

美國股債首季承壓

中金點經



中金公司首席經濟學家 彭文生

美股市場四大風險——供給型通脹壓挺、增長放緩、流動性緊縮、估值過高，正在一一發酵，尤以通脹風險為最大挑戰。筆者預計美債利率上半年或將繼續上行至2.0-2.1厘；下半年美債利率將同時面臨下壓因素：通脹二季度後期可能降速、增長放緩、財政進一步緊縮、歐日低利率、縮表。因此，下半年利率運行方向很大程度上取決於縮表的節奏、方式和力度。一、季度預計石油堅挺、納指美債承壓。但在調整過後，市場關注點開始切換，下半年仍然看好美國成長板塊。

力難以控制；二是事先來看，全年緊縮力度恐超預期。況且，90年代以來的加息周期中，首次加息後股市在1-3月內不同程度均有所反映，六個月後逐漸消化加息衝擊。 美股面臨進一步調整的風險。估值過高、全球增長放緩、流動性收緊，以及供給型通脹是美股的四座大山，這些風險均在發酵。長端實際利率代表了流動性和真實的貨幣政策鬆緊程度，因此過去幾年很大程度影響了美股估值。根據上文分析，筆者認為2022年實際利率將緩慢趨勢上行，因此估值將承壓。歷史上，經濟景氣和流動性（影子利率來衡量）對美股收益率影響顯著。最後，在供給型通脹風險下，相比於其他大類資產，股市債市往往明顯承壓。在美聯儲基準緊縮情形中，伴隨金融條件逐漸收緊和經濟邊際放緩，疊加大通脹壓力，美股面臨一定調整風險。在激進緊縮情形中，通脹（及其預期）失控以及美聯儲被迫「急剎車」將對股市帶來較大衝擊。

A股穩增長板塊值博

但在調整過後，市場關注點開始切換，筆者仍然看好成長的邏輯。作出這樣的判斷基於兩個原因：

首先，由於貨幣政策收緊預期的快速發酵，上半年尤其一、季度美股的估值可能持續調整，下降到一個相對合理的水平；同時，由於美國當前槓桿水平不低，不排除在短期較為快速的調整過程當中，估值有出現超跌的情況。

其次，雖然通脹可能維持較高位置，但美國CPI通脹的拐點或在二季度後期出現，歷史上，在通脹的拐點前成長較為受損，主要原因是在拐點前期，市場的關注點主要在通脹上行、貨幣政策收緊上；而在通脹拐點過後，成長股往往有較大的反彈空間，一方面前期存在超跌的可能，另一方面市場關注的重點也逐漸從通脹上行和貨幣政策收緊這兩方面轉向其他，利於成長股的收益。

在對A股的影響方面，在短期維度內，美股可能會通過情緒渠道傳導到A股，但拉長時間維度，比如幾個月，A股更多還是取決於中歐的經濟和政策。

筆者預計雖然一、季度美股以調整為主，但A股不太會較長時間跟隨調整，尤其是穩增長板塊可能會跑出獨立行情。

疫下承造按揭三貼士

樓按明瞭



網絡按揭轉介營運總監 張顯燐

自爆發第五波疫情，全城進入戒備狀態。日前政府再度收緊防疫及限聚令措施，幼稚園及小學停止面授課，並呼籲市民全力配合防疫，私人企業安排在家工作。據悉，現時已有數間銀行因應防疫工作而調整各區分行的營業時間，以及重啟在家辦公的安排。

三個月內交收期最為穩妥。同時，準買家欲查詢或申請按揭事宜，建議先查看各銀行之最新營業時間。

2、預備充足文件

為加快批核進度，按揭申請人宜先預備好充足的文件，如香港身份證副本、物業買賣合約、最近三個月的住址證明、最近三個月的收入證明、銀行入息紀錄、稅單等，一次過將資料傳送給銀行，減少因漏交文件導致的來回等待時間。此外，非固定收入、自僱人士所需要的文件或有出入，例如非固定收入人士或需要提供六個月的入息紀錄，自僱人士則需要提交商業登記證、近兩年稅單、最近財務報表及過往六個月的銀行戶口紀錄等資料。按揭申請人宜先向銀行詢問所需的文件，以策萬全。

3、留意銀行最新取態

由於香港經濟再次出現不確定變數，銀行取態或轉趨保守，加上近月樓市成交減慢，部分屋苑或出現估價不足的問題，買家入市應量力而為，評估好自身負擔能力及市場環境的轉變。

此外，銀行或對受疫情影響行業或非固定收入人士的批核更為嚴謹，建議買家預留較充裕的首期，或有需要時請合適的家人作擔保人，增加借貸能力。

疫情雖然嚴峻，但經歷以往的數波疫情，相信香港人已有足夠的心理準備及經驗面對是次考驗。對於處理部分日常事務，由於部分企業已實施在家工作，或需要預留更多時間等候處理，申請按揭便是其中一環。筆者認為，銀行已汲取過往相關經驗，即使重啟在家辦公，按揭批核過程將較以往順暢。但新年臨近，假期亦比較多，建議準買家預留充足時間，以下是疫情期間承造按揭的三個貼士。

1、預留較長成交期

一般來說，由按揭申請至批核約需要一個至兩個月時間，若承造高成數按揭，由於申請亦要交由按揭保險公司作審批，因此需時約兩個月。現時銀行實施在家工作，建議準買家與賣方進行溝通，預留約

如何阻遏「預期轉弱」？



▲藉着拉動消費進而改善民營企業的資產負債表，就可以在社會融資領域形成寬信用環境，有望拉動民間投資提速。

察股觀經



中泰證券首席經濟學家 李迅雷

聯想到去年年末，中央經濟工作會議首次提到三重壓力，其中第三重壓力叫「預期轉弱」。那麼，如何能夠實現「預期趨穩」乃至轉強呢？本文透過資本市場的量價波動和變化的現象，對2022年乃至未來的宏觀政策提出一些框架性建議。

寬貨幣易 寬信用難

影響企業加槓桿的因素除了利率（加槓桿的成本）之外，還有對企業未來的盈利預期。而影響居民加槓桿的因素除了利率之外還有自身的消費能力，以及對未來收入的預期。從各國貨幣政策的實際效果來看，改變預期遠比貨幣寬鬆更重要。單一靠貨幣寬鬆，如降準降息，對恢復信用擴張作用非常有限。中國銀行業信用擴張自2017年以來迅速下降，尤其是表外業務規模，這與金融監管力度加大有關。如果用「（銀行業內資產擴張+表外規模變化）/名義GDP」來表示信用擴張度的話，2020年下半年以來又有所回落。

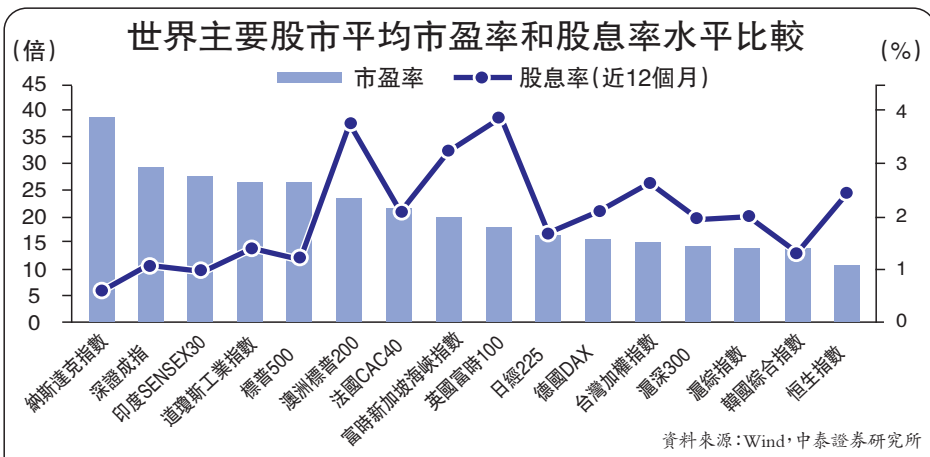
從美國過去幾輪量化寬鬆（QE）的效果來看，貨幣寬鬆對恢復信用擴張的作用是很有限的。比如2008年到2014年期間，QE迅速把利率降了下來，但美國商業銀行的信貸和企業債融資恢復緩慢，直到2016年才恢復到2007年高點的一半左右。而在2020年新冠疫情後，美聯儲再次採取無限量QE政策，同時政府大幅舉債給居民發放補貼。由於大量補貼提升了居民的消費和投資能力，帶來了房地產的繁榮，由此使得美國信貸和企業債融資明顯上升了。

中國的社融規模與利率水平的關係也不是很明顯，由於過去信用擴張的兩大動力是房地產和地方政府加槓桿，因此證券市場對政策的敏感度會比較高。社融規模上升速度最快的時候應該是2009年推出4萬億元人民幣刺激計劃的時候。今年貨幣當局降準降息的舉措早在預期之中，而且央行副行長也表態貨幣政策要走在市場曲線的前面，但大家對單純的貨幣寬鬆的效果並沒有太大期待，因為以往的貨幣政策效果都不太明顯。雖然降息對降低債務還息成本是十分有效的，但當前中國經濟面臨的最大問題還是居民和企業部門的借債需求收縮。因此，要實現從寬貨幣到寬信用，單純靠貨幣政策有一定難度。

綜合美國和中國過去的貨幣政策效果來看，單純的貨幣寬鬆、降低利率，在經濟悲觀預期下很難使信用擴張恢復。例如，央行曾在2014-2015年採取六次降息、七次降準的空前寬鬆貨幣政策，但A股卻在2015年經歷了短暫的瘋漲之後便大幅下跌，以至於不得不採取「救市」舉措。

民間投資參與度下降

本輪美國的高通脹之所以能形成，與美國政府通過加槓桿大幅提高財政赤字率有關，即美國給居民部門投放大量補貼，增加了居民消費和投資能力。如



今，儘管美國財政部不再發放巨額補貼，卻已經推動了房價的上漲和房地產的繁榮，從而刺激了投資，帶來了通脹。這也就是為何居民部門補貼暫停後通脹還會持續的一個重要原因。

五中全會提出的新發展格局以立足擴大內需為戰略基點，以科技創新為戰略支撐，前者可以通過財政、貨幣政策的積極和寬鬆而立竿見影，後者則需要長期努力才能形成對經濟的支撐。寬鬆的貨幣政策本質是寬貨幣（擴大供給），但是否能夠實現寬信用（擴大需求）尚不確定，但如果輔之以財政支出的大幅擴張，就很容易實現。

從去年四季度的數據看，中國經濟增速下行的壓力顯而易見。例如，10-12月份，社會消費品零售總額同比增長分別為4.9%、3.9%和1.7%，剔除價格上漲因素後，12月份的實際增速估計為負。從投資的數據看，基建投資和房地產投資均疲弱，其中四季度房地產投資為-2.7%，步入負增長區間。

擴內需包括擴投資需求和擴消費需求，就投資而言，基建投資中民間資本參與度在下降，所以政府投資的力度必須加大。現在的問題在於，地方專項債額度是足夠的，但缺乏符合財政部門要求的、能帶來現金流的項目，因為財政支出項目要求「提質增效」。這也容易解釋民間投資的參與度下降，因為好項目少了，民間投資的回報率下降，但資金成本依然比較高。即便在二級市場上，也會發現民間預期有趨弱的跡象。

由於民營企業市場化程度更高，更加能反映市場的預期。從中證民企指數的PE（市盈率）來看，2016年之後跟隨中證500指數下降明顯，2019年反彈幅度較大可能是因為股價低位反彈而企業盈利處於低位（分母小）。從中證民企指數的成交額佔比來看，也是在2016年之後停止了上行趨勢，2021年有回落的跡象。

此外，外貿環境對民企盈利預期影響也比較大。從中證民企指數的淨利潤總額及淨利潤佔全市場的比例來看，2018年和2019年明顯偏低，可能與當時中美貿易關係惡化有關。2020年和2021年淨利潤反彈明顯，這也可能與新冠疫情之後中國出口份額提升有關，但中證民企指數對應的淨利潤佔比仍未回到2017年之前的上行趨勢中。這或許也是市場預期偏弱的一個表現。

國企改革有待發力

目前中國政府部門的槓桿率水平估計在70%左右，與日本政府（260%左

右）、美國聯邦政府（120%左右）相比都不算高，如果把政府資產總規模作為分母的話，則大大低於任何一個發達經濟體。但應該看到，由於中國解放後前三十年經濟增速沒有像日韓那樣實現趕超，後四十年雖然創造了高增長奇跡，但已經成為一個未富先老的巨大經濟體，隨着人口老齡化加速，今後政府部門擴大開支、槓桿率上升十分正常。

因此，建議2022年財政部門應起預期擴大財政支出。支出無非用在促內需的兩個方面，一方面是投資，另一方面是消費。也就是說，一要拉動投資，二是要拉動消費。即改善企業和居民部門的資產負債表，而通過傢具汽車優惠下鄉、發放消費券或通過收入補貼來增加中低收入階層的收入，就一定能拉動消費，進而改善民營企業的資產負債表，並且可以在社會融資領域形成寬信用環境，有望拉動民間投資提速。

最後，超預期的舉措還在於要推進各方面改革，如減稅降費與稅制改革同步推進、第三次分配改革和擴大社保支出相結合等，進而朝共同富裕目標邁進。此外，與股市相關的國企改革的預期也需要進一步提高。國企改革指數自2014年推出以來，PE從30倍左右下降到目前15倍左右，並且低於wind全A指數。之前受熱捧的國企改革相關的ETF規模近兩年明顯縮水了，而過去幾年是ETF蓬勃發展的幾年，國企改革ETF規模是逆勢縮水。這些或許都反映了市場對國企改革的預期在下降。

當前證券市場上被動型基金規模越來越大，今後被動型基金的規模還會繼續擴大，今年也是國企改革三年行動方案的收官之年，完全可以借助資本市場推進混改、員工持股模式上進行改革和創新。國企總市值在A股市場上佔比最大，因此，國企估值水平的變化，對A股市場舉足輕重。但國企淨率的下行，反映了投資者對投資國企的風險偏好下降，如果能夠提高投資國企的風險偏好，既有利於國企的保值增值，又可以帶來證券市場繁榮。

總之，當前及今後幾年，都需要擴大財政支出規模，尤其在地方財政槓桿率水平偏高的背景下，擴大國債發行規模，來拉投資、惠民生，積極財政政策與穩健貨幣政策相互促進，才能創造一個寬信用的環境。同時，通過進一步改革開放，恢復民營企業的信心和創造力，繼續推進國企改革，促進市場活力，扭轉趨弱的預期，使經濟回到正回饋和正循環中，或許是更具有長效意義的宏觀對策。