

從中國視角看，過去的兩百年，從農業經濟的頂峰滑落，經過艱苦卓絕的奮鬥，完成了工業化。未來兩百年，中華民族將再次崛起，登上數字信息經濟的巔峰。2021年是新康波周期的起點，中國改革真正進入了「深水區」，除舊布新，打破一些關鍵領域利益固化格局，才能夠扎實推進以「內循環」為主，國內國際「雙循環」的經濟社會發展戰略。推進國內國際「雙循環」和解決國內國際的矛盾衝突，將成為2021年的主線，在這種情況下，我們難以「預見」，只能在這個過程中逐步去「發現」。

# 2021開啟康波新周期



中國正式進入數字經濟時代，新基建替代老基建，5G投資已過度超前，今年在新基建、科技等領域存在明顯的投資機會。

## 數字經濟



鄭磊

國際新經濟研究院  
副院長

2020年1月9日，筆者撰《2020新舊康波周期展望》裏，對全年經濟和市場做了分析和預測。當時，可能沒有多少人會猜到新冠病毒會成為影響全年社會和經濟的關鍵因素。文章基於全球主要經濟體的宏觀情況，提出「美國可能遭受比之前衰退更大的金融動盪和經濟危機」、「在2020年底前，美國經濟仍可能步入衰退」、「經濟通縮和經濟減速可能同時出現」、「美國貨幣政策進退維谷，可能暫停調整利率，增加國債購買」。

突發的疫情改變了去年經濟運行的常規形態，大量線下經濟活動轉移到了線上，「宅經濟」、電商、物流等行業獲得了難得一遇的良機。中國政府提出了面向數字經濟的「新基建」，中國正式進入了高速發展的數字經濟時代。新基建替代老基建，尤其是5G投資已經過度超前，並提前完成了全年目標。2020年初提出的「基建板塊和周期股有波段機會」，已經得到了驗證。

### 經濟政策不急轉彎

舊周期的驅動力基本衰竭，新周期以數字經濟為代表，「十四五」是一個新舊過渡階段，金融與房地產領域繼續清理整頓，反壟斷與限制資本無序擴張成為優化「內循環」的重要政策導向。在反壟斷的過程中，應執行各種所有制企業一視同仁的原則，注意保護民營經濟的活力。

2020年開始的五年時間，是舊康波周期的尾聲，和新康波周期的初起交疊階段。一般而言會出現經濟低迷，而且向下震盪的幅度可能很大。筆者相信，在渡過2021至2023年全球經濟蕭條期之後，2024年開始，世界經濟將重新步入新康波周期的快速增長階段。

新康波周期是新一輪創新周期，金融科技技術和應用經歷了一輪喧囂熱鬧之後，已重新起步，更多地與實體經濟融合，雲計算服務繼續保持高速增长，區塊鏈找到更多政務和商業場景應用，人工智能和大數據被納入科技倫理和法制軌道，進一步規範和發展。以車聯網、工業互聯網為先導，物聯網初現雛形。5G基礎設施投資繼續保持過度超前，新能源車和充電樁建設版圖加速擴展。

中央財經工作會議特別提出「保持對經濟恢復的必要支持力度，政策操作上要更加精準有效，不急轉彎」。「不急轉彎」在中文語境是非常通俗易懂的表述，很少出現在最高級別的政府文件表述中，清晰地表明

高層希望宏觀經濟政策繼續保持穩定的意思，以及能夠被公眾充分理解的意圖。這與近期不少分析人士猜測政策將要轉向的看法迥然不同。

筆者認為，全球經歷了2020年嚴重疫情的影響，全球主要經濟體出現了停擺或衰退的影響，很難在短期內得到緩解，復甦進程中可能會出現混亂，比如產業鏈斷裂、供應鏈失衡導致的價格信號失靈，一些社會問題也可能意外爆發，地緣政治形勢和地區衝突變得更加緊張。預計2021至2022這兩年，全球主要經濟體將繼續保持寬鬆的財政和貨幣政策，以應對經濟蕭條帶來的衝擊。宏觀經濟正常化的方向是明確的，即逐漸退出，但是今年恐怕不具備退出所需的條件。

### 迎接挑戰擁抱機遇

信用債風險可能會在2021年下半年繼續暴露，不僅影響銀行，也涉及很多非銀行金融機構。有些信用債可能會引發連鎖反應，有必要加快和完善不良資產處置體系，有序化解債務危機隱患。筆者認為，2021年發生惡性通脹的可能性較低。在政府積極干預和財政刺激下，基本消費需求能夠得到滿足，仍會有較多資金流入資本市場，而通脹預期仍會長期存在。我們無法排除一種情況是，通脹可能直接從資產泡沫破裂，跳過一般商品市場通脹階段，直接轉入通縮。但如果全球出現糧食危機這類衝擊，則一般商品市場通脹可能與資產泡沫同時出現。

香港的實體經濟受到衝擊較大，而金融市場因中概股回歸帶來了一波熱潮。大量資金湧港，對港幣需求明顯增加，導致香港金管局多次出售抑制港幣升值，維護聯繫匯率制的行動。隨着內地進一步開放，以及相較國外更為穩定的政治經濟形勢，未來一段時間仍會有國外資金進入香港和內地。投資者要留意評估中美爆發金融戰的可能性，這是決定香港市場走向的一個重要考量因素。

2021年還要警惕的是，國際經濟的無序復甦，以及可能會出現主要

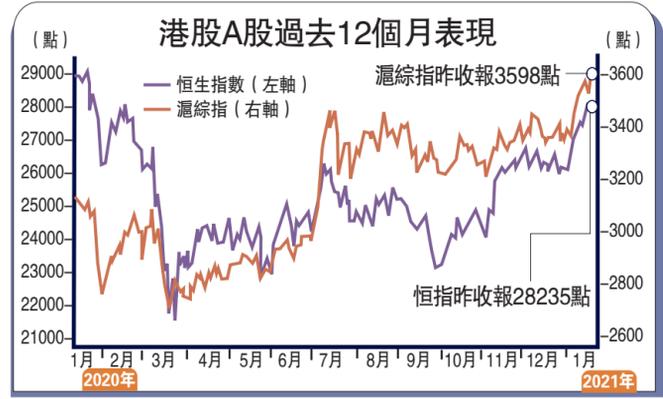
經濟體復甦乏力的問題，尤其是美國、英國與歐盟。世界主要經濟體都受到了疫情重創，歐豬五國的情況更為嚴重。中美關係不太可能出現大轉變。綜上所說的國際問題因素，有可能在2021年下半年集中發生，這是中國經濟和市場面臨的主要不確定性。

### 板塊出現輪動效應

2020年中國GDP整體為正的目標必能實現，成為全球經濟唯一亮點。市場對經濟復甦的預期越來越強，這也是年末出現周期股活躍的一個重要背景。春節前，市場有可能出現一波反彈。筆者認為，中國經濟將在2021年上半年繼續強力反彈，延續2020年動能，進出口仍有較好表現，新基建投資強勁，由於春節因素，消費也會有明顯改觀，包括港股和A股在內，資本市場會在上半年迎來一個小高潮。

2021年在新基建、科技、農業、基礎消費、軍工、國企改革等領域存在明顯的投資機會。在具體產業板塊選擇中，2020年有些板塊升幅過高，比如科創、新能源、醫藥、食品飲料等，2021年初可能會發生調整，而表現較差的尤其是符合上述投資機會的板塊，有可能獲得超預期收益，散戶投資者可以購買上述主題ETF。在個股層面，我們看到市場清理仍在進行，包括一些上市公司出現信用債違約，公司實際控制人涉及法律糾紛，公司財務突然出現不良等「黑天鵝」事件，仍會引發市場較大波動。

中央「五中」全會給出的「十四五」規劃指引也表明，中國未來五年必須緊緊圍繞發展數字經濟，查漏補缺，夯實已經取得的成果，在關鍵技術領域取得突破進展，為2035年的宏偉目標奠定堅實基礎。2020年初筆者提出「留意生物製藥、人工智能、大數據和雲計算、5G、半導體等領域的投資機會」，2021年市場大部分時間是圍繞這個主題進行的，相信這個建議在未來五年仍然是可行的。



## 提防黑天鵝(下)

### 澤被萬物



趙建

西澤研究院院長

文接1月13日A13:

2021年，一個深層次的變化需要我們密切關注，那就是越來越極化的世界——不僅僅是貧富和收入的兩極分化，還有貿易保護、國家主義、意識形態、社會共識、種族問題、宗教信仰等等一系列深層、長期問題的極化。

### 深層問題：極化的世界

極化的世界在2021年可能會進一步的極化，大致包括四個方面：

**金融泡沫造成的貧富差距進一步拉大。**貨幣放水的結構並不是均勻的，大部分通過資本市場和資本利得「補貼」給了富人。有數據顯示，疫情期間低收入階層財富和生活狀況不斷惡化的同時，美國財富Top5%的階層，收入卻增長了30%。當前美國的財富差距已經創造歷史紀錄。

**文明的衝突愈演愈烈。**特朗普支持者國會山暴亂，其中一個很大的因素是美國基督教福音派對特朗普下台的不滿。他們極度焦慮的是，民主黨左派上台後的「進步主義」會摧毀美國基督教價值觀，比如拜登允許的同性戀婚姻、墮胎、吸食大麻，以及其他宗教比如伊斯蘭教的泛化。這些很可能在美國乃至整個西方世界引發一場宗教戰爭。

**地緣政治的極化，中東局勢突然大幅惡化。**在美國權力交接的全球安全秩序真空時間，中東地區的對立勢力可能會因為一國採取「先發制人」的策略而引發巨大的軍事衝突。

**意識形態的極化，中美關係進入拜登時代。**數據顯示，美國兩黨之間的分裂也創歷史紀錄，兩者之間的共識中，唯一剩下的就是對中國的負面態度了。拜登政府對中國的意識形態壓制不會放鬆，只是他採取的措施主要不是貿易戰層面的「小伎倆」，而是更符合民主黨

「進步主義」做法的長期的、深層次的壓制和改變，很可能利用全部發達國家對華的負面態度進行聯盟式壓制。

### 潛在風險：五大危險水域

這些問題或者危機因素，雖然是長期變量、慢變量，但對於金融市場來說，決定着2021會在哪裏出現黑天鵝。可能有以下五個「水域」：

首先，由於拜登政策轉換引發的新一輪金融海嘯。美股泡沫已經被特朗普打到天上，也算是留給拜登的一個棘手問題。雖然拜登上台後，財政刺激政策可能比特朗普還要激進，但是市場已經把這個信息price-in。因此，任何一點不及預期都會引發大波動。

其次，疫苗普及不及預期，拜登政府由於川粉的影響和不配合，疫情防控不力，導致疫情進一步失控。全球更嚴重的一輪疫情爆發。

再次，美國再次爆發類似弗洛伊德「黑命貴」的街頭暴力，這次主題可能是「挺川」和「反川」之間的衝突。

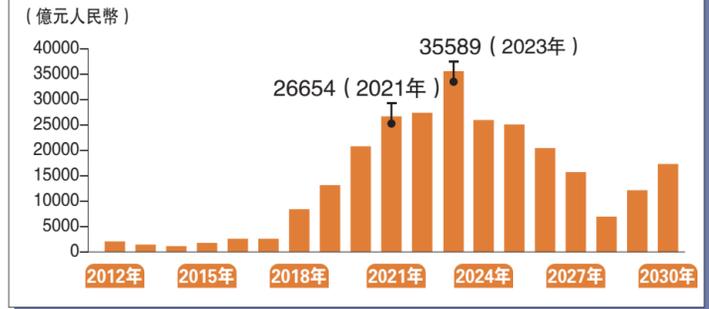
第四，拉美發生債務危機。疫情導致了國家間的兩極分化，全球產業鏈的斷裂，加重了本來就脆弱的拉美地區的債務風險，以及由此引發的進一步社會動盪。

第五，出其不意的「大滯脹」。類似上世紀70年代的石油危機。雖然當前主要經濟體面臨通縮壓力，但是如果全球出現普遍脫鈎，以及由於游資大幅炒作引發的全球原材料大幅上漲，很可能會引發出其不意的滯脹危機。

總之，2021年應該是休養和療傷的年份。疫情的減弱、疫苗的普及、防控經驗的積累，給後疫情時代帶來了曙光。特朗普時代的結束，全球經濟在中國繼而在美國的帶領下，有望步入復甦共振。

這些都是2021否極泰來的好消息，但是對癡狂的金融資產泡沫並非如此。何況是在一個極化的世界裏，黑天鵝將很可能在你想不到的領域出現。

### 內地地方政府債務到期償還量



## 最壞時刻已過

### 樓市強心針



廖偉強

利嘉閣地產總裁

2021年到來，在此祝願廣大讀者都有一個好的新開始。2020年各行各業都面對困難，而地產代理行業尚算穩定，至少在整體成交量上仍能維持。過去一年，新冠病毒疫情與外圍因素，對香港經濟影響深遠。

踏入2021年，筆者相信最壞的時刻已經過去了，只要疫情趨穩及減退，兩地能夠在短時間內重新通關，就可打通人流、物流及經濟流。2020年在這麼多的衝擊之下，樓價尚能平穩，筆者相信疫苗到位後，2021年的樓價可以顯著反彈，保守估計樓價至少有10%的升幅。

在地產界從業三十多年，筆者不久就會聽到一些投資者拋出一句：「經紀信得過豬乸都會上樹」。筆者聽在耳裏難免有點感覺，雖然已離開前線很

久，但亦非常清楚前線的運作；地產代理是中介人，如果每次都將買賣雙方的底線公諸於對方，那麼交易便難以順利完成。

其實任何談判，雙方都希望為自己爭取最大的好處，所以經紀在平衡這些交易過程當中便發揮很大作用，有些經驗不足的經紀就會造成交易雙方的誤會，認為經紀不老實，所以導致客人有信不過的錯覺。

初次入市的買家有這些感覺不足為奇，投資者就不應該會這樣，因為大部分投資者都是精明的，每天接收市場及經紀的信息，容易掌握市場脈搏。他們對於經紀的說話無論真真假假，都應該可以分辨，更何況投資者的最佳拍檔就是經紀。

現今資訊科技發達，各行業都運用大數據去幫助營商，任何行業的市場透明度都非常高，買家只要在網上查閱，都不難找到答案，只要多做功課，買家或投資者都可避免收集錯誤的訊息。



過去一年，新冠病毒疫情與外圍因素，相信最壞時刻已過。