▲下半年A股後市可以保持樂觀，但預料不會出現「瘋牛」行情

牛市可期 瘋牛難再

經濟復甦預期、寬鬆流動性、監管者的呵護共同營造了有利於A股牛市形成的宏觀環境。隨着陸股通北上資金的大舉加倉，以及北上資金活躍度的明顯提升，A股進入7月後在外資引領下急漲。筆者認為，對下半年A股後市可以保持樂觀，但別相信2015年的「瘋牛」行情會重演。

憑高望遠
徐 高
中銀國際證券總裁助理、首席經濟學家

進入2020年7月，A股股指急漲。截至2020年7月10日，在7月的前八個交易日中，滬綜指累計上漲13.4%。僅僅在7月6日至10日這一周，滬綜指就上漲7.3%，創下了2015年7月以來的最大單周漲幅。

北上資金大舉加倉

當前宏觀經濟大環境有利於A股市牛市的形成。在近期股指上揚的背後，有三大宏觀因素在起推動作用：

第一、經濟復甦預期。股市總是對預期做反應，走在經濟前面。新冠疫情的爆發確實讓全球經濟增速都大幅下滑至幾十年來的低位，但展望未來幾個季度，經濟增速從坑底回升的趨勢非常明顯。到明年一季度，中國GDP同比增速有望回升到10%以上（因為今年一季度基數非常低）。因此，儘管今年上半年企業盈利增長大幅下滑，但盈利改善的預期非常強。可以說，股市現在反映的不是當前較低的經濟增速，而是未來會持續加速至高位的經濟增長預期。

第二、寬鬆流動性。疫情爆發之後，全球央行都採取了極度寬鬆的貨幣政策來穩定金融市場和托底經濟增長，中國也不例外。中國銀行間市場利率水平雖然在今年二季度有所回升，但目前仍然處於近五年來的較低水平。同期，社會融資規模同比增幅也在二季度創下了十年來的最高紀錄。金融市場和實體經濟充沛的流動性推升了股票估值，部分對沖了疫情對股票估值帶來的壓力。

第三、監管者的呵護。中美貿易戰凸顯了中國在高科技領域的短板。資本市場為科技創新的不確定性定價的能力較強，能更好支持創新型企業的融資需求，因而更受高層重視。在今年7月7日的浦山講壇上，中國證監會前主席肖剛說：「黨中央從來沒有像今天這樣重視資本市場。」在高層領導這樣積極的態度下，資本市場改革舉措持續推出，充分體現了監管者對A股市場的呵護，從而提升了股市的人氣。

兩方面證據顯示，7月以來A股的上漲主要為外資所引領：

一方面，7月A股的急漲伴隨着陸股通北上資金的大舉加倉。在7月2日到10日的7個香港交易日中（香港7月1日休市），陸股通北上資金累計淨流入585億元。流入強度之大，已經接近歷史峰值。從歷史經驗來看，北上資金的運動對A股有相當強的領先性，它的大舉加倉往往會帶動A股上揚。

另一方面，當前北上資金的相對活躍程度明顯高於A股本土資金。可以用北上資金股票買入金額與北上資金存量的比值來衡量北上資金的活躍程度。類似地，A股本土資金的活躍程度可以用融資買入金額與融資餘額之比來衡量（A股本土資金中只有融資有數據可計算其活躍度）。因為資金風格不同，直接比較這兩個比值沒太大意義（融資的活躍度長期高於北上資金）。不過，看二者當前分別處在歷史上的什麼位置，可以幫助我們研判兩類資金的相對活躍程度。7月10日這周，北上資金買入金額與北上資金餘額之比大幅上升至6%以上，創下了2016年以來的歷史紀錄。同期，融資買入額與融資餘額之比雖然也顯著上升，但絕對水平仍明顯低於2019年3月與2020年2月的高點。從活躍度走勢的對比來看，7月A股行情更可能為北上資金所引領。

警惕美國二次停工風險

四方面原因使得7月上旬A股急漲的態勢難以持續。

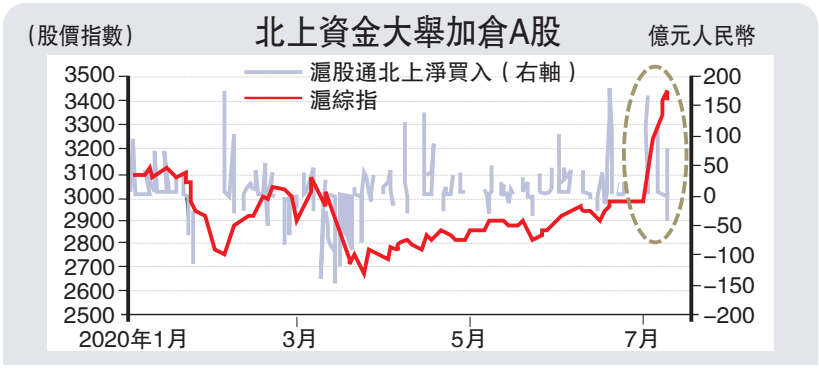
原因之一，A股短期漲幅已經明顯超過全球股市，從而削弱了A股在全球股市中的吸引力。2019年以來，全球主要股市的走勢有較高同步性，A股相對全球股市的偏離難以長期持續。今年7月以來，A股的急漲已經顯著拉開了A股與全球其他股指之間的距離，從而使得A股在全球股市中的相對吸引力下降，從而給北上資金的進一步流入帶來阻力。

原因之二，北上資金的活躍程度接近歷史極值，預計會觸頂回落。股市投資需要有逆向思維。當北上資金的活躍度創下了四年多以來的高位時，活躍度高位回落的概率應該大於再創新高的概率。事實上，在7月2日到9日連續六個交易日淨流入之後，7月10日北上資金已經淨流出44億元。有引領性的北上資金的流出和活躍度下降，將給A股股指帶來短期壓力。

原因之三，疫情發展仍然存在較高不確定性，美國「二次停工」的風險不低。隨着人類對新冠肺炎了解的加深，疫情帶來的恐慌已經逐步消退，人類也已開始習慣病毒相伴的生活。但別忘了，疫情仍然在全球肆虐，除了「停工」、「封城」這樣的社交隔離措施之外，人類尚未找到其他有效應對疫情的手段。今年6月以來，隨着復工的推進，美國新冠肺炎新增確診病例數已經大幅反彈至歷史新高。還好，美國新增死亡數走勢仍然相對平穩。但在肺炎病例數越來越多的情況下，美國醫療體系再次被擠兑的可能性不低。如果死亡數因此而飆升，美國「二次停工」的概率就會大大上升。這是A股市場目前並未充分納入考慮的風險因素。

原因之四，監管者對股市「瘋牛」保持着相當的警惕。監管者重視和呵護資本市場發展不假，但這不意味着監管者會放任「瘋牛」的形成。經歷過2015年的「股災」之後，監管者對建立在流動性和槓桿資金之上的「泡沫瘋牛」非常警覺，絕不會容忍2015年那樣銀行資金通過各種途徑洶湧進股市的情況發生。因此，就算幾天前媒體報道的銀行獲券商牌照的消息屬實，也別指望銀行資金就能暢通地進股市來推高股指。

對下半年A股後市可以保持樂觀，但別相信2015年的「瘋牛」行情會再來。基於上述四個原因，「瘋牛」行情應該是難以出現的。今年7月上旬A股急漲之後，短期謹慎一些更為恰當。不過，經濟復甦、監管者呵護兩個長期利好因素在今年下半年不會發生改變。在流動性方面，下半年貨幣政策可能會邊際上收緊，但在經濟復甦背景下，資金會從債券等其他市場向股市流動，部分抵銷貨幣政策收緊對股市的影響。因此，今年下半年A股的牛市可以期待，但不應以2015年的大牛市作為參照。



下半年貨幣寬鬆空間有限

明若觀火
明 明
中信証券固定收益首席研究員

上半年信貸投放節奏較快，下半年信貸投放料平穩。貨幣政策更加常態，引導利率下行但不可過低，金融體系讓利主要依賴存款貸款基準切換。下半年貨幣政策更加常態化，傳統的降準降息政策仍然有概率，但寬鬆幅度相對有限，大概率結合宏觀經濟修復進程、以小步慢跑的方式落地。

以2020年全年新增人民幣貸款20萬億的假設計算，上半年已完成60%的信貸投放，投放節奏較往年有所加快。3至5月份信貸投放力度大源於信貸政策的定向支持，企業短期貸款增加較為明顯。年內剩餘信貸額度約40%，前期針對疫情出台的一些特殊的、階段性的貨幣政策工具逐步退出後，信貸增長也將回落，預計下半年信貸增速將小幅回落。

為了應對疫情衝擊，上半年應對疫情的貨幣超寬鬆，包括數量、價格和結構性貨幣政策。隨着疫情後生產端、投資端的逐步恢復，前期貨幣政策也逐步退出。下半年經濟恢復政策，貨幣政策更加常態，一方面說明難再有大幅的降準降息出現，但另一方面至少不應該比2019年有明顯收緊。2019年資金利率圍繞政策利率波動，預計後續貨幣市場利率仍將在政策利率偏低水平上波動運行；信貸增速將逐步向名義GDP增速靠近。

國常會明確提出要進一步引導貸款和債券利率下行，央行在《2020年上半年金融統計數據新聞發布會文字實錄》中提出要引導融資成本進一步降低，向實體經濟讓利。但是利率下行需要適度，以防止套利和資金空轉為底線，這要求整個利率譜系利差不可過大，一方面通過監管指導等要求銀行減少高息攬儲行為，另一方面通過貨幣政策回歸常態壓縮資金利率與政策利率的利差。

資管新規料延期一年

金融系統讓利1.5萬億元（人民幣，下同）中，預計利率的下行實現金融市場或者金融體系對實體經濟的讓利約9300億元，包括貸款利率下行、債券利率的下行、通過再貸款、再貼現政策支持的優惠利率貸款的發放。新發放貸款讓利通過進一步壓縮利差實現，但規模有限；存量貸款定價基準切換帶來更多讓利空間。

2018年以來新增信託貸款和委託貸款規模持續壓縮，受疫情的影響，非標作為主要融資方式之一仍然要發揮支持實體經濟的作用，加之年底前完成全部存量產品整改壓力仍然較大，資管新規有延期的必要。根據人民銀行辦公廳主任兼新聞發言人周學東所言，「可能延一年是比較合適」，預計資管新規過渡期大概率延期一年。

下半年貨幣政策更加常態化，傳統的降準降息政策仍然有概率，但寬鬆幅度相對有限，大概率結合宏觀經濟修復進程、以小步慢跑的方式落地。對債券市場而言，貨幣最寬鬆的時期已過，但從資金利率和政策利率的水平、宏觀經濟修復的水平來看，當前債券利率調整有明顯超調的跡象，10年國債利率在3厘以上已經存在配置價值。

▲本港整體私人住宅租金已經連跌九個月，租金跌幅已超越一成

租金跌 樓價穩

主樓布陣
布少明
美聯物業住宅部行政總裁

每年房屋供應向來都是市場的焦點所在，當中最主要的兩個數字，自然是落成量及動工量，但究竟這兩組數字對樓價、租金有何影響？簡單而言，如果落成量、動工量持續增加，未來房屋供應自然有所提升，對整體樓價、租金亦會帶來一定的壓力，但從今年上半年的數字來看，卻出現新樓落成量大幅增加，而同期動工量卻顯著減少。

根據差餉物業估價署最新資料，今年首五個月新樓落成量已達1.0006萬伙，較去年同期的3863伙，大幅增加1.6倍。儘管今年首五個月的新樓落成量大幅增加，但受新冠肺炎肆虐影響，今年新樓動工量卻較去年同期顯著減少。根據屋宇署的資料月報，今年首四個月新樓動工量只有1642伙，較去年同期減少25%。

無可否認，今年樓市確實會出現落成量增、動工量減的情況，因應首五個月的新樓落成量已接近全年估算的一半，相信今年新樓落成量勢必超越2萬伙以上的水平，或許會較去年實際落成量1.3643萬伙增加五成以上。相反新樓動工量更有機會連續三年下跌，今年更有機會跌至不足1萬伙的五年新低。

新樓落成增 動工減

新樓動工量持續下跌，主要是受土地供應達至「樽頸」，令近年政府推出拍賣土地減少，但最主要仍然是新冠肺炎肆虐。上半年新樓銷售大幅減少，發展商心態轉趨審慎，新樓動工步伐明顯有所放緩，從屋宇署提供的資料來看，更有個別發展商在取得上蓋建築工程施工同意後，仍然遲遲未正式展開動工工程，令近月動工量顯著減少。

近年落成量增加，而動工量持續減少下，造成目前租金跌而樓價表現平穩的現象。按差餉物業估價署全港私人住宅樓價及租金指數來看，整體私人住宅租金已經連跌九個月，租金跌幅已超越一成，但與此同時，最新私人住宅樓價指數，按月顯著上升1.9%，過去數月間樓價指數上上落落保持平穩。

從此推論，租金走勢較受落成量影響，而動工量的變化卻成為樓價升跌的關鍵因素之一。始終落成量增，新樓陸續入伙整體租盤供應亦會增加，對租金亦帶來一定壓力，近年大量面積較細納米樓新盤相繼落成，此類細單位的租金跌幅亦明顯較大；至於動工量的變化主要反映未來供應升跌，對樓價變化有較大影響。