▲中國經濟的韌性依然來自於地產周期，而且金融、地產等行業的平均TTM市盈率僅為十倍左右，位於歷史最低位附近，在經濟復甦盈利改善之下，金融與地產股具有一定的上漲空間

A股市場風格切換探究

今年前七個月，A股是典型的成長股牛市，領漲的是醫療保健、日常消費和信息技術三大行業，而領跌的則是能源、金融和房地產三大周期板塊。但自從8月份以來，市場結構發生巨變。此前領漲醫療保健、信息技術等行業出現下跌，排行墊底，而滯漲的金融、地產等板塊則小幅上漲，排行領先。

超限觀點
姜超
海通證券首席宏觀分析師

從進一步細分的Wind二級行業來觀察，8月份以來汽車和保險兩大行業的漲幅已經超過10%，而公用事業、房地產、銀行、運輸等行業的漲幅則在5%左右。與此同時，家庭與個人用品、生物製藥、醫療保健等行業的跌幅接近或超過10%，軟件與服務、半導體等行業的跌幅則在5%左右。

成長牛市倚重消費

事實上，自從2010年以來，A股就是日常消費、醫療保健和信息技術三大成長股行業長期領漲。成長股領漲背後的一個重要原因，在於自從2010年中國出現了明顯的結構轉型，消費增速開始趨勢性的超過投資增速。

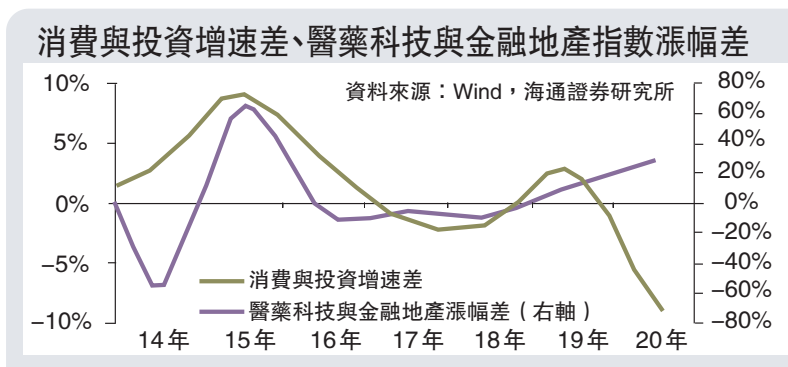
A股市場經常把美股作為模仿的榜樣，存在所謂的美股映射，而美股在過去三十年也是科技、醫藥、消費等行業長期領漲。美國成長股行業長期走牛的背後，是其經濟以消費為主導，過去三十年其消費的年均名義增速為4.8%，高於投資4.5%的年均名義增速。

今年以來，美股再度呈現科技、消費等行業領漲，而金融、地產和能源等周期行業領跌。原因在於，疫情衝擊最嚴重的是美國的投資，其二季度的投資名義增速同比下滑了16.2%；而在巨額的財政補貼之下，消費受到的影響相對較小，二季度的消費名義增速同比下滑10%，降幅遠低於投資。

另從美國的零售數據來看，其6月份的全國零售增速已經同比轉正，截至8月份已經連續三個月保持同比正增長，這就可以很好的解釋美國消費有關行業股價在今年的良好表現，因為消費已經率先開始了復甦。而美國的網絡零售表現尤其出色，二季度單季增速高達44.4%，創下2001年以來的單季新高，支撐其科技股大幅上漲。

利率上行水牛難繼

相比於美國消費的迅速復甦，中國的消費表現偏弱，一直到8月份增速才勉強轉正，較美國的6月份轉正晚了兩個月；中國反而是投資增速在4月份就率先轉正。消費的表現偏弱，意味着消費有關行業的基本面並沒有市場預期的那麼樂觀。從利潤表現來看，雖然今年的醫療保健和信息技術行業的利潤增速表現不錯，但主要原因是這兩個行業的利潤在2018年以後都經歷了明顯的下滑，其實是低基數帶來的利潤增長，而今年中期的滾動四個季度淨利潤只是恢復到了2018年同期大致相當的水平。



因此，近兩年醫藥科技為代表的成長股牛市，其本質上靠的是估值水平的大幅提升。筆者統計Wind醫藥科技行業的平均TTM市盈率，從2018年末的31倍最高升至2020年7月的96倍，而這又離不開過去兩年利率持續下行的大環境。由於持續的金融去槓桿，全社會的融資需求持續萎縮，推動市場利率下降，大家可以憧憬中國的利率和歐美一樣歸零，因而哪怕市盈率升至接近100倍貌似也可以自圓其說。

但從4月份開始，中國的利率不降反升，標誌性的10年期國債利率已經從最低的2.5%升至3.1%以上。而且由於社融增速持續回升，代表着信用擴張周期仍在繼續，預示未來利率仍趨於上行，這也意味着部分成長股行業的高估值存在大幅下行的風險。

在過去的幾年，消費相對於投資的表現對中國股市非常重要，是決定醫藥科技等成長股行業相對於金融地產等周期行業表現的重要因素。在16/17年，也曾經出現過投資增速持續高於消費增速，導致依賴於消費的醫藥科技行業的股價表現不及依賴投資的金融地產。而今年以來中國的投資增速再次遠超消費增速，但醫藥科技行業的股價表現遠好於金融地產，這一偏離的出現顯得不太正常。

經濟復甦周期崛起

在過去二十年中，時常有看空中國經濟的聲音，但事後來看，中美是唯二經濟持續增長的超級經濟體。相比之下，日本經濟停滯了二十年，而歐元區經濟也停滯了十多年。而且與美國相比，中國經濟更有成長性，2019年的中國經濟總量比2000年增長了十倍以上，而美國僅增長了一倍。

中國經濟的持續增長也可以用實物指標來證明，由於所有行業的發展都需要用電，因而發電量增速是代表中國實際經濟運行的最重要的實物指標。筆者發現，過去二十年的發電量增速與GDP名義增速走勢基本一致，意味着前者可以很好的代表經濟增長的方向。其中發電量增速只在2008年、2015年和2020年左右出現過短期負增長，但增速很快就轉正，從側面反映出中國經濟增長非常具有韌性。

筆者認為，當前中國經濟的韌性依然來自於地產周期。目前中國的城鎮化率為60%左右，離80%左右的成熟期仍有一定的空間，在三四五線城市戶籍全面放開的紅利下，都市化和城市圈建設仍將會拉動中國經濟發展。此外，中國的商品房市場發展只有二十年左右，市場上依然存在大量房齡超過二十年的老房子，折舊和更新需求也會給地產周期提供支撐。

只要地產周期沒有結束，那麼每一次的貨幣放鬆都會推高房地產市場銷售，進而拉動地產投資和相關產業發展，從而拉動中國經濟。這也是今年在4月份以後發生的現象，隨着社融增速的大幅回升，今年7、8兩個月的全國地產銷售額增速分別達到17%和27%，領跑各項經濟指標。

因此，雖然大家都不喜歡金融地產，因為靠放水發展地產的模式長期看沒有前途，但地產銷售的大幅回升是一個客觀的事實，而存在即是合理的。在社融持續高增的支持之下，地產周期短期難以看到拐頭的跡象，而無論是金融還是房地產行業，都會受益於融資增速的回升和經濟的復甦，其盈利將趨於改善。

加上由於長期的市場偏見，目前金融地產等行業的平均TTM市盈率僅為十倍左右，位於歷史最低位附近，其下跌的空間不大，加上經濟復甦盈利改善，這些行業在未來反而有獲得絕對收益的機會。

總結來說，雖然大家喜歡科技醫藥等成長股，但由於中國的復甦模式與美國不一樣，是靠投資引領經濟復甦，而消費持續偏弱，這意味着偏周期的金融地產等行業反而會受益，而高估值的醫藥科技等行業未必有大家預期的那麼好。

社區團購疫後獲捧

創科宇宙
梁潁宇
創業投資者聯盟召集人

新冠疫情肆虐大半年，癱瘓環球經濟活動，零售消費是其中一個重災區，經營者水深火熱，努力尋找不同出路。融合線上線下優勢的社區團購，憑着獨特經營模式在疫情期間跑出，吸引阿里、騰訊、美團、拼多多等互聯網巨頭紛紛殺入戰場，勢必迎來一輪爆炸式增長。

社區團購是一種面向城鄉小社區，主要為社區內用戶提供蔬果、肉禽蛋、飲料、米麵糧油等生鮮食品和日用品的團購服務。與傳統網購快遞到家的模式不同，社區團購最大特點是採取「預購＋自提」模式，以「團長」概念運作，打造扎根於社區的鄰里團購生態鏈。基本運作是用戶在線上選購貨品，由社區內各團長集中採購、集中配送，電商平台只需把商品統一配送給團長，最後一里的派遞由團長負責通知買家前來領取，又或親自送上門，形成一個線上結合線下的購物模式。

形象化地看，社區團購就是電商版的生鮮或街角小店，賣的是鮮活食品和日常消耗品等高頻剛需商品，業內人士估計市場規模達萬億元人民幣級別。過往由於根深蒂固的習慣，家庭主婦喜歡每天到市場親手採購，電商平台滲透率一直偏低，今年疫情期間全國封閉，上街買菜也被禁，社區團購意外成為居民生活的重要支撐，小區居民生活必需品都是合併訂單一起送貨，對以前不習慣社區電商購物的用戶，產生了教育效果，社區團購就這樣扎下根來。

疫情過後，這個一直未充分開發的市場，市場結構逐漸發生變化，電商包括拼團在內的線下社群購買方式快速發展，社區團購平台營業額也隨之大漲；以早於2018年中已進軍這個市場的十薈團為例，在疫情期間的業務單量翻倍，武漢地區增長了500%，3月份網站成交金額(GMV)突破5億元（人民幣，下同），4月進一步跨越6.5億元，增幅反映疫情催化社區團購的滲透，小區居民消費習慣正在形成。

其實，社區團購早於2016年已萌芽，前期主要從二線城市及內陸地區開始發展。2018年下半年發展加快，從8月十薈團獲得1億元投資，至12月僅四個月內，至少有15家社區團購平台獲得千萬到億元的融資。至去年阿里巴巴投資十薈團、騰訊投資興盛優選，社區團購已經是這些科技巨頭看準的未來發展方向。

疫情帶來的高增長鞏固了投資者的信心，今年5至7月，短短兩個月的時間，十薈團先後完成了兩輪投資額分別達8000萬美元和8140萬美元的融資。7月興盛優選完成了8億美元融資，美團也正式成立優選事業部，快速推進社區團購業務，計劃在未來三個月內進入二十個省份。最新發展是拼多多旗下社區團購項目「多多買菜」亦通過微信小程式上線，正式加入戰場與一眾巨頭展開正面較量。

大幅壓低履約成本

留意的是在社區團購整個經營鏈條中，團長是平台與社區用戶之間的橋樑，也是推動業績的靈魂人物。這些人中許多是全職主婦，她們有大量閒餘時間以及較強的社區熟人關係網，可於短時間內建立起團購微信群，以兼職形式賺外快；其次多的是便利店店主，他們中很多人本身就一直扮演着快遞自提點的角色，兼任團長自然順理成章。

社區團購平台借助團長的社交能力，平台以「佣金」制，鼓勵團長介紹鄰里成為客戶，並負責日常維護運營和促銷，能不能快速找到足夠多符合要求，可以激活用戶的團長，決定了平台能否搭建起核心的銷貨體系、營運和持續提升成交量，向社區提供線上拼團、送貨到社區自提點的運作。

有別於分散各地的網友團購模式，社區團購因為一次就把整個社區客戶訂單合併在一起送貨；而且採用預售模式，大多是即日下單、翌日發貨，與傳統電商相比，社區團購只需直接把商品從產地或供應商送到社區，省卻了上門配送環節，供應商可省下存貨、地租、人力等多項成本，尤其是降低生鮮商品的高損耗，平台集中採購對上游供應商擁有較強的議價能力。供應鏈做得有效率的社區團購平台可把履約成本，從傳統電商平台約佔20%至30%，大幅壓縮至3%左右，從而在商品價格上形成優勢，對價格敏感的地方社區居民是一大賣點。

社區團購可以涉及到城市的每一個小區，也可以是鄉村每一個居民集合點，市場潛力巨大，但滲透率一直偏低，至今未有真正的行業巨頭跑出來。隨着科技巨頭押重資入場，逐步打開這個萬億市場的缺口，相信很快會進入高速增長時代，在低迷的零售消費市場，殺出一條血路來。

增加供應讓香港更宜居

樓語縱橫
陳坤興
Q房網香港董事總經理

新一期居屋正式接受申請，今期新居屋共有四個屋苑，分布於鑽石山、馬鞍山、火炭及粉嶺。雖然其中只有鑽石山啟翔苑位處市區，比對於去年有何文田冠德苑以至長沙灣凱德苑，以受歡迎程度來看，今年居屋或許稍遜於去年，但今年新居屋合共提供7047伙，較去年4904伙，大幅增加43.7%，為更多合資格人士提供置業機會。

一如特首林鄭月娥在去年施政報告所言，房屋並不是簡單的商品，適切的居所是市民對政府應有的期望，是社會和諧穩定的基礎。因此政府有其不可或缺的角色，宜銳意提供更多「供得起、買得起」資助房屋，一方面改革居屋定價機制，亦為市場提供更多居屋、綠置居，以至首置盤等置業機會，再加上白居二名額的增加，亦讓更多低收入家庭可以輕鬆上車。

談到有關資助房屋的供應，月前深圳住屋與建屋局局長張學凡便指出，將仿效新加坡房屋政策。目標是讓六成深圳居民入住公營房屋，並期望能在「十四五」（即2021至2025年）期間，將深圳人均居住面積由目前的27.8平方米（約299平方呎）提升至30平方米（約323平方呎），讓市民從「住有所居」邁向「住有宜居」。

這裏所指的「住有宜居」即是「宜居城市」的概念，當然要談得上宜居，人均居住面積確實是不可或缺的一環。奈何這一項令港人感到「汗顏」，一河之隔的深圳人均居住面積亦接近300平方呎，而香港卻只有深圳的一半左右而已，人均居住面積只有161平方呎，當中公屋住戶更只有124平方呎。

無可否認，增加資助房屋供應，為上車客提供更多置業機會，有助本地成為更「宜居城市」，人均居住面積亦得以提升；同時，居屋供應提升後對整體私樓市場未有太大壓力，反之讓私樓市場更見健康，加上政府放寬按揭保險的上限後，整體換樓市場亦更見活躍。

總括而言，要讓香港成為「宜居城市」，仍需要多方面努力，一方面讓市民可以更輕鬆上車，另一方面，加快公營房屋的興建亦是相當重要。最終的目標仍然是，「讓港人重拾置業信心，提供更多、更好，及更可負擔的居所，讓更多港人可以安居樂業。」