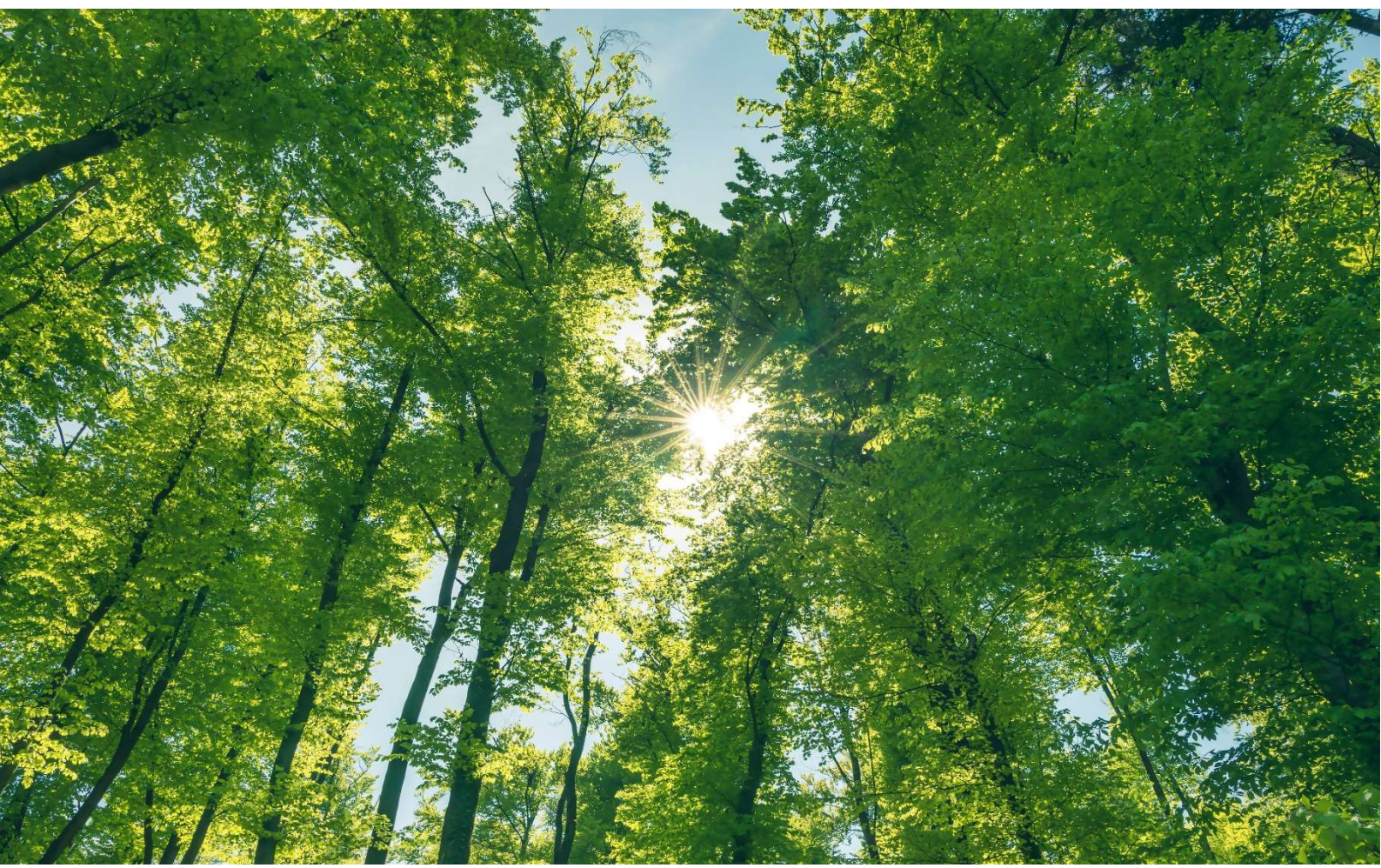




投資總監慧眼 — 梁啟棠, 首席投資總監

看好香港樓市

重要事情要說三遍



增持香港房地產開發商，以實現全球投資組合多元化

對於尋求真正多元化投資且不願犧牲回報潛力的全球投資者而言，香港房地產股票脫穎而出。美國利率走低將增強購買力，商業不動產面臨的不利因素正在消退，而住宅地產的基本面正穩定上升。以目前的價位來看，該板塊兼具防禦性特徵和週期性上漲潛力，實屬難得。

週報酬，1年

	標普500指數	澳洲標普200指數	富時100指數	日經225指數	Euro Stoxx 50指數	恒生指數	滬深300指數	恒生地產股指數
標普500指數	1.00	0.55	0.55	0.53	0.66	0.15	0.16	0.06
澳洲標普200指數	0.55	1.00	0.63	0.43	0.55	0.16	0.15	0.12
富時100指數	0.55	0.63	1.00	0.45	0.73	0.36	0.26	0.31
日經225指數	0.53	0.43	0.45	1.00	0.70	0.28	0.24	0.22
Euro Stoxx 50指數	0.66	0.55	0.73	0.70	1.00	0.50	0.30	0.32
恒生指數	0.15	0.16	0.36	0.28	0.50	1.00	0.60	0.62
滬深300指數	0.16	0.15	0.26	0.24	0.30	0.60	1.00	0.36
恒生地產股指數	0.06	0.12	0.31	0.22	0.32	0.62	0.36	1.00

週報酬，3年

	標普500指數	澳洲標普200指數	富時100指數	日經225指數	Euro Stoxx 50指數	恒生指數	滬深300指數	恒生地產股指數
標普500指數	1.00	0.61	0.52	0.56	0.64	0.29	0.19	0.20
澳洲標普200指數	0.61	1.00	0.62	0.48	0.59	0.29	0.16	0.21
富時100指數	0.52	0.62	1.00	0.38	0.74	0.40	0.18	0.30
日經225指數	0.56	0.48	0.38	1.00	0.48	0.29	0.24	0.23
Euro Stoxx 50指數	0.64	0.59	0.74	0.48	1.00	0.46	0.26	0.32
恒生指數	0.29	0.29	0.40	0.29	0.46	1.00	0.70	0.82
滬深300指數	0.19	0.16	0.18	0.24	0.26	0.70	1.00	0.56
恒生地產股指數	0.20	0.21	0.30	0.23	0.32	0.82	0.56	1.00

週報酬，10年

	標普500指數	澳洲標普200指數	富時100指數	日經225指數	Euro Stoxx 50指數	恒生指數	滬深300指數	恒生地產股指數
標普500指數	1.00	0.66	0.65	0.63	0.70	0.40	0.31	0.33
澳洲標普200指數	0.66	1.00	0.62	0.59	0.62	0.41	0.27	0.34
富時100指數	0.65	0.62	1.00	0.58	0.83	0.47	0.27	0.38
日經225指數	0.63	0.59	0.58	1.00	0.66	0.48	0.32	0.35
Euro Stoxx 50指數	0.70	0.62	0.83	0.66	1.00	0.50	0.31	0.38
恒生指數	0.40	0.41	0.47	0.48	0.50	1.00	0.69	0.82
滬深300指數	0.31	0.27	0.27	0.32	0.31	0.69	1.00	0.54
恒生地產股指數	0.33	0.34	0.38	0.35	0.38	0.82	0.54	1.00

資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

一年期、三年期及五年期滾動相關性數據顯示，香港房地產股與標普 500 指數、歐洲斯托克 50 指數及日經 225 指數的相關性始終低至 0.15-0.30。在不同資產類別相關性上升、傳統分散投資優勢逐漸減弱的環境下，很少資產能夠提供如此真正的低相關性，同時又展現出明顯的周期性復甦。

與先前的市場預期截然相反，基本面顯著改善

2025 年初，住宅市場並未像人們普遍預期的那樣進一步下滑，反而呈現強勁成長。迄今為止，一級市場交易量激增，推動今年迄今住宅價格上漲了 2.5%。開發商優先考慮銷售量而非利潤率，迅速清理庫存。2025 年前九個月，一級和二級市場交易量及交易額均較去年同期成長 10%至 30%以上，主要得益於本地股市反彈帶來的顯著財富效應。

中原城市領先指數



資料來源：CEIC

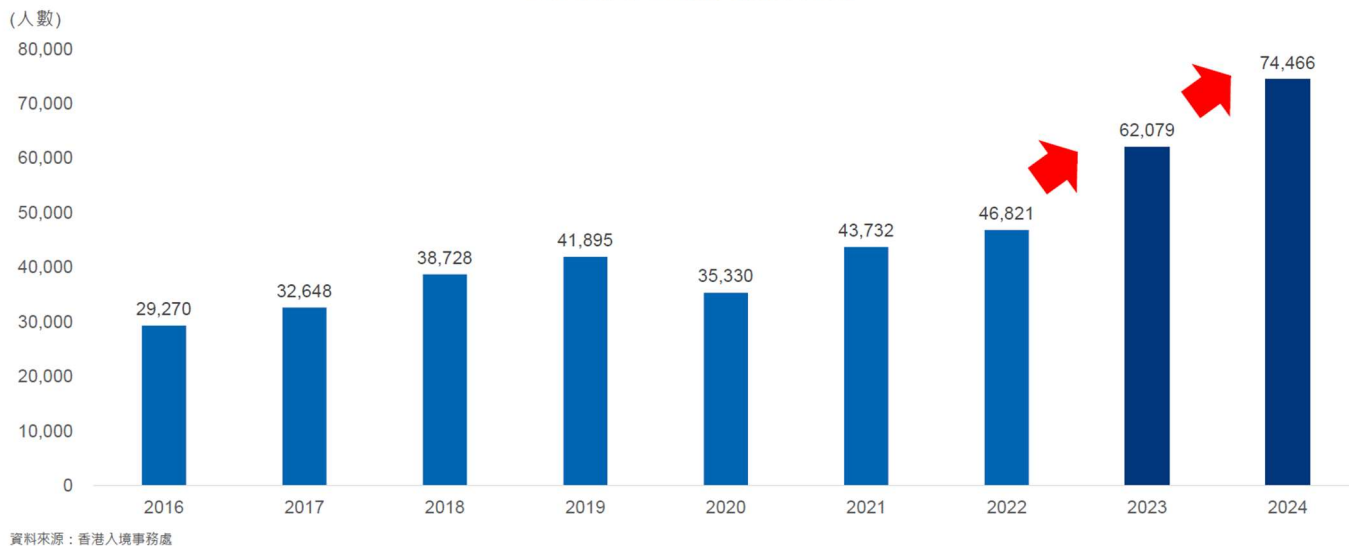
中原城市租金指數



持續支撐著租金上漲

租金動態進一步支撐了這一趨勢。中原地產的租金指數在過去兩年上漲超過 20%，這主要得益於香港作為亞洲教育中心地位日益提升，大量留學生湧入。2024 年，核准的非本地學生簽證數量達到 74,466 份，政府計畫於 2026 年將大學的海外學生配額從 40% 提高到 50%。此外，來自海外的人才對適合家庭居住的住房需求也不斷增加。

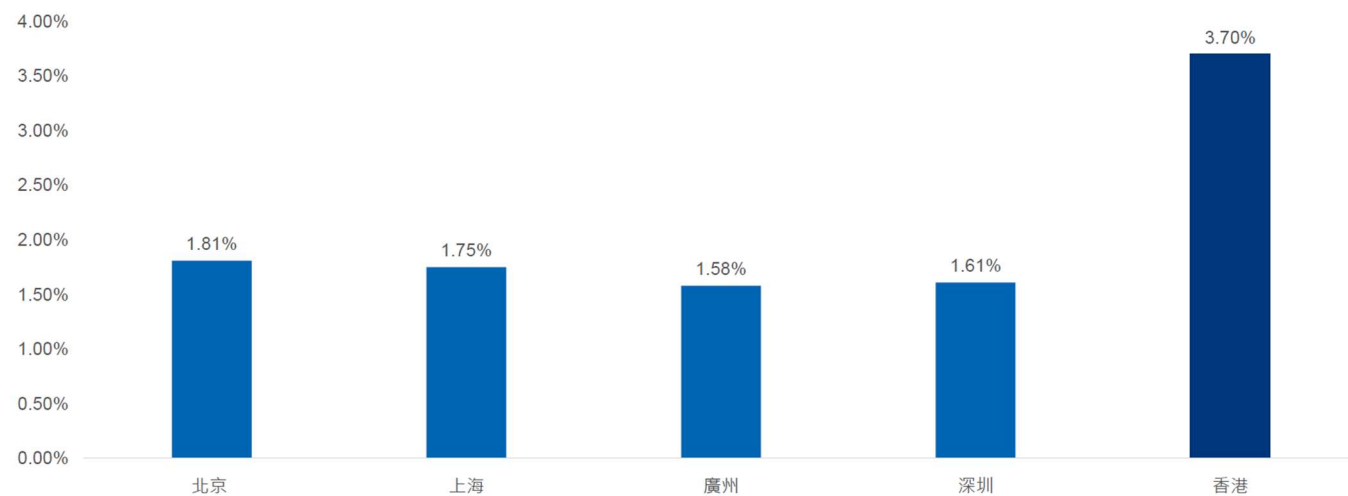
學生簽證 / 入境許可批核數據



租金收益率引發的投資需求和最終用戶需求

香港目前在中國一線城市中擁有最高的住宅租金收益率，接近 3.7%。更重要的是，市場多年來首次恢復正收益，收益率超過了抵押利率。本地買家歷來是香港最精明的資本配置者，他們積極響應，在預期美國進一步降息和租金持續上漲之前，加大了投資性購房力度。中國內地買家也強勢回歸：今年售出的每四套房產中就有一套被非本地買家購得，這是自量化寬鬆政策結束後的最高比例。

一線城市租金回報率比較



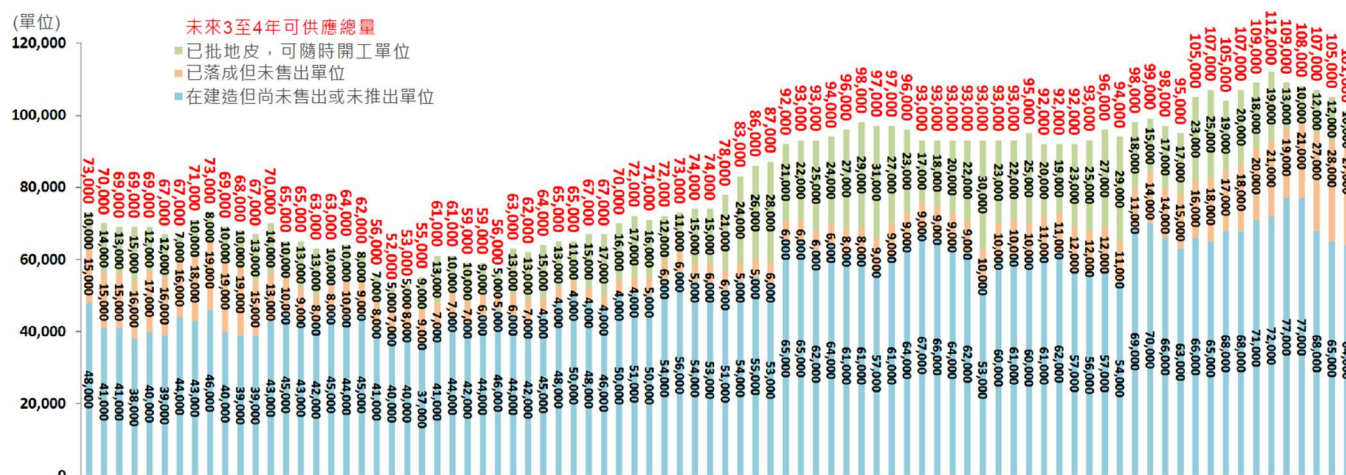
資料來源：美聯集團



資料來源：美聯集團

兩年後，售前通路的供應限制將顯現出來。

供應側的限制強化了看漲前景。新地銷售量已從每年 2.5 萬套的峰值大幅下降至約 1 萬套，而此前週期遺留的未售庫存正在迅速消化。一旦庫存清除工作基本完成，私人住宅供應的結構性不足將會顯現出來。



商業不動產不再是主要的拖累因素。

我們之前對開發商持謹慎態度，主要由於商業房地產風險，但現在我們看到這些拖累因素正在趨於穩定。辦公大樓吸量有所改善，這主要得益於金融業的擴張、內地企業設立區域總部以及在經歷了多年的租金調整後，隨著租金趨於可承受，對中環黃金地段辦公樓的需求也隨之提升。零售銷售在入境旅遊和人民幣走強的推動下，持續穩定復甦。我們預計租金負成長將從 2026 年第三季開始減輕。只要商業房地產不再拖累市場，我們相信開發商的額外收益將來自市場的持續改善以及美國降息的預期。

獲得有吸引力的股息殖利率以實現多元化收益

部分利多因素已反映在股價中，但估值仍極具吸引力。儘管 2025 年至今市場主要關注人工智慧/科技板塊，但新鴻基地產、恆基兆業地產、信和置地和嘉里建設等主要上市開發商今年的表現均優於恆生科技指數。香港置地和希慎發展等純粹的地產開發商更是從低迷期強勁反彈。該板塊的股息殖利率在許多情況下都超過 5%。

投資產品與服務部

◆ 梁啟榮 · CFA

證監會持牌人 (中央編號 ADU276)

cusson.kt.leung@kgi.com

◆ 梁煒鏗

證監會持牌人 (中央編號 ARA294)

vitus.wh.leung@kgi.com

◆ 莫偉民 · CFA

證監會持牌人 (中央編號 BHJ465)

raymond.mok@kgi.com

◆ 龔俊樺 · CFA

證監會持牌人 (中央編號 BRY438)

tommy.kung@kgi.com

◆ 葉晉宜 · CFA

證監會持牌人 (中央編號 BSQ196)

derek.yip@kgi.com**重要聲明**

於本文件內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i) 信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii) 流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii) 利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。如對相關的風險有疑問，你應尋求獨立意見。

你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。

凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據)未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益