

► A股的投資如果只是比賽誰「上車快」和「跑得快」的遊戲，永遠就是大漲大跌的劇烈波動和牛短熊長。

穩增長的方向已經確立，但是實質性的政策依然不夠有力。對市場走勢發揮作用的不是預期本身，而是預期差，就當前的貨幣寬鬆力度和財政積極程度來看，顯然還都在預期之內，甚至不如預期，這顯然對新一輪殺估值的空頭力量並沒形成實質性的抵抗。不安的情緒在股市和債市同時出現。

A股與樓市唇齒相依



澤被萬物 趙 建

西澤研究院院長

在一個缺乏長期主義和價值投資理念的市場上，一有點風吹草動都會發生波動劇烈的驚濤駭浪。在這樣的市場上，投資者決策的依據不是公司的基本面本身，而是看人群在何處扎堆，熱點在何處湧現，誰承載的概念更性感。在擇時上，則是看誰上車及時，然後看誰跑得快，因為誰都知道此地不可久留。而且，從「散戶熱」變成「基民潮」後，從熱炒個股到追捧網紅基金經理後，更加增大了賽道的擁擠和板塊輪動的頻率，羊群效應由此被放大。在這樣的市場上，經典的金融學知識和教科書上的方法顯然不夠用，投資中國的A股需要高超的東方智慧：詭道+權謀。因此不要犯路線錯誤，散戶按照價值投資方法打陣地戰往往就會被「圍剿」割韭菜。東西方權益投資的方法分野，類似於孫子兵法與克勞塞維茨的區別。

內房去槓桿風險傳導

政策層可能低估了房地產企業去槓桿對股票市場的負面影響，這種交叉風險傳染的渠道有三個：

一是情緒面，接連破產的房企和不斷爆雷的信託產品，讓專業的資管和財富管理機構加強了風險管理，而一般的投資者在這樣的情緒陰雲下，再加上經濟下行帶來的「預期轉弱」，風險偏好也只能是收縮。

二是資金面，如果一個組合裏面有房企的信用債，那麼這個基金經理就需要出售還沒打折的股票以換取流動性以保護頭寸，避險意識的加強不得不讓投資者在投資組合中提高現金的比重，由於方向看不清，新募集的資金也不會貿然投向風險資產，而是選擇持幣觀望一段時間。最近流傳的某資管產品募集的資金一半拿來買銀行為理財，就是當前情緒面和資金面交織在一起相互強化的一個表現。

三是基本面，房地產「躺平」導致的經濟下行周期已經確認，上市公司的業績恐怕很難超過去年。在這種形勢下，只要房地產債務病毒沒有動態清零，信用市場的風險就依然處於感染狀態，被破壞的風險偏好就修復不起來。再加上，權益市場本身還要對過去兩年的抱團模式、槓桿套利和高頻量化模式進行一次出清。更不用說美國大通脹，美聯儲加息縮表，烏克蘭危機等種種外部不利因素。此時的兩個資產池——房地產與股市，不再是替代關係，而是唇齒相依，唇亡齒寒，免死孤悲，牢牢的捆綁在一起。人們不再是賣房炒股，或賣股炒房，而是賣股救房（防止斷供），或賣房救股（補保證金）。

從中國經濟金融的全局來看，股市或許可以看作是「詩和遠方」，但房地產卻是「眼前的苟且」。房地產不穩，中國經濟就不會穩，中國股市怎麼可能穩？房地產不僅是資金密集型，還是就業密集型，尤其是建築、搬運、建材、裝修、物業等中低端就業。更重要的是，房地產是財政和信用的源泉，大部分政府只能靠賣地度日，大部分銀行陷入對土地抵押物的過度依賴。以房地產為錨發行貨幣，推動了中國一輪又一輪的貨幣化高潮。當前的廣義貨幣供應量M2已經突



破了240萬億元人民幣，但股市十年來似乎依然在原地打轉，沒有讓大部分散戶投資者分享到經濟發展的成果。

與美聯儲收縮政策逆向而行也是投資者考慮的一個風險因素。逆全球貨幣風向行駛，需要有更大的動力或者獨特的優勢。寬鬆的貨幣政策當然是風險資產的利好因素，但這取決於有沒有滿足市場的胃口，還是僅僅向市場傳遞了一種經濟下行的悲觀信號——語言大於行動的結果往往如此。投資者很難捕捉到描繪政策層行為曲線的確定性邏輯，一切都在相機抉擇中，這種額外的不穩定因素，進一步扼殺了市場的長期主義行為。

政策不穩定，市場大幅波動，長期收益無法保障，經常發生大幅階段性回撤，導致投資者扎堆止損和贖回，會產生嚴重的逆向選擇，長期主義者或價值投資者會生存艱難，率先被淘汰，能活下來的只能是短期主義者或吃估值的炒家，這顯然與頂層設計者的初衷相悖。而頂層設計者為了解決這個問題，不斷的採取增量改革的傳統做法新開交易所，從創業板、科創板，再到新三板、北交所，但似乎還沒看到真正的成效。說到底，投資者需要的是一份更加穩定的規則和契約，利益能得到有效保護的安全感。如果這個基礎工作做不好，投資永遠就是比賽誰「上車快」和「跑得快」的遊戲，永遠就是大漲大跌的劇烈波動和牛短熊長。

市場結構有完善空間

穩定壓倒一切，但是在股票市場，絕對穩定的理念可能是不現實的。波動是風險資產價格的客觀規律，刻意的消除波動追求絕對穩定，可能帶來更大的不穩定，這意味着將正常的風險出清、小波動，轉化成了系統性風險和大波動。當然，監管層應該對抱團「炒茅炒寧」、一窩蜂擠賽道、製造網紅基金經理神話等亂象應該有所警覺和引導，但對於投資者來說，可能更需要來自市場內生的風險洗禮，即使波動的代價可能很大。在真金白銀的市場上，最好的投資者教育就是經歷一輪完整的風險周期。

金融發展並不只是量的擴張，更重要的是結構的優化。高質量發展的話語已經成為主流，背後需要的就是結構的改善。當前來看，需要認清一個現實，是中國資本市場依然需要完善，直接融資功能佔比還是很低，尤其是服務民營中小企業的資本市場和直接融資功能更低，這在發展動力轉換和產業升級的大背景下，形成新的金融抑制。如果說改革開放初期，中國的貨幣化程度還比較低，金融抑制是總量性質的，那麼在當前條件下，總量型的金融抑制已經演變成了結構性的金融抑制。這就是我們常說的，中國並不缺錢，缺的是優質的資本市場。

中國的股市也不缺上市公司，申請上市的依然排成長隊，缺的是靠譜的、能夠穩定回報投資者的上市公司。

這當然也導致在宏觀風險結構上，股市波動並沒有造成實質性的系統性風險。因為一是在總量上，與龐大的信用市場相比還是小；二是在結構上，上市公司絕大部分是國企，他們本身就有體制護城河和防護罩。對中國能造成實質性系統性危機的依然是房地產，一是由於民生行業，關乎老百姓的居住、財富和信用；二是因為與銀行緊密勾連，容易誘發銀行危機；三是作為財政來源，賣地收入和通過土地抵押發債這些地方政府的「營業外收入」，早就超過稅收成為主要收入來源，房地產收縮容易引發財政危機。但這並不意味着資本市場不重要，恰恰相反，誰都知道中國當前的經濟轉型和產業升級，資本市場是充份條件。金融是現代經濟的核心，現代經濟的高質量發展首先需要金融的高質量發展，而金融的高質量發展的核心，則是有一個健康向上的資本市場。

然而，在現在這個時間點上，我們首先要關注到房地產的信用創造功能，或者貨幣創造功能，它們的衰退也在嚴重影響着權益市場。當前在中國，大約只有房地產的投資，才是真正長期主義。房地產不像機器設備等抵押品一樣會完全折舊和技術淘汰，房地產中的土地部分是永遠不會折舊的，折舊的只是上面的建築。當新一輪房價上漲周期到來的時候，原本作為不良資產的抵押房產會搖身一變成優質資產。但是，對於當前中國的房地產，還會有新的一輪周期嗎？

目前市場處在一個艱難選擇的階段。股指在小心翼翼的探底，但就眼下的形勢來看，似乎還要磨一段時間，不排除繼續下探的可能。種種跡象表明市場上已經有了國家隊的身影，這意味着政策層的「看跌期權」正在贖回市場信心，政策層確認的底部正在顯現。然而基民的贖回潮似乎依然湧動，眾多網紅基金經理跌落神壇，諸神的黃昏也代表著市場的暗夜。在這種情形下就過早的期盼黎明顯然是有點樂觀。

而對於港股，去年的過度殺估值釋放了部分風險，在今年形成了相對的估值優勢，年初至今的表現與A股相比已經跑贏10%。這意味着價值窪地效應開始吸引投資者的注意，但最終能否形成系統性機會還要看能否引起政策層的反思，認識到中美資本市場脫鉤下香港作為國際金融窗口的重要性，通過破除重大制度障礙和重建國際投資者信心來復興港股。因為作為與國際市場完全接軌的金融體系，它依然是大中華區相對而言最完善、最有可能承載長期主義的資本市場。

美加息料集中上半年



明若觀火 明 明

中信證券固定收益
首席研究員

美國2022年1月CPI（消費物價指數）與PPI（生產物價指數）均高於預期，繼續高增長，同時1月非農數據表明就業市場正穩步恢復，而多重因素共同導致的通脹壓力短期內較難自然回落，美聯儲加息緊迫性提升，預計美聯儲步伐上半年將更快，年內或加息4次左右，美債利率或將震蕩上行至2.5%。

通脹短期因素——供需不平衡

供應端方面，疫情衝擊後，美國核

心材料以及勞動力短缺、運輸環節擁堵導致供給能力受限，從而推升通脹壓力。地緣政治衝突、極端天氣、能源轉型等進一步加劇了供給端收縮的趨勢。需求端方面，貨幣政策與財政政策刺激需求驟增，需求增長遠超預期，進一步加劇供不應求的局面。供給端通脹通常持續時間偏短，此輪持續時間超預期主要由於疫情影響較為深遠。

通脹中長期因素——勞動力結構

目前美國勞動力缺口問題仍較嚴重，人們就業觀念在疫情後有所轉變，疊加財政刺激背景下儲蓄水平提升導致勞動力供給不足，同時用工需求旺盛，因而通脹壓力攀升。預計勞動力結構造成的通脹壓力短期仍將持續，存在工資與物價螺旋上升的可能，兩年內工資型通脹壓力或將緩慢減少，中長期而言，勞動力趨勢性變化或將增加通脹壓力。

通脹未來演變路徑

目前供需不平衡已出現邊際緩解跡象，美聯儲1月議息會議後主席鮑威爾表示，預計今年下半年供應鏈限制將取得進展，並會持續至2023年。筆者認為在中長期能源轉型的背景下，未來隨着季節性壓力的消散以及疫情逐漸好轉將部分緩解供應端限制，供應限制或於今年下半年開始實質性緩解。工資上漲的通脹壓力將持續，美聯儲緊縮加快，預

計美國高通脹或將持續到今年年中，此後逐步回落。

· 美聯儲緊縮的必要性與抑制通脹的有效性

此輪通脹主要是由貨幣政策超發、財政政策刺激、供給端限制、勞動力緊缺共同導致的。不同於上一輪美聯儲「放水」沒有激起商業銀行信用擴張的浪花，此輪寬鬆政策推動信貸增速快速提升至歷史高位水平，迅速提升了居民部門、企業、政府部門的槓桿率，導致消費需求快速回暖，市場供不應求，價格水平高增。美國通脹持續高位，美聯儲緊縮可通過抑制需求、提振就業市場降低通脹水平，因而美聯儲緊縮較為緊迫。

美聯儲對緊縮是否存在顧慮？

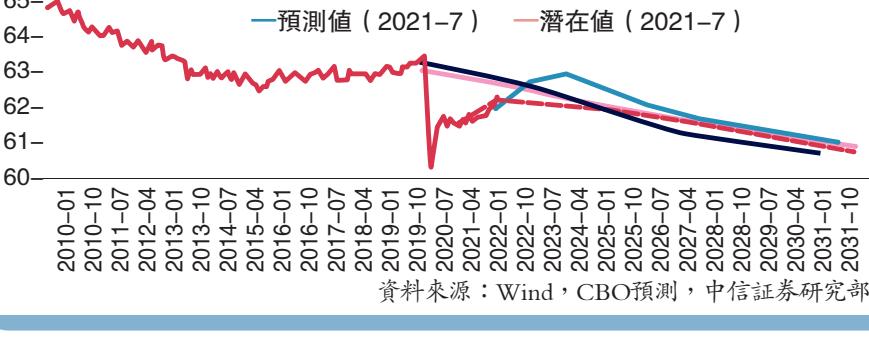
目前美國經濟環境適合加息，雖然短期內高通脹一定程度抑制了消費需求，並且今年財政政策大幅縮減，但疫情對於消費的衝擊影響預計將逐漸較弱，即使在新冠Omicron變異毒株肆虐的背景下，1月零售數據仍超預期快速回升，表明經濟對於疫情衝擊存在一定韌性。並且目前居民財務壓力較低，待通脹回落後工資推動的收入增長將進一步促進消費。

此外，企業高利潤也將帶動美國投資增加。筆者預計今年美國經濟增速在消費和投資的支撐下將較為穩健，同時美聯儲緊縮對金融市場波動顧慮較少，預計美聯儲上半年加息節奏較快，年內加息4次左右，縮表最早或於今年年中開始。

· 債市策略

隨着經濟對於疫情衝擊的韌性增強，筆者預計今年消費將繼續支撐美國經濟保持穩健增長，就業市場預計穩步復甦，目前美國經濟環境適合加息。而多重因素共同導致的通脹壓力短期內較難自然回落，美聯儲需加快緊縮抑制通脹並降低通脹預期。預計上半年美聯儲緊縮步伐將更快，年內或加息4次左右，美債利率或將震蕩上行至2.5%。

美國勞動參與率預計短期內提升，中長期呈下降趨勢 (%)



資料來源：Wind, CBO預測, 中信證券研究部

劈價潮有承接 樓市信心反彈



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部
行政總裁（港澳）

第五波疫情愈演愈烈，難免影響經濟活動，市場對樓市普遍睇淡，但是筆者對前景並不憂慮。首先，近期業主的減價潮，涵蓋上車盤以至豪宅單位，但有不少買家明顯無懼疫情，趁機覓盤入市，足證樓市購買力依然健在。事實上，綜合美聯分行資料，全港35個大型屋苑於2月7日至13日的一周，合共錄61宗成交，較正值農曆新年假期前一周的34宗按周升近八成，反映市場剛需依舊強勁。

市場信心亦開始從谷底反彈，美聯信心指數（MCI）最新指數報50.6點，按周升3.5點或7.4%，連升兩星期。隨着疫情加劇，相信是因為不少減價盤速獲市場承接，因此減價盤數目比早前為低，導致信心指數按周續升。