

所謂宏觀經濟「相變」，是指經濟運行的內在機理和結構發生了重大變化。在不同的「相」之間，是不同的經濟運行邏輯和投入產出結構。如果說總量的變化稱為周期，那麼結構的變化就稱為「相變」。「相變」的本質是一次巨大的結構性變遷，比如改革開放後的中國經濟，就是兩種完全不同的狀態，兩種狀態之間的轉換，就稱為「相變」。

關注經濟結構性變化



◀未來經濟結構新的三大宏觀因子：共同富裕、碳达峰碳中和、民生行業資本治理，將成為左右經濟周期性變化的重要力量。



澤被萬物 趙建

西澤研究院院長

有深度和洞見的宏觀研究，必須能察覺到經濟的這種相變，通過紛繁複雜的數據指標感知到背後的結構性位移。而結構性位移的驅使力量，則是結構的扭曲和錯配，這是「相變」的內在驅力——演化的力量。演化的內生相變往往都是巨大的，一個量變帶來質變的過程。

但多數時候，每一次中型相變的背後，都是巨大的外部衝擊帶來的運行機理的「變異」。就像一個地方發生過一次大地震，整個地質結構發生了變化。比如去年發生的大疫情，導致中國經濟增長模式的「相變」：全球重新主要依靠中國出口物資來保障供應，淨出口為主導的外循環重新成為中國經濟增長的主要動力；再比如美國大疫情後，先後發生了大鎖定期、大寬鬆，以及今年的「大辭職」（Great Resignation）。發生這些事情，很難用趨勢性、周期性視角來解釋，都是百年未有之大變局，都是一種相變。

加總在宏觀層面，按照路徑依賴形成的趨勢性力量，資本和庫存「過剩一不足」表現的周期性力量，與相變形成的結構性力量交織在一起，構成了今日宏觀運行之大勢。大類資產的價格，則在這三大力量的交織下發生潮汐變化。如果不理解這種相變的實質，依然停留在過去的分析範式裏做預判和決策，難免會犯刻舟求劍的錯誤。

相變擾亂趨勢投資

相變對投資實踐造成的後果是，傳統的、線性的、平面的美林時鐘幾乎失效，投資實務層面必須建立以新趨勢投資為主體的，周期性與結構性框架交叉的多維立體結構。這種非線性的分析和預測框架，其難度在於無法可視化，很大程度上也難以言說。一切根據線性思維和傳統分析框架及過往經驗進行的實務操作，都會被現實打臉。比如我一直提到的，價值投資在這十年頻繁相變的時間裏，相對收益率大不如從前，甚至比不上大盤的基準收益。

對於頻繁相變的世界，除非採用可以深度学习的人工智能和複雜算法，依靠機器複雜計算的力量，否則為現實世界構建模型是困難的。但這樣的形而上學努力或許是另一種理性的自負——人類世界可以精確的被算法模擬——所謂的元宇宙。但問題的根本是，模擬和虛擬再現相對簡單，困難的仍然是預測。預測的基礎是一個隨機過程的概率分布函數。但同時，基於歷史數據的參數估算，本身又有很大的偏差（置信區間）。如果狀態發生了相變，那預測模型本身也成了風險的一種來源。有多少量化模

型是因為市場發生相變後，沒有及時做出結構性修正而導致自身崩潰的。應對相變複雜性有兩種思路，一是你的策略比它更加複雜，這是同一維度的「內卷」。可惜，仍然不可能有比現實經濟世界更為複雜的經濟學模型。二是上升到更高一階的維度，站在更高的思維高度俯瞰「相」，就像在迷宮的上方俯瞰路徑和出口。其實很多情形，只要能夠升維，從高空鳥瞰，就可以做到刪繁就簡。

那麼該如何升維？關鍵是認清並抓住事物變化的主要矛盾。如同美股，次貸危機後十幾年，其實可以像瓜化操作，那就是堅持跟隨美聯儲做多。能做到這一點，首先需要認識到歐美等發達經濟體的主要矛盾，不再是產業資本生產過剩與產業工人購買力不足的矛盾，也不是金融資本無序擴張與基礎資產支撐不足的矛盾，而是貨幣資金無底線寬鬆與核心資產供給嚴重不足的矛盾。這是美國次貸危機這樣百年一遇之金融大地震引發的相變，表現出的深刻變化是美聯儲的一再寬鬆，債務上限的一再提高，以及對股市強勢上漲的一再漠視。

這就是大趨勢的力量。通過大趨勢進行投資來獲得宏觀周期紅利的β，比自己折騰賺取高風險的α性價比高多了。美國經濟最近半個世紀產生了三次相變：

第一次，上世紀八十年代，從產業資本主義進入金融資本主義，實體產業外移，利用金融資本可以全球自由流動的優勢，以及自身的世界貨幣信用做大金融業，日漸衰落的鐵銹地帶與日夜笙歌的華爾街形成鮮明的對比。

第二次，次貸危機對金融資本主義造成沉重的打擊，金融資本主義從基金經理資本主義轉變為央行行長資本主義，主導金融體系及整個經濟體系的力量不再是華爾街的投行和基金經理，而是美聯儲等各國央行行長和主席，金融周期繼而經濟周期的潮汐幾乎由央行行長和聯儲的主席們牽引。

第三次，大疫情的發生讓美聯儲們爆炸式寬鬆，但與以前狀態不同的是，或者說這裏引發相變的關鍵點是：供給體系開始出現問題。這是繼上世紀70年代以後，市場經濟為絕對主體的美國第一次開始出現嚴重的供給問題。我們知道，市場經濟最不怕的是供給不足或者說需求缺口，市場經濟最怕的是需求不足。然而，大疫情後產生的情形則不一樣，全球供給體系正在遭受前所未有的破壞。這可以看做是大疫情後貨幣過度創造需求，並引發「物價—工資」通脹螺旋，以及貧富懸殊引發的勞動力不滿。

政策牽引趨勢力量

新中國成立以來，大的相變也有三次：第一次，新中國成立，國民政府七零八落的市場經濟，被社會主義

改造後成為計劃經濟；第二次，改革開放後，計劃經濟變為市場經濟，決定社會發展的主要矛盾是人民群眾日益增長的物質文化需求與落後生產力之間的矛盾，總的來說是總供給和總需求的矛盾，靠市場經濟來解決；第三次，十九大後進入社會主義新時代，決定社會發展的主要矛盾被重新定義為「人民群眾對美好生活的嚮往與發展不平衡、不充分之間的矛盾」，總的來說是結構性的矛盾，要靠更深層次的改革開放來解決。

做宏觀研究，必須注意到這些相變，但對投資來說，更小型的相變可能更有實踐價值。因此我們需要更加關注大的相變裏面嵌套着的若干中小型相變。次貸危機後，中國經濟增長模式發生了四次中型的「狀態遷移」，可以稱為四次具有質變意義的相變：

第一次，2009至2012年，通過「四萬億+銀行信貸」動員傳統民營經濟力量，大通脹後大通縮。對應的是兩波最大的外部衝擊：美國債務危機+歐洲債務危機。

第二次，2013至2015年，通過「雙創+資本市場」動員新興互聯網產業力量，大牛市後大波動。對應的外部衝擊是歐美同時開啟量化寬鬆，當時全球最大的貨幣和債務浪潮。

第三次，2016至2019年，通過「棚改+地方債務」動員房地產與地方政府，房價大漲後陰跌，經濟復甦後重新下滑。對應的外部衝擊是美國第一次taper（縮減購債）+特朗普貿易戰。

第四次，2020年至今，通過「淨出口+普惠金融」動員外貿經濟以對沖疫情危機，並同時利用穩增長較小的窗口期治理房地產，經濟出現大起大落。對應的外部衝擊是史無前例的全球大流行、大寬鬆，與接下來由美聯儲縮減買債開啟的全球貨幣大退潮。

上述四次「子相變」如果有一個共同的趨勢性力量牽引，那就是中國貨幣政策決策當局和金融部門的資產負債表大爆發——以負債和資本的金融力量，支撐實體經濟的內循環，以保證每年千萬人的新增就業。這個變化是我們做投資決策認識到的第一個主導性力量，這意味着在美林時鐘的搭建上，將債務和貨幣周期作為第一動因。

另一個更大的主導性力量是，在次貸危機後的第三次和第四次相變之間，還有一次更大的相變：社會主義新時代的確立，可以看作是巨大的結構性力量中樞。疫情危機加劇了這個相變的形成，新的三大宏觀因子：共同富裕、碳达峰碳中和、民生行業資本治理，將成為左右未來經濟結構遷移和周期性變化的重要力量。在這個新的「相」內，如何搭建一個「政策正確與市場正確」的雙輪驅動體系，找到符合相變大勢的趨勢性力量，是每一個投資者都面臨的新課題。

人行推出「定向降息」新工具

鍾言讜論



鍾正生

平安證券首席經濟學家

2021年11月8日，中國人民銀行「碳減排支持工具」千呼萬喚始出來，該工具擁有以下七個特點：

1、碳減排支持工具發放對象暫定為全國性金融機構。2015年以來，全國性銀行在所有新增人民幣貸款中的佔比達到95%以上，其中，2020年大型銀行約佔45%，中小型銀行約佔54%。說明本次碳減排支持工具涵蓋了絕大部分信貸投放體量。

2、採用「先貸後借」的直達機制。2020年新冠疫情以來央行先後推出的2.1萬億元（人民幣，下同）專項再貸款、再貼現政策，以及兩項直達實體的貨幣政策工具，都採用了「先貸後借」的模式。這種模式相對於「先借後貸」，更便於管理資金流向、風險更小。

3、對符合條件的碳減排貸款，按貸款本金的60%提供資金支持，利率為1.75%。這一利率水平低於當前1年期支農、支小再貸款的2.25%，與金融穩定再貸款利率相當，高於扶貧再貸款的1.25%。但支農再貸款僅面向農村金融機構，扶貧再貸款僅面向貧困縣的農村金融機構，支小再貸款僅面向地方法人銀行，涵蓋面均遠小於本次碳減排支持工具。因此，本次碳減排支持工具「定向降息」的覆蓋面可觀。

4、引導金融機構在自主決策、自擔風險的前提下，向碳減排重點領域內各類企業一視同仁提供碳減排貸款。有前提的「一視同仁」，筆者的理解是：一方面，是在所有制上的一碗水端平，避免國企與民企的區分對待；另一方面，是在企業規模上的拉平，強調初期的碳減排重點領域範圍突出「小而精」。

5、貸款利率應與同期限檔次貸款市場報價利率（LPR）大致持平。目前1年期LPR為3.85%，5年期為4.65%。碳減排支持工具期限一年，可展期兩次；從最長期限可達三年，與支農支小再貸款一致。碳減排支持工具低於1年期LPR利率2.1%，乘以60%的資金支持系數，銀行支持符合條件的碳減排重點領域，可獲得1.26%的息差收益。

6、為保障碳減排支持工具的精準性和直達性，人民銀行要求金融機構公

開披露發放碳減排貸款的情況以及貸款帶動的碳減排數量等信息，並由第三方專業機構對這些信息進行核實驗證，接受社會公眾監督。

7、重點支持清潔能源、節能環保和碳減排技術三個碳減排領域。

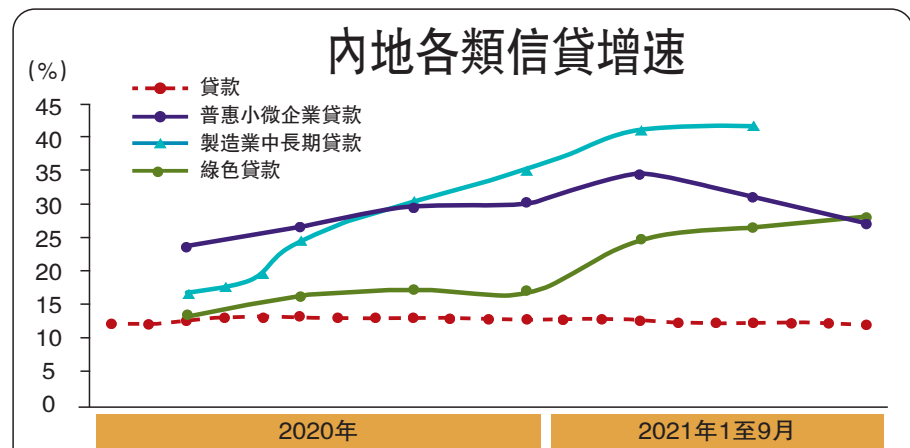
碳減排工具的效果

在貨幣政策「價」的層面，碳減排支持工具具有「定向降息」的效果。這主要在於其可替代中期借貸便利（MLF）發揮彌補中等期限基礎貨幣缺口的作用，而MLF利率為2.95%，比碳減排工具高出1.2%，從而可降低銀行的綜合負債成本。但相比於此前市場預期的綠色中期借貸便利（GMLF）來說，碳減排支持工具是在更局部的意義上降低了銀行負債成本，且定向降息的效果要取決於符合條件的碳減排信貸投放規模。

在貨幣政策「量」的層面，則通過額外的基礎貨幣投放助力寬信用。按照貸款本金60%的資金支持比例，意味着商業銀行每投放100元碳減排領域貸款，央行將相應投放60元基礎貨幣，經過七倍左右的貨幣乘數放大，可最終帶來420元的貨幣供應。商業銀行對碳減排領域的「輸血」，將會換來央行對商業銀行更低成本的「輸血」，這有利於提高商業銀行支持碳減排重點領域的意願和能力，產生更廣泛的穩信用效果。

碳減排工具的規模及其影響取決於後期碳減排重點領域的具體劃定範圍，以及符合條件的碳減排領域項目情況。按照人民銀行目前披露的綠色貸款餘額數據，今年前三季度累計新增綠色貸款2.83萬億元，佔前三季度新增貸款總額的16.9%。按照碳減排支持工具則可對應約1.7萬億元的基礎貨幣投放。但目前人民銀行口徑的綠色貸款是「用於投向節能環保、清潔生產、清潔能源、生態環境、基礎設施綠色升級和綠色服務等領域的貸款」，相較於碳減排工具目前劃定的「清潔能源、節能環保和碳減排技術」三大領域，以及初期突出「小而精」，且貸款利率要求與相應期限的LPR相當，目前綠貸口徑明顯偏大。

綜上，碳減排工具的推出具有涵蓋所有全國性金融機構的「定向降息」效果，也具有動態的定向降準效果，但其寬鬆意味要明顯弱於傳統意義的（定向）降準、降息。這也意味着目前可能並非祭出這些傳統的全面寬鬆貨幣政策工具的適宜時間窗口。



降低換樓成本 激活二手市場

樓市新態



汪敦敦

祥益地產總裁

香港發展局局長黃偉綸曾表示，未來私人住宅用地在推出時，會考慮訂下最細面積的限制或條款，例如將最細面積定為200呎，希望香港人能夠住大一點。筆者認為這個方向是配合到市場需要的，但仍欠完整的計劃。

如果香港土地資源不足，就是香港政府發揮行政管治能力的時候。長期以來，房屋政策只着重「供求概念」，當然這也是必須的，但卻長期忽略了「管理概念」。所謂管理就是將眼前不足及有限的資源重新安排，從而得到更好的效果。筆者上星期撰文指：「假設市場有1萬宗成交，包含了多個不同板塊的住宅成交的，包括上車、換樓、大型單位及豪宅，只要政府管理得好，起碼可以用樓換樓滿足大部分人的上車需要。」

香港的房屋結構其實是有足夠的二手單位量，但為何近十年細單位供應不足，是因為2010年開始的樓市辣招，雖然成功保護香港的金融系統，但是有副作用，就是令到需要換樓的業主因為

換樓成本和風險高漲，都停止換樓。於是，購買力集中在400萬或以下的這個2019年10月前唯一能夠借到九成按揭的板塊。

當然我們應該認同「林鄭Plan」按揭規限下的貢獻，對市場有正面的效果，細單位二手放盤量在2019年計劃推出後不斷上升，而樓價的升幅則較落後。當然如果政府肯進一步放寬1000萬至1500萬樓價的換樓按揭成數，可以預見，600萬至1000萬的二手盤量會大增，這板塊的樓價升勢亦會放緩。二手供應增加是源於樓換樓，相關措施放寬，供求就可以得到改善了。

過去幾年房屋供應不理想，與我們以上所說的原理是倒轉的，發展商推出樓盤全力集中在將大單位改則縮細發售，房屋供應結構並沒有改善，更加有惡化傾向，政府其實不需要干預市場，需要在賣地條款上要求發展商配合整體面積規劃。

筆者說完以上的原理，大家就會知道未來上升和回報率最高的板塊應該是什麼了。除了供求外，政府管理得宜是可以解決大部分的問題，現時主要靠一手樓滿足市場需要，這方面香港應該向內地學習，如果現在這種概念不改變，相信香港房屋問題將「有排搞」。