

目標。中國的發展戰略，確定了製造強國、科技強國等



在經歷了近八十年的和平期後，全球主要經濟體家家都有一本難念的經，發達國家債務高企，發展中國家普遍面臨中等收入陷阱。在世界經濟諸多的未知答案中，唯有分化的趨勢還是比較明朗。當萬斯（J.D.Vance）成為美國共和黨競選美國副總統候選人，他八年前出版的《鄉下人的悲歌》（Hillbilly Elegy）再度成為暢銷書，並引起大家熱議。由於萬斯從小生活的地方在俄亥俄州的米德爾敦，上世紀70年代之前是鋼鐵之城，70年代後美國的重工業開始向外轉移，這座城市就開始衰落了，當地居民面臨失業和收入下降的壓力。

全球經濟步入大分化時代

談股論經 李迅雷 中泰證券首席經濟學家

儘管美國重工業早已今不如昔，但高科技產業卻在全球遙遙領先，服務業貢獻美國總就業人口的84%。2021年以後，美國國內生產總值（GDP）佔全球的份額連續兩年上升，比2021年上升差不多兩個百分點。因此特朗普的「Make America Great Again」，實際上是有誤導選民之嫌，本質是為了獲得鎊帶州的更多選票而已。

美股行情倚賴權重

從美國股市可以明確看到行業和公司的分化過程。例如，1985年至今全部美股累計收益率平均數為3617.1%，但中位數僅1.1%。即美國目前共有5559家上市公司，過去近五十年來有一半左右的公司（包括退市）幾乎沒有給投資者帶來回報，儘管所有股票的平均回報率高達36倍。而2010年至今，美股佔比12.5%的650家公司合計創造69萬億美元淨財富（股價上漲的價差收益加上分紅），佔比87.5%的4540家公司合計創造淨財富為0。

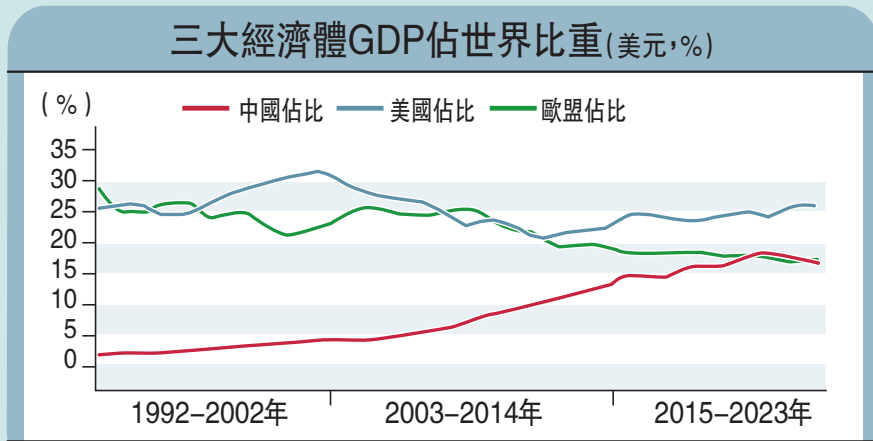
由此可見，大部分上市公司都沒有給投資者帶來回報。美股也不是一開始就是成熟市場，從一個散戶市場變為機構投資者主導的市場，大約折騰了七十多年時間，這過程實際上就是散戶不斷被「消滅」的過程。如果萬斯對他的家鄉遭遇憤憤不平，那麼過去美國大量散戶由於買了這些沒有給投資者帶來任何回報的公司而出局，是否也應該寫一本《散戶們的悲歌》？

美國股市是上市公司退市率非常高的市場，從開設股市至今，差不多有80%的上市公司消失了，或者直接退市，或者被收購併購，這實際上也符合企業的生命周期特徵。1985年至今，美股累計收益率前十的公司裏居然已經有5家退市；而全部美股1985年至今，平均壽命14.5年，中位數僅有8.9年。

數據表明，美國中小企業的壽命不到七年，中國中小企業則更短，據稱平均壽命不到三年。為何大部分企業的壽命那麼短，但美國股指卻能長期且大幅上漲？還是因為奉行優勝劣汰的市場化原則。

儘管美國三大股指過去十年的累計漲幅比較大，但真正拉動股指的股票也就10%左右。數據統計發現，活得越長的企業，給投資者回報就越高。美股中壽命超過十年的公司平均年化收益率1.8%，壽命超過二十年的公司是5.3%，壽命超過三十年的公司則是7.6%（以上統計包括已退市股票）。可見拉長來看，長壽的公司有更高的平均年化，更值得持有。

美股的另一個顯著特徵是強者恆強、大者恆大。美股科技七巨頭（Big Seven）的平均市盈率由2024年年初以來的45倍附近，略降至如今的40倍左右，說明股價的上漲基礎還在於企業盈利增長。



在現實世界中，分化不僅體現在行業和企業部門，還體現在居民部門內部的貧富差距不斷擴大，一國不同地域之間的差距擴大，乃至國家之間的差距擴大。這種分化達到某種高度，則可能會導致內亂或外戰。

上世紀20年代美國也曾出過一本很暢銷的書，叫《了不起的蓋茨比》（The Great Gatsby），也被拍成電影且獲得奧斯卡金像獎。該書揭示了美國夢的幻滅：蓋茨比儘管從社會底層成功躍升為富豪，但期望通過物質賦予來祈求獲得情感的努力最終還是失敗了。之後加拿大的一個經濟學家邁爾斯·克拉克創造了「了不起的蓋茨比曲線（The Great Gatsby Curve）」，該曲線的橫軸是大家熟知的不同國家的基尼系數，而縱軸則是階層固化的彈性系數，來說明實現美國夢的難易程度。

由於長期和平下的遊戲規則不變，以及有些國家缺乏對權貴的制衡機制，階層固化程度可能比較嚴重，如美國、意大利、巴西、阿根廷等；但日本、德國及不少北歐高福利國家的階層固化程度比較低。因此，改革在當下顯得尤為必要。十多年前，我們還能經常聽到「屌絲逆襲」的故事，如今經常聽到的卻是「躺平」。

A股中小企估值仍高

A股市場曾經歷過多次全面牛市，即普漲行情，如1999-2001年、2006-2007年，2014-2015年等，但2015年以後則沒有再出現普漲行情了。這說明A股市場實際上也在反映經濟、產業和企業的分化現象。

與美股相比，A股的分化程度不如美股那麼極端。如過去三十年，漲幅前二十的股票大幅跑贏萬得全A指數：從1994年至2024年7月，漲幅最大前二十的股票等權組合累計復權收益達到425倍以上，而其間萬得全A指數漲幅只有7倍左右。

如果再比較一下股票市值結構，會發現A股還存在中小市值公司的估值水平偏高問題。如美股市值中位數為6.9億美元，按最新匯率算為50億元（人民幣，下同），而A股市值中位數為38.6億元，說明美股上市公司的規模普遍比A股大。美股超過100億美元市值的公司有854家，A股只有167家；美股超過1000億美元市值的公司有127家，A股只有10家。

但美股低於1億美元市值的公司1468家，A股只有103家。是否可以粗略得出以下結論，美股的好公司相對較多，差公司也不少。A股則是好公司少，差公司儘管不少，但估值水

平明顯偏高。

儘管A股過去三十多年以來估值水平已經大幅回落，但中小市值公司估值水平仍偏高，這可能與個人投資者市場參與度較高有關。A股總交易量中，過去80%以上是個人投資者貢獻的，如今應該還有70%以上；而美國散戶交易貢獻不到總量的20%的。

從換手率看，A股市場目前處於成交「低迷期」，且為T+1交易，但日均換手率中位數為2.1%；美股雖然處於牛市中，且可以T+0交易，但日均換手率中位數只有0.7%，只有目前A股換手率的三分之一。因此相比美股，A股市場的活躍度並不差。

那麼未來呢？恐怕我們得有市場交易進一步收縮的準備，而估值水平也受到流動性影響，流動性越弱，估值水平越低。那麼，當前中美股市的估值水平孰高孰低呢？

如果把中美上市公司按市值大小排序的前500家進行比較，發現中國市前500家（約前10%）的上市公司市盈率平均值30.9倍，中位數18.7倍；美股市前500家公司市盈率平均值29.3，中位數23.4。儘管平均市盈率幾乎一樣，但平均淨資產收益率卻大相逕庭。從2024年一季報看中國市前500家上市公司淨資產回報率（ROE）平均數為10%，中位數為9.6%；美股市前500家公司的ROE平均數33.7%，中位數為14.7%。

我們不難理解為何要提倡高質量增長，因為中國上市公司的盈利能力還是相對偏弱，即便與累計漲幅已經很大的美國股市相比，不僅總體成長性要差，而且整體估值水平並沒有優勢。因此，未來可能通過行業集中度的進一步提升來提高ROE水平。

從中國的發展戰略看，確定了製造強國、科技強國、質量強國、航天強國、網絡強國、交通強國、海洋強國、貿易強國、金融強國等目標。從中國目前的經濟特徵看，多個行業都呈現大而不強的特徵。

行業強必然包含企業強，企業強意味著其中有一批企業能成為行業的標桿，這些企業不僅在國內，而且在全球都佔有一定的市場份額，且行業集中度越來越高。這大概率需要通過兼併收購來實現。

如金融行業將「支持國有大中型金融機構做優做強」，同時「嚴格中小金融機構准入標準和監管要求，推動兼併重組、實現減量提質，立足當地開展特色化經營，防止無序擴張」。這意味着，未來金融行業內的企業總量將大幅減少，行業集中度會進一步提升。

美股大跌 減息機會陡升

天風視野 宋雪濤 天風證券首席宏觀分析師

美國聯儲局主席鮑威爾在7月議息會議記者會上提到，與部分官員展開過有關降息的「友好討論」。筆者此前產生過疑惑：如果有關降息的異議很大，為何不模仿2019年6月會議更加直白的表達反對官員人數，但今次會議決議「一致通過」的角度來看，對7月不降息的異議並不大。

現在回看，美聯儲大概率是基於7月份矛盾的就業報告展開了「友好討論」：討論美國4.3%的失業率是否有些高估；討論就業與失業的脫節是否進一步拉大；更重要的是關於衰退風險上，鮑威爾給外界傳遞的信息是依然認為衰退（Hard Landing）的可能性極低。

鮑威爾並不認為，這份就業報告達到了美聯儲的政策閾值，也並未給予勞動力市場更多的權重，而是雙重風險的平衡。因此，鮑威爾的會後發言似乎顯得更加鷹派。甚至可以說，美聯儲的內心依然還是更傾向於控制通脹。

沒有對物價穩定的承諾，鮑威爾或將成為下一個伯恩斯。而在此期間若引發衰退，無人會怪罪他，畢竟美聯儲自1913年成立至今，在任上沒有經歷衰退的美聯儲主席，除開過渡性接任的米勒外，只有耶倫一個人。

更有意思的是，作為美聯儲公開市場委員會中偏鴿派的存在，芝加哥聯儲銀行行長古爾斯比在點評就業報告時反而傳遞出「不要過度解讀單月數據」、「還要基於更多數據」等觀點，這似乎也在暗示美聯儲的耐心是基於對通脹的更加重視。

當前市場對美國衰退風險的計入過於充分，筆者認為7月就業報告是無法支撐如此極端且宏大的連續政策調整預期的。在此效仿美聯儲，對「4.3%的失業率」做一個「友好的分析」。

首先，美國當下4.3%的失業率是偏高的，但筆者認為其信號作用仍然高於實質性惡化程度。儘管美國勞工統計局（BLS）認為貝里爾颶風的影響並不明顯，但是我們認為對失業率的衝擊還是相當之大。

雖然過去幾個月失業率都在小幅上升，但主要是勞動力供給修復帶來的改善，這體現為「再進入勞動力市場」和「新進入勞動力市場」的失業人數對數據統計的貢獻。而7月臨時失業人數就對失業率貢獻了0.15%，如果去掉臨時失業人數，失業率則仍將保持在4.10%的水平。

筆者進一步發現，7月「因天氣原因

的缺工（absence）」和「因天氣原因的全職轉兼職（part-time）」的人數，都比往常值高出數個標準差。除了颶風影響外，很難找到另一個更加合理的解釋。

雖然以上提及的數字在美國勞工統計局的理論口徑下都是被算作就業，因此不能用來解釋臨時失業人數的增長（以及失業率），但值得思考的是，是否在這個群體中有着更多人沒有被囊括在內，而被錯誤申報為了臨時失業。基於如此大的異常值情況，筆者認為是有可能的。

美國動能放緩

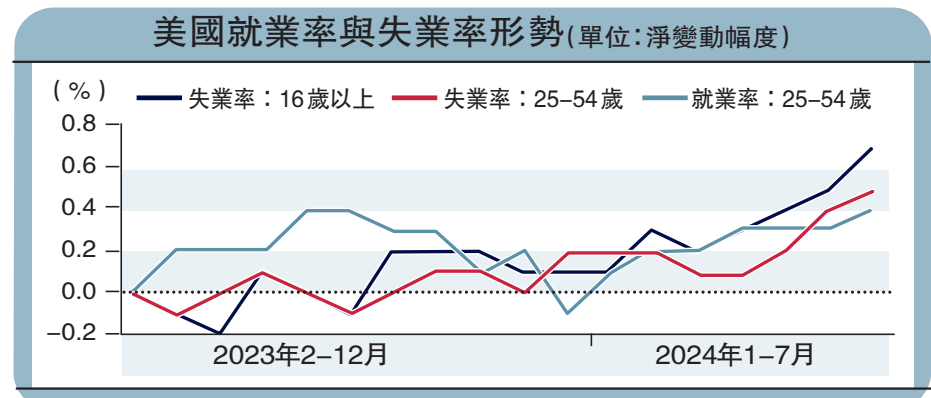
其次，就業與失業呈現出進一步脫節，這是以往周期不曾出現的局面。7月在初值如此糟糕的情況下，就業與失業的脫節正在加劇，壯年就業率進一步提升0.1%至歷史最高水平，勞動參與率也進一步修復。

如果說歷史不會重複，只會相似，那麼這個角度下的勞動力市場正強力反駁美國衰退論。2001年美國衰退前的一年半（2000年2月-2001年7月），失業率上升對應的是壯年就業率的持續性大幅下降（-1.3個百分點）。2008年美國衰退前的一年半（2006年12月-2008年5月），同樣看到的是失業率上行與壯年勞動力就業率的持續性下行。

再次，我們最關心的，是薪資增速的走低，這是影響美聯儲貨幣政策變化的實質性因素，因為美聯儲維護物價穩定的最終目標是保證社會實際購買力的穩定。我們一直強調「就業—薪資—消費—通脹鏈條的穩定是美國經濟的根基」。即使在美聯儲官員眼裏，7月的新增就業水平也可以被看作「正常」，但薪資增速並不正常。無論是時薪同比增速，還是總非農部門薪資收入都在下滑。考慮到當前處於2014年以來最低水平的僱傭率及離職率，我們並不能說美國勞動力市場已經轉向衰退模式，但是當下的動能確實是在放緩。

經過以上的「友好分析」後，這份報告其實也顯得友好了不少。同時，關於9月降息與否、降息多少，仍然需要觀察未來的數據。其中主要有三個角度的觀察：（1）勞動力市場的「壯年就業率」是否依然強勁，薪資增速能否有所反彈；（2）核心通脹讀數能否連續保持在環比0.2%及以下水平，以及核心服務通脹放緩趨勢的確認；（3）美股的穩健性能否保持，避免金融不確定性的增大。

最後，預期比現實更重要，投資者需要密切觀察美國衰退預期升溫帶來經濟活動的自我實現進程，尤其是美股如果連續大幅度回調，可能才是降息概率陡然上升的核心因素。



樓市庫存積壓 負資產宗數或回升

樓按明曉 張顯曦 經絡按揭轉介營運總監

香港金管局公布最新數據顯示，今年二季度負資產個案錄得3.0288萬宗，涉及金額1549.92億元。對比一季度錄得的3.2073萬宗及1653.49億元，宗數及金額按季分別輕微回落1785宗（5.6%）及103.57億元（6.3%）。

負資產個案仍保持高水平，主要由於2019年放寬按揭保險成數的樓價上限，按揭保險宗數曾於2021年攀升至歷史新高，現時樓價由高位回落逾兩成，大部分於2020年至2022年樓價高企並採用八成或以上按揭入市的業主便較大機會跌入負資產。

值得留意，負資產個案中，超過三個月未償還按揭貸款的拖欠比率，由去年三季度的0.02%，連升三季至今年二季度的0.11%，創自去年金管局首次公布該數字後的新高。但按比例計算，實際拖欠宗數大約只有33宗，仍屬超低水平，顯示絕大部分業主的供款能力仍穩健，銀行借貸風險可控。不過，

有意置業人士仍要留意市況，要先衡量自身經濟及供款能力，同時避免借太盡，並緊記按時供款，以及預留至少半年的後備資金。

美9月減息利好港樓市

根據差估署資料顯示，私人住宅售價指數曾於撤辣後連升兩個月（3至4月份），但5月份已調頭回落，最新6月份的私人住宅售價指數報305.3點，連跌兩個月，創逾七年半新低。而一手貨尾積壓，發展商下半年將繼續以低價策略去貨，使二手樓價受壓，銀行估價仍偏向審慎，料下半年樓市呈「量穩價回」的狀態。

因近月樓價走勢回軟，筆者預料負資產宗數或於三季度回升。美聯儲議息上周維持基準利率不變，本港銀行同日亦宣布最優惠利率（P）維持不變。美國聯儲局主席鮑威爾表示，經濟正接近適合降息的水平，而近期指標表明美國就業增長有所放緩，以及失業率有所上升，最新美國消費者物價指數（CPI）連跌三個月至3%，創近十二個月新低，如有充分數據支持，9月或將開始首次減息，屆時對本港樓市將有正面支持。