孟磊：中國經濟向好 減息助樓市企穩

A股估值料回升 瑞銀看好高息股

中共二十屆三中全會對A股市場改革方向的定調受到投資者歡迎。瑞銀證券中國股票策略分析師孟磊向《大公報》表示，從「新國九條」和三中全會政策定調看，決策層正在加大力度「支持長線資金入市」，不斷引導A股從「融資主導的市場」逐步邁向「投融資更平衡的市場」，預計A股將逐漸轉變為「以投資者為主導」的市場。他並指出，三中全會對中國經濟、宏觀政策、資本市場改革等方面的重磅定調，有助提振A股市場投資情緒，下半年整體估值或小幅回升，對A股行情持謹慎偏樂觀的態度，「擁擠度」較低的高股息策略可關注。

大公報記者 倪巍晨

孟磊指出，中國名義國內生產總值（GDP）的增長，會推動A股公司營業收入的增長，過去兩、三年，尤其是過去一年半，中國名義GDP增速不及實際GDP增速，不過，隨着工業生產者出廠價格指數（PPI）按年跌幅由5%左右逐步好轉至下跌1%至2%水平，PPI在今年年底有望回升至零附近，甚至會「由降轉升」。隨着預期居民消費價格指數（CPI）按年小幅回升、PPI由負轉正，名義GDP增速將會得到修復，進而傳導至企業收入、利潤、債務等層面。考慮到2022年第三季度以來，上市公司利潤率始終呈現持平態勢，隨着收入的復甦，下半年A股企業整體盈利將會迎來反彈，「A股中與工業相關的行業或已開始復甦」。

長線資金入市 優化市場結構

孟磊強調，從上半年經濟數據看，中國經濟持續回升向好的態勢並未改變，加之「新國九條」和三中全會對資本市場改革方向的重磅定調，A股市場下行風險總體可控，A股將逐步走向投融資平衡。今年以來，監管部門對資本市場的關注度前所未有，包括國務院、國資委、人民銀行、中證監等都針對市場關切進行了政策回應，三中全會《決定》更強調「支持長線資金入市」，彰顯了中央維護資本市場高質量發展的決心，市場的結構性變化將對未來A股格局產生愈來愈多正面影響。

人民銀行7月下旬祭出減息「組合拳」，公開市場7天期逆回購利率；隔夜、7天和1個月期SLF（常備借貸便利）利率；1年和5年期以上LPR（貸款市場報價利率），均下行0.1厘。其後，月內兩度開展MLF（中期借貸便利）操作同時，並調降利率0.2厘。

孟磊分析稱，房地產是中國經濟和股市的重中之重，未來利率若持續調降，購房性價比較之租房的優勢將會顯現。「中國房地產活動的企穩，有望成為推動下半年A股市場上行的最主要催化劑。」

孟磊建議，下半年密切關注中央、地方財政關係改革，以及財政政策的進一步寬鬆。他續稱，下半年A股投資可以關注三大主題。「高股息」主題方面，中央政策定調背景之下，「擁擠度」較低的高股息策略仍可以關注。「優質國企」主題方面，隨着企業治理的進一步改善，未來優質國企的價值有望迎來重構。「自主可控」主題方面，硬科技、消費電子、進口替代，以及自主可控的半導體公司和行業等均值得關注。

電子與公用股逢低買入

行業配置層面，孟磊認為，當前A股市場仍缺乏增量資金，鑒於公募基金對價值股的持倉規模遠未及「擁擠」的程度，長線投資者可考慮逢低布局部分高質量成長股，「從投資風格看，下半年『價值』或跑贏『成長』」。此外，由於險資較青睞具有盈利穩定性的大盤股，而小盤股或面臨量化資金的持續淨流出，下半年大盤股跑贏市場的趨勢或將延續。

戰術配置層面，孟磊表示，可聚焦享受政策紅利、有穩健盈利增長的行業，建議超配電子、公用事業、能源和電信。

◀▲孟磊預期，A股將逐漸轉變為「以投資者為主導」的市場。

債息難抵兌付成本 險資買股勢增

正面刺激

「下半年A股增量資金大概率將來自保險資金和ETF資金」。瑞銀證券中國股票策略分析師孟磊坦言，險資對A股的配置比例在10%至14%區間，配置比例均值約12%，隨着險資餘額運用規模的增長，其對股票和證券類的投資不斷提升，並已升至3.5萬億元（人民幣，下同）以上水平。他說，保險公司有超30萬億元的總體規模，假設險資對股票的配置比例小幅調升，加之每年新增保費的流入，險資對A股的淨流入將形成正面作用。

孟磊分析，前兩年保險公司給大部分保民的兌付利率在3.5%至4.025%區間，今年上半年已調整至3%，目前進一步調整至2.7%，若算上成本因素，險資1年要兌付保民的成本已超3%，這意味着保險公司正面臨「利差損」風險。

A股獲注入新動能

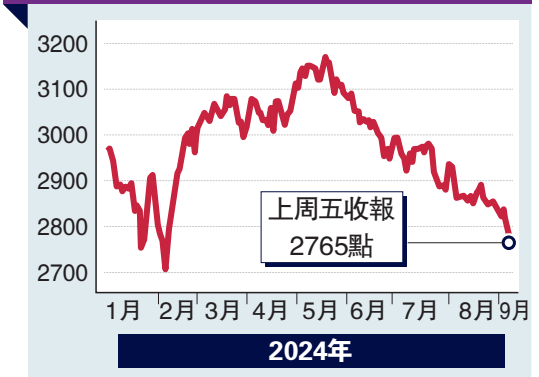
「過去保險公司可以通過大量非標、城投債等鎖定5%以上的收益，如今這種優勢已經不復存在。」孟磊分析說，10年期國債收益率約2.2%左右，30年和50年期國債僅2.5%左右，即便是AA級或信用評級不高的債券，其利率也不足2.8%水平。面對每年新增的大量到期保費，以及3%以上的兌付成本，保險公司在沒有槓桿的狀態下僅能做到略超2%的收益，因此必須增加對股票市場的配置比例。

「今年以來，險資對股票的配置比例均值約12%，該比例在過去數年始終沒有太大變化。」孟磊提醒，雖然過去數年A股大盤呈現調整行情，但險資對權益類資產的配置比例卻基本未變，表明保險公司已開始進一步增加對股票資產的配置。他並指，從政策角度看，三中全會明確「支持長線資金入市」，這也符合未來A股的改革方向，下半年險資有望成為助推A股動能的長線資金。

「ETF資金會依據基本面變化、企業盈利復甦狀況逐步加倉」，在孟磊看來，ETF資金也是A股重要的增量資金來源，其流入對A股估值的推動更多是漸進式的，「未來可以觀察到，有更多『以投資者為本』的市場推動舉措，包括險資、養老金、社保基金等長線資金料持續湧入A股，A股估值中樞有望因此抬升。」

▲保險資金、養老金、社保基金等長線資金提升對A股的配置，有利A股估值抬升。

滬綜指今年走勢（點）



瑞銀證券對A股判斷

市場改革

- 決策層加大力度「支持長線資金入市」，引導A股從「融資主導的市場」逐步邁向「投融資更平衡的市場」，相信A股會慢慢轉變為「以投資者為主導」的市場

下半年行情

- A股已具備更高的戰略重要性，未來市場下行風險總體可控，下半年市場整體估值或從底部小幅回升，對下半年A股行情持謹慎偏樂觀的態度

上市公司盈利

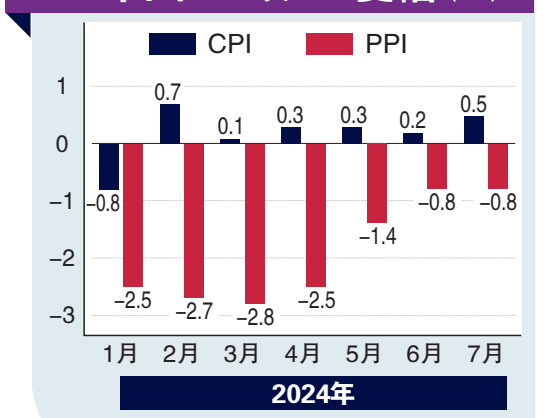
- 隨着CPI按年小幅回升、PPI由負轉正，中國名義GDP增速將得到修復，進而傳導至企業收入、利潤、債務等層面，下半年A股企業整體盈利將迎來反彈

A股估值

- 短期A股市場雖然仍有盤整，但得益於資本市場改革方向的確定，以及險資、ETF等各類長線資金的逐步入市，下半年A股估值有望溫和回升

大公報記者倪巍晨整理

中國CPI及PPI變幅（%）



加大回購提升派息 推動財富效應

長效機制

瑞銀證券中國股票策略分析師孟磊觀察到，國務院今年發布的「新國九條」中最重要的一條是強調「資本市場的人民性」，而二十屆三中全會也要求「建立增強資本市場內在穩定性長效機制、健全投資和融資相協調的資本市場功能」。他相信，在落實中央政策精神方面，A股料踐行資本市場「人民性」，短期A股回購、分紅比例將明顯提高，中長期資本市場將更注重投融資平衡，通過推動股票市場的上漲激發財富效應。

▶股市上漲可以持續推動財富效應，帶動居民財富增長。

更注重投融資平衡

孟磊在測算後發現，A股前十大股東中有非常多的國有法人實體，其中不乏國資委、財政部等，「將前十大股東羅列加總後，約36%的A股實際上為國有機構所持有」。他說，若考慮個人投資者，以及資金來源是散戶的公募基金、險資、社保基金等，有約63%或近三分之二的A股股票屬於人民。

在踐行資本市場「人民性」方面，孟磊認為，股市大漲後獲益更多的還是人民，股市上漲可以持續推動財富效應，帶動居民財富增長，如此便能更好踐行A股和資本市場的「人民性」。他並指，在房地產市場周期性調整環境中，居民大部分資產配置於房地產領域，房地產市場的調整使居民有「財富縮水」的感覺，因此未來要通過推動股市上漲，激發居民財富效應，將股市作為未來居民財富的「蓄水池」。

孟磊提醒，「新國九條」發布後，A股市場迎來積極的結構性變化，短期已可以觀測到A股回購、分紅比例顯著提高，這種變化也順應了長線資金投資A股的趨勢。另一方面，三中全會對中國資本市場改革方向的定調，以及後續具體政策的落實，有助於降低A股波動性、消除市場下行風險，緩解投資者對市場的顧慮，從而加大A股市場成為居民財富「蓄水池」的長期推動作用。他說，股票市場與流動性密切相關，只要流入股市的資金比市場融得的資金多一些，注入A股的流動性自然增多，而從市場抽出去的水也會減少，股票的價格將隨之出現一定的提升。

環球進入降息期 減持現金增買債

全球配置

美國聯儲局主席鮑威爾在全球央行年會上表示：「調整政策的時機已到，減息時點和步伐取決於即將公布的數據、不斷變化的前景和風險平衡。」瑞銀證券中國股票策略分析師孟磊認為，這是鮑威爾迄今為止釋放的最強烈的減息信號。

按瑞銀財富管理投資總監辦公室（CIO）的判斷，基準情形下，美國經濟有望實現「軟着陸」，美聯儲年內或開展3次減息。若美國勞動力市場進一步走軟，9月減息幅度或超0.25厘。他建議，投資者關注美聯儲減息帶來的機遇，聚焦人工智能（AI）板塊及優質成長股的投資機遇。

孟磊提醒，美國經濟仍有望實現「軟着陸」，從全球資產配置角度看，應為美聯儲即將開始的減息操作做好準備，「隨着全球主要央行陸續減息，固定收益市場存在顯著的投資機會」。他說，瑞銀CIO團隊建議，投資者可將現金和貨幣市場的持倉，投資於政府債券和優質公司債券，隨着市場開始計入幅度更深的減息周期，上述債券有望升值。此外，廣泛多元化的固定收益策略或在未來數月錄得良好表現，歐洲市場也存在一些可從美聯儲減息中獲益的精選投資機遇。

股票投資 AI板塊前景俏

全球股票方面，孟磊說，今年標指盈利仍有望實現雙位數百分比的增長，瑞銀對美國大型科技股、AI發展前景等均持樂觀態度，並看好全球績優股的投資機會。

AI投資方面，未來數年AI板塊有望成為股市回報的關鍵驅動力，投資者不妨持有足夠的長期AI投資敞口，「放眼美國以外的AI增長機遇，包括中國的科技巨頭公司」。

瑞銀CIO團隊建議「投資者的股票持倉，應遵循優質增長原則」。孟磊解釋，近期盈利增長主要由具有競爭優勢的企業推動，這些企業也受益於結構性驅動因素，有望持續實現盈利增長，並開展盈利後的再投資，「該趨勢料將延續，投資者應側重優質成長股。」

▲瑞銀預計，基準情形下，美國經濟有望實現「軟着陸」，美聯儲年底前或減息3次。