



▶雖然美股早前已累積三成跌幅，但分析認為現時仍未是撈底的好時機。

年初至今，大宗商品中的能源與農產品，以及美元和盧布在大類資產中表現佔優，其他資產如有色、黑色、權益、債券等都是負收益。特別是美股三大指數，都已逼近30%的跌幅水平。那麼，現在是配置美股的最好時機嗎？本文嘗試從美聯儲貨幣政策的角度作答。

# 美股撈底時機來了嗎？

鍍金時代 邵宇  
東方證券首席經濟學家

如果將「縮減資產購買」（Taper）定義為美聯儲非常規貨幣政策正常化的起點，那麼，後疫情時代的正常化周期始於2021年11月。繼12月加速Taper後，Taper周期已經於2022年3月結束。聯邦公開市場委員會（FOMC）隨即在3月的例會上決定加息0.25厘，在5月的例會上決定從6月開始縮表。

截至到9月例會，美聯儲已經連續5次加息，共計3厘。聯邦基金利率（FFR）目標區間從0至0.25厘升到3至3.25厘。市場預計在剩下的2次例會中，美聯儲可能還會加息1.25厘。屆時，目標區間將升到4.25至4.5厘。從9月開始，美聯儲縮表規模的上限也提高至每月950億美元。無論是與1990年以來的4次加息周期對比，還是與2017至2019年的縮表周期相較，本輪美聯儲緊縮周期都是超越歷史的。

美元流動性是全球流動性的基礎，聯邦基金利率和美國國債利率是全球風險資產定價的錨。因此，每一次美聯儲政策緊縮周期總會對應着金融市場的動盪。例如：沃爾克緊縮周期（上世紀八十年代初）直接導致了拉美債務危機；格林斯潘緊縮周期（1994至1995年與1999至2000年）分別導致了1997年亞洲金融危機和2000年科網泡沫的破裂；格林斯潘—伯南克緊縮周期（2004至2007年）引發了2007至2009年金融危機；大危機之後的2015至2018年加息周期對應着新興市場國家的匯率和金融市場動盪。

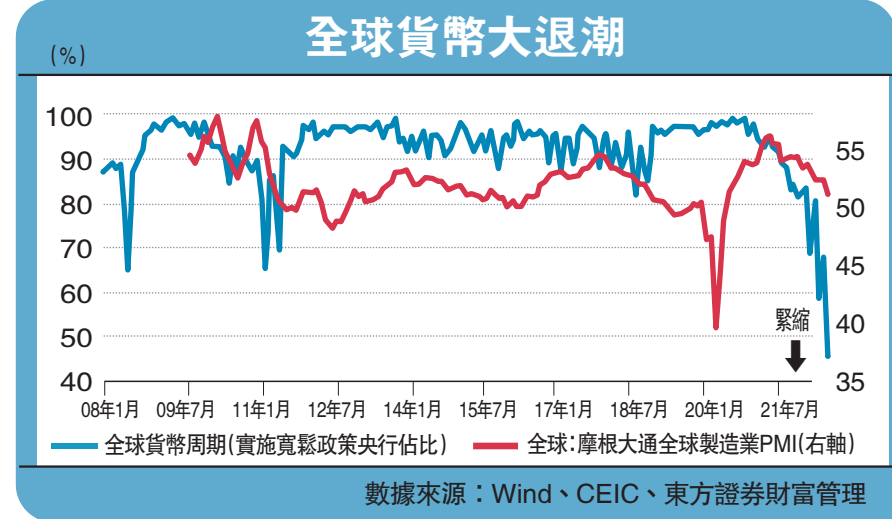
## 聯儲緊縮決心超预期

既然本輪緊縮周期是「急剎車」，今年全球和美國金融市場的震盪也就在意料之中了。超市場預期的是，美聯儲實施過度緊縮政策的決心，以及對美國經濟衰退的容忍度。

寬鬆的貨幣政策可改善企業的資產負債表（基本面）和金融市場的流動性狀況，從分母（盈利預期）和分子（估值）兩個方面抬升權益資產價格。從1966年1月到2013年12月Taper落地，標普500指數平均年化收益率為10.56%，但在貨幣政策擴張時期，收益率高達15.18%，緊縮時期僅為5.89%。由於擴張時期的通脹率更低，擴張與緊縮時期美股的實際年化收益率的差距更大。

貨幣政策寬鬆時期往往對應的是經濟周期中的復甦階段，小盤股相對於大盤股、價值股相對於成長股的表現顯著好於其他階段。分行業板塊而言，零售、服裝和汽車行業對貨幣政策更加敏感——擴張期表現更好，緊縮期表現更差；能源、公用事業、食品、金融以及生活消費品行業在不同時期表現較為一致。

經驗上來看，美股與美聯儲資產負債表規模有較強的正相關性。美聯儲擴張時，權益資產一般有不錯的表現。一旦美聯儲停止擴張，或者開始縮表，權益資產波動性會提升。2013年Taper期間，由於美聯儲仍然在擴



數據來源：Wind、CEIC、東方證券財富管理

表，所以並未影響美股升勢。2018年，縮表、加息和中美經貿摩擦的加劇等多因素疊加，導致美股出現較大回撤。更值得關注的是結構性變化。

貨幣政策對權益資產的影響有賴於通脹環境，如果寬鬆的貨幣政策產生通脹上行的壓力，反而會給權益資產帶來估值壓力。回顧歷史，二戰後美股漲幅與通脹率呈現出非線性的負相關關係，通縮狀態下美股的表現最好。1948至2020年間，在通脹率低於0%的季度，標普500指數平均漲幅達5.2%；當通脹率為0%至2%和2%至4%時，漲幅分別為2.6%和2.7%；一旦通脹率大於4%，平均漲幅就迅速下降到1%。目前考慮到美國通脹上行的趨勢尚未扭轉，美聯儲也不會輕易改變緊縮的政策立場。

由於基數原因，2022年上半年美國實際GDP（國內生產總值）環比（折年率）增速已經連續兩個季度為負（-1.6%和-0.6%），但同比增速仍然為正（3.5%和1.7%）。「技術性衰退」（technical recession）的定義是實際GDP增速至少連續兩個季度為負。NBER商業周期評估委員會對衰退的定義是：「經濟活動顯著下降，且範圍廣泛、持續數月」，可被概括為「3D」：深度（Depth）、廣度（Diffusion）和長度（Duration）。一般情況下，每一次衰退都要在一定程度上同時滿足這三個標準。但在極端情形下，某一兩個標準也可能佔主導作用。

二戰後至今，NBER衰退共出現過9次，平均時長為11個月，但它與技術性衰退並不是包含與被包含的關係。例如，1947至1959年出現過4次技術性衰退，卻沒有一次NBER衰退。1960至1961年和2001年出現了NBER衰退，但沒有出現技術性衰退。技術性衰退預測NBER衰退的勝率僅為58%。

## 美經濟料下季步入衰退

由於美股是順周期的，所以美股的配置時點應領先於衰退周期。筆者認為，衰退周期的起點大概率是明年一季度。在此之前，全球金融市場上的流動性風險還將上升。

那麼，年內美股還有階段性機會嗎？如同6月中旬到8月初一樣，市場提前交易衰退和寬鬆預期，事後被證明只是一次反彈。「右側」的機會仍取決於美聯儲的立場。關鍵問題是：通脹還會超预期嗎？

筆者曾反覆提到用「接力」的思維看待持久通脹的形成。後疫情時代

持久通脹的形成並不是一蹴而就，在不同階段往往有不同的驅動因素。由於疫情衝擊的廣泛性和非對稱性，通脹也存在普遍性和「接力」的特徵。那麼，誰又是「最後一棒」呢？

以CPI（消費物價指數）為例。與疫情前（2020年1月）相比，CPI商品比CPI服務價格指數跌幅更大，最大跌幅分別為-2.5%和-0.2%。在商品中，非耐用品價格較耐用品價格回落幅度更大，最大跌幅分別為-3.8%和-0.2%。其中，能源價格最大跌幅達到了18%。物價指數的谷底基本出現在2020年5月。從2020年6月到2021年6月，價格反彈幅度的排名與下跌幅度排名基本匹配——能源領漲，商品大於服務，耐用品大於非耐用品。至2021年初，上述CPI大類價格均已回到疫情前。

因此，始於2021年第二季度的第一波通脹包含了顯著的基數效應，疊加超預期的經濟復甦彈性，確實具有較強的臨時性特徵。但美聯儲低估了供應鏈約束的持久性和消費需求的韌性，也高估了勞動供給的彈性。

截至2022年8月，除能源、非耐用商品和商品價格的高點已經出現（均出現在2022年6月），食品、耐用商品、核心商品、核心服務、服務、核心CPI和CPI還在創新高。7月以來，能源和非耐用商品價格的下降帶動商品整體價格下行，CPI漲勢趨緩，但食品和服務業價格指數及同比漲幅的拐點都還沒有出現。

服務價格的黏性更強，或成為通脹「接力」的「最後一棒」，它主要取決於工資和勞動力市場條件。8月最新的核心PCE通脹4.9%，預期4.7%，前值4.6%。市場預期的11月加息0.75厘的概率從61%上升到68%。幾乎所有的趨勢性通脹指標的上升趨勢都沒有被打破。失業率還在3.7%，美聯儲還不具備釋放「鴿派」信號的條件。比較而言，聯邦基金利率向上移的概率大於向下移。

綜合而言，美股「右側」的機會還沒到。需要等待：第一，工資和趨勢性通脹指標的拐點；第二，美國經濟的實質性衰退，它既會壓制通脹，也會增加美聯儲「過度緊縮」的擔憂；第三，美國及全球金融市場流動性條件的改善，前一階段美債長端利率主要定價的是通脹預期和加息預期，下一階段還會體現美聯儲縮表的流動性效應。上述三點其實是緊密聯繫在一起的，只是觀察的角度不同。對於美股右側的機會，2023年初是重要時間窗口。

# 上市公司增持股票也有學問

熱點把脈 皮海洲  
財經評論家

隨著近期股市下跌，上市公司重要股東的增持也多了起來。近期，有多家上市公司公告了重要股東增持計劃，以提振投資者信心。確實，在A股指數逼近3000點之際，市場需要多方共同呵護，以便打贏關鍵點位保衛戰。在此其中，上市公司重要股東的增持，就是提振市場信心的措施之一。在這個關鍵時刻，這些上市公司重要股東的增持，體現了這些股東對資本市場的一種責任感，顯然是值得肯定的。

在目前市況下，上市公司重要股東增持的目的是顯而易見的，那就是提振投資者信心，維護股價的穩定。不過，從部分公司增持公告發布的效果來看，並沒有達到預期的目的，公司股價的下跌仍然是我行我素。那麼，如何讓重要股東的增持達到提振投資者信心的目的？或者說，如何讓重要股東的增持達到維護股價穩定的效果呢？關鍵是要把握這樣幾方面的因素：

首先是在增持中，上市公司控股股東不能缺席。在近期公布增持消息的上市公司中不乏控股股東的身影，但也有上市公司重要股東的增持，控股股東是缺席的。比如，歌爾股份（002241.SZ）日前發布的公告顯示，9月23日公司副總裁兼董事會秘書賈軍安增持了11萬股公司股份，成交均價為每股27.94元（人民幣，下同），成交金額為307.32萬元。很顯然，這其中並沒有公司控股股東或第一大股東的身影。

## 增持金額要有誠意

在上市公司中，控股股東或第一大股東的重要性顯而易見，而這種重要性同樣也體現在增持中。如果控股股東或第一大股東不出手，其他股東的增持是很難起到穩定股價的作用。相反，由於控股股東或第一大股東不出手增持，而只有其他股東增持，投資者反而會懷疑，這些股東的增持是不是為了掩護大股東的減持。

其次，股東增持的金額一定要大，而不是「做秀」增持，尤其是控股股東或第一大股東的增持金額要大。這其實

也是大股東不能缺席增持的重要原因。畢竟上市公司董事與高管增持金額都有限，增持金額能達到幾百萬元就不錯了。如酒鬼酒（000799.SZ）9月26日晚公布的公司管理層增持計劃，增持金額都是不低於120萬元，這對於市場來說，跟「打水漂」沒什麼兩樣，只有大股東的增持才能達到億元級別。

其三，在增持中，控股股東或第一大股東增持的時間不能拖得太久，必須控制在一個月甚至是半個月之內。增持在一定程度上相當於救急，因此增持的時間不能拖得太久。有的大股東將增持的時間拖到半年甚至更久，這實際上已經失去了為穩定股價而增持的意義，所以這樣的增持很難起到提振投資者信心的效果。如9月26日晚艾迪精密（603638.SH）發布增持公告表示，公司控股股東、實際控制人、董事長兼總經理宋飛基於對公司未來發展前景的信心，以及對公司長期投資價值的認可，計劃自9月27日起6個月內增持公司股份，增持金額不低於5000萬元且不超過1億元。一個1億元以內的增持要拖6個月時間，這種慢吞吞的增持很難提振投資者信心。

此外，在大股東及其他重要股東進行增持期間，應限制包括董事與高管在內的其他重要股東減持股份。維護股價穩定，需要上市公司多方面的齊心協力，包括上市公司大股東及重要股東的增持。對於上市公司大股東之外的重要股東由於各自的實際情況，他們可以不參與到增持中來，但卻絕對不能反向而行，在大股東增持期間反而減持公司股份。這種減持很容易動搖投資者信心，讓投資者懷疑大股東的增持其實是為其他股東的減持打掩護，因此在增持期間，需要限制上市公司重要股東的減持行為。



▲趁股市下跌，歌爾股份等不少上市公司股東都出手進行增持。

# 多重利淡衝擊 股樓受壓

樓市強心針 廖偉強  
利嘉閣地產總裁

筆者30多年前已入市買樓，除了當年樓價相對低，更重要的原因是，差不多任何單位都能做到九成按揭，銀行審批亦相當寬鬆，再加上那些年代，只要業主願意稍作折讓，投資者及炒家就願意冒風險，對業主而言就容易套現。

當年的年輕人為何沒有今天這樣的怨氣？主要是生活簡單，沒有太多比較。市民都只顧努力工作、力爭上游，兼且以往的家庭大部分都「三代同堂」，不介意擠迫的生活，也不講求要充足的私人空間，有地方棲息已經容易滿足，於是便可省下較多積蓄。

至於今天的年輕人，對「家庭」的想法已明顯改變，他們很早就要求獨立的空間，過獨立的生活，但這又談何容易？離開原生家庭，就需要有額外的開支，租樓要佔當中最大部分的成本，但要租樓就更加難以儲首期買樓，排隊輪候公屋，又是漫長的等待。須知道，要努力奮鬥為上車作儲備，除了要在住屋上妥協，其實亦要減少娛樂、節衣縮食。

金融及地產行業是香港經濟的支

柱。世界經濟不景氣、全球高通脹、疫情肆虐，導致金融市場面對挑戰。至於地產市場，這幾年確實受不同利淡因素影響。筆者行文之際，樂見當局終於放寬入境限制至「0+3」，實乃德政，因香港是外向型城市，只有重新通關才能令本地經濟再度振翅高飛。

近兩年社會一直討論如何與內地通關，但香港的抗疫政策不能與內地一致，對外亦不能放膽全面放開。如果這樣無止境的拖下去，香港樓市進一步下跌，就會像亞洲金融風暴時的形勢，一發不可收拾。

## 信心受挫 市場不買當頭跌

有些人認為樓價大跌，正好讓以往負擔不起的買家有機會入市，但這其實是「一廂情願」的想法。以筆者從事地產代理30多年的經驗，每當樓市大跌時，各行各業經濟都會嚴重受挫，失業率和負資產數字不斷上升，屆時無論樓價是多便宜，也會缺乏交易；就算小部分人仍對樓市有信心，但也因為經濟環境轉差、收入大減而變得有心無力。

這是一個矛盾的課題，以筆者的認知而言，市場實況確實如此，當局必須進一步加快對外及對內的通關部署，目標是盡快達至「0+0」，並重新激活金融及地產業。



◀地產行業景氣度，與香港經濟息息相關，所以當樓價下跌，本地經濟一般也會轉差。