



經濟企穩轉暖前 A股難免大波動

剛過去的2022年，在內外交困下，A股三大指數均出現兩位數跌幅，上證綜指全年跌15.1%，為4年來最差。大市既受到外部因素的空前干擾，又疊加投資者內卷化的相互博弈，大大增加了市場操作難度。資深A股分析師慨嘆，2022年A股「不好做」，做低估值的不行，高成長的也不行；做事件驅動的不行，政策導向的也不行。機構、游資、散戶短炒彼此「預期」，政策「威力」亦在邊際遞減。在宏觀經濟企穩轉暖前，有關市場特徵很可能會在2023年延續，加大市場的波動。

◆香港文匯報記者 章蘿蘭 上海報道

私募基金知仁投資總監徐磊對香港文匯報表示，因受多重因素干擾，去年A股呈現內卷化的特徵，結構化的板塊輪動，是非常典型的存量博弈市場。首先，A股受市場外因素擾動明顯，這在往年十分罕見，從俄烏衝突、中美關係、美國激進加息，至各地管控、疫情管控放鬆，無一不對市場產生了明顯衝擊。與此同時，2022年共有416家公司首發上市，融資逾5,800億元（人民幣，下同），位列全球第一，而涵蓋可轉債、定增、配股的再融資規模亦達到近7,000億元，再加之1萬億元大小非解禁規模，市場直接擴容高達2萬億元以上。

「在增量資金很少入場的背景下，這顯然影響到了流動性，最終形成了全年市場的典型特徵——存量運作，進而導致內卷。」徐磊說，「不像2020年聚焦大消費、醫藥，2021年聚焦新能源、半導體，2022年A股市場熱點散亂，未有吸引長期增量資金入場的主線行情，期內各種題材炒作此起彼伏，但始終形不成對指數的正面影響。」

市場體量大 政策刺激減弱

而政策面對行業板塊的直接影響也在逐漸減弱。「2021年A股政策效應還非常顯著，無論是新能源、還是半導體產業，只要政策一出，行業板塊馬上啟動，但去年即便出了政策，市場反應卻頗為平淡，股價走勢也很遲鈍。」據徐磊觀察，2022年各類消費刺激政策，其實並未顯著提振消費板塊表現；上半年政策面開始釋放扶植房地產信號，直至穩樓市「三支箭」落地，並重提「支柱產業」，房地產板塊也沒有走出持續反彈行情；至於新能源、半導體產業，政策面扶植更是源源不斷，相關板塊2022年表現卻非常差，政策預期與市場表現甚至背道而馳。

「這說明在一個經濟下滑周期，市場對政策『脫敏』越來越明顯。」徐磊說，「原先我們認為，跟着政策主線去炒一定沒錯，但現在操作難度越來越大，2022年即便是跟着政策主線也炒不好，因為即便出了政策，個股也很難在短中期扭轉業績；從另一個層面來看，隨着A股市場體量越來越大，政策面對市場的影響力已經不及以往，當前A股更多是按照自身周期規律來運行。」

風險太大 機構不敢重倉

在此背景下，投資者行為亦較往年不同，大家不是基於業績增長做預期，而是猜測對方操作策略進行短炒博奕。「以前我們做一個板塊，會看到隨着政策落實，上市公司業績逐漸好轉，大家形成一致預期，板塊個股也會慢慢漲；2022年大家也有預期，但不是對行業板塊、上市公司的業績預期，而是對別人投資者行為的預期。」徐磊直言，去年流行一句話，「『我是盯着你的預期去炒作』」，意思是我先猜測你的交易行為，再確定自己的投資策略，政策一出，只要你覺得預期好，我就先炒一把你的預期，彼此博奕，玩個時間差，這種市場就很難操作，因為都不看上市公司業績。」

即便是機構投資者，也缺少基於業績的一致預期。「現在機構既不敢抱團，也不敢過度重倉配置某個行業，因為風險太大，即便新能源行業所有的數據目前為止都是好的，有些機構還是不敢入，主要是汲取了前幾年抱團消費股的教訓，對業績趨勢較好的行業，也不敢重倉、抱團。」

投資者互相博奕 短炒風或仍盛

「哪怕這個行業暫時看上去很好，我也會想，會不會有意外利空呢？說不定會像2021年的遊戲、教育產業，突然被嚴格監管。所以投資者對政策既嚮往又擔心，既盼望政策出台後，得到立竿見影的效果，又怕政策會過度干預市場，這也導致了部分機構不敢布局長期，很多投資策略都以季度為單位。」徐磊猜測，在宏觀經濟尚未出現企穩轉暖之前，這種炒「預期的預期」，投資者互相博奕，機構不抱團、不重倉某一行業的市場特徵，很可能會在2023年延續，料板塊投機、短炒風仍盛，進而加大市場波動。

資深分析師感嘆：政策市已過時



◆徐磊表示，在缺乏增量資金入市及多重外部因素干擾下，2022年A股呈現內卷化的特徵。 資料圖片

2022年A股IPO數據

- ◆A股共有416家公司首發上市，籌資5,849億元人民幣
- ◆年內新股破發率大幅攀升，破發率最高的行業分別是生物科技與健康、科技、傳媒和通信及工業
- ◆IPO破發率最高的板塊是科创板，達40%

整理：記者 章蘿蘭

滬綜指2022年累跌15.1%



深成指2022年累跌25.9%



創業板指2022年累跌29.4%



資料來源：彭博

新股破發嚴重 集資額卻冠全球

2022年新股破發嚴重，炒新繼續褪色。由於破發率上升，網上申購戶數明顯下降。截至12月中旬，年內上市的新股中有26%首日破發，科创板個股首日破發率更超40%。破發幅度上，年內首日破發幅度超10%的新股中，科创板公司佔一半之多。

不過據安永早前的報告，2022年全球共有1,333家企業上市，中國內地和香港的IPO數量佔全球的37%，籌資額佔全球的56%，其中，上交所和深交所IPO集資額穩坐全球前兩位。預計A股共416單IPO，籌資5,849億元，IPO數量同比下降15%，但籌資額同比增9%，籌資額連續兩年創年度歷史紀錄。

滬指全年累跌15% 表現4年最差

2022年，在新冠疫情，加上俄烏衝突、美聯儲加息等多重負面因素壓逼下，A股上證綜指全年累跌15.1%，錄得2018年以來最差年度表現。深成指下跌25.9%，創業板指累計下挫29.4%，科创板50指數年跌31.3%。

2022年年初開局不利，滬指首月行情即收線，2月短暫反彈後，3月又因上海疫情快速擴散再度向下。至4月上海全面封控，當地經濟陷入停頓。4月27日，滬綜指向下觸及2,863.65點，探至年內最低。進入5月疫情逐漸平穩，6月上海全面解封，期內一系列復工復產及穩增長、刺激消費政策陸續出台，經濟基本面呈快速恢復態勢，滬深大盤開始轉頭向上。

連升兩個月後，三季度又開啟急跌模式，滬指7月、8月、9月連續下探。四季度投資者憧憬疫情管控放鬆，至相關措施正式落地前後，市場整體較為波動，期間大消費板塊幾度被炒高。11月，地產紓困「三支箭」發力，當月銀行、房地產板塊拉升，但相關板塊反彈未能持續至12月。

從板塊行情看，去年主要聚焦於疫情主線。前者主要涵蓋醫藥、旅遊酒店、航空機場、釀酒、商業百貨等大消費板塊，同時一些新興概念板塊也乘勢崛起，例如核酸採樣亭概念、供銷社概念等等，年末，疫情管控全面放開，投資者開始爆炒退燒藥概念，但整體持續性都欠佳。匯泉基金經理曾萬平表示，去年板塊反覆切換，一個板塊的行情很難超過三個月，多數是一個多月就結束；未來幾個月，如果沒有外力打破的話，這個格局可能還是很難變化。

2022年「妖股」特別「妖」

A股市場上通常將一些走勢怪異，上蹿下跳，暴漲暴跌的個股稱作「妖股」。去年的「妖股」較往年獨具個性，它們都具備題材幻想空間，且都成功在短時「修煉成妖」，突然連續拉升，展示出驚人的爆發力。例如搭乘疫情管控放鬆、消費復甦概念的西安飲食，第四季被游資瘋狂爆炒。10月21至25日一周快速拉升17%，11月三周連續漲29%、56%、17%，12月16至20日一周更暴漲61%。

供銷社概念龍頭天鵝股份於12月22日晚間公告停牌核查，10月31日起至12月22日，該股共有16個交易日漲停，累漲175%。

徐磊分析指，從數量上而言，去年妖股或許不及2021年，但比「前輩們」更有個性。以前講的「妖股」，可能會耗時兩到三年慢慢漲，或者在某一年內連續上漲，然後突然在某一天開啟大暴漲，不過這種「莊股」的炒作手法去年並不多見。

不再以「莊股」形式出現

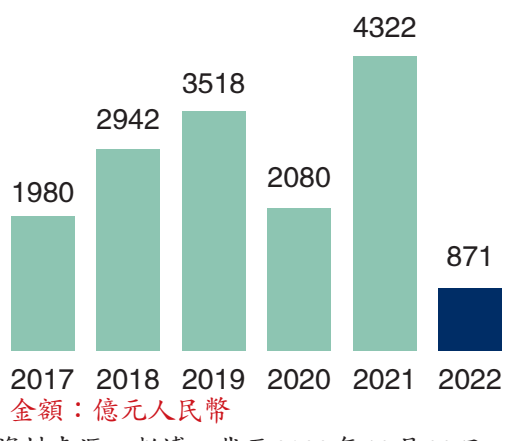
「2022年『妖股』的特徵是借助題材和消息連續拉七八個漲停，周期短，爆

發力強。」他舉例，西安飲食就炒疫情管控放鬆概念，但為何選名不見經傳的西安飲食，而不去炒最受益於放開的那些個股？原因就是該股盤子小、價格低、市值小，沒什麼機構投資者，游資不會去炒機構重倉股，它們炒作對手是散戶。另外，以往「妖股」都以「莊股」形式出現，但現在監管嚴格，做長莊要被抓，所以現在的「妖股」都不做長莊，炒作過程不涉及集中持有、對倒買賣，從操作手法上相對合規；同時，以前游資很喜歡炒次新股，可去年炒次新股失敗率很高，因此新晉「妖股」還都有題材、消息面支撐，不似以往脫離板塊走勢。

年末，「妖風」蔓延至布洛芬概念，新華製藥、亨迪藥業、以嶺藥業等個股開啟狂瀾。他認為，若回看兩年前的口罩、手套行情，退燒藥概念顯然不可能長期炒作，「生產一次性手套、口罩的英科醫療，以及核酸檢測產品生產商華大基因，在經歷2020年上半年的爆炒後，都在跌跌不休；同理，新冠疫苗、新冠藥物概念都不太可能有趨勢性行情，推至整個醫藥板塊，在集採壓力下今年基本都沒有太大表現機會。」

外資淨買入見新低 今年有望回升

去年外資購買A股規模創新低



資料來源：彭博，截至2022年12月22日

面對嚴格防疫措施和樓市滑坡下股市的下跌，境外投資者2022年的A股購買規模降至歷史最低水平。據彭博社，外資去年通過滬港通深港通淨買入滬深A股871億元人民幣(約125億美元)，只為去年總額的約五分之一，為2017年以來最低水平，也遠低於高盛集團8月份預估的250億美元。當時由於全球流動性收緊和人民幣貶值預期，高盛將預測下調了三分之二至250億美元。而美國去年頻頻

加息，也削弱了中國政府債券等人民幣計價資產的吸引力。

然而隨着內地去年11月下旬宣布優化防疫政策，即將開關復常，市場樂觀情緒重燃。事實上，外國投資者的情緒自11月以來已明顯好轉，資金流入速度加快。中美緊張局勢的緩和也有所幫助。高盛預計今年資金流入規模將反彈至650億美元，略高於2021年的水平；2030年，外資持有滬深上市股票的比例將從目前的不到5%上升至9%。

展望2023年，市場關注內地防疫鬆綁後能否平穩度過放開初期的感染高峰，將出台哪些利好政策以穩經濟，美國是否能在加息與經濟衰退間取得平衡。未來幾個月A股會延續板塊頻繁輪動、切換的格局。匯泉基金經理曾萬平表示，今年的關鍵點包括新的政府班子會出台什麼利好政策、疫情會怎麼演變、以及美國經濟的衰退程度。

中金：今年關注三大主線

中金公司研究部策略分析師、董事總

經理李求索等在2023年展望報告中指，基準情形下對A股未來12個月市場中性偏積極看法，根據疫情、地產及海外情況把握節奏較為關鍵。建議關注三大主線：一是跨周期政策與改革：高質量發展，實現中國式現代化。從產業支持方向角度，關注能源、國防、糧食、科技信息、金融等；關注產業升級帶來的結構性進展；關注收入分配以及住房、醫療、養老等社會保障體系的改革進展。

二是市場估值中樞是否發生結構性變化。該行預計，政策上在2023年一季度或仍呈現「內鬆外緊」的格局，在經濟尚未出現明顯企穩之前，政策仍有進一步發力空間。當前市場估值處於歷史低位，料在政策發力到經濟企穩過程中，未來12個月市場將經歷從情緒低位到正常化的回歸。

三是中下游領域基本面逐步企穩，2023年上市公司盈利增長較2022年加速，對資產價格有支持。在此基礎上預計A股整體2023年盈利增長為5%-11%左右（對應2022年A股盈利增長3%附近），中下游製造和消費類行業可能修復更為顯著。