

A股即將啟動新一輪牛市



財經萬象 薛洪言

星圖金融研究院副院長

歲末年初，很多人都在期盼把熊市留在2022。元旦過後，A股錄得開門紅，日均成交量明顯上台階，表明投資者們也開始靠攏發力，加大月初布局，力爭投資開門紅。

就當前的市場而言，剛剛經歷12月的股市回調和全國多數城市病例達峰，市場情緒仍不算高漲。就12月來看，多數板塊錄得下跌，尤其是前期有較好表現的地產鏈、信創、軍工等板塊均出現明顯調整，暫時把追高的投資者套在其中。12月的回調，說明自11月初開啟的新一輪牛市行情仍不穩固，在地產和疫情政策拐點驅動的上漲告一段落後，市場被基本面的弱現實重新往回拉扯。但這種回調屬於牛市初期的正常現象，不改A股啟動新一輪牛市行情的大邏輯。

受疫情放開後宏觀經濟逐步復甦驅動，2023年A股市場大概率將演繹牛市行情。當前，市場對2023年GDP（國內生產總值）增速的一致預期為5.14%，較2022年的3.05%（市場一致預期值）明顯抬升，開始向潛在增速回歸。在此背景下，市場預期2023年A股非金融企業淨利潤增速有望回升至10%左右。基本面的拐點會提振市場風險偏好，帶來業績和估值雙升的戴維斯雙擊效應，驅動股市走出牛市行情。

既然明確了2023年A股大概率會走牛，那麼倉位提升愈愈好，1月份就成為重要的買入時點和調倉時點。在去年末股市健康回調和今年初資金搶籌的雙重驅動下，1月股市整體上漲是大概率事件。結構行情中，選對板塊至關重要。從全年行情來看，大概率會演繹「先防禦、後成長」的走勢：

先防禦。回顧2022年，漲幅靠前的板塊基本都有一定的防禦屬性。就2023年而言，在經濟確定性企穩之前，市場風險偏好仍會受到壓制，更願意配置確定性強的板塊。未來可關注，1）政策反轉帶來的確定性，如地產開發、建材、傢具家電、銀行、保險等地產鏈相關；2）疫後消費復甦帶來的確定性，鑒於旅遊機場航空酒店等典型的困境反轉板塊估值並不便宜，可重點關注估值合理偏低的消費細分板塊，如調味品、乳製品、醫療服務等；3）獨立邏輯帶來的確定性，如國防軍工，全球國防開支高增大周期下，軍費投入獨立於短期GDP增速；4）自主可控&補短板帶來的確定性，如計算機、醫療器械、半導體等。

後成長。待經濟確定性企穩之後，典型信號如中長期貸款增速回升、房地產銷售邊際改善等，市場做多熱情被點燃，更願意為長期前景買單，

具有想像空間的成長板塊彈性大，更易受到市場追捧。典型如經過估值消化的新能源、從0到1的元宇宙，以及央國企估值重估等熱點題材。在這個階段，兼具確定性和成長性的計算機、醫療器械、半導體、軍工等板塊仍會繼續表現。

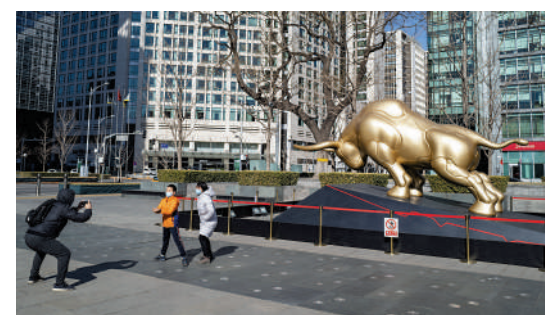
全年的節奏容易進行粗線條的把握，具體到1月份，市場風格反倒不好確定。部分資金追求短期確定性，布局防禦性板塊；部分資金着眼於全年布局，可能會配置成長板塊。你買你的，我買我的，在市場風格上，可能會略顯混亂。但整體上看，兼具防禦和成長屬性的板塊進攻、退可守，更容易在1月佔優，投資者可重點關注計算機、醫療器械、半導體、軍工等板塊。

談完了1月布局，我們再聊聊「春季躁動」。歷史上看，歲末年初常常存在「春季躁動」，且穩增長預期愈強烈，「春季躁動」出現的概率愈高。就2023年來看，內地政策穩增長訴求強烈，「春季躁動」具備降臨條件。如中央經濟工作會議明確強調要加快構建新發展格局，着力推動高質量發展，尤其提出要大力提振市場信心，推動經濟運行整體好轉，實現質的有效提升和量的合理增長，為全面建設社會主義現代化國家開好局起好步。

看好醫療器械及半導體股

就衝擊因素來看，市場主要擔憂XBB等新冠變異株的後續影響。極端情況下，若XBB等變異株短期內在國內形成二次大面積傳播，會極大地打擊「陽康」群體消費和出行的積極性，也會對2023年的內需復甦前景產生壓制，「春季躁動」行情可能再次缺席。除此之外，其他諸如美聯儲2月加息、春節消費低於預期、年報預披露衝擊等潛在風險，都不足以對A股市場產生大的擾動，「春季躁動」行情仍會如約而至。

最後總結一下，筆者認為2023年大概率會演繹牛市行情，節奏上「先防禦、後成長」。就1月份來看，短期資金和長期資金各買各的，容易造成市場風格混亂，但整體上看，兼具防禦和成長屬性的板塊更容易在1月佔優，投資者可重點關注計算機、醫療器械、半導體、軍工等板塊。此外，只要不出現陽康群體短期內二次感染的超预期事件衝擊，在政策端強力穩增長的刺激性下，A股「春季躁動」行情也值得期待。



▲市場預期內地經濟將加快增長，所以A股也會啟動新一輪牛市。



▲歐元區透過加息壓通脹，會使得主權債務風險抬頭，並加快經濟步入衰退。

2021年以來，在疫情形勢好轉、西方經濟體大幅寬鬆的貨幣和財政政策刺激下，世界經濟明顯復甦。主要經濟體通脹開始抬頭，以驚人之勢一路向上，並迅速蔓延至全球。俄烏衝突後，全球通脹朝着惡化的方向愈演愈烈，多數經濟體物價水平接連創下歷史新高。2023年通脹還會繼續上行嗎？何時通脹才能見頂回落？其中又會出現怎樣的變數？

全球通脹有望下行



經濟透視 連平

植信投資首席經濟學家兼研究院院長

2022年以來，為抗擊通脹，全球約有90個國家央行先後開啟加息，其中更有一半國家單次加息幅度超過75個基點。美聯儲已經連續7次加息，其中4次更高達75個基點，累計加息425個基點。一方面，主要經濟體「快節奏、高力度」的加息不斷推高借貸成本，遏制了消費和投資，通過壓低社會總需求推動通脹降溫；另一方面，加息的外溢影響使得世界經濟面臨衰退風險。IMF（國際貨幣基金組織）在最新的報告中維持了對2022年全球經濟增速3.2%的預期，但將2023年增速預期再下調0.2個百分點至2.7%，表明全球經濟下行風險正在不斷升級。

通脹由商品和服務價格驅動，商品中的能源和食品是推升本輪全球通脹的主力，且兩者走勢高度相關。當前國際原油和糧食價格已經回落到俄烏衝突爆發前水平，意味著俄烏衝突對於全球原油和糧食供給衝擊最嚴重的時期已經過去。在全球供應鏈重構的背景下，供給壓力將在一個高於疫情前的水平上見底。因此，在不出現新的嚴重供給衝擊的情況下，2023年國際大宗商品價格將在供應前景好轉、需求預期下滑的主導下整體呈現回落趨勢，但大幅走低的可能性不大，價格中樞仍會保持在一個相對歷史高位。

作為國際大宗商品最主要的計價貨幣，隨著美聯儲加息節奏預期放緩，美元階段性高位已過，未來上行動能有限。非美國家的貨幣或迎來反彈，輸入型通脹壓力將有所緩解。雖然美元指數自高位回落，短期內會減輕對大宗商品價格的壓制，但2023年全球經濟加速下行，部分經濟體陷入衰退，而美國經濟相對於歐洲等其他主要經濟體更有韌性，美元仍有一定支撐。

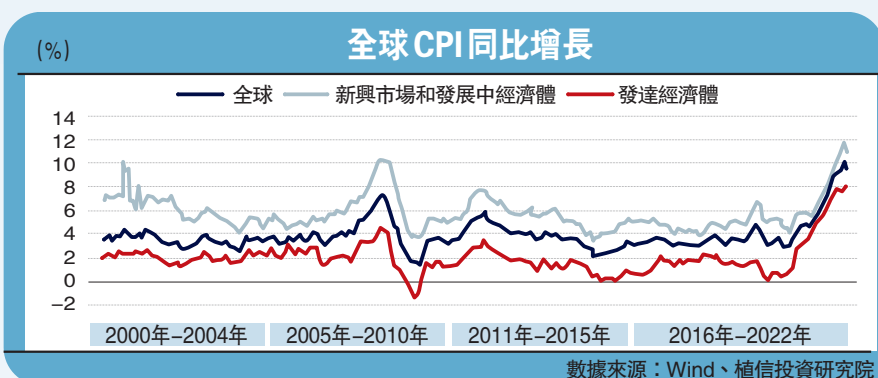
由於2022年以來全球通脹水平不斷攀升，高基數效應有助於2023年全球CPI（消費物價指數）同比讀數較低。綜上所述，2023年全球通脹有望下行。

供應鏈改善 紓緩能源食品價格

目前全球通脹仍處於高位，各國緊縮貨幣政策雖然可以從需求端打壓通脹，從而基本確認2023年全球整體通脹水平下行趨勢，但疫情反覆、地緣衝突、能源緊張、逆全球化、勞動力短缺等結構性因素使得供給端依然存在較大不確定性，可能擾亂通脹降溫節奏。而這些結構性因素往往不敏感於貨幣政策，並持續作用於通脹黏性，成為各國抗擊通脹進程中的重要阻礙。

推高通脹的兩大主因能源和糧食價格，未來仍面臨一定不確定性。

一是國際關係及地緣政治局勢複雜多變。烏克蘭危機已經走入了一個新的階段，影響的持續性超預期。隨



着年底歐洲對俄的新一輪制裁措施陸續落地，俄羅斯對歐洲能源斷供風險上升，歐洲能源危機可能加劇。

二是能源的全球供需格局正在重塑，油細+（OPEC+）對油價穩定在每桶90美元左右的訴求較強，且不排除未來進一步減產的可能性。

三是極端氣候對能源供給、糧食生產及供應鏈穩定的衝擊不斷，同時可能使能源需求超季節性。

四是全球貿易保護主義加劇，能源、化肥和食品的進口成本上升。WTO（世界貿易組織）在11月的《貿易檢測報告》中指出，2022年5月中旬至10月中旬期間，G20經濟體出台的出口限制增多，尤其是在食品和化肥方面。聯合國糧農組織FAO預測2022年全球糧食進口成本將比2021年增長10%。因俄烏衝突持續，黑海糧食協議前景仍存變數，2023年全球食品短缺情況可能惡化，從而再度推高食品價格。

2022年下半年以來，隨着供應鏈瓶頸的改善和供需關係的平衡，能源和食品價格上漲動能減弱、價格中樞震盪回落，帶動相關通脹指標降溫。在此過程中，核心通脹逐漸接棒能源和食品，開始成為驅動全球通脹的主導因素。2021年以來，隨着疫情形勢好轉、刺激政策發力，世界經濟明顯復甦，各國剔除食品和能源的核心通脹調轉向上。疊加2020年低基數影響，主要發達經濟體的核心CPI同比紛紛突破2%，並持續向上攀升，至今仍未有見頂。在能源價格傳導、供應鏈成本壓力和勞動力市場緊張等因素作用下，全球核心通脹表現出較高黏性。相比之下，中國經濟活動的降溫一定程度上緩解了核心通脹。

核心通脹黏性的最大來源是勞動力供需錯配所帶來的工資持續上漲壓力。隨着全球人口老齡化和勞動力短缺問題加劇，勞動力成本不斷上升已經成為長期趨勢。新冠疫情對勞動力市場的結構性影響超預期。從需求端看，疫後商品消費快速復甦，而服務業修復相對滯後，且受疫情反覆影響恢復速度緩慢。從供給端看，各國疫情期間採取的大幅財政刺激政策降低了很多勞動力，尤其是低收入群體回歸就業市場的意願，企業被迫加薪招人。再加上部分高年齡及受長期後遺症影響的人群永遠退出勞動力市場，造成勞動參與率復甦後勁不足，供給缺口長期難以填補。這又可能進一步阻礙生產力和經濟增長，導致單位勞動成本持續上升，增加工資—通脹螺旋上升風險。OECD（經合組織）整體勞動參與率已經接近疫情前水平，

恢復速度開始放緩，而失業率持續走低，單位勞動力成本增速不斷攀升，反映勞動力市場供需仍然偏緊，短期內改善程度有限。

當通脹持續上升並突破一定水平後，當期通脹部分轉化為通脹預期，消費者傾向於前置消費，生產者控貨挺價，勞動者則要求更高的工資，企業最終又將成本轉嫁給消費者，進而推高下期通脹；如此循環往復，就進入了自我實現的通脹循環中。2022年3月以來，美聯儲大力度快節奏地收緊貨幣政策，使得本輪通脹預期被較好錨定，減輕了降低通脹過程中的內生阻力。不同於美國通脹主要由內部供需錯配和財政貨幣過度刺激導致，歐元區通脹受外部供給因素的影響更大，能源危機難解，通脹仍在繼續攀升。歐央行在貨幣政策上的行動明顯滯後，對輸入型通脹的作用也有限。加息使得歐元區主權債務風險抬頭，經濟衰退風險加劇。由於持續上漲的生活和生產成本，通脹預期出現「脫錨」，歐元區治理通脹將面臨更大的阻力和更高的成本，可能陷入更嚴重的經濟衰退。

關注歐元區衰退風險

儘管全球「加息潮」下房地產市場已經降溫，但前期房價上漲仍在向房租持續傳導中。經驗表明，房價向CPI房租項的傳導存在一兩年的滯後。OECD整體房價同比拐點在2021年9月出現，預計CPI房租同比增速可能在2023年二季度見頂回落。由於貨幣政策收緊，借貸成本上升，住房貸款需求快速下滑，房價增速放緩，部分買房需求向租房轉移，增加房租價格的黏性，使其回落速度偏慢。

從貨幣供給視角看，本輪海外央行貨幣緊縮過程中，相比於大幅加息，開啟縮表周期的時點較晚、力度相對有限，全球流動性收緊偏慢，整體環境仍偏寬裕。在流動性收緊不足的情況下，單純通過高利率抑制需求，進而達到降低通脹的目標，意味着利率要在更高的水平維持更長的時間，才能看到貨幣緊縮的效果，這也進一步加大了經濟下行的壓力。

新冠疫情爆發後，以美歐為代表的多國採取大規模貨幣寬鬆疊加財政刺激，導致廣義貨幣大幅上升，對本輪全球通脹快速上行表現出一定領先性。當前OECD國家整體廣義貨幣指數同比已經回落至相對低位，但由於之前投放大規模流動性，廣義流動性擴張過於劇烈，廣義貨幣增速仍需保持在低位較長時間才能起到抑制通脹的作用。

早春迎通關 樓市重現生機



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部行政總裁 (港澳)

首階段通關落實，香港樓市終現黎明。其實早於去年12月，兩地大幅放寬防疫措施時，本港樓市已經「見底」，交投搶先「觸底反彈」，及至免檢疫通關的消息一傳出，樓市更是出現「U Turn」式急轉彎。相信隨着未來「通關」加倍放寬，北水持續重臨，帶來外需，令樓市重現生機。

觀乎新一年的樓市，已經急現三大轉勢信號：首先是交投回升，特別是二手交投已經明顯反彈；其次是樓價跌幅更大收窄，由於個別業主信心恢復，讓幅已經大幅收窄至個位數，部分「超賣」屋苑的成交價已經回升；再次是投資客入市的比例增加。

第三點對本港樓市是非常利好。事實上，內地買家對本港物業的興趣從未減退。即使是在疫情期間，內地客比例仍佔高水平，根據美聯物業房地產數據及研究中心綜合土地註冊處資料，去年首10個月，以姓名的英文拼音鑒別出來的內地買家，佔個人買家於香港樓市二手住宅註冊量比率高達約8.2%，較2021年全年約7.2%增加1個百分點，連升兩年，並創自2011年後的11年新高。相信隨着通關落實，內地買家的比

例將會進一步上升。

為迎接久違的內地客戶，美聯物業已經「天地人網」全面布陣。美聯中國及香港的官方網站，以及名為「筍盤」手機程式，已於通關前增設專區，推介香港一手及二手好房，並提供豐富的置業資訊，介紹於香港買樓的優勢及重點。我們已在各區精選近400名「通關專員」，專責協助對本港物業有興趣的內地潛在客人。「通關專員」必須熟悉普通話及內地文化，部分更是內地來港工作的「港漂」，而且全部擁有服務內地客戶的豐富經驗，又或對各地方言有認識，甚至有公司買賣的專家等，各有所長，必定可為有意來港搵樓或置業人士提供專業服務。

今年樓價料反彈15%

至於地網，則會於內地客戶的置業重點區域、各關口及交通要點，增設「通關專門店」，於最佳位置為有需要的客戶提供最貼心的服務。

兩地購買力湧現，樓市首季肯定出現「大陽春」。相信本月一手及二手交投齊升，一手雖然未有大型全新盤的供應，但預計交投仍會升近五成至400宗的水平；二手交投則約升17%至3500宗水平。由於通關的速度較預期快，加上兩地購買力「井噴」，帶動樓價回升，預期全年樓價可升10%至15%，最終升幅將視乎通關帶來的經濟效應而定。