



▲春節期間，內地旅遊景區再次排起長隊，網紅餐廳一座難求等，消費復甦的潛力逐步釋放，分析預計將有力提振A股投資者市場風險偏好。新華社

春節長假前，很多投資者就開始糾結持股還是持幣的問題。考慮到內外部環境雙雙向好，節後A股行情還是值得期待的。不過，對投資者來說，與其關注市場短期走勢，不如關注上漲的可持續性和結構性機會。A股繼續上漲的基礎還在不在？哪些板塊更值得持有？

刺激政策發力 A股漲勢延續



財經萬象 薛洪言

星圖金融研究院副院長

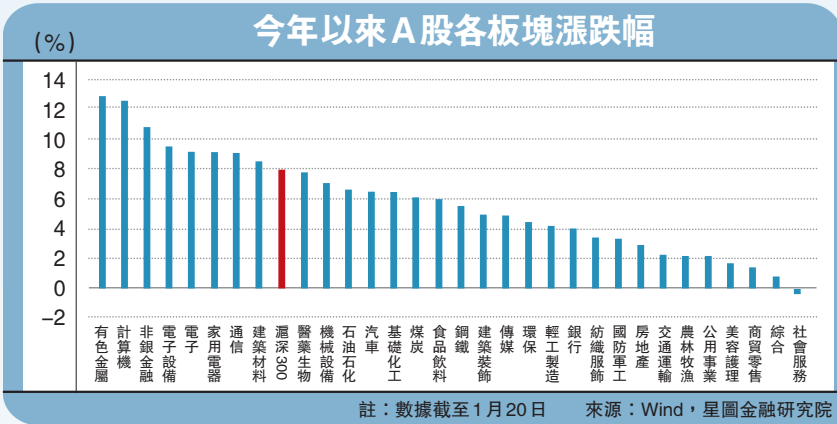
春節期間，受美國2022年四季度國內生產總值（GDP）增速超预期、12月消費者物價指數（CPI）繼續回落等影響，市場對美國經濟軟着陆和美聯儲放緩加息節奏的信心提升，帶動風險偏好提升，外圍市場大漲；國內而言，旅遊景區再次排起長隊，網紅餐廳一座難求，春節檔電影票房錄得史上第二高，市場擔心的春節遷徙帶來的第二波疫情也並未出現，預計將有力提振A股投資者市場風險偏好。

居民消費強勁復甦

自2022年11月以來，受疫情政策調整和地產政策升級等驅動，A股市場迎來底部反轉行情，12月受全國主要城市疫情達峰影響，市場震盪回調，自下旬起重啟升勢。尤其是2023年元旦之後，外資等配置資金大幅流入，疊加國內投資者風險偏好提升，推動A股幾乎所有板塊均錄得上漲。從漲幅來看，家電、非銀、建材、食品飲料等價值板塊與計算機、電力設備、電子、醫藥等成長板塊並未拉開差距，表明開年以來市場風格較為均衡，並未有突出的主線邏輯。一個重要的原因或許是，1月屬於全年配置節點，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，看上去就是比較均衡。

接下來的問題是，進入2月份，市場還會不會漲？什麼風格容易佔優？先說結論，筆者認為節後市場大概率仍會延續上漲趨勢，市場風格上看，穩增長板塊大概率佔優。就市場走勢而言，股票市場有其自身趨勢，基本面因素可以強化或逆轉這種趨勢。自2022年11月以來，A股整體處於上漲趨勢行情中，近期基本面因素整體偏正面，上漲趨勢仍會持續得到強化。

1）疫情「快來快去」，對經濟影響小於預期，且春節期間市場擔心的第二波疫情並未出現，助力風險偏好提升；2）春節消費同比大幅增長，雖較2019年仍有差距，但不乏結構性亮點，消費復甦力度整體強於預期；3）節後步入政策密集發力期，疊加全國兩會臨近，市場對穩增長、促消費政策出台充滿預期；4）美國CPI延續回落趨勢，美聯儲一季度結束加息的預期得到強化；5）地產支柱地位屢次被重申，高線城市二手房市場已出現邊際回暖跡象，地產政策



仍在持續出台。

綜合來看，驅動A股上漲的核心因素並未被證偽，反而不斷被基本面因素佐證。受此影響，節後A股大概率仍會延續上漲趨勢。

措施加碼扶持內房

從風格上看，節前一周，受業績預告等因素刺激，半導體、新能源等成長類板塊開始有所表現，前期回調明顯的信創、醫藥等板塊也出現企穩回升跡象，而穩增長相關板塊則出現了滯漲甚至小幅調整，表明不少投資者做了倉位切換，賣掉賬面已有浮盈的價值板塊，買入成長類板塊待漲。

那麼，節後市場出現風格切換的概率大不大呢？在我們看來，因實體經濟尚未實質性企穩，疊加兩會期間政策密集催化，穩增長板塊仍然值得期待，有望繼續佔優。

一是節後地產、消費等板塊大概率將迎來政策密集發力期。受疫情餘波和春節假期影響，1月份經濟數據大概率仍不理想，為提振市場信心，仍需要政策端繼續發力。疊加節後疫情擾動越來越小，生產消費活動重回正軌，以及3月份新一任政府換屆，市場對政策密集落地仍有較大期待，政策大概率仍是主導2月份市場走向的主要邏輯。

當前消費已呈現穩步回暖趨勢，穩地產預計成為下階段政策發力的重點突破口。從地產數據來看，2022年全國商品房銷售金額和面積同比降幅分別為26.7%和24.3%，屬於有統計數據以來最低值，全年銷售面積回落至13.6億平米，與2013年相當。其中，12月商品房銷售金額及面積分別同比下降27.7%及31.5%，環比11月企穩。2023年以來，部分城市現回暖跡象，但整體仍不理想，需求側信心依舊不足。春節之後，市場大概率交易管控較嚴的高能級城市出台樓市放鬆政策，對地產鏈形成支撐。

二是經濟復甦逐步從「弱現實」向「強現實」轉變，穩增長板塊正進入從預期啟動到業績驅動的第二階段，仍有表現空間。2022年，社會消費品零售總額同比增速僅為-0.2%，相比疫情之前8%左右的中樞有較大差距。隨着疫情影響消退，社會消費

品零售增速大概率向均值回歸，2023年消費回暖值得期待。

從春節期間數據看，國內共計出遊3.08億人次，恢復至2019年的88.6%，實現國內旅遊收入3758.43億元（人民幣，下同），恢復至2019年的73.1%；春節檔電影票房收入67.58億元，僅低於2021年，創史上第二高。雖然春節消費數據距離2019年同期仍有缺口，但考慮到本次春節距離全國疫情達峰不足1個月的時間，消費復甦的潛力並未充分釋放，不足以證偽市場對消費回暖的樂觀預期。

節後來看，隨着多地政府陸續出台促消費、穩增長政策，消費數據有望繼續回暖，驅動穩增長板塊行情進入業績驅動的第三階段。

三是從相對優勢看，成長類板塊仍處於業績真空期，且外需疲弱、美聯儲加息等不確定性因素對成長類板塊影響更大，壓制市場情緒表達。一方面，成長類板塊歸根結底靠業績高增長來驅動高估值，2月份仍處於業績真空期，缺乏業績催化，成長板塊行情很難全面啟動，至少要等到4月份一季報披露完畢，市場才會對哪些板塊延續高成長形成共識。另一方面，2023年A股市場仍面臨一些不確定性。其中，外需回落程度和美聯儲緊縮政策轉向等屬於不可控因素，很難被國內政策對沖。整體上看，這兩大不確定性對高估值的成長板塊影響更大，短期內仍會壓制市場對成長板塊的風險偏好。

看好餐飲出行醫療板塊

總結一下，就2月份來看，市場大概率仍會延續上漲趨勢，政策大概率仍是主要的行情催化劑，穩增長相關板塊大概率繼續佔優，老經濟相關的地產鏈、新經濟相關的數字經濟值得關注。至於成長板塊，市場會有提前反應，但大行情要等一季報披露和美聯儲停止加息的靴子落地。對於餐飲鏈、出行鏈、食品飲料、醫療服務等典型的疫後復甦受益板塊，市場大概率會結合基本面復甦情況進行甄別，視基本面超預期／弱於預期等不同情況，板塊行情大概率會出現分化。

中國經濟復常速度超预期



市場探針 李宗光

華興資本集團
首席經濟學家

國家統計局昨日公布了2023年1月份的製造業PMI（採購經理人指數）數據，這是開年、也是疫情防控放開後公布的首個重磅經濟數據，對我們觀測和理解疫後經濟復甦進度十分重要。整體來看，中國供應端韌性依舊，疫情快速過峰下，中國經濟正在迅速復常。1月份製造業PMI錄得50.1，讀數較前值的47提升3.1個百分點，好於預期的50；非製造業商務活動指數為54.4，讀數較前值大幅上升12.8個百分點。

具體來看：1）製造業景氣度提升超市場預期，重回擴張區間。1月份，製造業PMI為50.1，時隔三個月又回到了枯榮線以上，進入擴張區間。1月的讀數也要好於彭博50的預期均值。PMI生產分項提升更為顯著，1月讀數為49.8，較上月提升了5.2個百分點，恢復至合理區間，但相對2022年的正常讀數而言，仍相對偏低。

疫情前，春節所在月份，由於節假日休假等因素影響，PMI一般會出現一定的下滑。而今年開年PMI大幅上行，主要由於本輪疫情在去年12月迅速過峰，到1月已經基本平息，接近尾聲。社會層面並沒有出現大家所擔心的，春節期間鄉村疫情大規模感染的情況。

據中國疾病控制中心近期發布的報告顯示，去年12月下旬，全國感染達峰，各省達峰時間不一，城鄉基本同步。春節假期，疫情未出現明顯反彈，在整個流行過程中，未發現新的變異株。全國農村地區鄉鎮衛生院發熱門診（診室）及全國二級以上醫療機構和城市社區衛生服務中心發熱門診（診室）的就診人數均在去年12月下旬達峰，其後於今年1月下旬大幅回落，較峰值下降90%以上。

2）疫情快速達峰下，預期提振，供應鏈修復帶動內需、就業提升。伴隨疫情迅速過峰，影響逐步消退，我們可以看到，1月PMI各分項均不同程度的出現修復，已接近或超過2022年同期的水平。其中，PMI生產經營活動預期指數錄得55.6，接近去年同期。供貨商配送指數也大幅改善，較上月提升7.5個百分點。

在預期和供應鏈的修復下，需求開

始復甦。新訂單指數由去年12月的44.2提升至今年1月的50.9。從業人員指數也由去年12月的44.8提升至今年1月的47.7。

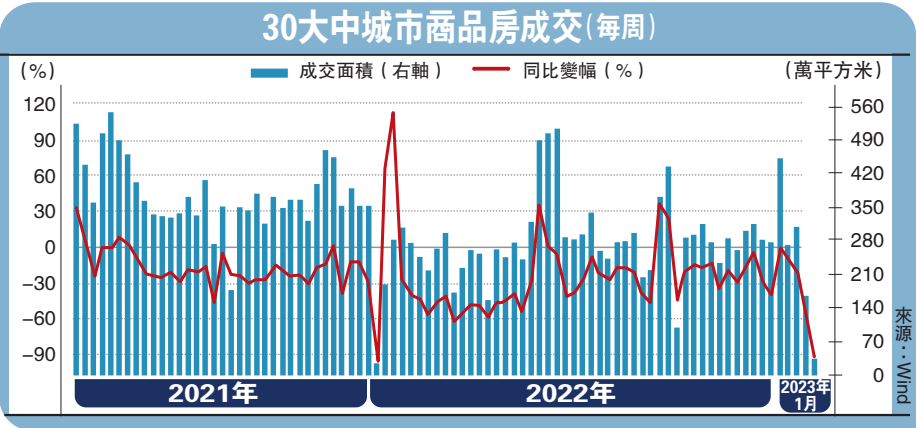
3）非製造業修復較製造業更為顯著，主要受服務業拉動。1月，非製造業的修復更為亮眼，由去年12月的41.6提升至今年1月份的54.4，擴大了12.8個百分點。其中，受疫情壓制最為嚴重的服務業，反彈也更為顯著。1月份服務業PMI為54，較前值提升了14.6個百分點。

服務業的修復與微觀數據一致。比如，國家稅務總局增值稅發票數據顯示，服務消費比2019年春節假期年均分別增長8.1%；今年春節檔（除夕至正月初六，1月21日至1月27日）電影票房為67.5億元（人民幣，下同），同比增長11.8%，較疫情前的2019年增長14.3%，僅次於2021年的78.4億元，位列影史第二；春節假期，國內旅遊市場也十分火爆等。

建築業景氣度提升，但房地產交易數據仍較低迷。1月份，建築業PMI為56.4，較去年12月提升了2個百分點，出現了同步改善的跡象。但從房地產高頻數據看，30大中城市商品房1月成交約810萬平方米，仍較2022年同期下滑44%，較春節月下滑約6%。全國土地市場成交規模也仍在歷史低位。與2022年春節月相比，2023年1月供應規模下降33%，成交面積下降15%，平均地價下降至近一年新低。

把握時機擴大內需

從1月份PMI數據，我們可以得到如下結論：1）第一輪疫情衝擊下，最艱難的時刻已經過去，經濟正在加速修復的過程中，部分進程超出了預期。未來需要關注報復性反彈的持續性和力度。2）當前經濟修復的基礎並不穩固，仍處於爬坡過坎的關鍵時刻。當前，服務業的迅速修復可能為報復性反彈，持續性仍值得關注。房地產市場表現依舊低迷，加上汽車消費1月份也整體表現不佳，經濟修復還有很長的路要走。我們要對資產負債表的修復保持客觀的認識和足夠的耐心。3）應該抓住當前寶貴的時間窗口，加快謀劃推出一攬子擴大內需政策，鞏固當前來之不易的上升勢頭，盡量延長復甦勢頭，避免出現2021年復甦「曇花一現」的情景。



「東升西降」下的香港樓市



樓市新態 汪敦敬

祥益地產
總裁

筆者認為今年香港樓市復常最需要關注的因素是「財富效應」，包括最近九個月增加的2.1萬億元的定期存款和接近七成供滿樓的住宅單位，這些都是可以隨時啟動的購買力，但不少人士評論及分析樓市因素都忽略了有關重點。亦有很多人分析外圍因素，卻沒有討論到東升西降的大局，好像中美矛盾和角力並不存在，或者認為在經濟範疇上不存在鬥爭一樣。

本文筆者想列舉一些數據分享究竟如何「西降」，內容不單只和投資有關，而且還會影響香港未來的角色及前景，以下數據十分容易明白，因為都只是一條加減數而已。

美國財赤日益嚴重，2023財年頭三個月的赤字約4200億美元，最新公布的數據單是2022年10月和11月的赤字就等於2013財年全年赤字的一半，這筆財赤究竟如何「填冰」埋單？當然是倚賴美國發債！很多人忽略了過去十年間，美債總額由逾16萬億美元的水平增加至逾31萬億美元。

有人認為美國法力無邊，而且霸權力量又犀利，可以搞亂金融甚至世界秩序，迫使人們在危難中爭相搶購美債，

我們就從數字看看美國的法力現在還有多少，從海外持有的美債數量看到美國現有的真實力。

美債總額倍增下，海外持有美債的數量在過去十年間只增加了1.6萬億美元左右，對比同期增加的美國國債只佔約一成，可謂少得可憐！美國在赤字日益嚴重之下，近期海外美債的總持有量已經開始下跌，美債難道只能靠美國自己買回？顯然環球去美元的趨勢已經由「自己減持讓其他人去買」變為「大多數人都在減持」，下一步會否門快劈價甚至互相踐踏？

樓價料逐步復常

東升西降自然是等於西方的得益下降、東方的利益上升，香港未來得益應該會增加不少才對，但是坐高速度跑車在路上風馳電掣的同時，大家記住繫好安全帶。

2022年的樓市教會了我們：原來悲情是可以趁着政策收縮而衝擊到樓市（縱使樓市的基礎結構沒有改變），但如果我們誤以為這段時間樓市在實行了近十年的樓市辣招之下泡沫爆破有可能令我們低估了未來市場復甦的活力及時間表，「龍市理論」仍然是較適合用於當下的新常态，筆者認為樓價會逐步復常，根據鞏固的香港樓市結構去回應市場。