

經濟復常 外資加快布局A股

中金點睛 何璐 李求索

中金公司研究員

近期外資回流中國市場。去年12月至今A股、港股市場有所回暖，海外資金也從2022年整年較為平淡的狀態出現明顯回流。資金流向規模上看，A股、港股市場外資流入幅度加大，年初至今北向資金明顯淨流入。分風格和行業看，年初至今受疫情修復主線獲得較多增持，外資再度加倉藍籌龍頭股；從外資存量和佔比看，消費、新能源佔比最高且持續提升。我們認為近期外資流入背後可能包含美聯儲加息節奏緩和、國內政策支持力度加碼、經濟面修復較快等有關。

資金流向規模上看，A股、港股市場外資流入幅度加大，年初至今北向資金明顯淨流入。我們在去年10月底發布的《近期外資動態分析》報告中認為，2022年10月底時外資大幅淨流出現像可能已經結束。2022年11月至12月期間伴隨節假日效應、市場消化政策預期等因素，外資流向有所反覆，2023年初以來受多重因素影響外資大幅流入。數據顯示，2023年以來北向交易開通的10個交易日除首日為淨流出外，剩下9個交易日呈現連續單日淨流入，總計淨流入規模805億元（人民幣，下同），尤其1月16日單日淨流入158億元，同時年初第一周也是有史以來第三高的周度資金流入。截至1月16日，年初至今北向資金淨流入規模達到799億元（其中滬股通年初至今淨流入388億元，深港通淨流入410億元），相較過去5年同期不到300億元的平均淨流入規模明顯擴大。

我們認為近期外資流入背後可能包含多方面因素：1）美聯儲加息節奏緩和，全球流動性環境邊際好轉。伴隨着美國通脹高峰可能已過，全球市場對於美聯儲未來加息的預期放緩。近期公布的12月美國CPI數據同比上升6.5%，環比兩年多以來首次錄得負值，進一步驗證了通脹有所緩解且可能已過高點的趨

勢，在此背景下全球市場流動性環境呈現邊際好轉的跡象。2）國內政策變化下，壓制經濟的因素有望逐步緩解，近期經濟基本面修復預期較快。2022年底國內疫情、地產政策出現較大變化。在疫情政策優化下，近期國內疫情呈現逐步過峰態勢，市場預期消費有望逐步恢復；2022年12月先後召開的中央政治局會議、中央工作會議等持續強調穩增長、擴內需、穩地產，相關政策近期持續落地；地產板塊政策支持持續加碼，在供給端和需求端同步發力，1月5日住建部表示要因城施策，近期央行發布首套房貸款利率政策動態調整機制，銀行信貸工作會在重申差別化房貸政策的基礎上，提出改善優質房企資產負債表計劃，從供需兩端釋放進一步積極信號。此外，2022年國內通脹率僅1.8%，相比主要海外經濟體具備政策空間。3）部分產業政策的邊際變化影響市場風險偏好，海外投資者較為關注2022年底中央經濟工作會議對平台經濟等產業的表態，以及近期部分產業領域的邊際變化，如海外遊戲版號恢復發售等。4）近期市場修復過程中，外資重倉的消費、醫藥等行業表現較為強勁，估值有所修復但仍有向上空間。外資重倉的股票風格經過一年余的回調後近期修復明顯，我們擬合的A股外資重倉持股指數當前的前向市盈率為10.0倍，位於2018年以來的歷史均值向下0.57倍標準差，和2021年2月的估值高點（17.2倍）相比相差42%。

今年淨流入料達4000億

綜合來看，我們維持在去年11月發布的年度展望《翻開新篇》中的觀點，對2023年A股市場持中性偏積極看法，去年底至今年一季度市場可能有階段性機會。考慮到展望中對美聯儲加息節奏放緩、中國增長企穩改善的判斷正在逐步兌現，以及在中國龍頭公司依然具備較好基本面和中長期估值吸引力背景下，我們預計2023年海外資金（QFII/RQFII）加北向資金）全年淨流入A股規模可能相比2022年有所改善，預計全年可能在3000至4000億元左右。



「拚經濟」大年 港樓價料漲10%

樓市新態 汪敦敬

祥益地產 總裁

本港市場由多年的極度靜止變為進行復常之後的積極開放，我們必須要認清楚本質上未來市場發展很可能會衍生兩個效果，一是投資產品價格會上升，二是通脹會加劇，這是經濟活動活躍和轉流率增加的結果！

改善市場情緒提振信心

「拚經濟」令GDP（國內生產總值）增長，不但會帶動經濟改善，更加重要的是會改善市場情緒，很多人認為加息是樓價大跌的主因，筆者不全部同意，加息令成本增加，的確會令樓價微調的，但是買入二手住宅市場長期有穩妥的壓力測試，加息並沒有令供樓人士超出了原定的風險防線和預算！又有人說移民是樓價大跌的原因，筆者也不全苟同，粗略估計近年約7萬個家庭移民，的確只要有1%的家庭移民肯劈價賣樓，即是市場可能就有700個劈價盤，但移民盤減價的破壞力，其實不及7萬個移民家庭可能一齊唱淡香港那麼大！結合原本的樓市淡靜之辯論，已經淪為意識形態之爭！事實上，去年下半年樓市的而且確在唱淡情緒之下令到樓市機制幾乎失效！但這個只是表面看到的，淡風令樓價大跌，是同時遇上政府調節企業及金融市場，個別香港人適應及了解不到這種新常態，引起的迷惘及擔心才令到市場上負面情緒可以左右大局！並不是代表單靠市場負面情緒就可

以隨意將市場摧枯拉朽！
新一年，我們身處一個蟄伏多年的市場已重新復甦，基本上任何經濟體系的市場形態都是一個「呼吸」，只是資本主義傾向先擴張後去泡沫下收縮，而社會主義就傾向先調整鞏固，然後才讓市場力量起動，兩者都是呼吸，不明理念所以才會覺得奇怪，無論如何，今年既然是「拚經濟」應該是發放能量的時候，沒有大局的配合，負面情緒並不能夠對市場作出太大困擾。

基於筆者以上的概念和分析，我認為為免年香港樓價可以由最低點回升5%至10%，這個預算應該是穩妥的，至於可否將已經跌了普遍15%的樓價跌幅去完全收復失地，筆者認為現在評論言之過早，我們要看看未來幾個月的運作，還要看看在中美博弈大局之下，對手即西方國家又作出什麼花招去干預市場，我們才會決定要行多快或者是否在中途作出鞏固防守的回應了。



▲筆者認為為免年香港樓價可以由最低點回升5%至10%。



◀輸入性通脹壓力加劇，疊加常態化防疫政策退出後服務型消費復甦，日本通脹持續上漲。

日本央行下一步舉動將牽動市場神經。作為全球最後一個仍然實施負利率的大型經濟體，日本央行距離退出寬鬆似乎只有一步之遙。對於全球市場而言，這會是一個時代的告別。

日央行收水勢添金融動盪



經濟把脈 周浩

國泰君安國際 首席經濟學家

由於長期的負利率，日本居民持有大約3.5萬億美元的海外投資淨資產。貨幣政策的變動可能對這些海外資產帶來長期影響，這也可能帶來巨大的全球資產價格的波動。作為「安倍經濟學」的忠實擁護者，日本央行行長黑田東彥任期將滿，未來的接任人選將成為市場關注焦點。有消息稱，下一任日本央行行長人選將在2月10日被提名，新行長的背景也將會被市場嚴格審視。如果說黑田東彥開創了日本超級寬鬆貨幣政策的新時代，那現在很可能是該說Sayonara（再見）了。

行長換屆 關注幣策轉向

自1991年以來，受房地產泡沫衝擊和人口高度老齡化影響，日本經歷了經濟低迷與結構轉型期。為擺脫通縮困境並刺激經濟增長，日本央行進行一系列探索與創新，大致可以劃分為五個階段：1991至2001年低利率階段走向零利率的階段、2001至2006年第一輪量化寬鬆的階段、2010至2013年第二輪量化寬鬆的階段、2013至2016年量化寬鬆寬鬆QQE階段（Quantitative and Qualitative Monetary Easing）以及2016年至今實施的「QQE+YCC+2%通脹目標」框架階段。2016年9月，在與通縮風險對抗近三十年後，日本央行在負利率（無擔保隔夜拆借利率下調至-0.1%）的基礎上，引入收益率曲線控制目標（Yield Curve Control, YCC）的QQE，並推出通脹超調承諾，由此新貨幣政策框架形成。

貨幣政策框架的出發點就是貨幣政策目的是什麼。貨幣政策目標體系包括操作目標、中介目標以及最終目標，形成「操作目標—中介目標—最終目標」的貨幣政策傳導機制。

1997年修訂的《日本銀行法》第2條規定，日本央行以實現物價穩定為目標，從而促進國民經濟的健康發展。不同於美聯儲就業最大化和價格穩定的二元政策目標，日本央行貨幣政策目標更強調物價穩定。但是相較美國和歐洲，日本通脹目標制確立較晚，通脹預期的錨定作用偏弱。2013年1月，日本央行調整原先模糊的目標設定，引入通脹目標制，設置定量標準，即日本央行將在未來兩年內盡快使得CPI同比增速達到2%。2016年9月，日本央行進一步推出通脹超調承諾，即「央行將擴大基礎貨幣供應量，直到核心CPI（剔除新鮮食品但包括能源）的同比增速超過2%，並以溫和方式保持在2%以上」，以期通過前瞻性指引措施引導公眾通脹預期的形成。

20世紀90年代以來，日本貨幣政策中介目標隨日本央行貨幣政策的調整與創新而不斷切換。2001年3月，量化寬鬆政策（QE）下，中介目標從利率轉為貨幣供應，相應地，操作目標由無擔保隔夜拆借利率切換為商業銀行在央行的準備金賬戶餘額。隨



後，QE終結，中介目標切換回利率。2013年4月，量化寬鬆貨幣政策框架（QQE）下，中介目標再次轉為貨幣供應，操作目標為基礎貨幣投放，在零利率的基礎上擴大非傳統貨幣政策力度。2016年9月，帶有收益率曲線控制的QQE框架下，中介目標再度回歸利率，即短期政策利率徵收負利率的同時，還調控長端利率，使十年期國債利率維持在0%左右，從而對收益率曲線形態進行整體調控。

政策利率、公開市場操作以及中央銀行貸款是日本銀行的三大主要貨幣工具。

政策利率方面，日本負利率政策的實施主要是通過改變利率走廊下限（超額存款準備金利率）來實現，從而影響貨幣市場利率、存款利率，進而傳遞到貸款利率。具體來說，日本設置包含負利率的分級利率體系，即央行準備金賬戶分三個級別，第一級對基礎超額部分使用0.1%的正利率，第二級對超額部分使用0%的零利率，第三級對政策利率的超額部分使用-0.1%的負利率。日本央行向商業銀行提供固定零利率的無限量隔夜貸款，但對商業銀行存放在中央銀行的常備賬戶徵收一個「負利率罰息」，由此將銀行間市場利率調控在-0.3%至0%之間。

公開市場操作方面，與美聯儲公開市場在債券二級市場上通過臨時性買斷業務買賣國債的操作基本相同，日本央行的公開市場操作以債券買賣業務為主。2001年，日本銀行正式推出量化寬鬆措施，通過長期持有政府證券至到期的方式向市場注入長期流動性。此後，數輪量化寬鬆措施均以公開市場操作為基礎實施。此外，2006年日本銀行推出以回購協議為核心的政府證券回購操作，豐富了公開市場的操作方式。

中央銀行再貸款方面，日本銀行2001年推出補充貸款便利措施，在傳統中央銀行貸款中補充隔夜期限中央銀行再貸款，2006年推出針對集合抵押品的新型中央銀行貸款，2010年推出4年期超長期中央銀行再貸款，2010年、2011年和2013年推出針對外幣的中央銀行再貸款，2011年、2016年和2020年推出針對特殊事件衝擊的定向再貸款措施。需要特別強調的是，在2006年後日本銀行推出的中央銀行再貸款衍生工具是通過公開市場操作的方式進行實施，是中央銀行再貸款工具與公開市場操作模式相結合的創新型貨幣政策工具。

日本量化寬鬆的主要目的是扭轉公眾通縮和經濟下行的預期，降低實體經濟融資成本，擴大投資與消費，

以期形成「通脹預期上升、金融條件改善—企業投資增加—企業利潤增長—家庭可支配收入增加—居民消費增加—國民經濟健康發展」的良性循環。

通脹飆升 量寬難持久

2022年，受俄烏衝突衝擊等多重因素影響，能源、糧食等大宗商品價格大幅上漲，全球通脹「高燒難退」。輸入性通脹壓力加劇，疊加常態化防疫政策退出後服務型消費復甦，日本通脹持續上漲。2022年4月以來，核心通脹維持在2%，通脹「達標」。2022年11月，日本通脹率進一步上行，CPI升至3.8%，CPI核心通脹率至3.7%。從日本通脹的整體表現來看，在2023年內通脹仍大概率顯著高於日本央行2%的控制目標。由於日本將在3月份進行年度的薪資談判，在通脹高企的背景下，市場也大致預期本輪談判會顯著推高日本企業在明年的用工成本，而這也可能會在更長的時間維度內提升通脹。

2022年，常態化防疫政策退出後服務型消費復甦，投資回暖，支撐GDP回升。從日本經濟的整體表現來看，與很多發達國家不同，日本的整體經濟尚未恢復至疫情前的水平，這也意味著經濟仍然有修復的動能。與此同時，通脹的上升也提升了企業的投資意願，日圓在2022年的大幅貶值也讓一些企業開始考慮減少海外投資、並轉向國內投資。綜合這些因素來看，日本經濟大概率仍會在2023年保持相對良好的成長。目前日本央行給出的預期大約在2%左右，這相對應很多國家可能會在今年陷入「衰退」，已經是一個非常不錯的表现。

3.5萬億美元海外資產或回流

綜合以上信息，一個清晰的結論是，日本央行需要在未來的一段時間內認真考慮國內的經濟和通脹狀況，而審慎進行貨幣政策正常化的操作。由於超級寬鬆貨幣政策實施已久，因此過快退出可能會對全球金融市場帶來巨大的衝擊。由於長期的低利率，日本居民將大量的資產投資於海外，這形成了大約450萬億日圓（約為3.5萬億美元）的對外投資淨頭寸，相當於日本GDP的37%左右。市場也因此擔憂，伴隨着日本貨幣政策的正常化，部分日本的海外投資可能會轉移回日本國內，而這也可能對全球的資本流動帶來影響和不確定性，尤其考慮到日本央行等機構持有萬億美元規模的美國長期國債，一旦出現大規模的資本流動，全球金融市場都可能受到相應衝擊。