

春節以來，市場出現了較為明顯的調整，尤其是前期機構重倉的一些股票，有些出現了30個點的跌幅。有意思的是，就跟上漲是結構性行情一樣，市場下跌也是結構性的。春節前，市場還在抱團核心資產，所以我們能看到滬深300的漲幅顯著好於中證1000，但春節後，就反過來了，中證1000的表現要顯著好於滬深300。那麼，是什麼導致春節後，市場走向了另一個極端呢？

通脹預期 資產配置大執位



數也在持續下降。圖為疫情下的法國巴黎蒙馬特高地。新華社

金融熱話



李奇霖

紅塔證券首席經濟學家

在討論這個問題前，我們先看看什麼是核心資產，機構為什麼喜歡抱團核心資產。做股票估值的，都知道DCF（現金流折現）模型，其核心邏輯是把企業未來的預期現金流量貼現為當前值，分子是自由現金流，分母是貼現率，一般用國債收益率作為無風險收益率。自從去年3月，疫情衝擊全球經濟和金融市場後，全球央行都開始了史無前例的擴表。更關鍵的是，作為全球資產價格定價的錨，美債收益率被壓降到1%以內的歷史低位，扣除掉通脹預期後的實際利率為負值。這就意味着傳統追逐確定性的投資機構買美債根本買不下手，所以只能另闢蹊徑，去資本市場尋找其他的具有確定性、安全性的投資標的。

資金抱團核心資產

換句話說，在全球央行史無前例的大擴表下，在零利率和負利率的大趨勢下，DCF模型的分母端幾乎是用0在定價的，只要有確定的分子端，估值在理論上可以做到無窮大。這就是核心資產能夠持續上漲最重要的理論基礎。

什麼是核心資產？筆者個人認為的核心資產，指的就是該資產具有現金流創造能力的長期性、高增長性和確定性。這類資產在分子端具有高度的確定性，並且有長期的穩定的現金流。所以，大家能夠發現核心資產有幾個共同的特點，那就是護城河厚、現金流造血能力強，而且這種造血模式能夠長久地持續下去。

上述特點最關鍵的莫過於長久，要成為核心資產，上市公司資產或商業模式要有持續的現金流創造能力。

有些板塊或者上市公司，它有很好的業績，比如銀行，業績一直都很好，業績增速不算低，但就是估值上不去。原因就是持續性問題，市場無法清晰的算出銀行究竟有多少真實的不良，不知道不良出清後業績什麼時候會大幅下滑，正是因為不知道這一點，所以市場對它的業績持續性產生了懷疑，估值就上不去。近期銀行上漲很大程度上是經濟復甦預期及資產質量改善的邏輯在驅動，但多數銀行的市淨率仍低於1，市盈率還是個位數，問題還是在於對持續性的擔憂。又比如前期反彈的影視股，雖然

春節場超了預期，票房收入高，影視股的業績短期肯定大幅反彈，但它的問題在於資產創造現金流的久期太短，不可能指望一個上市公司永遠都有好的作品蹦出來，萬一拍了爛片，資產價值就會迅速縮水。所以，影視板塊反彈的力度並不強，雖然大家都知道疫情後票房大概率還會暴漲，但問題是，它的邏輯是短期的。

再比如遊戲板塊，為什麼市場喜歡港股的騰訊，因為其做的不僅僅是遊戲，做的還是平台，有渠道、有長期的確定業績。而且考慮到一個好遊戲的IP維持不了多久，可能有了新的爆款大家注意力就移開了，所以市場給不了A股遊戲公司高估值，雖然它們業績看起來不錯，但未來的確定性比較低。

值得慶賀的是，有些周期股已經走成了成長的邏輯，這個現象與中國經濟深層次的轉型升級密不可分。四萬億以後，周期股的估值就一直起不來，因為產能過剩，因為地產基建即使短期好了但誰都懷疑它的可持續性，所以周期股估值一直往下走。但自從供給側改革後，邏輯就發生了非常深刻的變化，因為去產能以後，部分周期股的規模優勢開始顯現了，它有錢可以搞設備更新改造，建立自己排他性的護城河，同時單位擴產的成本越來越低，即使需求下滑了，它的成本可以做到更快的下降。在化工、建築建材、工程機械等板塊，出不少這樣的周期股，但這個已經不是周期股的邏輯，而是成長股的邏輯。

所以，市場不會只給受益於經濟好、通脹預期起來的周期股高估值，關鍵是要定價具有可持續性。市場是願意給那些建立了規模優勢、成本不斷下移的周期股高估值，因為它長期有盈利保障，長期創造現金流。

債息上行影響估值

這裏可以多說一句，海外的財政貨幣雙極極給這些周期和製造業企業創造了廣闊的市場，再疊加供給端的護城河、產能優勢越來越深，中國一批世界級的製造業龍頭正在孕育。這也解釋了為什麼機構喜歡白酒，因為部分白酒上市公司有品牌的護城河，還有就是窖池，窖池越老，生產出來的基酒越好。白酒上市公司的毛利率均在50%以上，集中在70%至80%，先款後貨，高端白酒還實行配額制，廠商話語權很大，因此具有長期現金流的確定性。

另外，核心資產還有一個特點，

那就是外資有一定的定價能力。實際上，這輪機構投資風格的改變，與對外金融開放，外資加碼布局A股是有一定關聯的。只要是外資有定價能力的標的，它的分母端就不是國內的無風險資產收益率，而是海外的無風險資產收益率，一般就是美債收益率。

我們知道中國率先控制住了疫情，從去年二季度以來，貨幣政策就在回歸常態化了，所以國內國債收益率上的拐點比海外早，上的幅度比海外大。於是沒有外資定價的國內成長股從去年7月就開始「殺估值」了，我們從去年7月就看到，一些過去國內投資者還比較認可的成長板塊一直在下跌，與核心資產的背離越來越嚴重。

另外就是為什麼機構偏愛香港的科技股和成長股，一方面是因為確實有很多好標的選擇港股上市，更重要的是，港股是外資定價，這些科技股和成長股的分母要比內資的低得多。

後來隨著核心資產的賺錢效應增強，越來越多的投資者開始賣出股票買基金獲利，基金的爆款頻出又進一步推高了核心資產的估值，對市場形成了「抽血效應」，導致非核心資產股價持續下跌，然而這又進一步強化投資者買基金獲利的信念，進而進一步推高核心資產的估值。雖然部分核心資產的分子端沒有發生變化，該有護城河的還是有護城河，而且經濟持續復甦，分子端搞不好還是強化的，但最主要的問題出現在了分母端。

春節以來，全球金融市場的風險偏好非常強。因為全球疫情出現了拐點，美國接種速度較快，全球疫情新增病患數也在持續下降，疊加1.9萬億美元積極財政刺激預期，大宗商品，尤其是原油、銅、鋁、鎳等與經濟增長和通脹相關的商品均大幅上漲，市場開啟了「再通脹交易」。儘管美聯儲不斷給經濟還需要貨幣寬鬆支持找理由，但由於市場通脹預期太強了，美聯儲壓得住短端，但壓不住長端，10年美債收益率突破了1.3%，收益率曲線持續陡峭化。

更重要的是，實際利率也開始往上走，和名義利率一樣，長端實際利率往上走得要更明確一些，這說明市場確實在定價再通脹預期，即使央行壓住短端利率，但在財政積極、全球房地產復甦的確定性趨勢下，只會增強市場未來再通脹預期的信念。

未來可以確定的是，基本面的確定性會繼續強化，與之相伴的就是流動性寬鬆的局面會漸進退出。因此，投資主線可以說非常確定了，隨着經濟景氣度擴散對企業盈利的加持，投資者根本沒必要太悲觀，因為市場結構性賺錢機會至少是不缺的，但一定要尋找基本面最確定的投資機會。比如2021年是全球經濟確定的補庫存周期，補庫存周期有利於上游，尤其是供給被壓制的商品，需求稍有好轉，價格就能出現較大的上漲，比如原油、銅。

標準讓區塊鏈人才更專業化

鏈能講堂



付饒

國際新經濟研究院
高級研究員

近日人力資源社會保障部與工業和信息化部聯合頒布了三個國家職業技術技能標準，其中包括了區塊鏈工程技術人員國家職業技術技能標準（下稱《標準》）。《標準》依據有關規定將本職業分為初級、中級、高級三個等級，包括職業概況、基本要求、工作要求和權重表四個方面的內容。

「區塊鏈工程技術人員」是去年7月份，人力資源社會保障部聯合市場監管總局、國家統計局正式向社會發布的九個新職業之一，屬於《中華人民共和國職業分類大典（2015年版）》第二大類「專業技術人員」中的職業。當時的九個新職業中，除了區塊鏈工程技術人員，還有區塊鏈應用操作員。筆者認為，區塊鏈新職業的標準發布對於行業人才建設是里程碑式的事件，將壯大產業人才規模，促進行業發展，但同時行業人才緊缺現象不容忽視。

《標準》定義區塊鏈工程技術人員為從事區塊鏈架構設計、底層技術、系統應用、系統測試、系統部署、運行維護的工程技術人員。區塊鏈工程技術人員需按照《標準》的職業要求參加有關課程培訓，完成規定學時，取得學時證明。《標準》對區塊鏈工程技術人員的基本要求包括職業道德、計算機基礎知識、區塊鏈基礎知識、信息系統運行管理知識、法律法規知識等。其中，區塊鏈基礎知識包括數據結構、點對點對等網絡、分布式系統、密碼學、共識機制、智能合約，法律法規包括勞動法、民法典、網絡安全法、密碼法、專利法和計算機軟件保護條例。

據此，筆者認為一個合格的區塊鏈工程技術人員應該能夠設計區塊鏈平台架構，編寫區塊鏈技術報告，設計、開發區塊鏈系統應用底層技術方案，掌握區塊鏈性能評測指標及工具，處理區塊鏈系統應用過程中的部署、調試、運行管理等問題，提供區塊鏈技術諮詢及服務。

筆者注意到，新職業發布以來，市

場對相關從業人員需求缺口較大，但人才培養培訓和評價體系尚未形成，亟需從國家層面統一規範引導，加快新職業專業技術人員培養培訓，改善人才供給質量和結構，支持新興產業創新升級，為促進數字經濟和實體經濟深度融合、推動經濟社會高質量發展提供人才支撐。按照職業屬性和工作要求，對從業人員的理論知識和專業能力提出綜合性引導性培養標準，是開展新職業專業技術人員培養培訓和專業技術水平評價的基本依據。

針對新職業從業人員的專業技術水平評價既不同於職稱評審，也不同於職業技能等級認定，是指對經培訓完成規定學時和學習內容的人員相應等級技術水平的綜合考核。

據區塊鏈拉勾大數據研究院發布的《2020年新基建人才報告》顯示，至2020年底，新基建相關核心技術人才缺口將達420萬。在新基建相關人才需求行業中，區塊鏈行業的人才需求增幅達67%，為新基建相關行業最高。硅谷洞察等發布的報告《2020區塊鏈產業應用與人才培養報告》指出，區塊鏈行業人才培養面臨的難題集中於以下四個方面：一是在人才培養時間方面，區塊鏈行業還是一個新興事物，行業人才的培養時長和入行難度均比互聯網行業要高；二是在政策方面，缺乏人才培養政策，上海、杭州、重慶等地政府紛紛出台數字經濟區塊鏈產業「搶人」政策，但相關明確的人才培養政策還不完善；三是存量人才質量方面，擁有相應知識結構和工作經驗的存量人才鳳毛麟角；四是在人才標準方面，此次區塊鏈崗位能力標準是一個起點，整個行業的人才培養標準還有待豐富和完善。

筆者認為，區塊鏈人才既要注重底層技術知識結構的構建，也要注重應用層業務邏輯的學習，才能真正釋放區塊鏈技術創新應用的價值，而這也應該成為實戰型人才的培養導向。

展望未來，區塊鏈技術奠定了堅實的「信用」基礎，而隨着區塊鏈相關政策、國家標準的進一步出台，將進一步加快區塊鏈人才培養，有力地支撐區塊鏈產業發展，區塊鏈行業的人才需求也將得到滿足。

樓市靜待追落後

主樓布陣



布少明

美聯物業住宅部
行政總裁

牛年伊始，樓市即開出「紅盤」，整體新盤銷情熾熱之餘，二手成交亦見暢旺，加上疫情走勢稍緩和，促使樓市多月來積壓購買力爆發，為本港樓市添上「牛氣」。根據美聯統計，農曆新年過後，統計2月15日至21日的一周，全港35個大型屋苑成交量回升至123宗，按周反彈逾九成，重上逾百宗水平，反映樓市「陽春」的延續性。

根據歷史數據，樓市「逢牛必旺」；而且在新春期間，不少買家與用家偷步入市，成交量升幅相當顯著。需知無論股市還是樓市，「成交量」往往是呈現突破的重要指標之一，今次升市有「量」的配合，相信隨着疫苗慢慢接種後，樓市大有機會「再下一城」延續旺市，預計全年首季新盤銷售量或創七季新高；二手成交量有力挑戰九年前新高，樓市全面向好，個人將調高全年樓價升幅預測至升逾10%。

另一方面，近期港股非常動盪，單日升跌動輒近千點，相信已令不少投資者飽食「驚風散」，但期內樓市卻穩中向好，逆市節節上升。事實上，目前環

球市場資金氾濫，正湧入投資市場尋求更佳回報，在股市波濤洶湧下，導致不少股民伺機套股換樓。

下半年物業交投「追落後」

同時，在新經濟搶了近一年多「風頭」後，資金正開始流入傳統經濟板塊，基於資產板塊「輪動」，屬投資市場正常不過的現象。筆者估計市場資金將於下半年慢慢轉向，並流入舊經濟板塊，屆時物業市場交投有望「追落後」，成為下一輪資金追捧的對象。預期未來與香港地產息息相關的樓股將水漲船高，屬傳統行業之一的地產代理業同樣值得看高一線。

最後，近日入市的資金見「向上流」的跡象。綜合《一手住宅物業銷售資訊網》資料，今年截至2月22日止，在已售出的2386個新盤單位中，逾1000萬至2000萬元新盤銷售量已售出774伙，佔比約32%，優於去年全年錄得之28%；期內錄得7417宗的二手住宅註冊量中，此板塊物業佔近12%，亦較去年全年增加0.6個百分點。

不諱言說，個人對今年財案未有推出減辣措施感到失望，期望政府放寬1000萬元以上按揭成數和額外印花稅（SSD），以回應市場欲「向上流」的換樓需求。



▲樓市「逢牛必旺」，物業市場有望成為資金追捧對象。

中通社

