



▲A股中有大量公司具有較高的成長性，自然有投資價值。

美聯儲明年初或暫停減息

交銀觀察 美國聯儲局11月議息會議(FOMC)宣布降息0.25厘，將聯邦基金利率目標區間降至4.50厘至4.75厘；縮表節奏保持不變，即每月減持250億美元美債和350億美元按揭抵押債券(MBS)，決議內容符合市場預期。但是隨着特朗普贏得美國總統選舉，再度入主白宮，他的一系列政策主張可能對美國的就業和通脹等經濟數據帶來較大不確定性，使得美聯儲後續政策節奏也可能出現較大變化。

比較本次議息會聲明與上次(即是9月)議息會聲明的表述，主要有以下兩大方面變化：

一方面是關於就業的表述。本次議息會聲明將就業部分的表述修改為「年初以來勞動力市場狀況總體有所寬鬆」。儘管10月非農新增就業較弱，非農新增就業人口錄得1.2萬人，遠低於預期的11.3萬人，但這一變化主要受到颶風和波音罷工的短期衝擊所致。

另一方面是關於通脹的表述。本次議息會聲明刪去了上一次聲明中關於通脹朝2%目標「取得進一步進展」中的「進一步」。議息會後，美聯儲主席鮑威爾表示，這是為了避免提供前瞻指引，但對通脹持續向2%邁進的信心增強。細究其原因，可能是因為當前美國核心通脹仍然相對頑固，6月至9月仍在3.2%至3.3%區間徘徊，使得美聯儲對去通脹的信心似有下降。

本次議息會上，鮑威爾極力維持中性姿態，既拒絕前瞻指引，又不對大選結果和財政政策做過多置評，僅維持「數據依賴」的一貫態度。

筆者預計後續美聯儲政策可能有四點重要變化：

一是有可能不再進行前瞻指引。鮑威爾在議息會後表示，美聯儲並無任何預設路線，將繼續逐次會議作出決定。這可能是特朗普上台後為美國經濟帶來更大的不確定性，使得美聯儲官員們無法給出前瞻性指引。

二是向中性利率靠攏的門檻可能提高。鮑威爾反覆強調，在向中性利率靠攏時，會更加謹慎，以實現物價和就業的雙重風險平衡，這意味着後續降息的門檻可能會提高。

三是在特朗普正式上台並落實政策之前，美國經濟出現大幅變化的概率較低，美聯儲可按計劃繼續推動降息進程。根據上次議息會(9月)點陣圖，預期美聯儲12月將降息0.25厘；如果今年10月至11月數據整體偏強，美聯儲也可能在12月暫停降息，待明年1月

再降。

特朗普上台後有加快推動美聯儲降息進程的衝動。首先，在長時間維持限制性利率後，快速降息能夠幫助特朗普實現其經濟復甦承諾。其次，特朗普希望美國商品能夠恢復全球中的競爭力地位，並認為要實現這一目標需要美元弱勢，弱勢美元需要降息來推動實現。再次，特朗普的減稅政策或在任期內增加財政赤字，而高利率環境下借貸成本將進一步限制財政迴旋餘地，增加債務負擔，也有必要通過降息來減輕債務負擔。最後，特朗普在競選期間發言希望削弱美聯儲的獨立性，在特朗普的新任期內，其施政或間接影響美聯儲利率決策，促使其更快降息。

美國通脹前景不明

特朗普的系列政策主張對美國通脹的影響具有較大不確定性。比如其財政政策(減稅導致財政赤字)、貿易政策(加關稅提高進口商品價格)、移民政策(限制非法移民、減少勞動供給，造成工資大幅上漲)均有較明顯的通脹屬性，如造成通脹反彈，將使美聯儲難以繼續降息，甚至反而加息。

不過，由於特朗普支持傳統能源，明確會取消環境規制，促進油氣生產，提供低價能源來壓低通脹。而共和黨執政理念傾向於「小政府」，也可能削減政府支出，這兩方面都有利於壓低通脹。

在記者會被問到是否會主動辭職時，鮑威爾坦言不會，並指特朗普在法律上也不能主動解除其職務。此前，特朗普亦表示不尋求提前免除鮑威爾職位，但歡迎更為鴿派的貨幣政策。特朗普在上一任期的時候，曾頻繁發表講話抨擊美聯儲的貨幣政策，打破了美國白宮歷來遵循不去置評美聯儲的先例。面對白宮重壓，鮑威爾亦不得不部分迎合其降息要求。特朗普再次上台執政，也引發了市場對美聯儲獨立性的擔憂。

鮑威爾作為美聯儲主席的第二任期將持續至2026年5月，在美聯儲理事會的十四年任期將於2028年1月結束。此次特朗普再次上台，又逢共和黨同時控制國會，作為更加強勢的總統和其一貫的風格，其將對美聯儲政策的決策帶來更加直接的影響，美聯儲在貨幣政策決策時候的獨立性將受到更大的挑戰。

(作者為交通銀行金融研究中心首席研究員唐建偉、高級分析師孫長華。文章僅代表個人觀點，與供職單位無關)



◀特朗普(後)曾表示，不會尋求提前免除鮑威爾的職務，但歡迎更為鴿派的貨幣政策。

按息下調 港買樓收租具吸引力

樓語縱橫 樓市已踏入減息周期，美國聯儲局上周宣布再減息0.25厘，為今年第二次。滙豐及中銀隨即調低港元最優惠利率(P)，息率由5.625厘減至5.375厘，減息0.25厘，連同9月下旬已累計減息半厘，以每100萬元貸款額計，年期30年，減息0.25厘後，每月供款開支減少約140元，入息要求減少約280元。供樓負擔減輕，對一眾業主來說自然是喜訊。

供樓負擔減低，對買樓收租的投資者來說同樣是一大喜訊。正如早前所言，過去一段長時間，樓市一直出現租金升、樓價跌的「怪現象」，租金升樓價跌租金回報自然增加，買樓收租回報亦變得吸引，而事實上按現時利率水平計算，租金回報率已幾乎等同於、甚或是比起新造按揭利率還要高。

按差餉物業估價處最新的數據，以A類的細單位作計算，即實用面積為40平米(約430方呎)以下的單位，最新8、9月的平均回報率已升至3.7厘的水平，亦是自2022年起租金回報率一直增加，由2.4厘大幅增加至現時的3.7厘，升幅相當顯著。而剛好在減息後，最新實質按揭利率亦已調低至3.625厘的水平。換言之，回報率比起借貸利率

還要高，借錢作買樓收租變得更加吸引。

加之上月施政報告，金管局已進一步放寬按揭限制，出租的物業按揭亦可以借足七成。放寬按揭成數後，按揭成數上限一率調整至七成，供款佔入息比率上限一律調整為五成，而過去收租物業最高按揭成數只為六成，若本身已有其他物業按揭，供款佔入息比率上限為四成，同時租金亦可計算成收入一部分，買樓收租變得更輕鬆，收租回報率更吸引。減息後供樓負擔亦更見輕鬆，肯定會吸引更多投資者入市買樓收租。

減息空間或會收窄

總括而言，減息周期只是剛剛開始，下月美聯儲將再度進行議息會議，再度減息的機會亦相當高。至於下年的宏觀環境當然存在着一定不明朗因素，特朗普再度上台，貿易戰再度爆發，美國通脹自然可能會重新升溫，或許會令減息空間收窄，但整體而言低息環境仍會維持一段時間，加上高租金的環境持續下，買樓收租仍然吸引，相信至少短期內租金回報仍會高於實質按揭利率，會持續吸引投資者借錢買樓收租。

(作者為世紀21·Q動力總經理)

經濟觀察家

過去A股廣為詬病的是，市場的融資功能發揮得比較好，而投資功能發揮欠佳。於是達成的共識是着力發揮投資功能，弱化融資功能。筆者認為，A股市場作為新興市場，出現的各類問題有其必然性，而在應對上往往浮於表面，因為忽視了表象背後的深層原因。

2022年前三季度，A股新股(IPO)融資規模達4370億元(人民幣，下同)，成為全球新股發行規模最大的市場；2024年前三季度A股IPO融資總額只有478億元，僅69家公司上市，相比2022年的304家公司上市，大幅減少87%。也就是說2024年以來，A股市場的融資功能已經大幅退化。

A股質量不遜美上市企

李迅雷 回望今年9月24日之前，A股的走勢仍然比較弱，並沒有因為融資規模的下降而改觀。9月24日以後A股走強，重要原因是國務院多個部委推出刺激經濟和活躍資本市場的增量政策，與IPO規模縮減沒有直接關係。

從歷史上看，A股市場先後共有九次暫停新股發行，儘管當時暫停新股發行能起到穩定股市的作用，但之後股市又開始走弱，核心原因是當時A股市場的估值水平總體偏高。筆者曾做過以下統計，即從1990年至2018年末的二十八年間，A股價格既受到盈利增長的正貢獻，又受到估值水平下移的負貢獻，其中估值水平下移對股指的負貢獻大約每年為2%左右。

長線資金比例較低

大家普遍都認為A股市場熊長牛短，從指數的表現看確實如此，滬深300指數2015年最高達到5380點，之後就一路下行，2021年達到5930點，之後又一路下行，如今雖有反彈，但只有4000點上下。

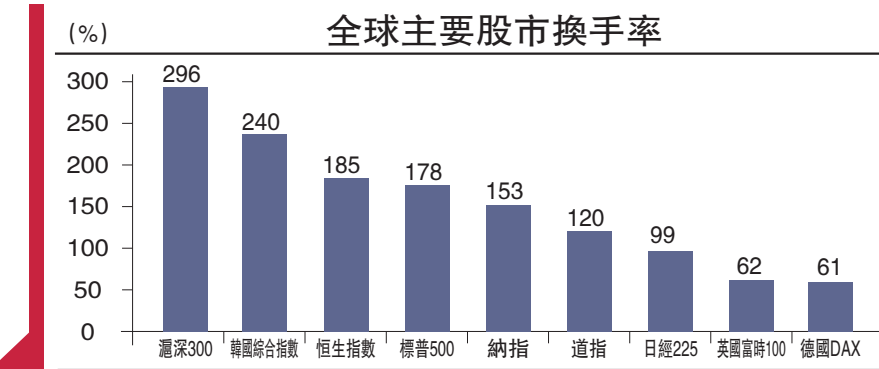
但如果比較全球主要股市的換手率水平，發現A股的換手率(也稱「周轉率」)明顯領先於美國的納斯達克指數和標普500指數所覆蓋的上市公司。取2022年年初至今今年三季度末的滬深300股票的年化換手率，與同期的全球主要指數對應的股票年化換手率，則滬深300的年化換手率接近3倍，標普500為1.78倍，納斯達克指數為1.53倍。而過去三年表現較好的日經225的年化換手率只有1倍。

既然活躍度那麼高，那麼A股的估值水平是否被低估了呢？從全球主要股市的最新數據表明，估值(P/E)最低的仍是港股，為9.6倍，其次是滬深300，為12.6倍，標普500為28.4倍，納斯達克指數估值水平最高，為43.7倍。從股息率看，恒生指數為4.0%，滬深300為3.0%，標普500為1.2%，納斯達克指數為0.7%。

一般而言，公司預期年均盈利增長率超過市盈率被認為具有投資價值，如市盈率20倍，而盈利增長率能持續保持20%以上。這些年來，A股的平均PE水平顯著回落，但上市公司的總盈利增速也是下降的。其中，最近兩年(2023年和2024年)所有上市公司的合計稅後利潤均略有下降。

從今年的前三季度數據看，5356家上市公司歸屬母公司的淨利潤總額為4.41萬億元，與去年同期相比下降0.54%。根據國資委的數據，前三季度國有及國有控股企業的總利潤同比下降2.3%。因此，就總體而言，我們不能說A股目前的估值水平已經非常低了。當然，A股中有大量公司具有較高的成長性，自然有投資價值。

反觀美股，無論是標普還是納斯達克，其平均市盈率接近30倍或超過40倍，難道未來美國上市公司的平均盈利水平可以達到30%？顯然，美股的整體泡沫很大。但美股的走勢依然較強，說明股市與預期有很大關係，



並不是估值高了一定會跌，估值低了一定會漲。

如果把中美上市公司按市值大小排序的前500家進行比較，發現中國市值前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；美股市值前500家公司市盈率平均數29.3，中位數23.4。儘管中美大市值公司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年一季報看中國市值前500家上市公司ROE(淨資產回報率)平均數為10%，中位數為9.6%；美股市值前500家公司的ROE平均數33.7%，中位數為14.7%。

A股市場是以個人投資者為主，這些年來監管層一直提倡發展機構投資者，吸引中長線資金入市。與十年前相比，A股的機構投資者數量明顯增加，市場規範化程度不斷提高。但同時也要看到，長線資金的入市比例並不高。

如中國養老金、保險資金的權益投資佔其總投資的平均佔比僅為12%和10%，遠低於國際水平約50%的水平，也與中國監管部門規定的社保基金40%、保險資金45%上限相比，差距甚遠。可能的原因在於，能給中長線投資者得到穩定分紅回報的公司數量並不多。

一般而言，大市值公司的股價波動性會小於中小市值公司。再比較中美股票的市值結構，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。

中小公司估值偏高

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，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。美股低於1億美元市值的公司1468家，A股只有103家。

A股的小市值公司數量少，主要原因是市場給予中小市值公司較高的估值導致的。所謂的「炒短、炒新、炒小」習俗長期存在。如科创板開設已超過五年，共有273家科创板股票跌破發行價，佔比達到47.3%，這也導致了科创板指數的走弱。有一個比較主流的觀點認為，這是因為上市質量把關不嚴引起的，但註冊制的核心是信息充分披露，納斯達克上市公司質量一定不如中國的科创板，差別在於它們實行嚴格的退市制度，把質量低劣的股票剔除。

作為新興市場，相當一部分個人投資者喜歡聽故事，不喜歡講估值，導致很多中小市值公司交易非常活

躍，估值水平長期居高不下。三十多年來，A股市場始終沒有出現成熟市場常見的新股發行難問題，長期呈現出供不應求的局面，故恢復常態化IPO並不會對A股帶來多少衝擊，若採取優勝劣汰機制，反而能讓股市健康成長，股指欣欣向榮。

從存量與增量的關係看，當存量規模較小的時候(如90年代)，IPO帶來的增量對存量的影響比較大，故當時暫停新股發行是可以理解的。如今A股市場市值80多萬億元，共有5360餘家上市公司，若每年增加200家IPO，也只佔存量比例的3%多一點。

實際上註冊制已經為更多中小企業上市提供了便利，只要做到信息充分披露，嚴格執行退市制度，是完全可以滿足投資者投資中小市值股票的需求。在股市陸港通開通已經十年的情況下，A股的價格仍然普遍高於其對應的H股，說明了什麼？說明A股的投資者對於「估值」的絕對水平或股息率高低並不是很看重，比較在意的恐怕還是能否獲得價差收益。

擴融資規模 發揮投資功能

提高上市公司質量是一個長期任務，不可能在短期內立竿見影。假設高質量的優秀公司佔比為10%，上市100家，只有10家優秀企業，那麼，上市1000家呢？就有100家，可以大幅增加A股市場的價值投資標的。而且在供給大幅增加的作用下，中小市值公司整體估值水平偏高現象可以逐步消失。

美國股市在過去兩百多年裏，大約80%左右的公司已經退市，符合二八定律。因為企業都是生命周期，大部分公司退市是很正常的，如中國非上市的中小企業平均壽命只有三年左右。而且，迄今美國剩餘的5500多家上市公司中，真正對股價指數上漲帶來貢獻的公司數量不到20%。

由此可見，美國所有上市公司的質量不見得比A股好。註冊制實際上是把上市公司的質量評估交給了投資者，這是一種進步。但如果讓監管者來嚴把質量關，則實質上又回到了審批制或核准制。

可能並不是因為市場的融資功能過於強大，便讓股市失去了投資功能，恰恰是因為市場的異常活躍，給予股市較高的流動性溢價，反而使市場缺少可投資的權益類標的，這導致新股上市就被眾多參與者熱捧。那麼，擴大融資規模，才能讓真正的投資者、讓中長線資金有更多、更好的可選擇品種，讓市場的投資功能更好地發揮出來。

(作者為中泰證券首席經濟學家)