

百年一遇的2020年，宏觀經濟的表現可以概括為「砸了一個大坑，吹了一個大泡」。實體經濟在疫情的衝擊下，經濟增長出現了一個L形大坑。但與實體經濟形成鮮明對比的是，金融體系卻在特殊的時間段內吹出了一個史無前例的J形大泡沫。因此，2021年的宏觀經濟和市場行情將在「坑和泡」的起點和背景下演繹。未來一年，可以做出的預判是：實體經濟要從坑裏爬出來，步入漫長的斷層修復周期；而同時，當實體經濟開始走向復甦，走向再通脹的時候，金融資產的大泡沫將處於危險的境地。

# 提防黑天鵝（上）



▲分析認為，美股泡沫已被特朗普打到天上，算是留給拜登的一個棘手問題。

法新社

澤被萬物



趙建

西澤研究院院長

疫情作為一種前所未有的外生災難，對全球經濟的衝擊是史無前例的，影響程度類似打了一場戰爭，給全球經濟按下了幾個月的暫停鍵。因而2020後的未來幾年，都需要圍繞這個重大衝擊因子的衝擊波進行推演。疫情與其他衝擊不一樣的地方，它不僅僅是數量的衝擊，而是直接影響到了結構，觸發了生產函數和消費函數的變化，比如產業鏈的斷裂、線上消費對線下消費的替代等。因此前後是不一樣的經濟增長函數，是結構性和周期性力量的深刻重構。

## 實體經濟：脆弱的復甦

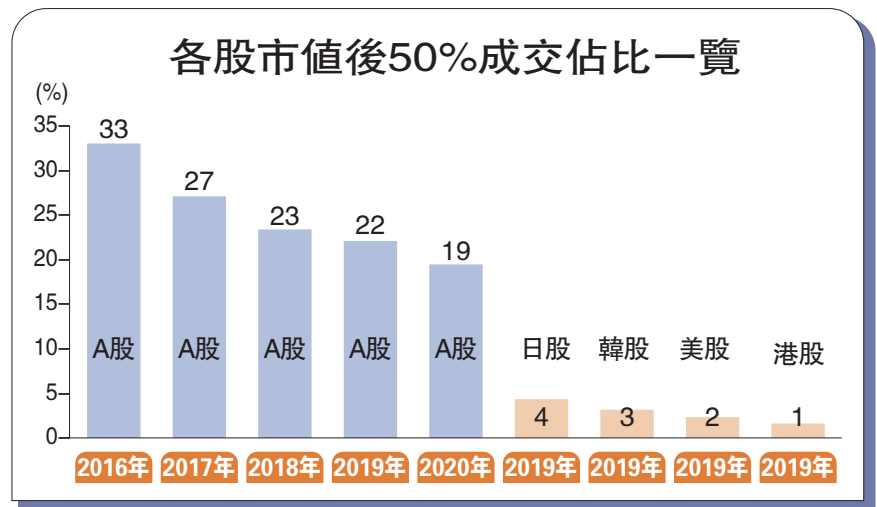
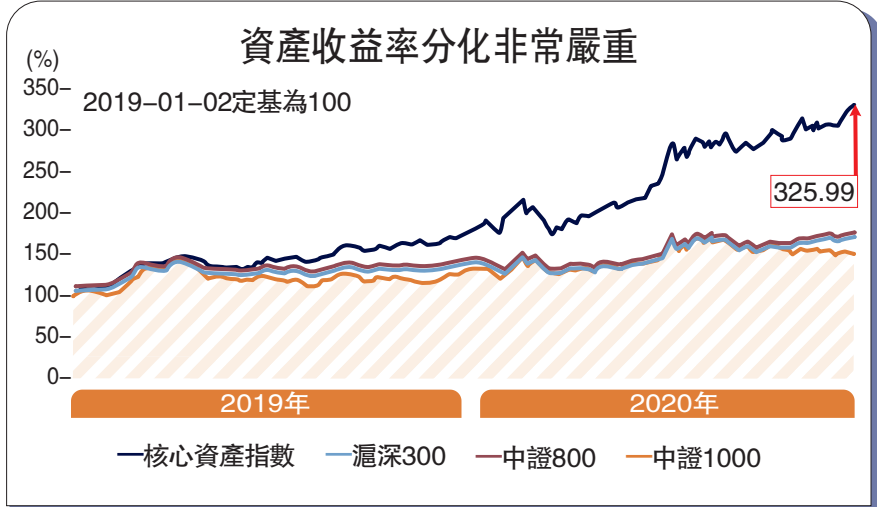
在供給側，產業鏈的國別保護和距離收縮、數字技術造成的效率鴻溝、金融資本對實體經濟的「統治」、各國循環體系的「內卷」等；在需求側，十幾萬億美元級的需求刺激、被抑制的線下接觸消費、擁擠的謹慎性儲蓄對核心資產的恐慌性搶奪、進一步的貧富分化對消費函數的扭曲、大規模的投資支出刺激如何軟着陆等，都將是未來幾年宏觀經濟變化的重大脈絡。而這一切，都是疫情引起或疫情加速的本來正在發生的大變局。

因此，整個宏觀時空變化進入了危機經濟學的時間，或者說是一個動態生態系統的「創傷—療愈—恢復」的時間。大體路徑為：「衝擊—深化—築底—反彈—修復—復甦—增長」。不同階段的時間長度和進度受多重因素影響，當前來看主要的決定性力量有四個：作為原生衝擊的疫情控制情況、經濟自身的周期性力量、反危機政策產生的逆周期力量、更加深層次的結構性力量。

但需要注意的是，金融資產的走勢卻無法與實體經濟的「危機—修復」時間保持同步，相反，危機救助政策往往會吹起一個巨大的資產泡沫。正確理解實體經濟與金融市場的這個錯位，才能做到有效的宏觀對沖。

## 金融體系：危險的泡沫

從指標和圖形上看，實體經濟的「坑」和金融體系的「泡」形成了互為鏡像的關係。似乎實體經濟的「坑」越深，金融資產的「泡」就越大。這是因為只有「坑」越大，各國央行才會放更多的水，才會吹起更大的「泡」。這意味著，整個疫情與後疫情時期的風險資產「牛市」，可能是歷史上最依賴資金面和估值的牛市。當然，在基本面上各國也在邊際上快速的改善，但很顯然無法解釋整



個風險資產的普遍上漲——當然，除了債券。

首先，筆者認為金融資產泡沫開始步入大幅震盪和波動，繼而非常危險的時間段。因為筆者關注了兩個風險資產定價的基準指標正在發生大變——美元指數和美債長端收益率開始同時上升。

回顧歷史數據可以看到，美元指數和美債收益率同時提高的時候，往往就是風險資產走勢發生巨大改變的時候。前者的走強，從估值體系上直接絞殺所有以美元定價的大類資產；而後者的快速提高，則代表着隱含通脹預期的提高，實際利率的上升通道，通過資產定價中的分母提高絞殺資產泡沫——而這恰恰是去年下半年資產泡沫迅速膨脹的主要驅動力。

現在的資產估值邏輯也是非常分裂的，可以說是實體經濟越差，資產牛市就似乎走的更遠。因此，經濟復甦來得越確定、越強勁，資產泡沫反而會越脆弱、越危險。當實體經濟站穩的時候，就是貨幣政策對大泡沫進行清算的時候。這是當今金融資本主義世界，金融資本與產業資本的終極矛盾。造成這一矛盾的是央行獨立性和規則的失去，是全球貨幣政策的「日本化」，債務問題的「歐洲化」，自由市場主義的「拉美化」。

其次，從趨勢來看，風險資產的漲勢過於兇猛，獲利盤太多，空頭幾乎被趕盡殺絕，這意味着資金面的結構上，額外的增量多頭頭寸幾乎枯

竭。在這個時候，往往就是趨勢出現拐點的時候。

再次，從做多力量的結構來看，美股是靠散戶超買，A股是靠機構抱團。疫情期間，美聯儲給個人賬戶直接發補貼，給企業低息無息貸款。但是由於疫情所限，人們無法將發到的貨幣完全消費，而且由於謹慎起見，還會大幅增加儲蓄，所以美國在疫情期間的儲蓄率創歷史新高。

但這裏的所謂的儲蓄只是貨幣儲蓄（名義），並不是真正的可以轉化為投資、形成資產的實體經濟項目。這樣就如前文所描述的那樣，這種靠天上掉餡餅憑空創造的儲蓄貨幣，一定會首先用來購買資產而非消費。

第四，對於A股這邊，34萬億社會融資形成的流動性脈衝，非標資產的金融治理，註冊制的加快落地，正在改變資本市場的氣候和生態結構，造成了一個非常奇特的現象：機構抱團和少數人的牛市，中國似乎也開始步入明斯基說的「基金經理資本主義」。

這一切的結構性力量在於註冊制開始實施，殘酷的去散戶化運動已經開始。註冊制之下，由於上市公司的審核標準降低，殼價值幾乎消失，一、二級市場逐漸併軌，資產配置和組合越來越依賴投研。另外，註冊制的上市公司良莠不齊，退市制度會產生大量的爆雷企業，基金經理們為謹慎起見，只能擁擠的超配行業龍頭和頭部企業。

# 港青北上「輸血」製造業

崇論立德



史立德

香港中華廠商聯合會會長

日前，特區政府公布了「大灣區青年就業計劃」的詳情，以資助形式鼓勵在大灣區有業務的企業，

提供職位予香港的大專畢業生到當地工作，令他們有更大的發展空間。筆者歡迎有關計劃，因為單是廠商會便有八成會員企業在大灣區設廠，當中有不少反映很難請到合適的高技術人員，故計劃有助業界吸納新血，亦可增加年輕人向上流動的機會，一舉兩得。

如何解決長久以來人力資源斷層的問題和重建製造業人才儲備，已成為香港工業能否再起飛的關鍵。雖然特區政府近年已積極推動工業和創科發展，STEM（科學、技術、工程和數學教育）亦成為本港教育發展的重要藍圖，而整體創科氛圍也確實提升了不少。然而，即使每年約有8000名理工科或創科相關的大學生畢業，卻有相當多最後並無留在本科行業發展，而是選擇加入金融、保險、服務等前景被認為較佳的行業，未能為香港工業或創科創造價值；再加上「補充勞工計劃」限制多多，企業較難引入所需的專業技術人員，令產業發展出現瓶頸，競爭力相較鄰近地區薄弱。

的確，社會上很多人仍對工業存有誤解，認為行業已式微、工作環境惡劣、待遇較差等。筆者不敢完全否定，但夠膽說，這些情況在近年已有很大改善，而且隨着香港「再工業化」正全速推進，行業的發展前景肯定會愈來愈好。事實上，全球工業正朝着「工業4.0」方向發展，對人力資源的需求已跟過往不一樣，標準化工作雖會逐漸被機械人取代，但這不代表「人」變得不再重要，因為智能化工廠更講求應用軟件的開發和分析數據的人才，所以製造業的勞動力只會愈來愈朝高附加價值服務端轉移，特別與設計、規劃、控制和資訊科技等相關的工程將會陸續出

現，就算是一般技術人員，他們亦不單止要懂得操作最新的技術，還要知道如何改善、維修，以及適時向研發者提供反饋，改善生產流程。

## 籲建「工業創新中心」

要改變年輕人對工業的舊有觀念，吸引他們入行確實需要時間，而最有效的方法就是讓他們親身去體驗嘗試。由於疫情，本港的服務業迎來前所未有的寒冬，裁員結業潮不斷出現，就業市場萎縮下畢業生這兩年的出路已大為收窄；製造業雖然也曾受到疫情影響，但產能早已大致恢復，部分與新興的「宅經濟」或抗疫用品有關的行業，甚至有不錯的升幅，這正反映出工業的抗跌力較其他產業高。加上大灣區是香港未來發展機遇的所在，年輕人正好可以利用「大灣區青年就業計劃」這個契機，了解及探索一下工業、創科和大灣區的情況，爭取經驗，建立人脈，或許會為自己開拓出一條意想不到的出路。

但說到底，長遠要推動工業升級，政府仍要投入更多資源，以優化職業專才教育和加強本地人力資源培訓。世界各地早已為實現「工業4.0」做好這方面的準備，為加強大灣區產學研的深度融合，廠商會便曾建議可借鑒德國的經驗，成立由粵港兩地政府協調，由政府、區內大企業、各行業協會、大學及科研機構共同參與的「工業創新中心」，專責將科研成果轉化為生產技術和新產品，以及幫助企業解決急需的技術問題。該「工業創新中心」還可成立一所附屬應用科技大學，針對各行業所需，培養合適的技術人才。

此外，為激發和促進大灣區內的人力資源流動，特區政府亦應積極與廣東省協商，爭取進一步優化跨境人員的稅收安排，包括「港人港稅」政策的執行機制。例如，可借鑒海南自貿港的做法，讓合資格港人只需按15%的稅率繳交個人所得稅，超過的部分直接由財政撥款進行補足，以減輕納稅人資金方面的壓力，當局甚至可考慮逐步放寬財政補貼的適用範圍以涵蓋所有前往大灣區工作的港資企業管理人員和青年人。

# 2021年十大樓市忠告(下)

樓市新態



汪敦敬

祥益地產總裁

前文接6日 A13版

繼續分享「2021年十大樓市忠告」：

6. 樓市繼續以龍市形態鞏固向上。「政治凌駕一切，萬物回歸市場」。平靜的時刻必蘊藏了愈來愈多的購買力，並在亂局放緩後作出釋放。雖然香港人對樓價上升的反應日益充滿情緒，在過去年多的天災人禍下，住宅市場仍能堅守龍市穩固格局。未來住宅樓價仍會以龍市模式即上升/調整不斷交錯下拾級向上。

7. 租金滯後卻仍在上升趨勢。執筆時表面上租金正在調整，但恐怕長遠只是滯後，當樓價回升後，個別市場/板塊將以愈住愈小的方向發展。劃房是如何衍生的？劃房將成為社會問題，並反映深層次矛盾。

8. 對有準備的人來說，現在是良機。商舖租金平了不少、現在亦容易請人、息口趨平，對有準備的人來說現在雖有悲，卻仍有喜的一面。正如筆者2009年的忠告：「過分悲觀也會引起損失」。如果過分悲觀，會令我們失去

掌握谷底的機會。筆者強調，大部分住宅市場，現在是「數十年一遇的置業良機」。

9. 貧富矛盾並未解決。2008年十大忠告已強調：「社會及樓市的最大隱憂，正是社會急速發展下引起的貧富懸殊」；2010年更評論貧富懸殊正在與政客結合；2016年提出「新資訊常態顛覆時代」，的確怨氣在資訊下被發酵。現在的房屋政策解決不了貧富懸殊，除非中央出手解決，但政治上未有這氣候，更可悲是有人阻撓造地最後是益了既得利益者。

10. 疫情難擋大灣區起動。疫情封關只能推遲大灣區結合香港的爆發，筆者深信來年大家開始會感受到大灣區這個新世代經濟的力量。

「大灣區將是世界最富裕之地，香港的衰退反而玉成了大灣區……」香港房屋政策愈失敗將愈加速成就大灣區的成長。2021年下半年將進入「人流高流通年代」。

換另一種態度去看，不論優勝劣敗，大灣區正是對時代充滿憤慨的香港年輕人返回現實競爭的出路。而「路」不單只大橋、公路甚至金融，大灣區改變世界的還有資訊科技。祝福香港！

