

兩地股市估值近歷史低位

中金點睛 李求索 魏冬

中金公司分析師

近期A股及港股市場表現偏弱，滬綜指自年內高位以來累計回調超過7%，再度回落至年初以來的低位附近，偏大盤藍籌的滬深300指數回調超過10%且年初至今轉為負收益，偏成長風格的創業板指和科創50已調整至去年10月低點附近的水平。港股市場同樣表現低迷，恒生國企指數及恒生科技指數年初至今收益轉負。

筆者自2016年以來在市場調整較多時期會系統梳理市場的估值情況，當下來看：A股市場估值再度回落至歷史相對低位水平，港股估值處於歷史極端低位。

截至8月16日，（1）A股方面，滬深300指數前向市盈率9.6倍，前向市淨率1.0倍，相比5月高點（10.6倍和1.2倍）回落9.4%、16.7%，也明顯低於歷史均值（12.4倍和1.7倍）。（2）港股市場方面，MSCI中國A股指數前向市淨率為8.4倍，前向市淨率為0.9倍，分別處於歷史均值向下1倍、1.2倍標準差附近。恒生指數的前向市盈率和前向市淨率也持平略低於歷史均值向下1倍標準差的位置。恒生國企指數前向市淨率及市淨率分別為7.9倍/0.9倍，處於歷史均值向下0.6/0.7倍標準差，分位數31.7%/13.5%，接近2008年極端低位。

中小市值公司估值再度低於歷史均值。目前中證500/中小綜指/創業板指前向市淨率分別為14.9倍/21.0倍/20.7倍，已經低於歷史均值，處於0.8-1.1倍標準差附近。

外資重倉公司估值回歷史均值

外資重倉公司估值重新回到歷史均值附近。外資持股比例較高的公司（與投資者普遍認知的白馬藍籌股也有較高重合度）2021年高點至今下跌38.2%，2023年初至今整體下滑6.4%，5月至今跌幅5.7%。估值水平也有所收斂，當前外資重倉公司前向市淨率為18.8倍，處於歷史均值附近，前向市淨率3.4倍，低於歷史均值3.7倍，分位數55.1%/63.4%。

多數行業估值已低於歷史均值。多數行業的前向市盈率已經處於歷史均值以下，其中，銀行、煤炭、石油石化、有色金屬、交通運輸、公用事業、電力設備、通信、環保、美容護理、國防軍

工等板塊的前向市盈率估值位於歷史25分位數以下（2010年至今）。

大類資產比較：股債相對吸引力處於高位。當前無風險利率接近去年10月底股市階段底部時期位置，股票資產的相對吸引力回升。根據股息率 and 國債收益率測算的股債相對吸引力指數目前已經為116%，高於過去5年95%分位數，處於歷史極端高位水平，權益類資產的相對性價比較高。

國際比較：A股整體估值處於全球主要市場低位，中國市場整體估值水平在全球具備吸引力。按前向市淨率比較，A股市場估值在全球主要市場中明顯偏低，港股估值也處於中等偏低位，全球投資性價比相對較高。

現時點位投資機會大於風險

7月底的中共中央政治局會議釋放明確的穩增長信號，並強調「活躍資本市場，提振投資者信心」，近期各部委積極採取措施落實會議精神，尤其是資本市場及房地產方面相關舉措較多。8月16日國務院總理李強主持召開的國務院第二次全體會議，凸顯政府對於經濟形勢的重視和政策穩增長決心，並且強調落地成效，對於市場信心提振有望帶來積極影響。

從上市公司基本面向看，當前中報業績正處於披露高峰期，已披露樣本上市公司整體業績增速較一季度持平略弱，但結合物價有望在三季度見底回升，以及企業庫存去化壓力因素消化，下半年A股盈利增速有望好於上半年並轉為正增長。另據Wind不完全統計，8月17日有超過20家上市公司披露股票回購方案，多家公司回購力度抬升也有助於提振投資者信心。

當前資本市場已經計入較多偏謹慎預期，估值、情緒和投資者行為也呈現較多偏底部特徵，市場經歷近期回調後投資吸引力進一步增加，企業盈利底部逐漸顯現，結合政策層面積極化解當前的主要矛盾，筆者認為對於後續市場表現不必悲觀，當前市場機遇仍大於風險。

配置方面，近期價值風格略好於成長但結構有所分化，筆者建議結合後續政策環境，繼續關注可能受益於預期變化的領域，如地產產業鏈等。當前正處於上市公司披露中報期，在增長預期邊際仍緩的背景下，業績有望好於預期領域仍可能有相對表現，披露回購方案的企業也有望受到市場關注。



▲美國等發達經濟體圖以「泛安全化」為名，實施「去風險」政策，以扶持經濟，可是很大機會遭遇巨大「反噬」風險。

當前，美國等發達經濟體力推「去風險」（de-risking）政策，其本質仍是「脫鉤斷鏈」。縱觀歷史經驗，「脫鉤斷鏈」既不符合現實邏輯，也帶有明顯的冷戰思維。世界進入動盪變革期，全球主要大國和地區大國應發揮建設性引領作用，穩定國際社會和平與發展的大盤，共同尋求建立符合各方利益的再全球化體系。

「脫鉤斷鏈」只會兩敗俱傷



金融觀察 鄧宇

上海金融與發展實驗室特聘研究員

短期看，發達經濟體所謂「去風險」將可能通過進出口替代或產業鏈轉移實現一定的正收益，但中長期看這一政策的局限性也將凸顯，政策反噬效應將產生更大的負收益。

一、「去風險」的博弈考量

按照IMF（國際貨幣基金組織）的統計，1980-2022年新興經濟體的國內生產總值（GDP）世界佔比從25%增至43%，增幅達到72%；同期發達經濟體的GDP世界佔比從75%下降至57%。從歷史發展軌跡來看，發達經濟體與新興經濟體呈現實力此消彼長的關係，特別是1980年代以來，以中國、印度為代表的新興經濟體加快崛起。按照IMF統計，2020-2022年中國、印度、印度尼西亞、墨西哥、巴西、俄羅斯六大新興經濟體GDP合計規模的增幅超過七倍，佔美國、日本、德國、法國、英國、加拿大、澳洲、意大利八大發達經濟體GDP合計規模的比重從2000年的15.6%增至2022年的62.3%，增幅接近三倍。

從國際和歷史兩個維度比較，新興經濟體維持較長期的經濟增長，主要有三方面的原因：

（1）釋放後發優勢。1980年代新興經濟體普遍實施出口導向與進口替代戰略，並主動開放市場，承接不少發達經濟體和早期新興經濟體轉移的勞動密集型、資本密集型產業（例如紡織服裝、通信電子、汽車等），通過學習先進技術、引進設備以及管理經驗，經濟開始起飛，初步完成工業化。

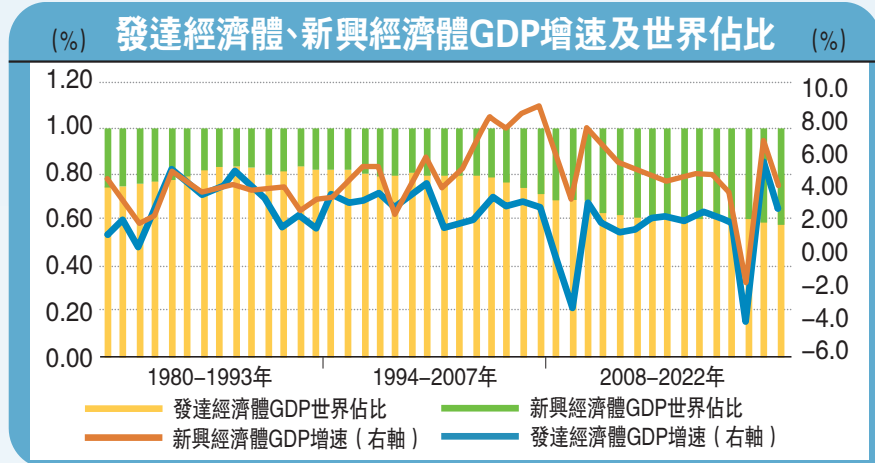
（2）激發比較優勢潛能。1990年代中期部分新興經濟體開始積極推動產業升級，從最初的外商獨資到合資再到國產化，建立比較優勢的汽車、電子、通信、機械等完整產業鏈，在擴大產能的同時積累專利和知識產權，輔以大規模人力資本投資，從最初依靠人口紅利轉向工程師紅利，經濟增長潛力進一步釋放。

（3）較長時間的全球化「蜜月期」提供開放有利的發展環境。1990年初「冷戰」結束後，全球化進入新的發展軌道，跨國企業擴張和跨國投資異常活躍，加快推動全球勞動力、資本、專利技術等要素加速流動，新興經濟體迎來快速增長時期。

實際上，發達經濟體仍是全球化的主要受益者。從兩個維度來看：

其一，得益於全球化網絡，發達經濟體的產業鏈實現跨國轉移，開發更多新興經濟體市場，跨國企業藉此加大全球投資和產業布局。世界銀行統計顯示，2021年美國、日本、德國、法國四國淨國外收入合計達到6545億美元，較2004年增長兩倍；同期中國、印度、印度尼西亞、巴西、墨西哥五國淨國外收入合計卻為-3337億美元。可見，發達經濟體總體上獲益更多。

其二，不少國際資本不但佔據了生產和消費市場，獲得了更加豐厚的投資回報。美國經濟分析局統計顯



示，2000-2021年美國跨公司直接投資收益1336.9億美元增至5423.1億美元。跨公司通過資本運作獲得了新興經濟體大量的能源、資源及糧食等投資主導權，因而能夠長期維繫低利率、低通脹的經濟增長環境。IMF統計顯示，1995-2021年發達經濟體消費物價指數（CPI）年均變化的平均值在1.8%，2000-2021年新興經濟體CPI年均變化的平均值在6%以上，明顯承擔更大的通脹壓力。

二、「去風險」的錯誤根源

從當前全球政治和經濟發展形勢看，美國等發達經濟體致力於實施「去風險」政策，主要體現在兩個方面：

（1）製造業回流計劃。近兩年美國政府着手實施製造業回歸美國本土計劃，例如芯片法案（CHIPS）涉及半導體的補貼達到527億美元，通脹削減法案（IRA）涉及3690億美元的清潔技術補貼，吸引不少芯片製造企業、電力生產企業回到美國投資建廠。

（2）局部「脫鉤斷鏈」策略。美國通過實施「友岸外包」、「近岸外包」政策尋求局部「脫鉤斷鏈」，包括增加其他新興經濟體投資設廠，並擴大貨物進口。

總體來看，「去風險」政策短期內或有一定效果，但中長期可能難以維繫。美國商會（USCC）估算，「脫鉤」將給美國投資者造成每年250億美元的資本收益損失，預計大量企業可能因局部「脫鉤斷鏈」而被迫轉移產業鏈。歐盟雖對「去風險」表達支持，但要達成共識仍有不少阻力，且不符合多數成員國的現實利益。

美國似乎認為「去風險」比「脫鉤斷鏈」成本更低，政策操作性更強。從兩個層面評估其效果：

（1）關鍵領域和核心技術保護。歐盟委員會於2023年3月發布的《歐洲關鍵原材料法案》強調減少歐盟對於單一國家的依賴；同年7月日本政府出台半導體制備出口管制令，涵蓋23個品類的半導體設備；同年8月美國發布對外投資審查行政令，涵蓋芯片、量子、AI三大領域。從結果來看，這些政策具有巨大破壞性。2022-2023年全球芯片市場需求大幅下滑，歐美日韓不少芯片巨頭出現嚴重虧損。

（2）產業鏈轉移或進出口替代。根據美國商務部數據，2018-2022年美國進口墨西哥、印度、印度尼西亞、越南、巴西五國合計貨物規模的增幅達到121.8%。但

是，美國「去風險」政策也不可避免催生信貸風險，造成其他發達經濟體貿易赤字不斷擴大。WTO統計，2015-2022年美國、日本的貨物貿易赤字分別增長65.6%、23.2%；2022年德國的貿易順差降至2000年以來的歷史低點（797億歐元），韓國更是首次出現巨額貿易逆差（474.6億美元）。顯然，「去風險」將是錯誤的冒險行為。

三、結語與展望

雖然美國極力倡導「去風險」，但目前仍處於壓力測試階段，各類出口管制、投資限制等政策層出不窮，真正落地還將面臨嚴峻的現實考驗。過去數十年，美國等發達經濟體成為全球化的主要受益者，獲得了大量超額收益，如今卻以「泛安全化」為名實施「去風險」政策，將可能遭遇巨大「反噬」風險。至少目前來看，「去風險」仍有三方面的問題待解：

（1）「去風險」的風險成本。如果發達經濟體將「去風險」擴大為「脫鉤斷鏈」，其破壞性甚至可能超出預期，鑒於發達經濟體的宏觀政策空間已經比較狹窄，未來政策發揮空間有限。

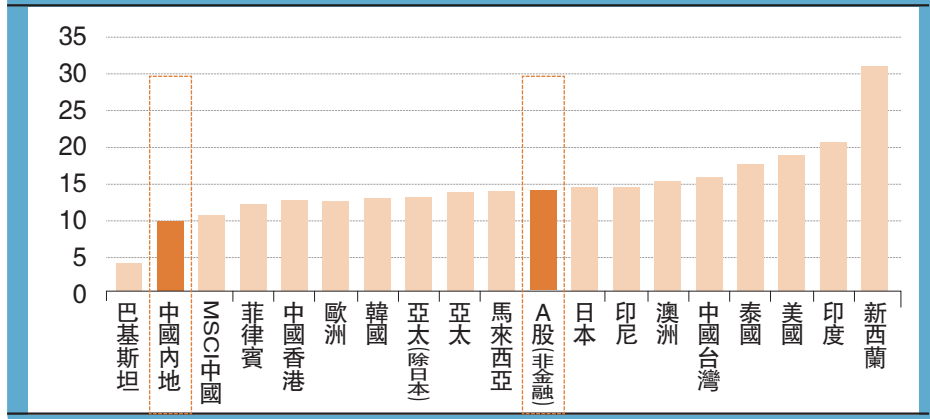
（2）「去風險」的模糊目標。當前，發達經濟體經濟復甦不及預期，主權債務違約風險上升，貨幣政策激進調整的負面溢出風險仍在發酵，未來是否具備足夠的經濟韌勁再次承受又一次外部更大的衝擊將面臨很大的不確定性。

（3）「去風險」的利益衝突。美國、歐盟等提出的「去風險」刻意迴避「脫鉤斷鏈」，表明發達經濟體內部存在分歧和利益衝突，同時意味着「去風險」策略將很難落地。

展望未來，全球正遭遇日益突出的氣候變化、經濟「脫鉤斷鏈」、網絡安全（人工智能）、地緣政治及金融穩定性等問題，迫切需要強有力的國際合作。面對全球性重大議題，發達經濟體既無法做到「獨善其身」，更不能「袖手旁觀」。對此，一方面，主要大國應發揮引領作用，重塑國際多邊合作機制，加快聯合國、世界貿易組織等改革，增強國際多邊合作機制的普惠性和平等性，為新興經濟體爭取更多合理合法的權益；另一方面，以全球氣候變化行動為成功範式，發揮區域組織在再全球化進程中的積極作用，增強區域合作的包容性和開放性，以區域合作增強國際多邊合作共識，防範全球治理的「碎片化」風險，深化國際合作，回歸全球化的本義。

（本文僅代表個人觀點）

全球資本市場估值對比



購入村屋前須做足功課



樓按明曉 張顯曦

經絡按揭轉介營運總監

村屋環境清幽，實用率高，售價親民，一直不乏捧場客。近日南丫島有600方呎村屋以「車位價」230萬元開拍，旋即引來網民熱烈討論。村屋入市門檻低，但亦有不少注意事項，本欄整理五項要點為讀者諸君。

（1）村屋分為「舊屋地」、「祠堂地」及「丁屋」。市場最常見的村屋大多為「丁屋」，新建成的丁屋須於五年後及補地價方可轉售。另外，除了仍有轉讓限制的村屋，未獲得滿意紙的村屋樓花，銀行一般也不會承造按揭。

（2）特區政府於7月放寬按揭成數，村屋同樣受惠，樓價1125萬元或以下，最高可承造八成按揭，首置人士更申請最高八成半按揭（須固定收入/上限900萬元）；樓價1715萬元或以下，最高可承造八成按揭（上限1200萬元）；樓價3000萬元或以下最高可承造七成按揭。

（3）按揭年期方面，村屋一般以25年為上限，部分銀行可提供長達30年

的年期。如透過按揭保險承造高成數按揭，因按揭保險公司設有樓齡上限，還款年期會以「55年減樓齡」，意味着25年樓齡以上的村屋，還款期將少於30年，每月還款額及入息要求亦會隨之增加。

（4）由於村屋交投較疏落，令銀行較難估價，加上物業質素參差，一般會出現估價不足的情況，建議多找幾間銀行，並選擇最合適的一間，同時亦要預留額外的首期資金。

留意有否牽涉業權地權路權

（5）購入村屋要留意屋契有否牽涉業權、地權或路權等權狀問題，銀行亦會確保買家擁有相應的使用權，才會審批其按揭申請。另外亦有部分村屋涉及僱建物，銀行或會到場視察及驗樓，如發現問題，或會要求買家簽署拆除同意書，否則會影響到估價及按揭審批。

村屋的按揭申請較一般私樓複雜，注意事項較多，建議有意購買村屋的人士多做資料搜集，並預留額外現金流以備不時之需。此外，建議買家預留最少兩個月時間處理買賣及按揭事宜，有需要亦可尋找專業的按揭中介作詳細查詢。