



▲上海樓市成交中，以豪宅最為活躍。

經濟觀察家

2016年以後，「結構性」一詞開始逐步流行起來，出現最頻繁的莫過於供給側結構性改革。事實上，A股其後每次上漲都是集中於少數板塊，被稱之為結構性牛市。樓市也不例外，統計局公布的全國70個大中城市數據，已經不再是普漲了。

如何看待股樓結構性牛市？

察股觀經
李迅雷

如果把中國與日本房地產長周期的見頂時間作比較，中國為2021年，恰好比日本晚30年。日本1995年的時候，東京市區房價比1991年下跌了50%以上。但上海2025年房價相比2021年的跌幅約30%，比當年的東京跌幅明顯要小。

豪宅市場一枝獨秀

從統計數據來看，上海樓市成交最活躍的是高端產品。據業內保守預計，今年上海總價3000萬元（人民幣，下同）以上新房全年成交金額將突破1000億元。其中，頭部標桿項目對市場的帶動作用非常明顯。

日本房地產泡沫破滅後，東京高端住宅價格走過了從暴跌到緩慢復甦，最終再創新高的曲折歷程。如今東京的房價雖已突破30多年前的最高點，但如果剔除通脹因素，則仍沒有超越歷史高點。

為何以上海為首的中國一、二線城市，核心區域豪宅還十分走俏呢？究其原因，主要為三方面：

首先，中國的城鎮化進程已經步入後期，大部分城市出現人口淨流出，但大城市化進程則方興未艾。這是與日本有明顯區別，因中國大城市長期實施戶籍管控，人為減緩了大城市化進程，但大城市所擁有的教育、醫療、文化娛樂等優勢仍非常突出，吸引外地居民不斷遷入。東京的人口佔日本城市人口30%以上，首爾人口佔韓國城市人口25%以上，巴黎人口佔法國城市人口20%左右，而上海人口佔中國城市人口不足3%。

其次，中國當前的收入差距比90年代的日本要大，因為日本是發達國家中貧富差距最小的國家之一。中國近年來官方沒有公布基尼系數，但從國家統計局的抽樣調查數據表明，高收入群體與低收入群體的人均可支配收入差距在11倍左右，全國的高收入群體正在向一線城市集聚。

第三，當前中國面臨持續的「資產荒」現象。譬如，10年期國債收益率大幅低於名義GDP增速的現象一直存在。在存款利率不斷下行的趨勢下，利率債的收益率也不斷下降，太多的資金去追逐少量的優質資產。而富裕階層的債務水平總體較低，在缺乏高收益投資機會下，購置豪宅也是一種資產增值手段，因為全社會投資回報率在下降。

數據顯示，1至7月全國新建商品房銷售面積下降4%，銷售額下降6.5%；房地產銷售價格重回下行區間。特別是第二季度以來，一線城市二手房銷售價格再度出現環比下降。可見中國房地產整體低迷的局面並沒有改變，但小部分大城市的豪宅市場卻一枝獨秀。

日本的房價指數從1991年最高點回落，到2010年以後才回升，即下跌了19年。那麼，中國的房地產市場何時能回升呢？不知道答案，但總人口的下降、人口老化加速和城鎮化進

程放緩卻是不爭的事實。但以上海豪宅的強勢崛起的現象，倒是值得我們反思：上半年民間投資增速為負，房租繼續下行，住戶存款大幅上升，到今年7月末，餘額已經超過160萬億元。那麼核心地段豪宅價格的上漲，是否源於「稀缺資產荒」？

今年全球股市表現還不錯，特朗普的關稅大棒高高舉起、輕輕落下，資金似乎在這樣的預期差中獲得了信心，國際貨幣基金組織為此也上調了全球GDP的增速。中國上半年經濟增速略超預期，A股同樣是在4月份以後開始走強。

有人擔憂A股的融資規模已經超過2015年的最高點了，市場出現過熱風險。但事實上，融資餘額佔流通市值比例（2.49%）遠低於2015年峰值（4.7%），顯示槓桿風險可控。還有樂觀者認為大量銀行存款將搬家到股市，但當前中國房地產周期處在下行階段，居民部門和民營企業的槓桿率水平都在下降，即民間縮表的背景下，期望股市全面走牛不太現實。

而當前科技股的走強卻有人工智能（AI）時代的大背景，8月下旬科創50指數快速拉升，最高在8月28日上漲至1364.6點，相較7月底漲幅達30%，PE估值也從7月底的144倍附近拉升至190倍，再創上市以來新高。9月初（截至9月5日）科創50回落至1268點，市盈率回落至177倍。

科創50指數的市盈率大約是納斯達克指數市盈率的4倍以上，這是否意味着A股投資者對中國科創板前景的極度樂觀呢？此輪科技股行情的核心驅動力主要集中在AI算力和硬件產業鏈，電子行業今年上半年整體盈利增長23%。如果不看市盈率，單純看成長性和市場對它們的追捧，應該還是符合邏輯的。

科技等新興產業領跑

目前科創板塊市盈率偏高，是否一定存在較大泡沫呢？這需要專業人士來回答。由於傳統估值體系的局限性，現行PE、PB等財務指標難以反映科技企業的研發投入價值和技術壁壘，2024年科創板企業平均研發費用率達11%，顯著高於主板，但估值溢價僅30%，未能充分體現創新價值。

此外，科技板塊與經濟周期的一定背離性：傳統經濟周期中，科技板塊作為成長股，往往在流動性充裕、風險偏好較高的階段（如復甦早期及繁榮期）表現較好。但當前全球經濟面臨增速放緩、高利率環境等挑戰，科技板塊的強勢表現，更多反映了市場對新質生產力及未來產業的長期樂觀預期，甚至呈現出一定的「防禦性成長」特徵。

不可否認的是，中國過去十年來經濟轉型還是非常明顯的。例如，過去A股中，僅銀行業的利潤總額就要佔到全市場的40%左右，金融加地產的利潤要佔全A股的50%左右。十年過去了，截至8月25日收盤價計，新興產業（電子、通信、計算機、汽車、電力設備）合計市值34萬億元，

佔A股總體的30.2%，三大傳統行業（銀行、非銀、房地產）合計市值24萬億元，佔A股總體的21.0%。對比2015年底，新興產業合計市值翻3.6倍，而三大傳統行業合計市值只增加60%。

當前可能正處在新一輪技術革命（以人工智能、新能源、生物技術等為代表）的導入期到擴展期的過渡階段。這一階段的技術突破和產業化初步落地，能夠催生新的經濟增長點，甚至在一定程度上對抗傳統經濟周期的下行壓力。中國在全球創新指數排名中位居第11位（2024年），是2010年以來創新力上升最快的經濟體之一。

中小市值公司獲青睞

因此，本輪一開始以估值水平提升驅動（存款利率下行）為特徵的慢牛行情，已經轉變為以高成長預期驅動為特徵的結構性牛市。存在即合理，屢創歷史新高的美股同樣具有鮮明的結構性牛市特徵，如從2010年至今，頭部的12.5%美股上市公司貢獻了幾乎美股總市值的淨增長，而剩餘87.5%上市公司的市值合計則沒有變化。

A股市場的結構性牛市與美股相比，仍然存在兩大明顯的不同，一是A股的交易集中在中小市值公司上。2024年A股交易額中，市值300億元以下的佔比高達63.4%，而美股只佔7.1%；A股市值1000億元以上的交易額佔比只有17.7%，而美國高達81.3%。以上說明A股投資者偏好投資盈利能力不強的中小市值公司，而美國恰好相反。

二是A股投資者總體更喜歡講故事，而不是講估值。如美股「七巨頭」儘管被投資者追捧，但估值水平並沒有過於離譜，去年平均市盈率逾40倍，今年降至33倍左右。但A股的中報業績並沒有那麼驕人，整體增長2.5%，不足GDP增速的一半。其中創業板公司淨利潤1505億元，同比增長11%；科創板、北交所淨利潤增速分別為4.9%和6.08%。

目前中國的AI企業，究竟是一路高斜率向上，還是會曲折向上，不好預測。有人擔心像2000年的互聯網企業早期，如何來獲得利潤的高增長？應用場景、盈利模式還處在探索中。隨着美國2000年互聯網泡沫的破滅，2001年A股也出現了整體下跌，但互聯網泡沫的破滅，並沒有妨礙互聯網商業模式的形成，例如智能手機的普及，一批互聯網大廠的市值紛紛過萬億元。它們不僅顛覆了傳統零售模式，而且還開創了新金融來挑戰傳統金融。

那麼，以AI、機器人、創新藥等為代表的科技企業是否也會在經歷一次大洗牌之後，形成新的商業模式，一批企業拔地而起，走上規模和盈利高增長之路？世事難料，一場結構性狂歡之後，究竟是曲終人散，還只是一首序曲的落幕，好戲還在後頭。

（作者為中泰證券首席經濟學家）

珠海發力創科 人才政策值得借鏡

樓市錦囊
李海文

8月底，筆者組織香港各領域的商界精英走進珠海香洲，與珠海香洲區區屬國企正菱控股的「模數空間」開展深度交流，共同探討港珠澳產業共創新機遇。雙方圍繞產業合作方向、創業機遇挖掘，以及珠海針對港澳人士參與相關產業發展的扶持政策與資金支持等議題深入探討。

在此次交流考察中，考察團不僅了解合作方向與政策及資金的支持，更親身感受到珠海這座多元化城市對港澳人士的熱情與獨特吸引力。

考察團參觀香洲國企打造的南灣首府和鉅悅香山兩個在建住宅項目。項目現場，塔吊高聳、機械運轉不停，火熱的建設場景傳遞出珠海城市建設的蓬勃生機。當中的住宅項目是嶺南新中式設計，高實用率戶型、休閒配套設施，體現出國企對居住品質的堅守，同時彰顯珠海打造宜居之城的決心。隨着港車北上政策的實施，港澳人士經港珠澳大橋往來珠海愈發便捷，而優質的樓盤讓城市宜居優勢更具吸引力，吸引港澳人士在珠海安居樂業，為城市發展注入持久動力。

離開樓盤，考察團深入「模數空間」AI孵化園區。一進園區，科技感撲面而來。圍繞模型應用、數據開放、算力調度等關鍵環節，構建起一套完整且充滿活力的人工智能生態系統。智能機器人靈活展示交互與執行功能，算力調度中台即時更新數據支撐研發，氣象監測系統精準數據防災減災。「香鏈通」平台更匯聚超2.3萬家企業，覆蓋新一代資訊技術、生物醫藥等領域。正菱控股深度參與園區建設，為企業提供全流程支持，讓這裏成為港澳科創人才施展才華的前沿陣地，凸顯珠海科創產業的強勁潛力。

獎賞補貼支持創業

珠海對港澳人士的創業支持政策精準有力。產業端，AI領域有「算力券」、「模型券」，生物醫藥企業臨床試驗，企業完成不同階段臨床試驗或獲得藥品註冊證書，可獲最高千萬元（人民幣，下同）獎勵。孵化器建設上，符合條件的港澳青年創新創業基地，市級可獲40萬元一次性建設扶持經費，複

評優秀還能額外獲得10萬元。還有孵化器建設、參展補貼、貸款貼息等政策，從多方面為創業人士減輕創業成本負擔。

珠海人才支持政策更顯誠意，對新引進到珠海市創業就業的港澳永久性居民，以及獲批香港入境計劃或澳門高端人才計劃、優秀人才計劃的港澳居民，或本科以上人才，由政府或政府委託的實施機構提供實物化住房供給保障，可享受最長三年「一免兩減」住屋福利。

隨着港珠澳大橋通車與港車北上政策，港澳人士經大橋往來珠海更加便捷，約一小時車程三城穿梭，為港澳人士來珠海考察、創業提供了極大便利。大橋不僅是交通通道，更是兩地經濟文化交流融合的合作橋樑，加速了資源的流通，為港澳與珠海的共同發展注入強大動力，實現更加多的可能性。將來，借助大橋還可以推動港澳金融服務、高端研發，與珠海先進製造、科創孵化深度合作，比如香港的金融資源、專業服務，澳門的文旅會展，再加上珠海及周邊城市的先進製造及科技創新，形成互補共贏的產業生態，不但可降低三地企業跨城運營及物流成本，還能進一步釋放大灣區產業協同效應。港澳商界及珠海、周邊城市企業可借助大橋的便利，實現事業的新跨越。

正菱控股作為香洲區政府企業，在此次考察交流中，充分展現了其在招商引資方面的積極作為。為港澳商界解讀珠海機遇，讓更多港澳企業了解珠海及發掘發展機遇。

正菱控股積極結合自身資源，與「模數空間」等產業平台深度合作，為有意向到珠海投資創業的港澳商家或企業提供全方位的服務與支持，從項目對接、政策解讀到落地保障，助力企業在珠海扎根發展，成為香洲區招商引資的重要橋樑。

珠海兼具宜居宜業環境、提供優秀學子人才、科創活力、政策配合支持與便捷交通，多元優勢下正形成強大吸引力。筆者誠摯呼籲，希望更多港澳人士借港珠澳大橋之便，走進珠海、扎根珠海，在這片熱土上開啟創業新里程，香港、澳門、珠海一起共赴大灣區發展新未來。

（作者為資深投資分析師）



▲珠海「模數空間」AI孵化園區內，智能機器人靈活展示各項功能。

去庫存見效 新盤定價轉進取

樓語縱橫
楊永健

去年樓市持續整固，加上銀行息口維持高企，發展商首要目標是「去庫存、減債務」。近月推盤步伐明顯加快，部分發展商亦出售非核心的投資以減輕債務壓力。經過一年多的努力，相信大家亦會察覺，市場上的貨尾庫存已顯著減少，發展商的債務問題亦得到改善，定價策略亦有所調整。

根據特區政府按季公布的私人住宅一手市場供應，截至2025年6月底，香港未來3至4年的一手私人住宅潛在供應量約為10.1萬伙，較今年第一季度顯著減少4000伙，潛在供應連續5個季度下跌，從去年第一季度高峰期的11.2萬伙，顯著減少近一成，並創下近3年以來的新低。

私宅潛在供應減少

整體私人住宅供應由去年的逾11萬伙，減至約10萬伙，有關數字應如何解讀。簡單而言，2024年有超過11萬伙潛在供應，而2023年新盤銷售只有約1.08萬伙。如果當時新盤銷售沒有明顯加快，樓市隨時需要花上10年時間去消化有關供應。幸好去年的新盤銷售已大幅提高至1.58萬伙，如果以現時約10萬伙的潛在供應計算，市場只需要約6年時間去消化。當然按照今年的新盤銷售成績推算，而整體樓市潛在供應又進一步減少的話，隨時只需要4至5年就可消化。

事實上，如果以現時已將樓書上載至一手住宅銷售網的新盤計算，最新的新盤庫存已大幅減至不足1.8萬伙，比對於去年年初，當時的新盤總庫存高達2.5萬伙。經過一年的積極去庫存，新盤的貨尾總存量已大幅減少，部分新盤貨尾更已完全沽清，貨尾顯著減少的情況下，市場上的平盤自然賣少見少，發展商的新盤定價已有所調高，個別以進取價登場。

展望未來，影響本港樓市的主要宏觀因素正見緩和，股市大幅回暖，加上美國即將重啟減息，按揭息率下調而整體租金又持續向上，在供平過租的利好因素下，部分投資者加快入市。儘管目前市況復甦路途仍見曲折，並非每一個新盤都可以取得理想銷情，但基本因素改善將為市場穩定帶來改善。

（作者為世紀21 星總總經理）

香港私宅潛在供應量

