速下滑，失業率於九九年中時超越 6%，是為一九七六年以來的最高位 [3.1]，九八年第二季至九九年第一季的本地生產總值（GDP）呈負增長（註一），經濟明顯地衰退，人們對前景失去信心，社會陷入一片困境！

註一：以固定（1990年）市價計算 [3.2]

(b) 增加資本投資風險，打擊投資信心

在香港投資物業有一個特色，就是投資者一定看好市場的未來前景，亦即當投資者決定交易時，他會預期樓價上升。這是因為你不可能沽空物業，於後期當樓價更低時買回以作成交；再者，就物業市場本體而言，也找不到對沖風險的工具，故此當樓價下調時，若非能趕快賣出物業，物業擁有人不可能避免資本損失的結果，新的投資活動會即時停止，一個理性的投資者不會去研究負回報率的多少而去投資物業。

「九七詮釋」既然蘊含了樓價下調的訴求，這與物業投資者的預期剛好背道而馳。當「九七詮釋」風行時，投資者對市場信心頓失，他們以較低價售出物業，務求脫離困境。樓價下調，投資風險增大，於是虧本的或然率（probability）大大提高。自此，投資者起了介心，當物業價格回升時，他們擔心政府會否再一次作出市場干預，這就嚴重打擊了投資者的信心。

(c) 製造不安情緒

所有的投資前景都蘊藏不明朗因素，沒有人能百分百預知資產價格變動的方向和幅度。決策悔意（decision regret）是一種不安情緒，跟據心理學家貝爾（David Bell）[3.3]指出，當你的投資預期與市場實際的發展不相符時，決

策悔意便會產生。理論上你的投資損失愈大，不安的情緒就愈大，損失除了指實際的資本減值外，也包括了失去的其他賺錢機會。比如說當樓價上升時，你的資金只放在銀行的儲蓄戶口裡，如果你沒有投資的話，你的損失就等如

應有的資本增值額減去銀行利息的收入，在香港的地產市場這個損失金額的數字有時相當驚人。

平抑樓價政策為市場帶來了新的不確定因素，但這不確定性源自於政府官員的施政偏見，純粹是人為因素，與客觀的市場運作規律無關。在這政策宣告之前的物業投資者基本上未能把上述因素考在內，當樓價開始下調，物業投資者的決策悔意開始產生，不安情緒原本只針對自己的投資決策錯誤，但現轉移至針對政府的不是。接著樓價大幅度下跌，不安及怨恨情緒日益加大，針對範圍擴大至為何相信董

4. 「九七詮釋」的形成

「九七詮釋」之所以成為一股輿論壓力而使特區政府就範，當有其深遠的原因，對這些

(a) 樓市新境界，傳統智慧失效時

香港經濟的成功在全球經濟體系中是一個奇異現象，而與物業房地產有關的環節在香港經濟體系中比重之大也是另一個奇異現象。我們在傳統經濟學的智慧中找不到一個既有的模型去詮釋此等現象。但這並不能就此便推斷這些現象是不合理，只是不曾有人找出其運作的脈絡而已。

就房屋的居住層面而言，九六年尾及九七年初的供求狀況大至相同，傳統的經濟理論卻解釋不到為何九七年初樓價會大升。

那麼樓價趨升寓意何在？從資本市場的

(b) 資訊性的社會影響

樓市進入一個新境界時，價格不斷上升，當這一切都缺乏傳統智慧作指引時，大眾對樓市的判斷（無論從任何角度）都處於一個不明確的狀態。這時若有人提出一個見解（雖然並不

健華政府能帶給特區繁榮安定，為何當日不及早賣樓移民，或為何當日要從國外「回流」香港！

香港現時約有一半人口居住在自己擁有的物業中，持續的樓價下跌使這數字龐大群眾的不安情緒持續擴大，造成一股普遍性的社會隱憂，及反對政府的不滿。幸好九八年八月政府入市干預股票市場，樓市受到利好因素刺激下而開始回穩，不安的情緒才停止擴散。假如「九七詮釋」重提，樓價將再度下調，這股不安情緒又開始增大了。

原因有所認知則有助去了解「九七詮釋」的前因後果，從而易於明辨其中的是非。

角度考慮，既然物業是投資工具，樓價上升只代表了投資者樂觀的情緒，樓價基本上沒有高低的標準。然「九七詮釋」的支持者卻把樓價上升轉移至社會民生層面，認為這是社會問題，做一隻無殼蝸牛認為是一件憾事，更視投資物業獲利為「道德」所不容。究竟樓價趨升應否是個社會問題，沒有人曾為此而提出有效的論證 (argument)。由於香港正走上自行演化出來的社會及經濟模式，沒有其他地方的經濟狀態可作類比性參考，更找不到什麼傳統經濟學的智慧作指引。

一定是對)，這個見解就會很容易成為其他人的重要參考資料，並影響其判斷，社會心理學家把這現象稱為「資訊性的社會影響」(informational social influence)。他們認為：「當

情況曖昧不明時，你無法確定正確的回應，適當的行為，或正確的觀念時，你會非常願意接受別人的影響。你愈是不確定，愈會依賴別人的判斷。」[4.1]

當壓力團體提出「九七詮釋」時，沒有人能評估出其正確與否，加上「九七詮釋」「表

5. 邏輯的檢視

邏輯是檢視真理的工具，是一套方法去判斷一個概念的真偽或合理性，所有學術和科學的建立皆奠基於邏輯推理和相關證據的辨識。所以要判斷「九七詮釋」的合理性和真確性，須從邏輯著手。

一個包含謬誤 (fallacy) 的概念是一個錯誤的觀念，即不合邏輯，但謬誤通常不容易辨識，

(a) 物業價格與需求呈負相關係

「九七詮釋」的重要理論基礎，是一個樓價與需求因果關係的解釋，物業價格 (price) 與需求 (demand) 呈負相關係 (negative correlation)，即物業價格愈低，其需求便愈大，而價格愈高則需求愈少。「九七詮釋」的支持者認為樓價高會阻礙市民置業，未能滿足香港人的置業需求，故此應加大物業供應量 (supply)，及樓價應當下調，而使市民易於獲得物業擁有權。

這個概念與市場數據不相符，市場有足夠的資訊去證明，在近期的幾個樓市循環中顯現出樓價與需求不呈負相關係。圖一展示出從九一至九八年住宅價格與物業成交量的變化趨勢基本上是同步 (in-phase) 的，這與「九七詮釋」所預期是剛好相反！市場數據展示物業價格與需求呈正相關係 (positive correlation)。

圖一中的 X-軸代表全港九的所有物業類型成交個案數量 (註二) 的增減率；而 Y-軸代表住宅價格的增減率 (註三)。選取住宅價格作分析的

面上」牽涉社會公義及道德規範 (其實只涉及謬論)，於是自認為知識份子者都紛紛作出支持，漸漸增強而成為一股社會輿論，縱使有人不同意「九七詮釋」，然而很少人能在這龐大的輿論壓力下作出明亮的反對聲音，於是「九七詮釋」便確立了。

並往往歪曲成流行概念，因為易於認定為錯誤的概念很快便消失於人們的思維中，一般而言人們不會認定自己的思想中包含有錯誤的觀念。邏輯學其中的一個範疇便是將謬誤識別出來。

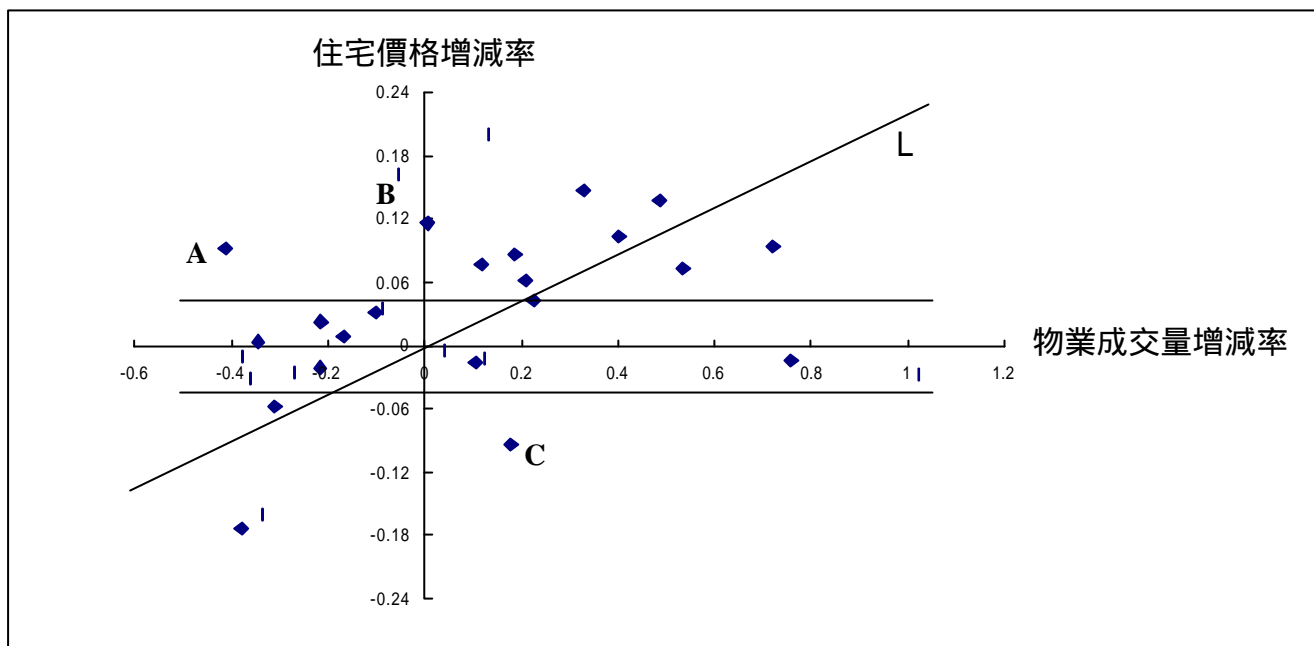
「九七詮釋」蘊藏了三個概念，下文將一一作出解釋，並以邏輯去檢視它們的真確性。

主要原因是其普及性，住宅的擁有者 (投資者) 遍及社會各階層，而其價格的變動亦最為受社會的關注，其他的物業如工廠、商舖等則相對地對一般市民的影響較少。圖中的每一點代表一組數值，即在同一季度內的價格指數及成交數量的增減率，而增減率的計算方法是相對於上一季度的數值。例如 A 點是九二年第一季的資料，數值為數 (-0.41, 0.09)，即與九一年第四季相比，是季的物業成交量下降了 41%，而住宅價格則上升了 9%。

圖中共有 31 組數值，其中有 18 組 (約 58%) 在第一象限 (1st quadrant: $x > 0, y > 0$) 或第三象限 (3rd quadrant: $x < 0, y < 0$) 內，表示在 91 至 98 年這八年中約有六成的季度內，價格的升跌與市場的成交量是同步，即價格升成交量跟著升，而價格跌則成交量亦跌，顯示二者呈正相關係。

其餘的 13 組數值落在第二或第四象限內，但其中的 10 組相當近 x-軸，其代表的價格變動

圖一 住宅價格增減率與物業成交量增減率的對比



量的幅度少於 $\pm 4\%$ 。在香港的物業市場中，一季的價格變動量少於4%可以視為相當平穩，不會有效地帶動投資情緒而刺激交投。故此這些數值屬於中性，代表著在大幅波動市場中的間歇調整期。

然在上述第二和第四象限中有三點遠離 x-軸，即 A、B 及 C 點，這三點有特殊的情況，代表當時投資者預期市場轉向的表現。A 點是 92 年第一季的數值而 B 點是 91 年第三季的數值。在九一年的大升市中，全年的價格比去年大幅上升了約 55%，在價格大幅跳升後，市場普遍預期樓市到頂，很有可能調整回落，故在價格繼續上升時成交量不斷萎縮，A 及 B 點正反映了上述的現象。C 點則是 98 年第二季的數值，這時樓市於九七年尾金融風暴爆發後出現了一個小陽春，投資者眼見樓市已大幅調整，

(b) 樓價過高，需要下調

樓價過高是一個簡化了的判斷，很多人就是喜歡將事情簡化，使事情變得明確而易於處理（但不一定能真正的解決問題）及得出結

很可能是回升的時候，故此大舉入市，雖然當時的價格趨勢仍未轉向。

就著圖一上各點的分佈形態作概括性描繪，可劃出 L 線，它通過原點 (origin: $x=y=0$) 並跨越第一及第三象限，這 L 線反映「價格」與「成交量」成正相關係。由於成交量是「需求」的一個客觀反映（於下文將有所解釋），故物業價格也與需求是正相關係，這與「九七詮釋」所蘊含的概念背道而馳。故此「物業價格與需求呈負相關係」是一個「謬誤」。

註二：於地土廳註冊的買賣合約個案，包括所有的物業類型 [5.1]，而其中大部份是住宅物業。

註三：基本數據採自香港政府差餉物業估價署所公佈的所有住宅種類型(all classes)的成交價格指數 [5.2]。

論。這是典型的二元化 (bivalent) 邏輯傾向。事情總是被分析成對或錯、是或非、黑或白，但真實的境況往往是在一片廣闊的灰色地帶。

樓價過高背後的意義是樓價應該有一個「合理水平」。但什麼才是合理？而這水平又依據何等標準去定立？假如合理水平未能確定，那麼樓價過高這個判斷便近乎謬誤。

樓價是高是低本身是一個模糊 (fuzzy) 概念，基本上找不到一度明確的界線去分開高或低。就如美麗、年輕、愉快和肥胖等，這都是沒有明確的標準和界線。模糊邏輯 (fuzzy logic) 先驅者英國人羅素 (Bertrand Russell) 於本世紀二十年代提出了著名的「禿頭詭論」[5.3]，以挑戰二元邏輯的不準確性。其大意謂假設一個有 X 條頭髮者被判斷為禿頭，那麼，有 $X+1$ 條頭髮者是否禿頭？只一髮之差當然也是禿頭，由此推導，有 $X+2$ 條以至 $X+N$ 條頭髮者都是禿頭，即所有人都是禿髮！跟據以上的邏輯，假如有人能找出一個合理的樓價水平，羅素的數學模型將導至所有的價位都是合理。

其實，不同個體在不同的境況和不同的利益立場下就對樓價有不同的理解。以下便是物業市場的主要參與者對物業價格最有可能的理解：-

物業擁有者：自用者 ——樓價趨升意味著資本增值，所以樓價永遠不會是過高。

活躍投資者 ——樓價偏高出售物業偏低購買物業，原則上樓價的波動越大他們的活動空間越大，價位的高低代表著機遇而已，沒有過高或過低的判斷。

準備入市者：尤其是對於首次購置物業者而言，樓價偏高意味著需要較大的資本投入，較少的邊際回報，投資風險同時之間亦會增大，故此這群人永遠認為樓價是偏高。

銀行家：樓價平穩發展是他們的願望，

因樓價下跌使物業按揭貸款變成壞賬的機會率增大；而樓價趨升雖然使現時貸款質素保持，但將來樓價下跌的機會率便會增加，使得他們對新造按揭傾向保守，不容易批出貸款，於是營業額下降。故此他們不欲見到樓價在短期內大升或大跌。

「樓價過高，需要下調」這個判斷很大程度上是準備入市者的訴求；在九七年上半年樓價上升二至三成，可能某些銀行家亦希望樓市降溫，但以上這些僅是市場參與者中的一小部份而已，而大部份的物業擁有者並沒有這個判斷。

在模糊邏輯的國度裡，事情的判斷總是一個程度上的問題，如何找出方法解決疑難則要視乎事情具體狀況。比如說在一個貫通東西和南北的十字交通匯合處，一組具備模糊邏輯程式的交通燈組合可因某個方向的交通流量而調校亮著綠色交通燈的時間，如當東西方向的交通較為繁忙時，則有關的交通燈便亮著較長的綠色燈。但所有的交通流量都可被視為某程度上的繁忙，而綠色燈亮著的時間亦是某程度上的長，假如繁忙的程度被定義為六種 (即極之繁忙、很繁忙、繁忙、普通、疏落、和極之疏落)，綠色交通燈的亮著時間便有六種相應的選擇 (如有需要可有較多層次對繁忙的定義)。若果定義只是繁忙或非繁忙 (二元化)，則讓成交通大混亂的機會率便會很高。同樣道理，「九七詮釋」對樓價的分析就只有過高這一個判斷，而那時政府針對樓市的政策就只依此判斷而制定，結果是當市場境況逆轉時，有關的打擊樓價措施未能及時調校，使得樓市活動持續萎縮，物業價格急劇下墜！

模糊邏輯的要義在指出，當事物被簡化為對或錯、黑或白等的理解時，所付出的代價就

是準確性 [5.4]，依賴不準確的理解而作出的行動都一定會有所誤差。九十年代日本人將模糊邏輯（或稱快絲邏輯）大量運用於很多家庭電器的設計上，如洗衣機、冷氣機及電飯煲等，藉提高機器的智能而使其運作效率更高。從對

事情真相的認知和處理方法這些角度來看，「九七詮釋」內含的智慧似乎過於簡單，及不上一個電飯煲。

故此樓價過高是一個不準確的判斷，而樓價是否需要下調則見仁見智，並不一定。

(c) 鼓勵物業擁有權

「九七詮釋」鼓勵置業，而九七年十月的施政報告就明確地定立一個目標：「承諾在2007年底以前，全港有70%的家庭擁有自置居所 [5.5]。」政府一系列的土地房屋政策是希望令到有些人得益，那麼誰是得益者？而居所擁有權又意義何在？

下表簡單地列出了一個小家庭租用或擁有一個於1997年市值二百萬元物業的分別：

	97年市值二百萬的物業	
	租用	擁有權
居所，日常生活所需	是	是
每月支出	\$7,500 (租金，註四)	\$13,050 (按揭，註五)
資本投資	-	\$680,000 (註六)
具升值(或虧本)潛力的資產	-	是

註四：假定物業回報率為4.5%

註五：假定按揭為20年，按樓價七成，利率為9.5%（九七年中的最優惠利率為8.75%）

註六：三成首期另加約百分之四費用（包括印花稅，經紀佣金，律師費等）。

在居住需求方面考慮，租用和擁有一個物業同樣都可以獲得一個居所，滿足了居住需求，而且租用比擁有一間居所便宜得多，至少減了數十萬元的資本投資，及每月租金只佔按

揭供款約六成。那麼，要解決居住問題，為何擁有權這方式受到鼓勵而不是租用方式？

物業擁有權有多方面的意義，如擁有一個「家」和「根」的情感訴求，當然亦代表持有了一個具升值（或虧本）潛力的資產。但這情感的訴求都與市場狀況掛了鉤，如在樓市向下時，欲購置物業者都可以遲些才建立自己的「家」，但已擁有物業者卻急於將自己的「根」賣掉；相反，當樓市向上時，不少人便趕快置「家」，而已擁有物業者就樂於保持原本的「根」。

既然物業市場的狀況成為一個主要考慮點，亦即人們非常看重這居所（是為一個大額資產）價格的升跌，很明顯，物業擁有權的最大意義就是資本增值（capital gain），故此只有當樓價在上升軌道時，擁有權才是應該受到鼓勵。

在九七年新土地房屋政策下之受益者就是在這政策功效發揮的時段獲得資本增值。不過這不可能發生，因為在這些政策發揮功效時樓價大幅下調，入市者只會蒙受資本損失，沒有人可以獲益，而所有物業擁有者都有所損失。

「九七詮釋」蘊含了樓價下調的訴求，故祇能為業主們帶來虧本的禍害，這與擁有權的利益相矛盾，導致產生了「不一致」（inconsistency）的謬誤。

但是現在樓市回升，於樓價低位時入市現在不是獲得資本增值嗎？不錯，但在這個過程中「九七詮釋」不為政府所接納了，九七年所定的政策也部份被修訂，部份被閣置了，獲得資本增值（可能只是暫時性）的幸運兒是因

為「九七詮釋」起初被接納但後來卻被閣置了這個連鎖過程。

基於以上的分析，不難發現「九七詮釋」

6. 古典經濟學的誤導

上文提出「物業價格與需求呈負相關係」是一個謬誤，這個問題值得再深入探究，因為這涉及了物業市場是如何運作的基本認知。認知正確，謬誤便不會產生，認知不正確，則謬誤易生。對於一個市場是如何運作，古典經濟學中的供求規律 (laws of supply and demand) 被奉

(a) 供求規律的背景

資本主義社會的運行模式在亞當史密斯 (Adam Smith) 的國富論 (The Wealth of Nations, 1766) 中有詳細的描述，他認為經濟的運作受一無形之手所推動，個體在滿足其最大的利益為前題下，貨品在市場中的需求 (demand) 及其供應 (supply) 將達致均衡狀態 (equilibrium) [6.1]。而市場中存在著調節機制。在不干預的情況下，市場的運作會進入最佳狀態。隨著國富論的出現，經濟學於焉誕生。

國富論是純粹的文字描寫，至於供求規律的圖表化是因其往後發展很受數學家及物理學家的影響。他們並將牛頓 (Issac Newton) 力學及一些物理學言詞 (如均衡、壓力、膨脹、伸縮性等) 附會於經濟學上 [6.2]，很大程度上將經濟體系詮釋成為一個機械式系統，認為經濟的發展可被預測 (其實則不盡然)。「需求規律」 (law of demand) 於 1830 年由一法國數學家加諾 (Antoine Augustin Cournot) 所提出 [6.3]，並首先在圖表上劃出需求曲線 (demand curve)。約二十年後，愛爾蘭哲學家勒拿 (Dionysius Lardner) 將「供應規律」 (law of supply) 連上需求規律，用以研究生產成本。這些理論早年主要應用在開發鐵路和建造橋樑時研究其成本效益，當時

內含不少謬誤的概念，有不準確的判斷，並且其觀點有互相矛盾的地方。總括而言，「九七詮釋」很大程度上是一個「謬論」。

為圭臬。然而供求規律從創立至今已二百多年，源自於十八世紀中的西方社會，一個經濟秩序與今截然不同的世界。那麼，這一套歷史悠久的「金科玉律」，能否利用來解釋現今本港物業市場的表現？

鐵路的重要性可比擬現今的航空運輸，代表著新科技的應用和龐大資源的投入，及其可觀的經濟效益。

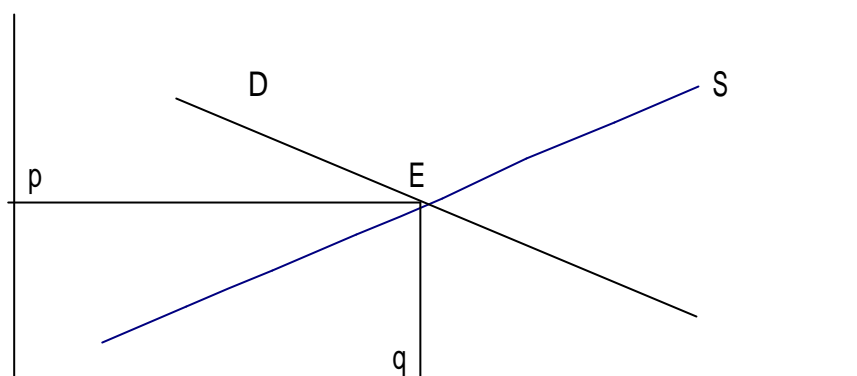
至於現時在學院中所流行的「供求規律」版本是出於數學家馬殊 (Alfred Marshall)。他於 1890 年篇寫了「經濟學原理」 (Principles of Economics)，此書的流行性很廣泛，並成為日後很多經濟學教科書的藍本。馬殊在書中劃出眾所熟悉的供求曲線組 (supply and demand curves, 圖二)，供應線 S 向上傾斜，表示供應量與價格呈正相關係；需求線 D 則向下傾斜，表示需求量與價格呈負相關係，兩線相交於一點，稱為均衡點 (equilibrium point)，市場於此點時需求及供應達至均衡狀態，這裡有一個相應的均衡價格 (equilibrium price)，並有一個相應的均衡量 (equilibrium quantity) [6.4]。以上可被概括地稱之為「均衡理論」 (equilibrium theory)。

在一般經濟學文獻中，需求規律的定義為：「當其他狀況相同，貨品 (good) 的價格愈高，其需求則愈低」；供應規律的定義為：「當其他狀況相同，貨品的價格愈高，其供應則愈大」[6.3]。上述規律所針對的是貨品 (good)，但在本港，物業的性質很大程度上是一項資產 (asset) [6.5]，其價格

會因應市場環境的變化而波動，具升值（或虧本）潛力。流行概念視均衡理論為物業市場運作的

金科玉律，亦即把「貨品」與「資產」劃上等號，這實是另外的一個謬誤！

圖二 供求曲線組



p = 均衡價格

q = 均衡量

E = 均衡點

(b) 理論與市場數據的比較

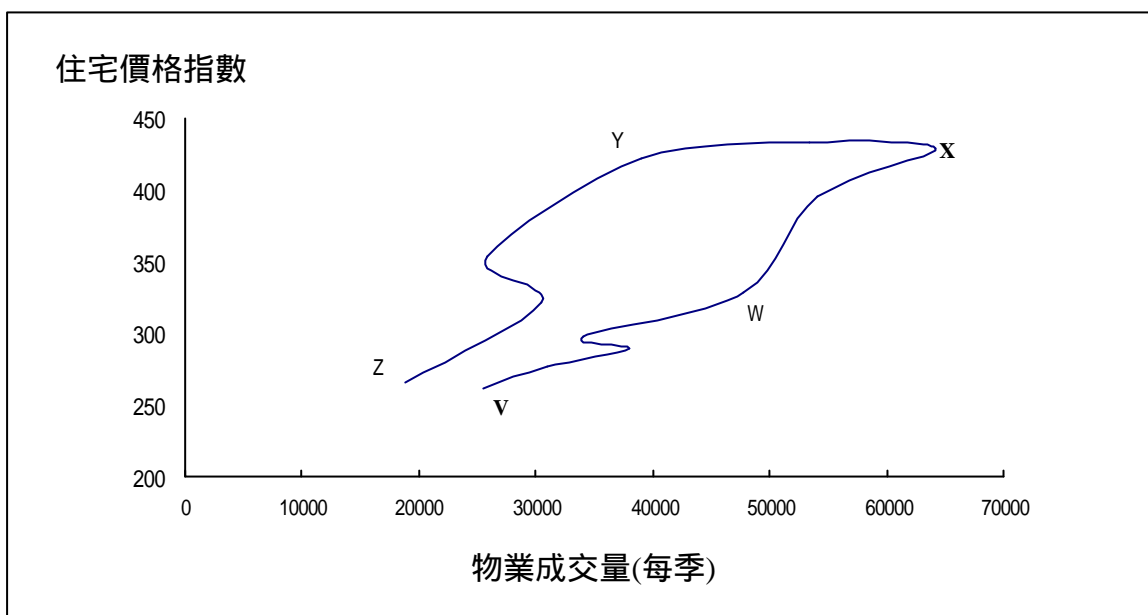
要檢視一個理論的有效性，必須將其與現實的市場活動作印証和比較，如果它能解釋到現實狀況，而市場的發展又與理論所預期相符，這理論才可成立或認定為適用；不然的話，這理論算是如何的簡潔優雅，它將不可能是正確或認可為適用 [7.1]。

圖三展現了最近一個樓市週期（約由九五年第四季至九八年第三季）的市場活動情況，錄載了每一季度的住宅價位（註三）與物業成交量（註二）的變化。選取這些數據的主要原因是它所反映出相當大的市場變動量，其所垮越的時段包括了九七年回歸前的大升市和金融風暴前後的大蕭條，充分顯現出本港樓市活動的基本形態。

經過九四年尾至九五年中的調整，樓市於九五年第四季（V 點）開始復甦，樓價拾級而上

而成交量亦不斷增加，直至九七年的第二季（X 點），價位和成交量皆接近歷史高位，在這時段內，樓價上升了 64%，住宅價格指數由 261 點（1989 年 = 100 點）升至 429 點，而物業成交量則由每季 25,595 宗跳升至 64,153 宗。其後金融風暴爆發，再加上新政府頒佈打擊樓價措施，樓市急轉直下，至九八年第三季（Z 點）政府入市干預股市為止，此時樓市位處谷底，從 X 點至 Z 點價位下調了約 39%，從 429 點回跌至 263 點，與九五年第四季時相近，而成交量則大幅縮減至每季 18,922 宗。從九五年第四季至九八年第三季止，樓市剛好完成了一個週期循環。圖三提供了一幅鮮明的樓市活動形象，「樓價」與「成交量」成「正相關係」，即樓價愈高其成交量愈大，相反樓價愈低則成交量愈少，這亦與上文圖一中所得的結論相吻合。

圖三 住宅價格指數與物業成交量的對比



V=4/95 W=4/96 X=2/97 Y=4/97 Z=3/98

要去分析均衡理論是否適用於本港物業市場，至此到達了關鍵時刻，要點是如何去理解「成交量」與「供應」和「需求」三者間的相互關係。

香港的地產市場是一個自由市場，物業賣方可作自由開價，而買方則可作自由還價，討價還價的過程一般經由一中介人（或稱經紀）所處理，經紀的主要功能是將二者的目標價格拉近，最後協議達成一個價格使買賣雙方都能接受，於是物業安排作成交轉讓，而這成交價格稱為「市場價格」(market price)。在不同的市場環境下，買賣雙方的討價能力有強弱之分，例如在升市時，成交價格一般而言較為接近賣方的開價。而在跌市時，成交價格一般而言較為接近買方的還價。故此市場價格隨著市場環境的轉變而不斷地波動。

市場上的物業成交可被理解為賣方願以市場價格（下稱市價）賣出物業，並配合了買方願以市價買入物業。在某一時段內，所有的上述賣方稱之為「有效供應」，顯然希望以市價之上才願賣出物業的就只能當成「潛在供應」；

而在這時段內的「總供應」就是以上二者的相加。在同一時段內，所有的上述買方稱之為「有效需求」，顯然希望以市價之下才願買入物業的就只能當成「潛在需求」；而在這時段內的「總需求」就是以上二者的相加。各詞彙的定義如下：

- 有效供應 : 在一時段內所有的賣方願以市價賣出物業
- 潛在供應 : 在同一時段內所有的賣方只願以市價以上才願賣出物業
- 總供應 : 有效供應 + 潛在供應
- 有效需求 : 在一時段內所有的買方願以市價買入物業
- 潛在需求 : 在同一時段內所有的買方只願以市價以下才願買入物業
- 總需求 : 有效需求 + 潛在需求

在上述的樓市週期中，有效需求配合了有效供應便成為市場的成交數據，而價格的變動與成交量的趨勢便展現於圖三內。

當樓價上升時，有效需求會加強，因為樂觀的情緒使大部份買方皆「預期」將來的樓價會繼續上升（雖然這不一定是事實）。買方會急於入市，因為入市時間的拖延對他們不利，他們願意提高自己「心目中」的市價以促成交易。於是部份的潛在需求轉變成有效需求，有效需求於是增強，樓價再有上升的空間，產生了「正反饋」(positive feedback) 效應，誘發大量的成交。在持續的升市中，會吸引更多的投資者對樓市產生興趣，於是潛在需求亦同步增強。

當樓價下跌時，有效需求會消滅，因為悲觀的情緒使大部份買方皆「預期」將來的樓價會繼續下跌（雖然這不一定是事實）。買方不急於入市，因為入市時間的拖延對他們有利，他們不斷地調低自己「心目中」的市價，希望物業會在較低的價位成交。於是部份的有效需求轉變成潛在需求，有效需求減弱，樓價再有下跌的壓力，這亦是「正反饋」效應，使成交量大為縮減。在持續的跌市中，投資者對樓市會漸漸減低興趣，於是潛在需求亦同步消滅。

在樓價上升時，有效供應會加大，雖然樂觀的情緒使不少賣方「預期」將來的樓價會繼續上升，他們不急於把物業賣掉，還不斷地把開價提高，但買方同時亦不斷地將還價提高，

(c) 市場實況

假如均衡理論適用於本地的物業市場，試問如果說樓市在進入均衡狀態是如何理解？相信資深的經濟學者或測量師亦難於解答！而從估價學 (valuation) 中，物業的均衡價格基本上是無從定義，估價師只可以評估出在某個時間點上物業的「公開市場價格」(open market value)，而從香港測量師學會所提出有關公開市場價格的定義中 [6.6]，便是為估價師在面對不

以貼近賣方心目中的市價來促成交易。買方提價的速度追得及賣方的提價速度，於是部份的潛在供應轉變成有效供應，有效供應增大，誘發大量成交。在持續的升市中，吸引的樓價會喚起了更多業主的賣樓興趣，使他們認為這時是賣掉物業的好時機，於是潛在供應亦同步加大。

在樓市下跌時，有效供應會減少，雖然悲觀的情緒使不少賣方「預期」將來的樓價會繼續下跌，他們急於把物業賣掉，還不斷地把開價調低，但這時買方同樣地將還價下調，希望物業會在較低的價位成交。買方下調還價的速度快於賣方下調開價的速度，於是部份的有效供應轉變成潛在供應，有效供應減少，使成交量大為縮減。在持續的跌市中，較低的樓價會使不少業主失去了賣樓的興趣，使他們認為這時不是賣掉物業的好時機，於是潛在供應亦同步減少。

圖三中的曲線是代表有效需求，亦代表了有效供應，二者在圖表上是同一條線，方向一致並互相重疊，系統中找不到均衡點，亦即市場上不存在著均衡狀態，不曾有均衡價格這東西。市場不斷地變化，「樓價」、「成交量」、「有效需求」和「有效供應」四者呈「正相關係」，這才是樓市系統運作的真正狀況，這就「違反了均衡理論中的需求規律」。

斷變異的市場時提供指引和取態。又假如說太古城向海中層大單位的均衡價格是每平方米 6,000 元，這又有何意義？市場的成交價格會以此為依歸嗎？當然不會，市場的投資者很大程度上只視這均衡價格為一個笑話而已！

結論是，從分析市場數據所得的結果，均衡理論並未能有效地解釋市場的運作情況，就物業價格、成交量、需求和供應這些市場現象

的詮釋，均衡理論並不適用。故此，依據均衡理論所作的物業市場分析皆易生謬誤，而以均

衡理論作基礎的土地房地產政策便為社會帶來了一片困境！

7. 科學精神

「科學的本質就是，拒絕相信那些根據希望所得出的結論」。

—— 史諾 (C.P. Snow) [4.1]

「九七詮釋」只是其支持者對物業市場所存的一股「希望」而已，期望藉操控價格以達致財富再分配的效果，故此「九七詮釋」並不科學。

市場分析須具科學精神，因為科學精神代表準確性的追尋 [5.4]，實事求是，免除謬誤。那麼，什麼是科學精神？

牛頓 (Issac Newton) 被譽為是近代偉大的科學家，其影響力所及不僅是在其生存的十七、十八世紀，就是現代科學很多方面也與牛頓所創立的學說有關，其最代表性者當是物理學上的重力理論和數學上的微積分。一六六零年代，當牛頓仍未成為殿堂級人物時，他對光學的研究就為科學界帶來重大的影響。他不僅證實了其「顏色理論」(theory of colour) 為正確，而更重要的是他留下一套得到結論的科學方法，以促進知識的探求和學術的發展。

陽光(白色)透過三角玻璃稜鏡後會偏折並散射出一度如彩虹般的七色光譜，當時的標準解釋(來自亞里士多德, Aristotle)認為白光是最純粹，無雜質形式的光，進入稜鏡後使它腐化，由於稜鏡是三角形，光在其近頂部途徑較短，腐化較少，呈紅色；而光在其近底部途徑較長，腐化較多，呈紫色。牛頓不讚同這個解釋，他做了一個簡單的實驗，把第二塊相同的玻璃稜鏡放在第一塊之後，只是將第二塊上下倒轉而已，於是七色光線從第一塊稜鏡出來後便進入了第二塊倒轉擺放的稜鏡，但光線並不再度被腐化而轉換顏色或加大散射幅度，七色

光線聚集並再度形成白光，由此證明白光並不純粹，並包含七色光譜中的所有顏色光。

牛頓在回答其顏色理論的挑戰者時指出：「假設應當僅在解釋事物本質之時被採用，而非被預定來決定它們，除非是在它們能提供實驗的範圍之內 [7.1]。」這就是「科學精神」，一個解釋事物本質之理論(假說)須與事物實在的表現(實驗)相符，這個理論算是如何的優雅簡潔，假如它與事實不符，它就不可能是正確的。

經濟學家常說，很多市場的表現與理論的預期不相符是因為這市場並不完美(imperfect)。但現實的世界從來都找不到一個完美的市場，以上的論調根本欠缺科學精神，假如這理論只適用於一個完美的市場，它就只適用於一個虛假的世界，為何要把它搬進現實來？均衡理論適用於本港的物業市場是一個假說，既然這與市場數據實況不相符，這假說就不可以成立。或者均衡理論自身就有著先天性的缺失！

「九七詮釋」為社會帶來了沉重的衝擊，使不少人陷入困境，我們自當猛然回首，認真地去檢討支配著我們思維的古舊理論是否洽當，跟著放眼遠方，去找尋和接受新的理論，以配合新時代的發展。科學家高德 (Harvey J. Gold)在其「生物系統的數學模擬」(Mathematical Modeling of Biological Systems)一書中就有如下的洞悉：「應該不斷地檢驗數學家推論的結果，比對自己有關合理生物行為的種種直覺。如果這樣的檢驗顯示出入，必須考慮下列幾種可能：

- i) 正規的數學推論有所錯誤；
- ii) 開始的假設錯誤，或者太急切的過度

- 簡化；
- iii) 自己對生物範圍的直覺有所缺憾；
 - iv) 一件開天闢地的新理論已經被發現了。」 [7.2]

8. 量子詮釋的啟示

什麼是物業市場？物業市場只是一個抽象的概念，沒有一個實體，沒有一個輪廓，我們看不見物業市場，能真實地捉摸到的，就只有它的數據，是市場運作的結果。那麼，物業市場是如何運作呢？這是一大遍空白的地方，長久以來就很少人以牛頓式的科學方法，將市場數據作基礎為物業市場的運作模式提供一個具真實感的詮釋。

量子力學 (quantum mechanics) 被譽為是繼愛因斯坦 (Albert Einstein) 的相對論之後在二十世紀物理學上另一大突破，它不但改變了現代人的生活，而且也為解釋世界事物是如何運作上 (例如宇宙的誕生及生命的起源等事情)，提供了一個具真實感的圖象。雖然如此，量子力學的研究已近百年，可是什麼是量子實體 (即量子物體是如何運動，如何存在) 至今依然未有定論。去解釋什麼是量子實體便是「量子詮釋」 (quantum interpretation)，這是一個既科學性又具哲學意味的深奧議題。我們面對物業市場數據時遇到一個難題，就是未能明確知道此等數據是依循什麼規律而產生，這與科學家在面對量子實驗數據而要去了解量子實體時的處境頗為相似。然而科學家處理量子詮釋的態度很是通達，對於我們在理解什麼是市場詮釋和如何去建立相關理論的方法上有著啟示作用。現在我們就看看量子詮釋是怎麼樣的一回事。

量子物體有一個特別性質，就是不確定性，在回應不同的實驗裝置時，量子物體的表现有時像波 (wave)，有時像粒子 (particle)，這現象稱之為「波粒二象性」 (wave-particle duality)。一般人通常都覺得一個量子物體像一

物業「價格、成交量、需求和供應，四者呈正相關係」是依據牛頓式的科學方法推敲出來，它將為物業市場分析提供一個新的理論基礎。

粒微小彈珠或豆形軟糖，在某一時刻存在於某一位置，並沿著明確的路徑運動。這概念其實是一個謬誤，稱為「豆形軟糖謬誤」 (jelly bean fallacy) [8.1]，量子的行為並非如此，它是以一種「機率波」 (wave of probability) 的形式運動，它有機會存在於宇宙中的每一個角落，我們不能知道量子「是否」存在於某一點的附近，只能知道它在這點附近的「機會率」。量子力學先驅者薛丁格 (Schrodinger) 在其量子方程式 (稱為薛丁格方程式, Schrodinger's Equation) [8.2] 中所描繪的，就只是在一些既有的狀況下計算找到量子的機會率而已。著名的「海森堡測不準原理」 (Heisenberg's Uncertainty Principle) [8.1] 指出，一個量子的位置與其動量 (momentum) 不可在同一時間內準確地測量到，若其位置愈精確地測量出，則其動量便愈不可準確地測量到；假如動量愈精確地測量出，則其位置便愈不可準確地得知。這與測量技術和儀器的精良程度無關。換句話說，量子物體不可確實地捉摸。

量子理論發展初期最先提出的一個量子詮釋便是「哥本哈根詮釋」 (Copenhagen Interpretation)，當時的主要提倡者是在哥本哈根工作的丹麥物理學家波耳 (Niels Bohr)，他的觀點受到愛因斯坦的批評，二人發生一場大辯論，後來科學家們普遍認為波耳勝出，自 1927 年 [8.3] 一次國際性會議之後，「哥本哈根詮釋」便被認為是標準的量子詮釋。「哥本哈根詮釋」認為當量子物體被「有意識」地觀測時，便產生了「波函數縮併」 (collapse of the wave function) 現象，由一個抽象的波形態變成一個

粒子形態以至其可被測定，即在此時量子才變得真實。以常理判斷，這樣解釋波粒二象性確是匪夷所思，因為構成世界事物的基本東西都是量子物體（包括人體），那麼，誰是一個獨立於整個世界以外而具有意識的觀測者使我們的世界變得真實？雖然很多同儕視哥本哈根詮釋為標準的量子詮釋，但是愛因斯坦和薛丁格就不表讚同。

科學家並未對量子世界的奇異性有所畏縮，他們深明對微觀事物的探求將為世界很多事物提供一些更明確的解釋，遵從牛頓的科學方法，他們建構了多樣化的量子詮釋。1985年英國BBC電台做了一個以量子詮釋為主題的節目，訪問了當代八位著名的物理學家，他們都各自提出自己對量子世界的理解 [8.4]，BBC後來出版了「原子幽靈」(The Ghost in the Atom) 一書，記述這些物理學大師的議論。畢竟波函數縮併不可被觀測，對一些物理學家而言，哥本哈根詮釋實有不足之處，難於全部接受，於是便有其他的量子詮釋出現，其中有由德布洛依 (Louis de Broglie) 於 1925 年提出，由波姆 (David Bohm) 於近代再為發展的「隱變量」 (Hidden-variable) 理論 [7.1]；由艾佛瑞特 (Hugh Everett) 於 1957 年發展出來的「多重世界詮釋」 (Many-universes Interpretation)；由克拉默 (Cramer) 於 1986 年提出的「交易者詮釋」 (Transactional Interpretation) 及由瞿樹元 (Shu-Yuan Chu) 於 1993 年提出的「弦繫重力」 (Stringing Gravity) 理論等等。

在可見的將來，可能有更多的量子詮釋出現，但物理學家不曾為量子詮釋未能歸宗於某單一理論而費神，他們知道量子物體的存在及運動模式很可能超出於一般人對物體感知的經驗，對量子詮釋的探求就有如瞎子摸象，當只

得一個瞎子捉摸象身上的一個部份而回報象的形態時，其對象的形容相信離事實很遠，但當有更多的瞎子一同摸象及回報後，這些資料的匯合便可為象的形態提供一個與實況相近的圖象。故此，每一個詮釋都為量子世界的理解帶來洞悉，當有更多的量子詮釋出現後，人們便能對量子世界有更多方面的掌握。

美國物理學家赫伯特 (Nick Herbert) 曾以彩虹比喻量子物體：「同一度彩虹，每一個人眼中的彩虹影像都不相同，彩虹本是幻象，但卻是真實的，可被觀測得到，但也可以說除非它被觀測，否則它本身是不存在。」物業市場又何嘗不像是度彩虹？它只是一個抽象的意念，每一個人對物業市場的認知和預期都不盡相同，面對相同的市場資訊，從來就沒有兩個人對市場的去向有百分百相同的結論。而其中亦未驚覺我們對市場運作的理解是如何缺乏。假如均衡理論退出市場分析的舞台後，剩下來的是一片廣闊空白地帶。物業市場比起量子世界更為複雜，市場的參與者各具自由意志，市場的不確定性將不可避免，相信沒有一個單一的理論可涵蓋眾多投資人的行為模式，每一個解釋市場運作的理論都可能有所缺失，但這並不要緊，重要的是這些理論應該根據牛頓式的科學方法而建立。就如量子詮釋，當有不同的物業市場運作的詮釋出現後(註七)，我們將更能掌握「真正的」市場規律。但無論如何，一個科學的市場詮釋應與市場數據相符，並應對為什麼「九七詮釋」會帶來一片困境與尷尬，作出解釋！

註七：筆者於「物業市場的奇異性」[6.5] 一文中就提出一套以「複雜非線性科學」(complex non-linear science) 為基礎的新市場詮釋。

9. 結論

「九七詮釋」內含的概念不是在 1997 年時才初次出現，過往每當樓市標升時總會聽見類似的聲音，樓價升幅愈高，聲音則愈大；就連鄰近地區的台灣也有類似的思潮。吶喊者多抱著狹隘的道德主義，他們對物業市場的認識有限，更對社會發展的潮流缺乏遠見。「九七詮釋」內含謬誤，其觀點自相矛盾，正正是一個謬論。然而「九七詮釋」畢竟曾被實踐，事實證明它的落實並未為社會帶來福祉，只帶來一片困境，及為當政者帶來一點尷尬。

雖然經歷金融風暴，香港經濟發展之成功使亞太地區不少國家羨慕不已。一九九九年香港又再次被基金經理評為世界上經濟最自由的地方；香港是國際級的大都會，我們有可觀的外匯儲備，有高的生活水平和偏高的薪金，當然也有偏高的樓價。我們正走在新時代發展步伐的前端，這當然是一件美好的事情。故樓價

偏高應是我們新經濟型態的一種特色，而不應理解為是一種病態。

均衡理論已不能完滿地解釋整體物業市場運作的規律，然而它在某些市場環節上依然有效（例如租務市場）。筆者在此文中嘗試跟據科學方法提出市場運作的一些新見解，然而物業市場是一個非常複雜的系統，其運作模式既有跌序又呈混沌（chaos），相信很難只找到一個單一的理論去把它涵蓋，就如從量子詮釋所得到的啟示，集各家之大成才是追尋真正知識之道。

2000 年已到，世界在不斷地演變中，身處於新時代裏我們對新事物應該有新的認知，為新的經濟型態找尋恰當的詮釋，不應再懷抱著落後的思維，老是回顧舊日的生活形態，緬懷昔日的樓價！

—— 完 ——

後語

人生總有所期望，追求財富是理所當然，難道要追求貧窮嗎？

投資行為是追求財富的表現，投資物業更反映了投資者對物業所在地區良好前景的預期，建立了可貴的信心。但「九七詮釋」把這一切都歪曲了，認為投資物業獲利是「不道德」。殊不知追求財富乃「道」之所在，亦與個人的「德」性無關。「無殼蝸牛」也是在追求財富，蝸牛把希望寄托於「殼」的資本增值上。假如這殼只能帶來禍害，那麼蝸牛不做也罷。在樓市低迷時，雖然樓價已大幅下調，蝸牛全都失了，他們都不急於擁有自己的殼，他

們的呼聲卻只在樓市上升時才出現！

「人為財死，鳥為食亡」，生命無價，為財而死當然不值得。但當人陷入財務危機中就會承受相當大的壓力，很多人難以支撐。跟據撒瑪利亞防止自殺會的數字，1998 年全年有八百多人自殺而其中 444 人是失業者，相信這群自殺的人當中有不少是受財債所困擾。「九七詮釋」就直接或間接地令不少人身陷重重的財債，無法自拔。

那麼，再要有多少人斷送性命才能使我們覺醒「九七詮釋」的禍害？而這群因財債已身死的人又能向誰討個公道？

參考書籍

- [1.1] Waldrop, Mitchell M. : Complexity : published by Simon & Schuster [1992]
- [2.1] Darwin, Charles : The Origin of Species [1859] : published by Random House Value Publishing, Inc. [1979]
- [3.1] Census and Statistics Department, Hong Kong Government : Hong Kong Annual Digest of Statistics (various issues) : printed by the Printing Department
- [3.2] 中華人民共和國香港特別行政區政府統計署 : 香港統計月刊一九九九年十一月 : 政府印務局印製 [1999]
- [3.3] Bernstein, Peter L. : Against the Gods : published by John Wiley & Sons, Inc. [1998]
- [4.1] Aronson, Eliot ; Wilson, Timothy D. & Akert, Robin M. (譯者 李茂興, 余家泉) : 社會心理學 : 揚智文化事業股份有限公司出版 [1995]
- [5.1] Rating and Valuation Department : Property Market Statistics (various issues) : issued by the Rating and Valuation Department
- [5.2] 差餉物業估價署 : 香港物業報告[1991 - 1999] : 香港政府印務局印製
- [5.3] 九章出版社 : 模糊數學入門 : 九章出版社出版 [1996]
- [5.4] Kosko, Bart : Fuzzy Thinking : published by Harper Collins Publishers [1994]
- [5.5] 中華人民共和國香港特別行政區 : 政策綱領 ——一九九七年施政報告 : 香港政府印務局印製 [1997]
- [6.1] Smith, Adam : The Wealth of Nations, Books I - III [1776] : published by Penguin Group [1997]
- [6.2] Mainzer, Klaus : Thinking in Complexity : published by Springer - Verlag Berlin Heidelberg [1997]
- [6.3] Parkin, Micheal : Economics : published by Addison-Wesley Publishing Company, Inc. [1994]
- [6.4] Marshall, Alfred : Principle of Economics [1920] : published by Prometheus Books [1997]
- [6.5] 鄧超文 : 物業市場的奇異性 (The Hong Kong Surveyor, Vol.9 Issue No.1 Oct.1998) : published by The Hong Kong Institute of Surveyors
- [6.6] A Joint Working Group of the HKIS and RICS (HK Branch) : Hong Kong Guidance Notes on the Valuation of Property Assets : published by the HKIS and RICS (HK Branch) [1988]
- [7.1] Gribbin, John : Schrodinger's Kittens : published by Weidenfeld & Nicolson [1995]
- [7.2] Gleick, James (譯者 林和) : 混沌 : 天下文化出版 [1995]
- [8.1] Halliday ; Resnick & Walker (譯者 王耀諄, 張彥華, 吳德和) : 物理 : 全華科技圖書股份有限公司出版 [1984]
- [8.2] Peleg, Yoav ; Pnini, Reuven & Zaarur, Elyahu : Schaum's Outline of Theory and Problems of Quantum Mechanics : published by The McGraw-Hill Companies [1998]
- [8.3] Bub, Jeffrey : Interpreting the Quantum World : published by Cambridge University Press [1997]
- [8.4] Davies, P.C.W. & Brown, J.R. : The Ghost in the Atom : published by Cambridge University Press [1986]

索引

鄧先生對自然科學的精確優雅很是欣賞，自然科學在過去一世紀中長速進步，而反觀一些社會科學如經濟學等則停滯不前，使得現代社會所發生的很多問題未能被正確地理解，故此亦未能有效地解決。鄧先生目睹西方不少學者已開始將複雜非線性科學慢慢地融入社會科學，為很多問題提供了一個較佳的分析層面，一場知識革命正蓄勢待發。香港在這方面的學

術發展仍然很落後，鄧先生希望能盡一分力在本土去幫助催生這一場知識革命。

鄧先生對物業市場有廣泛的接觸，曾多年任職於匯豐物業，是為一位產業測量師亦曾對物業投資作出多方面的研究和實踐，對於為地產學術發掘新知識，他覺得應是行內當今的重要議題。