



►截至9月末，全國商品房累計銷售面積同比降幅已經企穩，且有小幅收窄趨勢。

近期A股市場底部震盪，醫藥、信創（信息技術應用創新）等前期跌幅較大的板塊活躍度提升，預期全面好轉，有望成為新的主線。而地產板塊作為備受關注的穩增長板塊，雖在扶持政策刺激下反彈，但整體表現依然差強人意，持續考驗投資者的耐心。

內房股迎來政策呵護期

金融萬象 薛洪言
星圖金融研究院
副院長

結合當前估值來看，市場已經充分消化了地產中長期基本面缺乏想像空間的預期。事實上，考慮到大量房企的退出（或處在待退出狀態），房地產行業供給側競爭格局將持續優化。類比家電、白酒、煤炭等板塊歷史，供給側優化助力龍頭提升份額，經歷悲觀情緒殺估值後，常常能走出盈利和估值雙升的戴維斯雙擊行情，為投資者帶來豐厚的回報。

商品房銷售降幅收窄

就目前市場情況來看，投資者似乎不關心三、五年後的龍頭份額提升，只關注當下的地產銷售低迷，幾乎將戴維斯雙殺行情演繹至極致。數據顯示，2022年1月至9月，全國商品房銷售面積10.14億平方米，累計同比下降22.2%；商品房銷售額9.94萬億元（人民幣，下同），累計同比下降26.3%。銷售端的低迷傳導至拿地和開工端，1月至9月購置土地面積、土地成交價款同比分別下降53.0%和46.2%；房地產開發投資額累計同比下降8%，其中新開工面積累計同比下降38%。10月受疫情多點擴散影響，數據同樣不及預期。

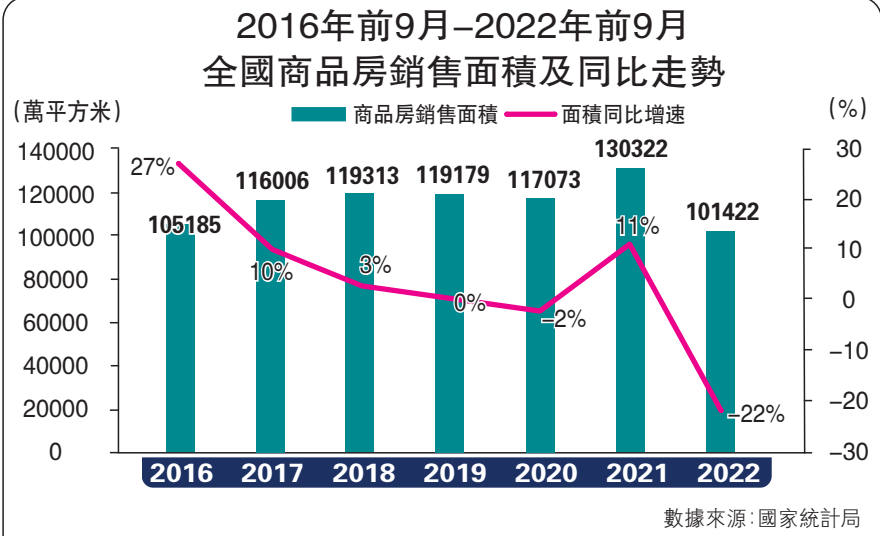
受此影響，建材、家居、家電等整個地產產業鏈，以及為地產提供融資支持的銀行均遭遇逆風，估值回落至歷史底部區域。以11月7日收盤價看，房地產、建築材料、銀行、建築裝飾、家用電器等地產鏈板塊的市淨率分位均處於2016年以來5%分位以內。這些板塊的合計市值佔比為15.43%，成為拖累大盤指數行情的力量。

自2021年末開始，政策端便一直在持續發力，但就樓市刺激政策來看，市場的普遍看法是「托而不舉」：一方面，堅持高質量發展原則，不把地產作為短期刺激經濟的手段，「房住不炒」仍為政策紅線；另一方面，關注房企違約和房價下跌的衍生風險，注重穩房價、穩預期，着力保交樓、保民生，持續調整政策支持剛性和改善性住房需求。在政策支持下，截至9月末，全國商品房累計銷售面積同比降幅已經企穩，且有小幅收窄趨勢。

具體到企業層面，1月至9月百強房企銷售額同比下降45.7%，其中三季度同比下降33.1%，明顯收窄，但降幅仍然較高。結構上看，又可分為兩大陣營：由於擔心交樓風險，央企國企和個別優質民企開發公司更受青睞，民營房企則普遍去化困難，回款壓力較大。疊加償債高峰期陸續來臨，債券違約事件屢有發生，持續壓制板塊投資情緒。

即便是銷售相對佔優的央企國企，今年也多以「銷售去化、確保經營安全」為第一原則，適當放鬆對毛利率的要求，普遍出現毛利率下降、盈利下降等問題，無法在業績層面對估值產生有力支撐。

從結果上看，無論企業資質好壞，估值都有明顯壓縮，導致板塊整體表現較差。2022年以來至11月7日，申萬房地產行業累計下跌



19.5%，在31個行業中排名20位；2019年以來累計下跌22.4%，排名倒數第一。

市場抄底信心仍不足

回歸到地產行業基本面，當前的主要問題在於預期變差。受人口老齡化、保障租賃住房和二手房的替代效應、房產稅徵收預期等多種因素影響，市場普遍預期未來商品住房需求會下台階，繼而對房價持續上漲的信心不足。作為家庭最大的支出項目，房地產具有相當的資產屬性，房價上漲信心不足會反過來影響當下需求，繼而影響當下房價走勢，市場對房價上漲的信心愈發不足。

當預期下行時，需要下猛藥以矯枉過正，但在「房住不炒」的紅線下，政策端難以下猛藥，從結果上看，穩房價、穩預期的效果不達預期。當市場陷入預期轉弱的負向循環時，對行業的未來便會缺乏共識。投資是面向未來的遊戲，當未來模糊不清時，估值便會失去支撐。此時，企業估值從20倍跌到15倍、10倍或者5倍似乎都是合理的，即便只有5倍估值，對於地產這種高槓桿行業，似乎也不夠安全，房價的下滑可以借助槓桿效應輕易壓縮毛利空間。

就近兩年數據來看，有些房企2021年的市盈率還有5倍，看着很便宜，但因淨利潤大幅下降，到了2022年，市盈率可能已經超過三位數。就一般的周期性行業，行業規律是清晰的，投資者敢於逆周期抄底，比如生豬板塊，行業大幅虧損時恰恰是最好的買入時機，投資者不在乎市盈率是不是負值。當前的地產板塊，雖然都知道是中期下行階段，但由於對未來行業中長期模式看不清楚，很難有信心左側抄底，市場都在等待右側。

所以，地產板塊何時止跌呢？大概率要等基本面出現拐點，市場信心回暖，股價才會出現拐點。如前所述，當前的房地產銷售依舊低迷，拐

點未至，還在左側。

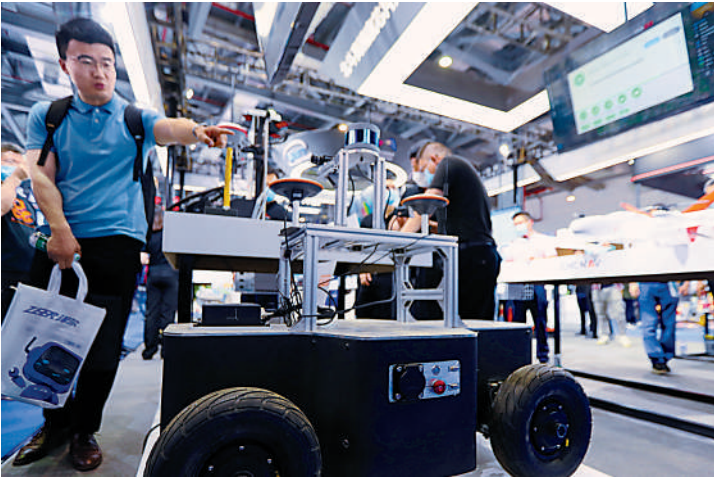
外貿下滑倒逼穩內需

由於房價預期不穩，地產基本面的拐點難以自行出現，需要政策端繼續發力。結合經濟增長的動力來看，政策端繼續發力的時點或許已經不遠。這要從經濟增長的短期動力切換說起。

2020年以來，淨出口對中國國內生產總值（GDP）的貢獻率逐年提升，2022年前三季度已提升至32%。淨出口的快速上升在相當程度上彌補了內需的疲弱，確保了經濟增速保持在合理水平，也給疫情防控和「房住不炒」等政策執行提供了空間。但隨着全球主要經濟體陷入衰退，中國出口動力正在減弱，2022年10月，中國以美元計價的淨出口總額同比增速僅為0.9%，較9月份同比增速24.53%明顯下滑，雖然有人民幣貶值因素影響，但出口動力減弱已是不爭的事實。最遲到2023年，在高基數效應和全球經濟繼續衰退的雙重作用下，淨出口對GDP增長的貢獻大概率快速下降，甚至可能為負貢獻，倒逼政策端快速釋放內需空間，以完成增長動力切換。

政策發揮效果需要時間，故而要打提前量。在這個意義上，今年12月份的中央政治局會議和中央經濟工作會議值得期待。鑒於今年基建投資、汽車消費的高基數，以及疫情防控政策優化對消費信心提升的滯後性，地產及地產鏈有望成為2023年穩增長的重要抓手。屆時，地產產業政策的繼續調整和優化便會成為一個重要看點。

筆者無意揣測政策，但相關政策能否在需求端穩住房價預期，在供給側有效處置風險，將關係到市場對地產板塊的投資信心，也關係到地產板塊能否從跌跌不休的行情中走出來，真正實現觸底反轉，不妨拭目以待。



◀港企參與內地製造業時應積極配合國策，加大對創新研發的投入。

港企應把握「中國式現代化」新機遇

經濟把脈 周文港博士
立法會議員、嶺南大學
中國經濟研究部副總監

二十大報告就未來五年乃至更長時期的發展，擘畫了宏偉藍圖，內容全面豐富，涵蓋政治、經濟、文化、民生、法治、外交、港澳台事務等各個方面，為國家發展開啟新征程。筆者認為，二十大報告為香港經濟發展指明了前進方向，其中提出「中國式現代化」的願景，以及有關經濟發展的施政方略，尤為值得關注。

二十大報告提出，從現在起中國共產黨的中心任務，就是「帶領全國各族人民全面建成社會主義現代化強國、實現第二個百年奮鬥目標，以中國式現代化全面推進中華民族偉大復興。」這意味着，中央將延續十九大提出的「兩步走」戰略安排，更首次提出了「中國式現代化」，作為中華民族偉大復興的願景目標。報告中強調，中國式現代化既有西方國家現代化的共同特徵，更有基於自身國情的中國特色，主要表現為人口規模巨大、全體人民共同富裕、物質與精神文明協調、人與自然和諧共生、走和平發展道路等五大特徵。

經濟發展方面，二十大報告將「高質量發展」確定為全面建設社會主義現代化國家的首要任務，重視境內與境外兩個循環之間的相互促進。例如，對內將擴大內需與供給側改革相結合，加快建設現代化經濟體系，把發展經濟的着力點放在實體經濟上，推進新型工業化，加快建設製造強國、質量強國、航天強國、交通強國、網絡強國、數字中國；對外則堅持推進高水準對外開放，穩步擴大規則、規則、管理及標準等制度性開放，推動共建「一帶一路」高質量發展。

另一方面，二十大報告用了很大篇幅闡述科技創新和人才發展戰略，指出要堅持創新在國家現代化建設全領域的核心地位，健全新型舉國體制，強化國家戰略科技力量，提升國家創新體系整體效能，形成具有全球競爭力的開放創新生態；同時深入實施人才強國戰略，加快建設世界重要人才中心和創新高地，着力形成人才國際競爭的比較優勢。

值得一提的是，報告中還在多處提

及香港，認為香港的局勢已進入「由亂到治」走向「由治及興」的新階段，並重申中央堅持「一國兩制」，支援香港發展經濟、改善民生、破解深層次矛盾和問題，促進香港長期繁榮穩定和更好融入國家發展大局，充分彰顯了中央高度重視香港在國家未來發展中所扮演的獨特角色，並對此寄予厚望。

發掘中產消費潛力

筆者認為，香港各界應思考，如何最大限度地發揮「一國兩制」的體制優勢，不斷增強自身的發展動能，在進一步融入國家發展大局的同時，繼續保持和鞏固自身的獨特優勢。香港各行各業亦要因應國家的最新發展動向，找準自身的定位，既分享國家發展所帶來的無限機遇，又可利用香港之所長，為實現「中國式現代化」的願景作出自身的貢獻。

例如，前文提到中國式現代化的兩個特徵，包括人口規模和共同富裕。截至目前，中國有超過14億人口，規模超過美國、歐洲和日本等發達國家之總和。隨着一個人口體量如此巨大的國家逐步邁向現代化，兼且在共同富裕的國策之下，中產階層勢必佔據相當顯著的份額，這將改變全球經濟重心，以及消費市場的分布版圖，從而為具有「近水樓台」之便的港企，提供了拓展內地市場的歷史性機遇。

又比如，當前中國製造業雖在部分高科技和高端裝備製造領域初具產業規模，但產業鏈供應鏈仍然存在諸多的薄弱環節，自主創新研發和國產化程度有待提高。香港透過打造國際創新科技中心，更需要大興「高等教育」、「科研成果轉化應用」，將有助於國家增強創新實力，克服在一些關鍵核心技術上被西方「卡脖子」的困境，以及協助建立現代化產業體系，推動經濟邁上高質量發展之路。

同時，在內地的港資製造業企業應積極配合國策，加大對創新研發的投入，在一些自身具有傳統優勢的特定領域，發展成為具影響力的高新技術企業，以及專精特新小巨人企業，並透過加強與內地產業鏈供應鏈上的國企、民企之間的緊密合作，一起增強國家製造業發展的核心競爭力，從而亦為港資製造業企業在內地長遠發展，開拓廣闊的市場空間。

搶人才帶動經濟穩樓市

樓市強心針 廖偉強
利嘉閣地產總裁

行政長官李家超最新的施政報告重點提出「搶人才、搶企業」的措施，以各種優惠及便利來吸引海外人才來港，其中就包括：居港7年後可退還在香港置業時繳付的「辣稅」。這項優化樓市辣招的措施，為樓市播下了復甦的種子。

在搶人才的同時，施政報告亦公布了合資格人才在港置業，可獲退還額外繳付的印花稅，僅須繳交按「第二標準稅率」計算的從價印花稅，這變大幅減低在港置業的成本，增加香港物業對他們的吸引力。



◀過去6年，本港已累積了大批切合居港7年後可退還置業「辣稅」的準買家。

資料顯示，2016年起至今年上半年，累計約32.9萬人透過不同的人才輸入計劃來港，當中包括「一般就業政策」、「輸入內地人才計劃」、「優秀人才入境計劃」、「非本地畢業生留港／回港就業安排」、「輸入中國籍香港永久性居民第二代計劃」、「科技人才入境計劃」共六項。今次的施政報告又推出了「高端人才通行證計劃」，合共就有「6+1」的搶人才途徑。

大家不可小覷這次「搶人才」措施，連同優化「辣稅」的威力。筆者認為，其實過去6年，市場已積聚不少合資格的準買家，他們有些已是居港接近7年，有些更是來港不久的專才，當中有一部分都有興趣及計劃在目前樓價低谷期間提早入市，在港「落地生根」或作投資，換言之，已成為巨大的潛在購買力，亦為香港房地產市場注入新氣象。

筆者最近接觸內地人士，以及已取得身份證的，他們都表示非常喜歡香港，並且堅信香港既有背靠祖國的優勢，亦是在「一國兩制」之下的一個大都會，只要香港人才沒有出現大量流失，以及能夠適當地補充，經濟一定能再次蓬勃起來。

未來一段時間，如果內地能夠逐步放寬入境限制政策，經濟復元的步伐可望加快；就正如2003年中央推出「自由行」，成為香港疫後復甦的動力，各行各業的市道亦得以快速復甦，自然也能同步激活樓市。