

在近期人民幣匯率再度逼近數年來的高位，滬綜指也同樣攀升至3600點附近，股票指數在這個位置的幾度折回，讓人不禁擔心這一次是否再度成為A股的滑鐵盧。回顧2018年初，滬綜指和人民幣匯率與目前的點位較為接近，之後的表現則是同時出現反轉。歷史雖然不會簡單重複，但往往會給出一些值得思考的方面，留給我們的問題很困難但也很重要。

# 經濟見頂預期困擾股市



▲內地多地商業銀行提高房貸利率，並減少貸款成數、控制抵押品範圍，分析認為，這表明控房價是出於全局考量。

浩首窮經



周浩

德國商業銀行  
亞洲高級經濟學家

回顧歷史，市場一直受到的困擾是，在宏觀經濟景氣度大概率下行、中美關係仍然難言好轉的大背景下，眼下是否類似2018年年初，市場在之前的相對樂觀是否意味著這樣的正面預期已經被市場充分消化，而我們已經看到甚至已經邁過了景氣的頂點？

## 投資情緒趨於謹慎

總體而言，今年的A股市場經歷了幾次大的衝擊，第一次衝擊來自於年頭市場的一波「抱團股」躁動，其在很大程度上是對此前白馬股持續良好表現的一次泡沫鼓吹，散戶紛紛進場追捧白馬股和「抱團股」。市場在此後很快出現了下跌，其導火索之一是美國利率的大幅上升，美股也同步出現震盪，但A股的調整幅度顯然更大，這也反映出年初市場的「非理性繁榮」。

進入4月之後，A股市場慢慢穩定下來，周期股帶動了第一波的市場反彈，接下來「抱團股」也再度上攻，市場的情緒也得到了明顯的修復。而眼下，市場似乎正在一個十字路口，這也是文章在此做討論的重要原因。

筆者發現，市場在眼下這個相對樂觀的時刻，A股的估值也達到了近十年以來的高點附近，這在很大程度上表明市場已經至少透支了一部分對於未來的業績預期。與此同時，A股多年來「牛短熊長」的經歷也讓投資者擔心未來可能出現的調整。

尋找「確定性」仍然是A股投資的核心課題，我們可以看到，「抱團股」背後存在着兩大邏輯，第一是體量已經十分巨大的公募資金必須要尋找到規模足夠大的標的，否則無法實現全身而退；第二是自下而上地尋找企業的核心競爭力，並以此形成護城河效應。而這兩大邏輯背後都是「安全」和「確定」這兩個基本原則。

從某種程度上而言，這樣的一個投資思路與宏觀經濟的研究有「脫節」，但因為宏觀面仍然會影響到情緒面和資金流動，因此主要投資者仍然會關心宏觀層面的信息流動和數據變化。與此同時，由於所有的投資最終都要尋找到業績的確定性，因此宏觀研究的自上而下也能夠在某種程度上幫助到股票投資者去找到有增長性和確定性的行業。

重要的是，如果市場擔心的是拐點將近，那麼只能從自上而下以及自下而上兩條邏輯鏈條中去尋找到更有說服力的答案，在沒有得到確定性的答案之前，市場則會不斷地對短期因素進行各種反饋，從而帶來相對震盪

的市況。

如果綜合以上談到的種種，事實上是可以給出一個大方向的答案的。從宏觀面而言，經濟似乎正處於周期性放緩的前期；而從國際因素來看，中國經濟可能面臨着因為碳中和而轉型的拐點。我們將這兩個因素結合起來會發現，市場採取防守姿態是目前最為理性的選擇，也是給予目前不確定性最為合理的反饋。

市場當然不會永遠正確，但眼下作出的反饋大致理性，這表明機構投資者目前佔據了市場的主流。往前看，機構投資者會根據更多新的數據和調研來判斷股市的走向。眼下的幾個重要議題是：出口會不會失速、消費有沒有反彈的長期因素、房地產市場需要多長的時間實現降溫、碳中和議題何時會正式成為中美共識？

## 央行出手穩定匯率

最後我們要考慮的是政策因素。如果參考人民幣匯率和房地產市場，筆者的大致感覺是政策端更加強調穩定。與以往的事後補救不同，政策端在過去幾年中越來越強調早期干預。某種程度上來說，市場沒有大漲，那麼大跌的概率也會較低。而從2019年以來，股票市場的整體波動率呈現出下降的趨勢，似乎有一隻「有形之手」在熨平整個市場的波動。總體而言，一個較低的市場波動是政策端希望看到的，因為這有利於降低政策溝通的成本、提高政策運行的效率。

眼下對於房地產市場的調控也為我們理解政策提供了新的視角。從去年以來的一線城市房價明顯上揚、並開始帶動更多城市後，中國的房地產政策明顯收緊。雖然仍然強調「一城一策」，但各地出台的房地產調控政策明顯帶有「強降溫」的意圖，從一手房限價到二手房指導價，包括集中土拍限價，背後的政策意圖很明顯是希望在未來的兩至三年內保持房價不再上升。與此同時，多地商業銀行提高房貸利率，並減少貸款成數、控制抵押品範圍，也表明控房價是出於全局考量。

對於人民幣匯率的干預也同樣體現了類似的政策思路。今年以來人民幣面臨升值壓力的一個重要原因也是外資對於A股的積極買入，加上中國外貿的良好表現，這帶來了對於人民幣匯率的升值壓力。外部原因來看，美元的相對弱勢表現則推動了包括人民幣在內的亞幣貨幣的紛紛升值。面臨市場的壓力，中國央行不可能完全把主動權交給市場，事實上在過去的幾年內，幾乎所有亞洲央行都面臨着匯率大幅波動的狀況，時而升值、時而貶值，但多數央行採取的是積極與市場溝通，甚至採取干預的方式來熨平市場的波動。從結果來看，不給投機者主動權，是保持市場和經濟穩定的最重要方式。否則，只會炒熱市場

本就高漲的預期，最後一旦投機盤退潮，留下的只會是一地雞毛。

從宏觀角度而言，人民幣快速升值和貶值對經濟和金融市場的衝擊會相對較大，單邊預期也會導致市場情緒出現過度亢奮或者過度低迷，因此央行的主要目標仍然是幣值穩定，而非短期通過匯率貶值來刺激出口、抑或通過短期升值來遏制輸入型通脹。即使從一個較長的時間來看，匯率與人民幣國際化之間的關係並不明顯，通過升值來推動國際化，忽視金融體系中的各種政策和監管套利，中國在2015年之後的人民幣市場大動盪中已經吃了不少苦頭，相信中國央行也不會將幣值與國際化進程掛鉤。

最終央行通過主動管理市場預期，在很大程度上限制了人民幣的短期升值壓力。從這個角度來看，人民幣匯率有「見頂」的跡象，而正如前文所說，股市與匯率之間存在的某種關聯，似乎也預示投資者需要保持一定程度的謹慎。

## 板塊輪動尋找機遇

如果將上述因素結合起來，筆者對於市場是否會重複2018年，更傾向於得出否定的答案。與2018年相比，中國經濟再度面臨周期性和結構性調整的壓力，企業盈利大概率會在未來出現下滑，政策端也有降低市場波動的需求，這些都成為市場需要謹慎的理由。但與此同時，這些因素的存在已經在很大程度上被投資者和政策端所吸納，因此出現市場和政策同時失效的概率較低。

從中美關係來看，雙方的底線已經逐步探明，市場也不存在根本性轉變的預期，這會減少未來可能的負面信息帶來的對心理和市場的衝擊。中國如何應對碳排放將逐步成為一個長期議題，但希望平穩過渡肯定是中方最為希望的路徑。從這個角度而言，中美可能達成一系列的框架性合作協議，但中國真正要解決的還是碳中和的明確路徑，同時也要衡量碳中和對於各主要行業的中長期影響。筆者也傾向於認為，碳中和是中長期時間軸內存在最大不確定性的政治和經濟事件。

展望未來幾個季度，經濟的周期性見頂仍然將會困擾市場，這樣的困擾只能通過企業的盈利才能最終打消，這樣的一個求證過程將會是痛苦且漫長。從這個角度而言，A股市場很難找到絕對被低估的公司和板塊，似乎也開始得到更多投資者的認可。在估值處於合理或者相對高位時，投資者將不得不去尋找價值低估板塊，而這樣的相對「價值低估」大概率無法演化成為長期投資，因此市場輪動可能是最為可能的一種市場運行方式。結合政策端的考量，輪動也意味着低波動，這也似乎成為最為理想的一個結果。

# 區塊鏈產業迎政策紅利

鏈能講堂



付饒

國際新經濟研究院  
高級研究員

近日，工業和信息化部、中央網絡安全和信息化委員會辦公室聯合發布《關於加快推動區塊鏈技術應用和產業發展的指導意見》（工信部聯信發〔2021〕62號）（下稱《意見》）。筆者認為，《意見》與5月下旬國務院金融委「打擊比特幣挖礦和交易」政策相映照，為區塊鏈產業激濁揚清、正本清源。

《意見》第一次在國家層面賦予區塊鏈「解決網絡空間的信任和安全性問題，推動互聯網從傳遞信息向傳遞價值變革，重構信息產業體系」、「有效支撐製造強國、網絡強國、數字中國戰略，推進國家治理體系和治理能力現代化」的重大使命；第一次提出了「到2025年，區塊鏈產業綜合實力達到世界先進水平，產業初具規模」的產業奮鬥目標。中國的區塊鏈產業為之振奮。

《意見》為區塊鏈與互聯網、大數據、人工智能等新一代信息技術深度融合指明了方向；明確了區塊鏈應在深化融合應用、供應鏈管理、產品溯源、數據共享四個方向賦能實體經濟；明確了區塊鏈在應用創新、政務服務、存證取證、智慧城市四方面提升公共服務。

《意見》通過「名品」、「名企」、「名園」、「開源生態」、「產業鏈條」五個層面給出了區塊鏈發展的路徑，並通過堅持標準引領、構建底層平台、培育質量品牌、強化網絡安全、保護知識產權五個方面給出了制度保障。《意見》提出積極推進應用試點、加大政策支持力度、引導地方加快探索、構建公共服務體系、加強產業人才

培養、深化國際交流合作六項保障措施。

## 人才儲備明顯短缺

當前，中國區塊鏈技術應用和產業已經具備良好的發展基礎，但同時中國區塊鏈也面臨核心技術亟待突破、融合應用尚不成熟、產業生態有待完善、人才儲備明顯短缺等問題。《意見》為產業實現跨越發展指明了方向。

區塊鏈是一個綜合類新興行業，此前多個部委曾發過有關監管意見。通過本次發文單位來看，中國已經明確了區塊鏈技術的監管部門是工信部為主，中央網信辦為輔，結束了區塊鏈「九龍治水」的尷尬局面。

接下來，發文單位將面向地方工業和信息化主管部門、區塊鏈技術和服務提供企業、用戶企業等，詳細解讀和宣貫《指導意見》內容，舉辦相關培訓班和座談會。產業區塊鏈的春天即將到來。

筆者認為，《意見》的出台，標誌着「+區塊鏈」向「區塊鏈+」轉變。相信中國各行各業對區塊鏈的認知將更為深刻，區塊鏈從一種提質增效的技術手段，將逐漸以其「去中介化」、「不可篡改」、「可追溯」、「安全可靠」等特徵成為新一代價值互聯網的基礎設施。區塊鏈從軟件外包的層面會變成從產品邏輯到落地應用賦能各行各業的工具之一。

在此背景下，對企業家及高管的教育、培訓尤為重要。日前，香港中文大學深圳高等金融研究院推出「數字基石—區塊鏈創造營」課程，是內地第一個區塊鏈高管培訓項目，旨在為投資人、傳統行業從業者和區塊鏈創業者搭建互相交流的平台。筆者相信這樣的項目將對行業發展有積極作用。

## 2025年「新基建」細分產業規模（單位：億元人民幣）



◀工信部近日頒發的加快區塊鏈發展相關意見，為區塊鏈與互聯網等新一代信息技術深度融合指明方向。  
新華社

# 籲增加短期房屋供應

樓市新態



汪敦敦

祥益地產總裁

樓價進入上升軌已無懸念，眼前面對的就是積聚兩年天災人禍下的購買力，甚至很多購買力其實更加積聚數以十年計，例如樓市辣招壓下的換樓鏈。樓價破頂之後，我們更加要面對可能的「高通脹上升壓力」，香港住宅本來已經長期供應不充足，近年更面對「拉布」影響政府效率、修例風波加上疫情亦大大影響到住宅的動工量及落成量。

筆者同意邵家輝議員所說，現在房屋供應處於「十萬火急」的情況，亦同意「經民聯」發表的一些房屋政策建議，因為內容都是追求多元化造地，而且是合適地反映出房屋需求的緊急。經民聯與梁振英先生都同樣強調開發郊野公園邊陲地帶的重要性，筆者認為不少香港人對居住的需求是遠高於行山的。

自從2008年施政報告宣布擴大了郊野公園範圍之後，就令到建屋發展的空間大幅減少，現在回想的而且確是一個失策。如果綠化地是代表了香港人資產的話，環保人士就突然之間變了暴發

戶，現在要求暴發戶取出1%至2%出來給下一代人起樓自住，自然也是不願意。

## 郊野公園易做開發

至於說「明日大嶼」其實是一個遠水。如果在立法會被「拉布」騎劫情形之下，的確是一個無辦法之中的辦法，但香港國安法頒布之後，政府行政和立法會已經恢復正常，其實我們是應該捨遠求近的，那麼「明日大嶼」的規模可以縮小，反而應該全力發展短期可以提供土地的方案，這才是對市民的最大利益。

所謂最短期可以衍生的土地，最接近水電供應的地方自然是最容易造就熟地，個別郊野公園的邊陲地帶是不二之選，當然已有水電供應的，例如一些因人口老化而荒廢的學校，這個數量亦相當大的。當然，我們可以將興建需時四年供應提早變做三年可推出，三年的供應變為兩年，用這種方案來管理供應量的問題。

辛苦了香港各官員，這兩年事實上是遭遇很大困難，但是地產代理是市場證人，筆者必須要強調香港是需要短期的供應，不要放棄透過管理去衍生短期供應給年輕人置業。