

# A股修復性行情 反彈未完



熱點把脈 皮海洲 財經評論員

3288點，漲幅達26.4%。而吳清上任時的指數是2829點，到目前的最高點是3075點，漲幅僅8.7%，不及易會滿主席上任行情的一半。

實際上，對於吳清的上任，市場各方還是寄予了很大期望的。畢竟吳清是歷任中證監主席中少見的一位內行的中證監主席。

之前的多位中證監主席，基本上都來自銀行系統，並沒有在證券業工作的經驗，而吳清有在中證監工作的經歷，曾任中國證監會機構部副處長、機構監管部副主任、主任、證券公司風險處置辦公室主任、基金監管部主任等職務，並且還出任過上交所理事長職務。所以，市場對吳清有更高的期待。

也正因為吳清是一位內行的領導，所以對於目前股市政策的糾錯，基本上都可以抓到點子上，可以讓市場少走彎路。比如，在最近召開的兩會上，吳清上任後首次公開亮相，其答記者問的一些回答，總體上還是抓住了要害的。如在談及嚴把入口關時，吳清表示，企業IPO上市絕不能以「圈錢」為目的，更不允許造假、欺詐上市。為此，吳清指要「成倍地大幅度提高現場檢查的覆蓋面」。如果能將此落到實處，困擾A股市場的IPO圈錢問題基本上就得以緩解了。這是有利於提振投資者信心，刺激股市行情的向上發展的。

## 新一輪牛市或可期

從時間的進程來看，目前上市公司年報披露「好戲還在後頭」，年報披露還有一個半月的時間。上市公司現金分紅與送轉股的高潮還在後面。這意味着，今年上市公司的年報業績遠遠沒有走完。相對應的是，目前的股市行情遠遠沒有走完。

至於本輪反彈行情的目標在哪裏，這取決於新任中證監主席吳清的政策取向。如果吳清在股市政策方面能夠有所作為，真正體現到「以投資者為本」的理念，把保護投資者特別是中小投資者合法權益作為中證監最重要的中心任務，那麼中國股市走出一輪牛市也是可期的。

自從2月29日滬綜指收復3000點以來，A股一直在3000點附近徘徊。隨着兩會於3月11日閉幕，投資者的擔憂也多了起來，憂慮本輪反彈行情是不是結束，A股又要回落到3000點下方。

其實，目前的指數會不會回調到3000點之下，這個可能性是不能排除的。但即便如此，這並不意味着本輪反彈行情結束。實際上，本輪反彈行情並未結束，3000點也不是本輪反彈行情的終點。

滬綜指反彈行情始於2月5日的2635點，顯然不只是為了迎接兩會的召開。它更是一種修復性行情，也是一波政策性的維穩行情或救市行情。當然，它更是一種「活躍資本市場、提振投資者信心」的行情。

所以，這波反彈行情絕不會止步於兩會的開幕，也不會止步於3000點。從中國證監會主席的換人來看，吳清主席的任命顯然不限於此。畢竟去年7月24日，高層會議提出「要活躍資本市場，提振投資者信心」之時，當天滬綜指收盤於3164點。所以，A股的「最小目標」也是要收復3164點。

但這只是「最小目標」。畢竟高層會議是在這個位置時提出「要活躍資本市場，提振投資者信心」的，這意味着高層對A股市場其實是有更高目標。這個更高目標在哪裏，市場無法猜測，但顯然不是3164點，高層也不會滿足於這個位置，不然也不會提出「要活躍資本市場，提振投資者信心」的要求。所以對於本輪行情的反彈目標，從政策面來說，顯然可以看得更高一些。

而且從換人的因素來看，歷任中證監主席的更換，都會帶來一波明顯的反彈行情，中證監主席上任的第一年，乃至第二年，股市行情總體上也可以看好。比如前任主席易會滿是2019年1月26日上任，其時滬綜指報2601點，其上任行情最高上漲到當年4月8日的

# 撤辣顯效 樓市重拾生氣



主樓布陣 布少明 美聯物業 住宅部行政總裁

升到約三成至四成水平；至於內地客同樣鍾情新盤，全撤辣令他們入市意欲驟增，近期個別新盤內地客入市比例更增加至三成，相信有助為樓市回勇帶來額外助力。

二手方面，全撤辣後無論地區樓樓氣氛與交投同樣急升，丁財兩旺，當中不乏買家憧憬樓價已成功築底並持續向好，故加快入市步伐，業主反價封盤、議價空間大幅收窄、買家追價入市、多客爭一盤等旺市現象漸漸重現。

筆者認為，假如買家趁近期全撤辣成功在市場「執平貨」，相信長遠來說贏面不低。不過，隨着部分大藍屋苑叫價有所回勇，估計有部分買家錯失了一個低位入市的良機，但其實現時樓價仍然未回升，「執平盤」的機會仍然存在。想找到合心水的樓盤，首選仍然是交通方便的鐵路盤，無論抗跌或升值潛力都是最高。

此外，亦可留意目前樓價仍偏低的「低水」屋苑，業主在叫價上不敢太進取，形成相對「抵買」的情況，在未來更具追落後的條件。同時，現時內地客在二手市場未見活躍，他們往往以購買新盤為主，所以準買家面對的潛在競爭對手相對較少。

「低水」屋苑可能因為地區或交通配套問題，對比一線屋苑素質略為遜色，但反過來說，入市門檻亦較低，所以同樣是一個可堪考慮的選擇。機會往往一瞬即逝，當下樓市氣氛升溫，所以有意入市的買家，應及早多做功課，把握入市良機。

自從財政預算案全撤辣後，樓市頻傳捷報，新盤及貨尾新盤「百花齊放」，銷情大收旺場；二手交投同步愈戰愈勇，尤其早前報道指有「億元級」買家開始大手入市投資，整體成交爆炸性反彈，吸引一眾觀望中的買家「跟風」加快入市步伐。

樓市氣氛旺熱，新盤交投表現勢如破竹。綜合市場消息，3月首13日一手成交量已突破2000宗，較2月同期激增約20多倍。因應全撤辣後交投升溫，個人預期隨着市民入市意欲進一步提升，加上大量新盤承接登陸，故進一步調高3月份的一手成交預測到約3500至4000宗，勢創自2013年實施一手住宅銷售條例後的紀錄新高。

## 新盤成焦點 二手筭盤仍多

值得注意的是，近期蜂擁入場的除了首置買家、用家或租客之外，就連過去多年未見的大手投資客及內地客亦加入大舉掃貨行列，這亦不難理解，因為在全撤辣之前，內地客與投資客在港買樓，均需繳付買家印花稅或新從價印花稅等辣稅，所以全撤辣後，入市掣肘全部消失，令他們可以盡情掃貨，亦造就近期頻現「一客多食」的現象。

根據筆者觀察所得，現時一手新盤投資客佔整體比例，由過往約兩成，提



全面撤辣後，新盤及二手樓市成交轉旺，投資者重臨市場。



▲孟買Sensex30指數目前市盈率約23倍。圖為孟買證券交易所。

由2000年1月至今，印度孟買Sensex30指數翻了近12.5倍，其漲幅遠超標準普爾500指數、東京日經225指數和滬深300指數。印度股市上漲主要歸因於寬鬆的貨幣環境、經濟基本面的韌性、對外資的政策優惠和較為完善的股市監管制度。

# 印度股市改革的啟示



觀海聽濤 汪毅 長城證券 首席經濟學家

印度實際GDP增速保持高位，是世界經濟增長最快的國家之一。2000至2019年實際GDP增速在0.24%和13.26%之間，實際GDP複合增長率為6.68%。受疫情影響，2020年第二季實際GDP倒退23.24%，隨後2021年第二季迅速回升至21.55%。當前印度實際GDP增速呈緩慢回落趨勢，截至2023年第三季，實際GDP增長7.64%。

2009年10月至2020年2月，印度製造業PMI（採購經理指數）呈下降趨勢，分別在2013年8至10月、2015年12月、2016年12月和2017年7月在榮枯線以下，其餘時間一直保持擴張狀態。服務業PMI波動幅度略大於製造業，2013年8月至2014年4月，服務業PMI連續9個月低於50。

印度人口結構年輕，2022年，65歲及以上人口佔比6.9%，尚未步入老齡化社會。從2022年的人口年齡結構來看，印度少年兒童人口數量仍較高，中青年勞動力人口較為充足。

## 通脹高企 財赤上升

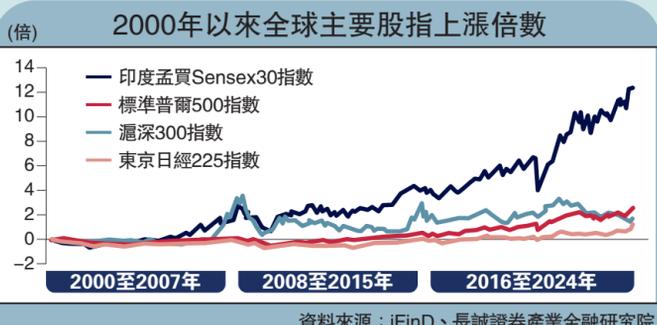
由2000年1月至今，印度孟買Sensex30指數累計漲幅達12.5倍，同期印度通脹水平也大幅攀升，虛比顯著貶值。

印度CPI（消費物價指數）上漲速度長期處於較高位置。2014年1月至2024年1月，印度CPI按年平均增長5.17%。2014年1月至2019年1月，印度CPI按年總體波動下降，從8.6%降至0.8%，物價漲幅得到控制。2019年CPI迅速上漲，隨後在7.61%和4.06%之間波動。2024年1月，CPI增速為5.1%。

近年來，受輸入性通脹影響，印度食品及能源價格高企。印度食品和飲料權重佔45.86%，是影響CPI的主要因素，電力燃料佔比為6.84%。2014年1月至今，印度CPI各分項呈上升趨勢，截至2024年1月，食品和飲料CPI為190.1（2012年=100），燃料及電力CPI為180.9，推動印度整體價格水平持續抬升。食品和飲料CPI增長率也居高不下，截至最新數據，2024年1月，食品和飲料CPI增長率為7.58%，高於2014年以來的均值5.08%。

2000年至今，印度貨幣供應量呈顯著上升趨勢，M2（廣義貨幣供應）從2000年1月的3363億盧比增長至2023年12月的61289億盧比，上漲約17.2倍；M2平均按年增速13.15%。2021年2月至今，印度M2增速呈下降趨勢，截至2023年12月，M2增速為7.02%。

印度高企的財政赤字或許是貨幣供應大增的一大成因。2014至2017年印度財政赤字佔GDP的比例一直位



資料來源：iFinD、長誠證券產業金融研究院

於6%以上，同時政府收入賬戶和總體賬戶赤字持續高位，2017年總體赤字為8971億盧比，收入賬戶赤字為35888億盧比。

美元兌盧比匯率也呈明顯上升趨勢，從2000年1月3日的1美元兌43.48盧比，上升至2024年2月27日的1美元兌82.89盧比，盧比貶值幅度達90.6%。當前美元兌盧比匯率趨於平穩，2023年1月至2024年2月27日，美元兌盧比匯率在81.22至83.40盧比之間波動。考慮到盧比貶值，印度孟買Sensex30指數換算成美元之後，2000年至今孟買Sensex30指數的實際漲幅為6.07倍。

至於從估值角度來佐證，孟買Sensex30指數市盈率維持在20至25倍的區間，股價上漲並未帶動股票估值顯著提升。2015年9月11日至2019年12月，孟買Sensex30指數的市盈率呈波動上漲趨勢，經歷疫情後，2022年6月指數市盈率逐漸回落至20倍左右，2023年估值穩定在20.97至24.40倍，與十年前大體相當。截至2024年2月26日，孟買Sensex30指數的市盈率為23.08倍，比2015年以來的中位數低0.18倍，市盈率的歷史分位值為45.70%。

## 制度改革吸引外資

印度政府出了一些針對外資的措施以吸引國外資金。2014年莫迪出任總理後，大力推行投資准入制度改革，廢除外商投資許可，實施負面清單制度。除部分國家戰略性部門的「負面清單」以外，其他行業均採取「自動路徑」審批制度。在自動審批渠道下，外商投資進入印度市場毋須政府審批，極大簡化了投資辦事程序和外商引進效率。此外，印度還進行公司稅改革以激勵市場，出了一些系列外資配套激勵政策。

2000年至今，外國機構對印度股權投資的購買額和銷售額均呈上漲趨勢。2014年至今，印度國外資本流入呈均速上漲趨勢，平均增速約為每季93.05億美元，截至2023年9月，印度的國外資本流入累計已達到6550.5億美元。國外對印度直接股權投資也呈波動上升趨勢，2000年第二季至2023年第三季，國外直接股權投資從299億盧比上升至8166億盧比，漲幅26.3倍。

印度股票不存在「退市風險警

示」期，且強制退市的懲罰較為嚴厲。中國現行的退市制度是以退市風險警示為核心的退市制度，公司退市需要經歷較長的過渡期。

據2020年8月上海證券交易所資本市場研究所關於《全球證券交易所系列研究之印度證券交易所》的研究報告，印度交易所退市程序中不存在所謂的「過渡期」。一旦交易所認為上市公司有停牌的必要，經專門小組決議通過，其決議在15日申訴期過後立即生效。從退市後果來看，印度公司被強制退市的懲罰非常嚴厲，並且落實到上市公司董事及發起人個人。

## 升級交易系統 拓衍生品

衍生品不斷擴容，印度市場流動性提高。在國家交易所（NSE）的大力推動下，衍生品交易在2000年6月兩大交易所正式上線。最初的交易產品僅有股指期貨，分別是孟買交易所的SENSEX指數期貨和國家交易所的S&PCNXNIFTY指數期貨，隨後於2001年6月及7月又分別上線了這兩大指數的期權以及個股期權。

交易所公司制變革是資本市場快速發展的重要推手。1992年，印度第一家公司制交易所——國家交易所誕生，2005年，孟買交易所也改制為公司制。隨着孟買交易所和國家交易所的競爭，印度交易所行業不斷革新，印度證券市場的微觀結構、市場實踐和交易活躍程度都發生翻天覆地的變化。微觀結構方面，國家交易所一方面運用電子化、數字化技術全面提升了交易系統，整合了交易、清算結算和存託管流程，率先採用了透明高效的全自動屏幕交易系統NEAT；市場實踐方面，國家交易所成為公司法人，為交易所市場化競爭奠定了基礎；交易活躍程度方面，電子交易系統降低了交易成本，率先引入電子交易系統的國家交易所交易金額迅速超過了孟買交易所。

推出低費率的收費機制，降低短線交易成本。在2018年交易費改革之前，孟買交易所的交易費用是每筆交易均向買方與賣方收取固定金額為1.5盧比的經手費；而國家交易所則按照每筆交易額度的比例收取，費率為0.00325%，國家交易所的收費機制被認為更利於做短線交易、衍生品相關風險交易，符合主流投資者的風險偏好。