

## A股本輪升浪未完



金融萬象 薛洪言

星圖金融研究院副院長

春節之後，A股市場出現了一輪調整，投資者信心迅速回落，一些偏悲觀的言論再次流行開來，牛市行情再遭質疑。結合春節之前的快速上漲和春節期間消費的復甦節奏來看，市場普遍預期A股會延續節前上漲勢頭，市場回調確實大超市場預期。事後去看，不外乎兩大原因：一是短期交易資金獲利了結，疊加北向資金流入放緩，微觀資金面動力減弱；二是基本復甦的一致預期被打破，市場分歧加大。

微觀資金面的流入流出只是短期因素，根本性因素還是看基本面的復甦節奏和高度。

1月市場上漲主要反映的是對復甦本身的預期，這一點沒有分歧。隨着疫情、地產政策的調整，2023年經濟相比2022年確定性回暖。進入2月份，進一步的上漲需要看復甦的節奏和高度，恰恰在這一點上，市場存在明顯分歧。樂觀者關注到春節電影票房創史上第二高，旅遊出行人數也超出市場預期；悲觀者關注居民購房信心不足，地產銷售低迷，並認為市場低估了疫後「疤痕效應」對消費的潛在中長期影響，對全球通脹和全球經濟衰退也憂心忡忡。

就短期影響來看，誰對誰錯並不重要。從一致預期到出現分歧，本身就說明此前資金淨流入的趨勢，在短期內造成市場震盪的格局。而真正重要的問題是，震盪行情的未來走向是什麼：震盪向上、震盪持平還是震盪向下？

從主要指數的估值來看，現階段市場已經走出絕對低估領域。以萬得全A為例，截至2023年2月10日市盈率十年分位值為31.31%，市淨率分位值為33.46%，雖然低於估值中樞，但已算不得絕對低估。某種意義上，牛市第一階段的估值修復行情已接近走完，後續走勢取決於基本面復甦的節奏和高度。

對於基本面的復甦，市場的擔憂分內需和外需兩個維度。內需主要擔心消費和地產回暖力度，外需主要擔憂短期全球經濟衰退和中長期逆全球化提速，若內需不能填補外需缺口，中國龐大的製造產能容易導向產能過剩。

## 消費：三級火箭接力

我們不妨逐一分析消費、地產、外



▲分析指，讓房價企穩、剛性和改善性住房需求釋放在政策的發力邊界內。

中新社

## 樓市長期淡友 錯失撈底機會



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

2023年轉眼過了一個半月，綜觀目前的經濟或樓市，都比往年有明顯改善。「物極必反」是必然的道理，樓市「由衰轉盛」亦是必然的走勢。受益於兩地全面通關，香港市道開始復甦，首先受惠的當然是零售、飲食及旅遊行業，一切景象充滿生機，樓市亦同樣充滿朝氣。

筆者早前提及過，當樓市有回暖跡象，最先進入樓市的「先頭部隊」，就是傳統資金及新來港定居人士的資金，而且是由豪宅市場起動，再延伸至整個樓市。很多豪宅買家的實力都沒遭受疫情嚴重打擊，他們手持大量現金，當市況見底，亦知道通關效應的威力無窮，於是搶先進場，所以在過去的一個多月，市場出現了很多大金額成交。

可是並非人人都有這種先知先覺，部分人士更因自己的主觀意念，限制了捕捉提升的機會。過去一年多，香港樓價跌幅接近兩成，但在「寧買當頭起」的心態下，樓價急跌，卻很少人選擇去「撈底」，反而在乾等樓價進一步下挫。這些人的信心已跟隨樓價一同滑

落，哪管是「超筍價」仍會視而不見；就算市場氣氛轉好，也只會認為是「曇花一現」。

有些人更會主觀地認為，內地人在通關後會湧來香港買樓，套現回內地救經濟，令樓市更添壓力。其實，這種說法根本站不住腳，皆因今天的資訊流通已十分發達，內地人手持香港的物業，如須變賣套現，隨時可以遠距授權律師及地產代理進行，毋須等到通關才親自來港處理；況且，若是套現應急，就更會在一年多前已經變賣，何苦要等到樓價下跌兩成的今天才沽貨？

全面通關 為樓市添動力

事實上，樓市在什麼時候也總有一班「長期淡友」，永遠期望及等待樓價下跌，無論樓價跌多少，他們都認為不足夠；而當樓價反彈回升，這些「長期淡友」自然心有不甘，唯有將任何利好因素也「扭轉」成利空因素，去為自己找一個辯解。也因此，他們永遠只能在市場外徘徊。

強地恢復全面通關，絕對是樓市一劑強心針，更加便利內地人來港找尋樓市投資機會，加上香港今年推出高端人才輸入計劃，這些新來港人士，勢成樓市未來的生力軍。筆者相信，今年有眾多利好消息紛陳而出，樓市有望呈現「噴射式」上升。

外需：不確定性不斷放大

作為製造大國，外需構成了國內經濟復甦前景的近憂與遠慮。短期來看，在高通脹與連續加息的雙重打擊下，全球經濟陷入衰退的確定性不斷提升；展望中長期，隨着地緣衝突愈演愈烈，逆全球化趨勢凸顯，傳統的外貿規律或許不再奏效，外部市場的不確定性被不斷放大。

中國外需的不確定性會壓制外需相關板塊的想像空間和估值水平，迫使投資者縮短投資期，更追求盈利的確定性，對整個外需相關板塊產生負面影響。但就資本市場而言，逆全球化是個慢變量，就現階段而言，內需復甦的節奏和高度才是決定A股市場接下來走勢的關鍵因素。既然內需是決定性變量，疊加今年外需疲弱和未來的不確定性，內需相關板塊的上漲邏輯更為通暢，有望在本輪牛市行情中繼續跑贏。

回到開頭的問題，A股的上漲行情還能延續嗎？隨着消費的持續復甦和地產銷售的企穩，市場對基本面復甦的分歧將再次得到彌合，從分歧走向一致預期，推動大盤指數繼續上行。



▲分析預計，美國通脹下行之路仍將坎坷，市場要提防加息步伐或超预期。

法新社

1月美國CPI（消費者物價指數）數據顯示出美國通脹下行路徑將較為坎坷。筆者認為，未來美國通脹下降斜率不容樂觀，同時美聯儲貨幣政策緊縮將高度依賴數據，短期美聯儲較難停止加息，並且不排除5月後美聯儲繼續加息的可能性。美國消費韌性較強，美國經濟此輪或步入淺衰退。該趨勢一定程度利好中國出口，但美聯儲貨幣政策持續緊縮料將對中國股市產生一定負面影響。

## 通脹頑固 聯儲加息難收手



經濟把脈 明明

中信證券固定收益 首席研究員

美國整體CPI環比大幅回升，美債利率與美元走強。雖然由於高基數，美國1月未季調CPI錄得6.4%，為2021年11月以來最小的漲幅，但CPI季調環比錄得0.5%，較前值0.1%（因季調因素而從-0.1%上調至0.1%）高0.4%，為2022年7月以來最高增速。1月核心CPI環比增速也未出現放緩，與前值0.4%持平。1月CPI數據發布後，標普500指數跌幅為0.03%，納指漲幅為0.57%，道指跌幅為0.46%。

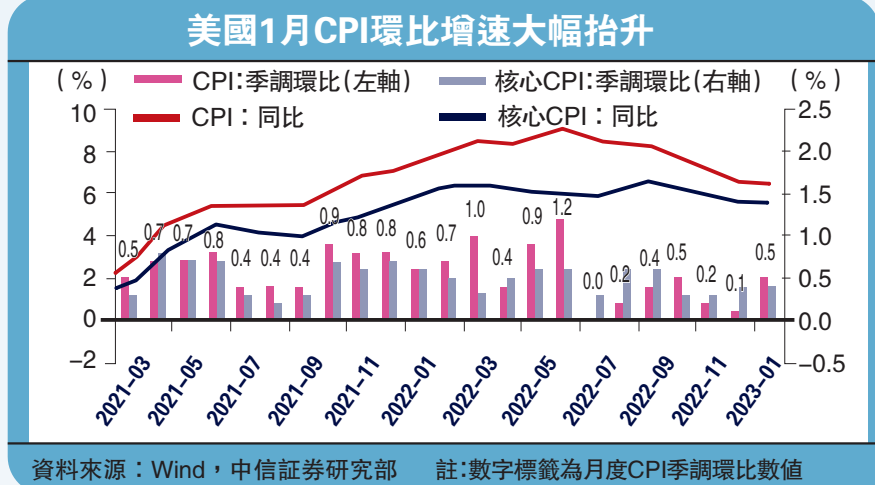
向後看，不僅食品項和能源項對於通脹下行的推動作用逐漸有限，核心商品項的下行斜率也存在不確定。薪資增速仍具有黏性，疊加高致病性禽流感（HPAI），未來食品項增速放緩斜率將較緩。由於美國經濟仍具有韌性、中國經濟復甦並且歐洲經濟也出現回暖，筆者預計能源價格下行空間或有限，並且存在上行風險。對於核心商品項而言，雖然其中影響較大的二手汽車和卡車繼續環比下行，但領先指標Manheim二手車價格指數1月份意外上行，未來二手汽車與卡車項對於通脹下行推動作用的持續性存疑。此外，去年四季度非耐用消費有所反彈，1月核心商品項通脹也出現反彈，反映出美國商品消費仍存在一定需求，並且中長期核心商品項通脹環比或回歸零的趨勢增速，因而未來對於核心商品項推動通脹下降的預期不應過度樂觀。

## 經濟下行不及預期

更為重要的是，美國通脹最大逆風因素——除住宅外的核心服務項黏性超預期的概率較大。實際租金持續下行預計將滯後性地推動住宅項通脹環比增速，於今年一季後後的某個時點出現明確下行趨勢。雖然短期住宅項通脹環比增速預計仍將高位運行，但住宅項通脹環比增速中長期下行的確定性較高，因而美聯儲並不特別擔心未來住宅項方面的通脹壓力。但是由於服務消費始終保持韌性，下行斜率較緩，非製造業PMI（採購經理人指數）回升，疊加勞動力市場供需持續十分緊張，1月份勞動力市場超預期強勁，筆者預計未來勞動力市場較難快速疲軟、勞動力供需短時間內無法恢復平衡，因而薪資增速預計較難明顯放緩，這將構成除住宅外核心服務項通脹高位運行的核心支撐因素，也是目前美聯儲較難停止加息的主要因素之一。

因而，筆者對於美國經濟以及其對中國影響有以下五個判斷。

判斷一：美國通脹下行之路預計



資料來源：Wind，中信證券研究部 註：數字標籤為月度CPI季調環比數值

仍將坎坷，存在下行不及預期的可能性。

雖然供應鏈緩解，商品開始反通脹進程（disinflation），但是美國商品消費仍存在韌性，中長期而言核心商品項通脹環比增速或回歸零左右，其對於通脹下行的推動作用將趨於有限；住房項通脹環比趨勢性回落還需等待些時日；若勞動力市場不恢復平衡、不出現明顯疲軟，則較難看到除住房項以外核心服務項通脹環比增速出現回落。疊加地緣政治衝突加劇風險，以及中國經濟復甦等外部因素對於全球商品市場可能產生的影響，未來美國通脹回落路徑難言樂觀。

判斷二：短期美聯儲較難停止加息，不排除5月後美聯儲繼續加息的可能性。

美聯儲主席鮑爾講話多次提及目前除住宅外，核心服務項通脹下降跡象仍未觀察到，其他項通脹短期或中期的下降趨勢較為確定，並且近期表示就業報告展示了通脹回落過程緩慢的原因，如果數據繼續強於預期，美聯儲肯定會加息更多。筆者認為，美聯儲對於「做的少」的容忍度更低，即寧願加息過多也不願意冒通脹會再度來襲的風險去過早停止加息。因此，在美國經濟放緩不及預期，通脹黏性超預期的背景下，存在未來美聯儲加息路徑基於數據進一步上修的可能性（CPI數據披露後加息終點預期由5.25厘上調至5.5厘）。此外，密歇根1年通脹預期回升，通脹預期失去錨定的風險也有所上行。

## 利好外貿利淡股市

因而，在目前通脹回落斜率、尤其是除住宅外核心服務項回落趨勢仍不明晰的情形下，短期美聯儲加息較難停下腳步。美聯儲加息路徑將高度數據依賴，停止加息需看到勞動力市場放緩，除住宅外核心服務項通脹出現下降趨勢，短期通脹預期需要被鉗定，若美國勞動力市場繼續強勁，並且美國經濟繼續存在韌性，則不排除5月後美聯儲繼續加息的概率，存在市場對於加息路徑的調整預期仍不充分的可能性，因此美債利率仍存一定上行風險。

判斷三：基線情形下美國經濟或將步入淺衰退。

美國經濟不會陷入中度或深度衰退的核心在於本土消費韌性較強。而美國消費的支撐因素主要在於通脹壓力下行斜率放緩，同時薪資增速預計保持高黏性，因而實際薪資增速或企穩，中長期存在回升的可能性，並且此輪居民資產負債表情況較好。但由於美聯儲激進且長時間的貨幣緊縮疊加通脹高黏性，預計此輪住宅投資衰退程度或較深，企業投資衰退幅度或為中等，私人存貨變化也將拖累經濟。美國經濟衰退幅度判斷的最大變數在於美國勞動力市場，若失業率超預期快速上行，則收入端對美國消費的支撐將較快消退，同時需求收縮也會對私人投資造成較大衝擊，屆時美國經濟或面臨中度，甚至深度衰退。

判斷四：美國經濟衰退時點推遲疊加美國經濟或步入淺衰退，將在今年一定程度利好中國出口。

從消費端來看，由於美國經濟衰退或出現於今年下半年，甚至不排除明年衰退的可能性，美國消費需求今年上半年預計仍存韌性，此前美國被動累庫的進程或有所中斷，或推動中國消費品出口壓力減弱。從生產端來看，美國製造業PMI短期進一步下跌風險緩和，也將一定程度減輕此前海外資本開支需求放緩對於中國商品出口的抑制作用。

判斷五：美聯儲貨幣政策持續緊縮、全球流動性預期下修或一定程度削弱中國股市的上漲動力。

1月份美國非農數據披露後，美國貨幣政策緊縮預期上調，全球流動性預期下修，2月份芝加哥聯儲統計的「調整後金融條件指數」進一步大幅下滑。未來美聯儲貨幣政策預期仍存在上修的可能性。當前美債利率下行空間有限，存在上行風險，美債利率大幅下行還需等待美國經濟全面惡化、美聯儲降息預期大幅升溫的時間點。未來美聯儲貨幣政策更趨派縮，長時間維持高利率或會通過抑制股市估值及收緊全球流動性的角度對中國A股，尤其是成長股產生一定負面影響。