

內地樓市明年有望見底

投資全方位

一點靈犀

今年下半年以來，香港樓市企穩跡象明顯，惟內房各項數據均有下滑。坊間甚至傳出消息，官方計劃推出財政貼息政策，以減輕居民按揭負擔。那麼，當前地產周期走到哪個階段？距離底部還有多大空間呢？

李靈修

筆者在今年初（1月18日）曾撰文《內地樓市今年見底還是尋底？》，從價與量兩個維度分析市場，得出的結論是：內房已擺脫快速下行期，但真正觸底仍需時間。眼下年底將近，本文在信息更新的基礎上再做判斷。

我們先要對當前樓市格局有所認知，簡單來說就是「新房有價無量，二手以價換量」。

一手方面，國家統計局數據顯示，今年1-10月全國商品住宅銷售面積為60272.27萬平方米，同比降7.0%。另據中國指數研究院統計，10月全國百城新建住宅平均價格每平米16973元（人民幣，下同），環比升0.28%，同比漲2.67%。

二手方面，今年1-10月，18個樣本城市二手房成交面積同比增長3.4%。而



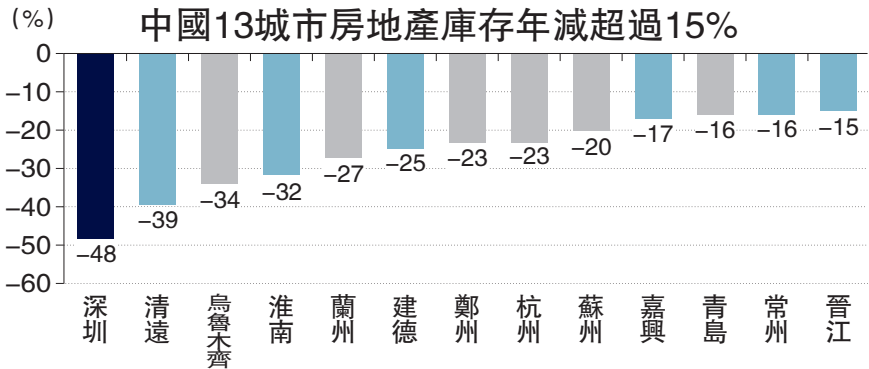
10月全國百城二手住宅平均價格每平米13268元，環比降0.84%，同比跌7.60%。

### 租金回報與利率 影響入市意欲

造成上述趨勢的主要原因在於，市場上的二手房掛牌量激增，為了順利售出手上物業、各家只能內捲價格，最終形成「量增價跌」的結果。這與香港有着明顯不同，此前地產商為了去庫存、降負債，新盤定價與周圍住宅之間倒掛，以價換量的反而是一手市場。

真正讓兩地樓市行情分化的關鍵在於租售比，特別是美國聯儲局連續降息

◀中國已有24個城市的房地產庫存出現同比超過10%的下降。



後凸顯了港樓的投資價值。依據經驗，當住宅租售比較30年期國債收益率出現「溢價」，即會提升物業資產配置需求。

截至今年10月底，中國一線城市住宅市場的平均租金收益率為1.81厘，而30年期國債收益率目前為2.16厘，二者之間還有不小差距。相比之下，近兩年香港租金回報率持續攀升，部分盤源已達到4.5厘的水平，而30年期美債收益率為4.66厘，這也是為什麼近期入市抄底資金明顯增多。

也有不少專家將此歸功於特區政府的人才引進計劃，理由是今年前十個

月，普通話拼音登記買家錄得1.1萬宗，同比大增兩成，入市金額高達1097億元。但這種說法並不嚴謹，畢竟普通話拼音難以區分新老港漂之別，過去的高樓價時期積累了大量老港漂的置業剛需，也會趁着本輪調整得到釋放。

再說回內地樓市，2021年的總成交面積（一手加二手）達到峰值19.3億平方米，次年大幅下滑至15.7億平方米以後，2023年、2024年、2025年（預計）基本維持在15億平方米，相信已收斂至一個穩態水平。

但在此過程中，交投結構有着大幅變化。2021年全國二手房成交佔比為

25%左右，到了2024年則增至46%，今年或進一步提升到50%左右。這也能與前文的「新房有價無量，二手以價換量」格局相互印證。也因此，二手交投佔比可能是判斷樓市底部的重要參考指標。

統計顯示，香港過去的二手交投佔比為75.0%（這兩年因為地產商加速推盤，該數據出現了下降），日本的二手成交比例也有63.8%。鑒於內地住房平均使用壽命約為30年，略高於日本的25年、低於香港的50年，那麼內地二手房最終成交份額理論上應該在二者之間，這也意味着還有十幾個百分點的上升空間。

### 各城積極去庫存

同時，內房庫存壓力也逐步降低。根據滙豐研報顯示，截至2025年6月，中國已有24個城市的房地產庫存出現同比超過10%的下降。其中，共有9個城市的庫存降幅超過20%。（見配圖）

綜上所述，當前內房市場（特別是二手住宅）處於存量博弈階段，在經歷「最後一跌」之後有望實現企穩。筆者預計，一線城市樓價或在明年見底。

## 兩度闖關不果 恒指阻力位26200

**頭牌手記** 阿里巴巴（09988）公布的業績橫看豎看，都沒有太多的亮點，市場最關心的AI過量投入資源的問題，亦沒有任何令人放心的答卷，更不要說盈利大幅下滑所帶來的陣痛了。看來，此股被過分高估，暫時不宜撈底，因為仍缺乏反彈的條件。

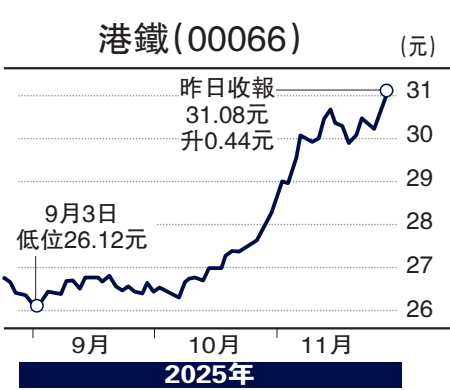
一如本欄所說，市場反應決定一切。昨日阿里由始至終都捱沽，收報154.8元，跌1.9%，好淡繼續過招，成交額172億元，為全日總成交2070億元的8.3%。

受阿里影響，不少新經濟股都有沽壓，特別是騰訊（00700）。由於很多基金都同時重倉騰訊與阿里，現在阿里滑落，若不止損，便要沽多少騰訊來抵賬。這是騰訊受拖累的原因。比較之下，傳統經濟股頗有揚眉吐氣之勢。港鐵（00066）單騎跑出，創52周新高。一眾大型地產股也有好表現，這包括希慎（00014）、恒隆地產（00101）、信置

（00083）、恒地（00012）等。

### 大市成交縮 大戶趨觀望

11月港股還有2個交易天就完結。昨日恒指收報25928點，升33點，算是連升3日，共漲708點。不過昨日之升，頗為勉強，因為最高時曾漲至26136點，升246點，結果在回吐壓力下大部分升幅被蒸發，屬先揚後回的走勢。由於26000關兩度得而復失，反映了大戶有意在此關口之上回吐，所以短期看，26200水平會是



一個阻力。

今日是期指結算日，相信好淡角力還會進行，戰況不會輕鬆，而11月是升是降，今日一戰會有明確答案。蓋現時恒指只較10月底的25906點，高22點，可以講又是去留未定，前程未卜，且看今日一役好淡如何展開「白刃戰」了。

成交額繼續下降，說明入市資金在萎縮中。昨日成交僅2070億元，較上日又少241億元，真有點「歲晚收爐」的跡象。以前我講過，一些大戶已訂下年底時的策略，即不會加倉，說明新資金入市的意欲並不強，這是大市只能上落波動，有波幅無升幅的原因。短期上落市居多，波動範圍在25500-26200區間，不易有大作為。對此，投資者其實可以用平常心看待。一年到頭，恒指升幅已不少，真正的投資者，總有二、三成的利潤，應該是一個豐收年了，持盈保泰，鎖定利潤，不少人正在實踐這一策略部署。

## 歐美消費市場不振 高收益債券忌沾手

**基金人語** 投資者密切關注美國勞動力市場，預計未來數月就業增長將有所穩定，但由於短期內不確定性較高，準確把握時機仍然具挑戰性。故此投資目光開始望向2026年。

觀察2026年，美國財政政策將支持經濟活動，但在接下來的一至兩個月內，消費者需求可能仍然略顯疲弱。例如，注意到美國汽車銷售疲軟，因此相信美國聯邦政府的電動車補貼終止只是需求下降的部分原因。歐洲宏觀環境在過去一個月內變化不大，同時對歐洲央行（ECB）的短期預期並不抱太大期待，但預計2026年初可能會出現更偏鴿派的通脹情況，通脹下行的風險正在上升。

較之下，英國經濟出現多項降溫跡象，例如當地勞動力市場疲軟、增長放緩及核心通脹低於預期，加上對26日即將公布的預算案的樂觀情結，均支持英國政府債券表現良好。

### 英國預算案利好已被消化

短期內，圍繞英國預算案的利好消息大多已被市場消化。相信隨着2026年的臨近，市場反映英倫銀行或會進一步降息的預期。英國預算案前的政策不確定性亦將抑制需求，從而增強放寬貨幣政策的理據。

我們預計，整體政府債券收益率將在相對狹窄的範圍內波動，直到清晰顯示美國經濟是否成功應對聯邦政府停擺的影響。因此，對整體利率風

險保持相對中性立場。考慮到美國財政挑戰仍然存在，以及關稅合法性的重大疑問，仍然在固定收益投資組合中保持對短期債券的偏好。

在歐元區，對「次核心市場」的看法較之前不那麼悲觀。同時，法國相對脆弱的財政狀況仍然存在，並可能在2026年再次浮現，目前則尚在控制範圍內。

企業信貸方面，相對偏好歐洲及美國投資級別（IG，Investment Grade）債券。整體而言，仍是認為美國投資級別債券估值吸引力欠佳，而且相對並不看好美國及歐洲高收益債券。

（作者為施羅德投資環球無約束固定收益主管）

## 投資電力基建 穩香港經濟底盤

**先見之明** 極端天氣已經成為新常態，疊加網絡安全威脅及減碳轉型，使得智能科技成為能源行業重塑關鍵。香港需持續投資電網和其他相關設備的更新和保養，維持穩定供電，既是日常生活基礎，也是保障國際金融及商貿中心競爭力的經濟命脈。

本港電費由基本電費及燃料調整費組成，前者主要反映電力公司的營運開支、固定投資等，後者反映國際燃料價格變動，兩者合計就是淨電價。在前者成本內，基礎設施強化是韌性投資的核心。安裝防水閘、防洪牆及抽水設施，可減少暴雨和風暴潮帶來的威脅。戶外電纜避電器和加固電塔提升抗風能力，可保障變電站及配電網絡穩定，降低極端天氣引發大規模停電風險，避免對市民日常生活、香港經濟帶來影響甚至損失。

重要的是，民生方面，無論天氣怎變，對香港市民的電力安全不能有變。除了水來土掩，由超前部署到事後復常，均要到位。多年來，電力公司一直循環強化基建入手，過往許多水浸停電黑點，今日情況已大為改善了，但電力公司仍投放資源，持續監察全港市面的

水浸、山泥傾瀉、塌樹和道路阻塞等情況，一旦發現問題要去處理，仍是刻不容緩。

### 引入AI技術 提升監察效益

香港的電力行業面對極端天氣和能源轉型的雙重挑戰，絕不能落後其他國際先進城市。例如，澳洲在面對嚴重能源危機時，積極發展分散式能源結構，推動家用儲能和智能電網系統，以提升電網靈活性和韌性。新加坡則結合智慧城市理念，運用先進的數據監控及能源管理技術，提高能源效率和供電穩定，藉此應對氣候變化與城市發展的需求。香港需要持續加大對電網等基礎設施與應用創新技術的投資，確保供電穩定高效，保持國際競爭力。

此外，香港必須善用人工智能、大數據及智能監控等現代科技，提升電網管理效率，並推動跨區域能源合作，構建多元靈活的能源供應網絡。面對未來可再生能源接入增加的不確定性，加強系統韌性與調節能力尤為重要，以確保能源安全和可持續發展。借鑒澳洲與新加坡的成功經驗，香港唯有持續創新與投資基建，才能保障社會利益與長遠經濟穩健發展。

## 政經局勢緊張 資金避險金價看漲

**實德攻略** 美股本月迎來「過山車」局面！進入12月美股走勢又將如何發展，已成為市場焦點，可以說是肯定跟「降息」與否掛鉤。而近日美國聯儲局多名行長就「降息」的發言，出現一半贊成一半反對的局面，因此，大部分投資者均採取觀望態度為主。

外匯方面，步入11月日圓跌勢加劇，甚至在上周四低見157.89，為今年1月後的最低水平。原因當然是日本首相高市早苗發表不當的涉台言論，引發中方強烈不滿，甚至掀起大批中國遊日旅行團的退團風潮。由於政治及人為因素太重，未來發展真的難以預測。

至於商品市場方面，國際金價自從10月20號創出每盎司4382美元歷史

高位後，步入11月出現大型牛皮局面，在4000至4200美元之間徘徊。雖然美聯儲12月是否降息仍是未知之數；但中日關係突然惡化，跟美國的特朗普政府提出28點和平方案解決俄乌戰爭，兩者在政治風險上卻有互相抵銷的狀況，形成牛皮走勢。

整體而言，筆者相信金價向上突破的機率始終較高，首先過去偏鷹派的美國聯儲局委員，亦有轉軫贊成12月降息的發言；其次高市早苗仍然態度強硬，相信短期內不會撤回言論，亦代表中日關係難以短期內改善；最後為黃金進入每年傳統需求季節，對金價本身已經有一定的幫助。

（作者為實德金融策略研究部高級經理）

## 碧瑤具併購概念 前景值博

**股壇魔術師** 碧瑤綠色(01397)業務及業績穩定，近年更加積極創新，加入科技元素，而且，今年更成功投標特區政府的海港清潔工程，有擴展空間，值得留意。

近年來，財務狀況持續改善，自由現金流自2022年起轉正，2024年達到2.3億元。截至今年6月底，淨現金達2.3億元，等於每股約0.55元，相當於

現價的44.7%。

未來業務發展方面，集團手頭合約31億元，將帶來穩定的收益。近期成功得標的海上垃圾清理合約，已在10月初開始投入服務，顯示出集團的服務範圍已擴展至海洋領域，鞏固了集團在環境服務市場的領導地位。此外，集團計劃進一步擴大市場份額，尋找潛在的併購或合營機會，以加速未來業務成長，前景可期。