



內地房地產市場逐漸向好，5月份成交價觸底回升的城市有所增加。

經濟觀察家

5月以來內地經濟分化在加劇，除了體現在宏觀數據上，樓市止跌進入磨底期後，也出現了掛牌價和成交價的分化。但筆者認為這是樓市止跌的必經過程，本質是底部籌碼在年初以來的成交放量中逐漸被出清。

內房止跌 進入縮量磨底階段



國金視野 宋雪濤

總量層面看，全國二手房價仍處於小幅下跌的狀態。但分結構看，房地產市場的「天」、「地」資產正走出獨立行情，並逐漸拉開與中腰部資產差距。最先止跌的是以小戶型、低總價為代表的「地」資產。我們重點追蹤的10個核心城市微型戶型（<50平方米）二手房掛牌價已於3月上旬止跌，目前已較底部反彈0.34%。其中，上海微型戶型的止跌節奏最快，其價格自2025年12月中旬以來持續回升，漲幅達到3.3%。

「地」資產通常是區域內租金回報率最高的，也是本輪房價下行周期中調整幅度最深的，其金融屬性已在下跌過程中得到充分去化，剛需自住的消費屬性開始對房價形成支撐。此外，重點城市核心區域的「老破小」通常隱含了拆遷期權，這也吸引了部分投資需求的買入，但並非本輪成交的主力。

其次是5月以來逐漸止跌的以大戶型、高總價為代表的「天」資產，基本集中在含「科」量較高的城市。最典型代表是深圳的大戶型（180至250平方米）和豪華戶型（>250平方米），分別較底部反彈1.1%和0.8%。上海、蘇州的中大戶型房價較低點均上漲0.1%，北京、武漢的別墅價格觸底後分別回升0.3%、0.8%。

相較於「地」資產高租金回報率帶來的安全邊際，「天」資產的租金回報率通常偏低。如果僅考慮租金和租金回報率對應的房地產消費屬性，「天」資產似乎尚不具備止跌的條件。然而，當前強勁的科技產業趨勢正在改寫房地產市場的邏輯。

一是「硅基通脹」導致「天」資產的購房者面臨的實際利率快速下行。今年5月人工智能（AI）行業工業生產者出廠價格指數（PPI）同比增長8.4%，而除AI、能源化工以外行業PPI同比下降1%。儘管「天」資產的租金回報率明顯低於「地」資產，但通脹走勢的分化正在抹平實際的差異。

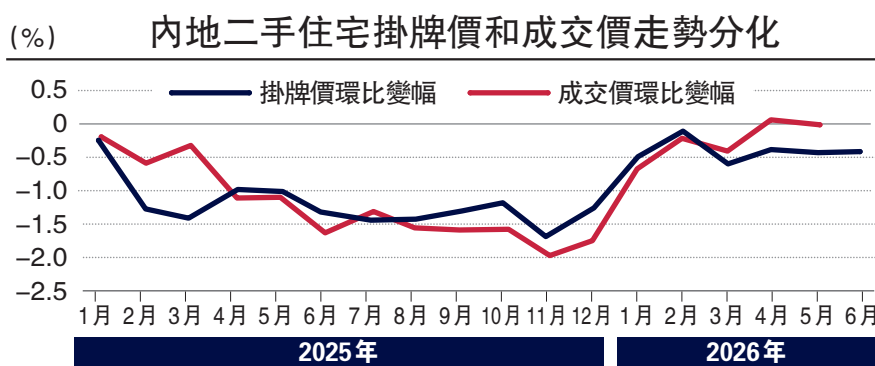
二是AI產業趨勢帶來的少數群體財富效應和收入改善。今年1至5月個人所得稅同比高增，剔除居民境外收入補稅影響，按可比口徑計算的同比增速達到10.1%。資本市場活躍是支撐個稅增長的重要原因，1至5月限售股轉讓所得、利息股息紅利轉讓所得、股權轉讓所得對應的個稅增速分別為96.2%、17.9%、10.2%。

不過，當前科技產業帶來的財富效應僅局限於少數群體，這也導致「天」資產止跌僅在個別含「科」量較高的城市出現，短期內較難在全國範圍內擴散。

二手價格基本企穩

當前房地產市場的另一個分化是成交價和掛牌價的分化。與樓市「天」、「地」資產和「中腰部」資產的結構性分化相比，成交價和掛牌價的分化是相對短暫的過程，本質是樓市止跌的必經環節，即成交價先見底，然後是掛牌價見底。

從（配圖）的掛牌價來看，5月全國房價環比跌0.4%，持平於4月。除上海、深圳等少數城市掛牌價回升



之外，多數城市掛牌價仍處於小幅調降的狀態。根據統計局公布的70城二手房價格，5月房價環比上漲的城市由4月的12個回落至10個。基於掛牌價的變化，部分觀點認為全國樓市止跌的進程受阻。

但對於二手房市場而言，成交價的止跌才是樓市價格體系企穩的充分必要條件。繼4月環比微升0.04%後，5月環比再升0.01%。這意味著以成交價為錨，二手房價格已基本企穩。此次成交價的環比轉正則是估值底部的自然企穩，驅動因素來自內部，而開年以來並未出台全國層面提振房地產市場的政策。

儘管5月多數城市掛牌價依然環比下跌，但成交價觸底回升的城市卻有所增加。在我們重點追蹤的24個城市中，5月份成交價環比上漲的城市由4月的7個增加至13個，成交價觸底回升的城市由4月份的15個增加至19個。其中，深圳、廈門、武漢、長沙、瀋陽、佛山、東莞、徐州、南通等城市成交價由跌轉升，北京、無錫、青島成交價由升轉降，上海、蘇州、大連、合肥成交價延續回升。

往前看，6至8月全國樓市將進入縮量磨底階段，對當前的成交價格予以確認。在此期間，掛牌價的環比跌幅預計小幅走闊，進入淡季後隨着買賣雙方博弈的加劇，成交量的同比增長也會放緩，但這並不意味着樓市再度進入下跌區間。相比之下，更應關注的是成交價的變化，未來可能出現以下兩種情形：

情形一：如果成交價環比仍能維持在0%附近甚至漲幅走闊，代表樓市止跌的趨勢得到確認和延續，隨着市場進入9、10月的成交旺季，房價有望加速修復。

情形二：如果成交價環比再度下跌，並且跌幅逐漸走闊，則意味着樓市止跌進程受阻，在全國層面的地產政策缺位的情況下，磨底期將持續更長時間。即使在此情形下，樓市也較難進入急跌狀態，原因在於年初以來的成交放量主要受剛需的支撐，只要需求仍存，當存量掛牌的價格調整至接近甚至低於此前成交的盤整時，將會帶動新一輪的成交。

值得注意的是，一線城市的止跌進度有所加快，深圳樓市有望逐漸向好。漲跌比是衡量房價走勢的領先指標，其計算方式是掛牌價調增小區數/掛牌價調降小區數。從香港樓市止跌回升的經驗看，當漲跌比達到0.6時，市場進入震盪磨底區間；當漲跌比達到0.7，房價止跌並現小幅回升；當漲跌比保持在0.8以上時，房價進入上行區間，對應2025年7月以來的香港房價持續增長的走勢。

如果以香港樓市止跌的時間軸為參考，目前上海、深圳率先實現止跌，其漲跌比均處於0.7附近，大致

對應香港房價在2025年3月至6月的走勢；而北京和廣州尚未止跌，其漲跌比整體在0.6附近徘徊，對應香港2024年10月至2025年2月的房價走勢，仍處於磨底震盪階段。

6月以來，滬、深樓市的分化也有所加劇。儘管上海的止跌時間早於深圳，但深圳樓市止跌的速度更快。6月第二周深圳的漲跌比已達到0.8，類似於香港2025年6月房價快速上漲前的蓄力期；而上海的漲跌比依然在0.7附近徘徊，並未進一步提升，類似於香港2025年4月至5月的走勢。

分化的出現與滬、深樓市的風格有關。上海低總價、小戶型房產率先止跌，防禦屬性更強，強調購房的安全邊際；深圳高總價、大戶型房產率先止跌，進攻屬性更強，主要受科技紅利和金融屬性驅動，只要科技牛市仍在持續，深圳房價向上修復的狀態也不會損壞。

港樓走勢為鑒 反彈可期

對比香港樓市止跌回升的驅動因素，多數條件內地已經滿足：

一是房價深度調整。香港樓市2025年3月見底前，房價已基本跌回2016年7月的水平，較高點累計跌幅約28.4%。當前全國房價整體回到了2016年4月的水平，掛牌價和成交價的累計跌幅分別為38.1%和41.5%。其中北京和深圳已回到2016年2月，上海和廣州分別回到2016年的6月和9月。

二是放鬆樓市限制政策。2024年2月28日，香港宣布全面撤辣，樓市跌速放緩但年內並未實現止跌。類似地，內地多數城市已取消限購政策，一線城市也對購房資格做出定向優化；北京五環外社保年限由3年降至1年，上海外環內社保年限從3年縮短至1年，深圳將核心區限購套數調增1套。

三是租金上漲。香港租金自2023年1月起止跌回升，2024年9月租金階段性轉跌，但2024年12月再度止跌並持續走高。目前全國租金實現止跌，北、上、深等城市租金價格延續回升。

不過，兩地樓市的核心差異是，香港2025年4至6月HIBOR利率由3.65%快速下行至0.68%，導致H按房貸利率階段性低於淨租金回報率（扣除差餉、地租、物業管理費等約2.4%），帶動購房者信心修復，房價止跌反彈。儘管此後HIBOR利率上行，房貸利率已超過淨租金回報率，但房價依然保持上漲趨勢。

HIBOR利率快速下行對香港樓市的作用，類似「9·24」對於A股的提振，相對於政策的實質效果，刺激帶來的信心修復更是更關鍵的驅動因素。

（作者為國金證券首席經濟學家）

人工智能存在市場泡沫嗎？



程實

實話世經

「長風破浪會有時，直掛雲帆濟滄海。」近年來，在人工智能投資熱潮帶動下，全球資本市場出現新一輪科技資產重估。一方面，科技企業持續擴大資本開支，在傳統行業增長放緩背景下承擔了部分增長引擎功能；另一方面，財政擴張與流動性預期推動風險偏好上升，使科技板塊估值不斷抬升。

從資產定價的角度看，高估值並不必然意味着泡沫。面對人工智能帶來的技術變革，市場定價的並非當前利潤，而是未來生產力躍遷的可能性。由於創新行業具有明顯的非線性增長特徵，估值往往圍繞未來盈利分布而非既定盈利水平展開。真正值得關注的，並非估值是否偏高，而是技術進步能否持續轉化為生產率提升和盈利增長。若這一邏輯成立，那麼當前市場價格更像是對未來價值的提前貼現，而非單純的金融泡沫。

資本開支驅動結構性增長，流動性環境放大泡沫動力。近兩年，人工智能成為全球最重要的科技投資主題。大型科技企業圍繞算力、數據中心和模型研發持續擴大投入，帶動科技部門資本開支顯著增長。史丹福大學數據顯示，2024年全球人工智能相關投資超過2500億美元，其中美國佔主導地位。在高利率環境下，房地產和傳統製造業投資受到抑制，而人工智能投資卻逆勢擴張，形成「科技強、傳統弱」的雙軌格局。

與此同時，全球財政擴張與市場寬鬆預期降低了投資者對流動性收縮的敏感度，推動科技資產估值不斷上行。大量企業尚未形成穩定盈利，但市場已經對未來增長進行了提前定價。投資擴張帶動經濟增長，流動性環境抬升資產價格，兩者共同塑造了當前科技繁榮的市場格局，也使科技板塊對利率變化和風險情緒更加敏感。

科技泡沫的源頭來自高度不確定性資產的估值模型。市場習慣將互聯網泡沫作為衡量科技繁榮的參照，但技術革命時期的估值邏輯與成熟行業並不相同。美國國家經濟研究局（NBER）研

究指出，當未來盈利路徑高度不確定時，資產價格對增長分布的形態比對增長均值更敏感。由於估值模型本身具有凸性特徵，即使平均盈利水平有限，只要存在小概率的超額增長可能，估值就可能顯著提升。創新行業普遍具有這種特徵。企業在早期階段可能長期虧損，但一旦形成技術突破或市場壟斷，盈利能力往往呈現跨越式增長。

因此，市場定價關注的是未來增長空間，而非當前利潤水平。互聯網時代如此，人工智能時代同樣如此。與此同時，科技企業估值對利率和風險偏好的變化高度敏感，在流動性寬鬆階段漲幅往往更大，而在金融條件收緊階段也更容易出現劇烈波動。從這個角度看，高波動和高估值是創新資產的天然屬性，而非市場失序的直接證據。

AI重塑企業盈利模式

這一框架對理解當前人工智能熱潮具有重要啟示。生成式人工智能的發展正在重塑企業盈利模式，其未來商業化路徑仍存在較大不確定性。在這種情況下，簡單以「高估值即泡沫」進行判斷，往往容易忽視技術革命背景下的定價邏輯。

歷史經驗顯示，真正意義上的泡沫破裂並不常見。大量看似脫離基本面的資產價格，最終會隨着技術擴散和盈利兌現而得到驗證。互聯網時代就是典型案例。站在2000年的視角看，許多企業估值明顯超前；但從二十多年後的今天回望，互聯網對經濟結構和商業模式的重塑甚至超出了當時市場最樂觀的預期。

當技術創新具備真實的生產率提升能力時，所謂泡沫往往表現為時間上的錯配，而非價值本身的虛構。對於人工智能而言，短期內市場情緒、流動性和敘事因素確實可能推動價格偏離現實盈利，但長期價值仍取決於技術能否持續提升生產效率、創造新的商業模式並形成穩定盈利。換言之，資本市場押注的不是概念本身，而是未來生產力革命的實現程度。若技術演進路徑能夠兌現，今天看來昂貴的資產價格，或許只是對未來增長的一次提前貼現。

（作者為工銀國際首席經濟學家）



人工智能成為近年最重要的科技投資主題。

經濟底蘊深厚 港樓蓄力再上



馬泰陽

樓市朝陽

香港整體競爭力再上一個台階。日前瑞士國際管理發展學院最新公布《2026年世界競爭力年報》顯示，香港在全球最具競爭力排名中位列第二，連續三年上升，創下自2019年以來的最高紀錄。

本港在稅務政策、商業法規、金融、國際貿易、國際投資及管理方式等核心範疇，均傲視同儕位列全球三甲。這份驕人的成績單，充分反映本港經濟大環境的深厚底蘊與獨特地位，持續贏得國際社會高度信任，亦為本港樓市築起穩固的下跌「防線」。

穩固的經濟基本面，與國際地緣政治風險未散形成強烈對比。目前中東亂局餘溫仍存，全球資金持續尋找具穩定性、金融體系成熟，並且與環球資本緊密接軌的停泊地。

香港在「一國兩制」的獨特制度優勢下，兼具「避險」與「分散風險」的雙重特質，自然成為高淨值人士進行資產配置的首選避風港，持續利好整體物業表現。

物業具「資金避險所」優勢

但在宏觀大環境向好的同時，近期亦有外資大行對樓市走勢提出不同觀點，認為今年以來本港二手樓價已顯著回升逾10%，與年前的低位相比，累計反彈幅度更高達17.9%，基本達到該行全年預測的10%至15%升幅目標。基於此高基數，加上加息預期升溫及近期港股表現疲弱等隱憂，料樓價升速將放緩。

無可否認，股市跌勢對整體投資

氣氛構成影響，但其實港人向來崇尚「磚頭」文化，每當金融市場前景陰晴不定，實體物業作為「資金避險所」的優勢有望進一步發揮。

持有物業既可坐享穩定的租金回報，又能對抗潛在通脹。在當前的投資大氣候下，這種抗跌力與穩健性，或進一步堅定長線投資者「套股換樓」的決心，將資金從較高風險的股市，套現至實力穩健的實體「磚頭」之中。大行報告雖然預期升速放緩，但同時亦強調「樓市上升軌道未改」，正與筆者認為樓市正在「回氣」及蓄力再上的看法不謀而合。

資金實質流入的廣泛與全面性，正直接反映在凌厲的成交數據上。今年第二季度（截至6月17日），本港整體物業（包括一手私樓、二手住宅、工商舖及車位等）註冊金額錄得約1991.6億元，超越首季的1817億元；料整個第二季度最終將挑戰2250億元，創下自2021年第三季度以來、近19個季度的新高。這種廣泛性的成交增長，印證市場購買力全面釋放，絕非單一板塊的「獨善其身」。

總體而言，香港在「全球競爭力第二」的光環與深厚經濟底蘊的支撐下，本港樓市目前正處於「蓄力再上」的健康台階。雖然樓市升勢有所減速，但也意味着市場的根基將構建得更为深厚。一旦外圍息口或國際政治等不穩定因素逐步消散，這股從股市流向樓市的避險資金，有望成為下半年的催化劑，帶動一、二手樓市延續同步向上的理想局面。

（作者為美聯集團行政總裁暨美聯物業執行董事）