



▲中國在數控機床、新材料、光學儀器設備等方面，對外的依賴度頗大。圖為機床產品一景

新華社

# 在供給側尋找投資機會

年初以來，受到突如其來的疫情影響，經濟出現負增長，但樓市和股市都呈現上揚走勢，這實際上都是需求側政策發力的結果。那麼，今後貨幣政策和財政政策還會繼續大力度刺激需求嗎？疫情之下，全球主要經濟體都在加速供給側下的出清。以國內大循環為主體，國內國際雙循環相互促進的新發展格局下的投資機會在哪裏？本文試作探討。



察股觀經  
李迅雷

中泰證券首席經濟學家

面對突如其來的全球性疫情爆發，很多國家都採取了降息和實施量寬政策，美國兩次降息，逼近零利率。中國也不例外，降準降息，截至今年6月，一年期LPR（貸款市場報價利率）下降46BP至3.85%，五年期LPR下降20BP至4.65%。財政政策方面，中國將財政赤字率上調至3.6%，另發行1萬億特別國債和3.75萬億元地方專項債。但美國的財政政策力度要比中國大很多，預期今年美國的財政赤字率就會達到15%左右。

## 需求側刺激已乏力

但刺激需求的作用究竟有多大呢？除中國之外，主要經濟體的2020年GDP增速基本為負，美國、歐盟估計會跌至-8%，中國今年的GDP增速估計僅2%左右，這就決定了居民收入增速也就維持在2%左右，對拉動內需的作用有限。

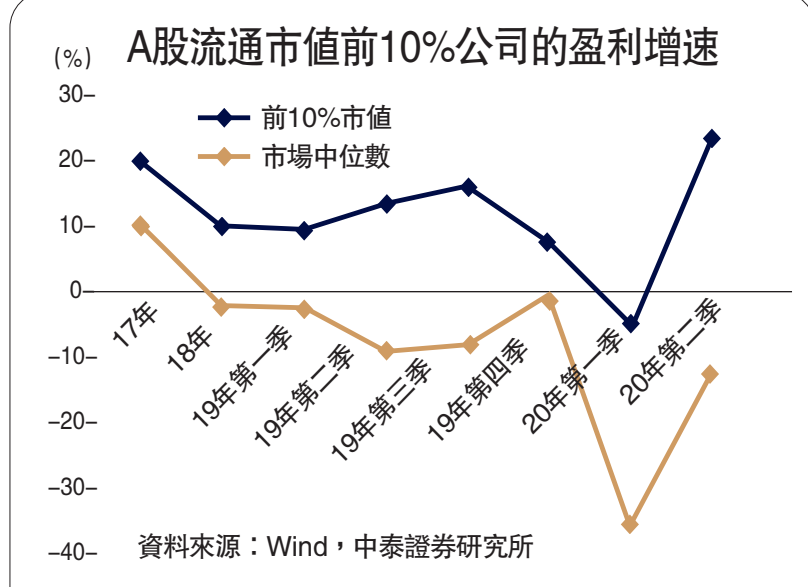
疫情之下，豪宅被搶購，奢侈品購買排長隊，車市低迷，但豪華車銷量大幅增長。股市、樓市繁榮導致財富效應則進一步加劇了分化，這也反映了需求側刺激政策的弊端。儘管緊急注入流動性是必要的，可以避免流動性危機，但弊端在於，不僅增加了社會債務、加大了資產泡沫，而且還加劇了收入分化，使得結構性問題更加突出。

也就是說，通過刺激需求難以讓居民部門的收入顯著增長，反而有可能使得資產泡沫泛起，收入差距擴大，只有依靠收入再分配來縮小收入差距，從而起到擴大內需的效果，但這就屬於制度供給範疇了。

## 雙循環供給側發力

以國內大循環為主體，國內國際雙循環相互促進的新發展格局究竟如何操作？有些人的理解是：既然外需不行了，就刺激內需。但如上所述，刺激內需的弊端很多，也不能治本。事實上，下半年以來，貨幣政策已不再延續寬鬆趨勢，預期中的降準降息都沒有發生，債市的收益率再度上行。這說明總量政策的局限性，因為當前全球經濟面臨的核心問題，都是結構性問題，而非總需求不足問題。2015年短暫的股市泡沫最終被刺破，反映了當時的財政貨幣政策刺激力度過大問題，因此，今年政策重點就在防範2015年的刺激過度問題再度爆發。

當前經濟的一個明顯特徵，就是分化，分化反映了存量經濟特徵，是經濟增速下行的標誌，經濟運行的周期性特徵趨弱，長期的逆周期政策已經使得宏觀槓桿率水平大幅上升，反過來限制了繼續刺激需求的空间。因此，通過繼續實施寬鬆貨幣政策和擴大財政赤字的做法存在較大風險。同時，在資產泡沫凸顯的情況下，馬大力度實施收入再分配政策（如推出房產稅、資本利得稅等）也不太現實，容易觸發系統性金融風險，而且與當前的



「六穩」、「六保」的政策導向不一致。

疫情之下，全球很多傳統企業破產倒閉，說明疫情加快了供給側的出清速度，對中國而言，實際上也加快了新舊動能轉換的速度。因此，在當前疫情導致全球產業鏈受阻和中美摩擦加大的背景下，讓國內大循環順暢和繼續加大開放力度，讓國內國際雙循環相互促進就顯得非常重要。

國內大循環得以運行的一個很重要任務，就是要擴大進口替代比例，尤其是對外依賴度較高的進口品替代。例如，2020年上半年中國貨物貿易，出口下降3.0%，進口規模卻逆勢增長13.12%。從進出口彈性角度看，中國對先進設備及關鍵零部件的進口依賴具備較強的剛性，即便在疫情造成經濟活動大幅驟停的壓力測試下也是如此。除了芯片產業鏈的設計、製造技術方面對外依賴度較高外，中國在數控機床、新材料、光學儀器設備等方面，對外的依賴度也很大。

## 疫情加速產業出清

老子說，治大國如烹小鮮。在經濟體量比較小的時候，大國的改革可以「闖紅燈」、「摸石頭過河」，如今，經濟體量已經很大了，需要穩中求進。例如，房產稅目前不會推出，因為中國經濟增長中，房地產的貢獻度在20-30%之間。但不推出房產稅就不等於沒有辦法來管控房價了，因為只有消滅泡沫才能確保金融和經濟安全，所以，今後房地產的投資回報率估計會下降。

就大類資產配置而言，減少對房地產的配置比重，增加對金融資產配置比重，是符合雙循環下背景的時代發展趨勢的。同時，由於銀行理財產品的剛兌已經被打破，淨值型產品的風險顯現，而股市上的偏股型公募基金的平均業績連續兩年都是非常優異，今年已經吸引了很多銀行儲蓄資金去購買證券市場的金融產品。

但對於資本市場而言，用動態市盈率或市淨率的中位數來反映A股市場的整體估值水平，並作國際比較，不難發現估值水平已經偏高。但抑制需求沒有意義，因為資本市場的體量還比較小，而且股權融資佔社會融資總額的比重非常低，擴大股權融資規模，無論是哪個角

度看，都對中國經濟轉型和發展有利。

因此，在雙循環模式下，大力發展多層次資本市場，擴大註冊制試點，讓更多的高科技和創業企業融資上市，是鐵板釘釘的擴大供給策略，此舉不僅可以提高直接融資比率，降低企業槓桿和促進轉型升級，還可以抑制股市泡沫，化解系統性金融風險。

如果說，上半年A股市場的主要機會來自降準降息下的需求側，即資金推動型牛市，那麼，下半年以來，在寬信用環境下，降準降息預期下降，銀行信貸增速也將下降，而股權融資的規模會持續上升，投資機會將更多地來自供給側。

若是經濟持續強刺激，則在溢出效應下，股市或許有「全面牛市」的機會，這也是上半年不少個人投資者感到賺錢容易的原因。但下半年以來，市場的資金淨流入量減少，股票的供給增加，機會只能是「結構性」了。

供給側出清過程中，一定是強者恆強，優勝劣汰。據最新發布的半年報的統計，國內大市值公司的利潤增長（季調環比年率）也遠超市場平均水平，二季度業績更是大幅躍升，說明大市值公司（銀行除外）受到追捧，是有基本面支持的。2017年以前，大市值股票受到冷落，業績「確定性強」的大公司被折價。隨著機構投資者市場定價權的提升，市場逐步呈現與成熟市場類似的「確定性溢價」現象。

從目前的估值水平看，醫藥生物、食品飲料、電子和計算機等熱門行業大多都已經處在歷史估值水平的85分位以上，總體股價水平其實已經不便宜了，但銀行、採掘、交通運輸、地產、公用事業等行業則處在歷史估值水平的20分位以下，反映出行業之間估值分化大幅上升。

因此，供給側出清下的機會已是劍走偏鋒，便宜的股票沒人理會，貴有貴的道理。投資既要選好賽道，又要選準「千里馬」。賽道而言，應該圍繞着人口老齡化和消費升級下的大消費領域，在產業轉型升級的背景下，高科技的應用場景越來越廣，細分領域也越來越多。在已經出現頭部企業的行業內，「白馬」會強者恆強，獲得確定性溢價；在還沒有形成頭部企業的行業領域，「黑馬」會騰飛，市值倍增的空間更大。

## 深圳發展的挑戰在哪裏？



德國波恩大學經濟學博士  
沈凌

這幾年的深圳風生水起。也是，2019年深圳GDP總量2.6927萬億元人民幣，已經超過香港的2.8681萬億港元（折合2.525萬億元人民幣或是3660.35億美元）。當然，你也別抬槓說人均還很低很多啦，這是一個漸進的過程，從總量趕超到人均趕超，一步步來嘛！尤其是深圳現在不乏大公司，比如騰訊的市值在港股排名靠前，華為雖然沒有上市，但也是全球盡人皆知，所以深圳的經濟增長質量似乎還算不錯。當年的騰龍換鳥或者轉型升級政策，都求仁得仁，有了一個值得稱頌的碩果。

但如果就此覺得深圳已經是全國各地膜拜的對象，除了自己再無可以學習的對象，那就有點兒莫名其妙了。深圳的增長，本質上是在全國改革開放的大背景下，利用了極為有利的政策優勢實現的。其中固然有當地政府的積極作為，但在與其他一二線城市的比較中，尤其是在和長三角城市比較中，表現並不是特別突出。

在過去十年中，深圳GDP增長了180%，超過杭州的160%、上海的157%及蘇州的115%，但這個差距並非不可逆轉。20個百分點在十年裏平均下來，每年也就是1到2個百分點。比較有趣的是，雖然經過高速增長，深圳人均GDP突破20萬元，領先於一二線城市，但人均可支配收入卻並不高，2019年是6.2522萬元，低於上海的6.7756萬元，也不如廣州的6.5052萬元。甚至於杭州蘇州這樣的長三角一二線城市，其人均可支配收入都在6萬元左右。所以，如果去計算可支配收入佔GDP的比重時，就會驚訝地發現：深圳只有30%，而上海、杭州、廣州大約都在40%左右。

過去在研究蘇南經濟和浙江經濟的差異時有人發現，蘇州這種以利用外資加上內地農民工的「兩頭在外」經濟模式，對當地人生活福

利的改善遠不如浙江依靠本地民營經濟。但現在的數據表明，深圳甚至都不如被人詬病的蘇州。怪不得筆者的深圳朋友都抱怨買不起房子，因為買房子的錢來自於人均可支配收入而不是GDP。

為什麼兩者的差距那麼大呢？經濟學原理解告訴我們幾個可能的原因：

第一可能是折舊太高，造好的房子就拆了，那麼GDP很高，收入很低，但這個可能性不大；

第二可能是政府的份額比較多，深圳2018年一般公共預算收入人均2.6萬元，和上海北京差不多，略高於杭州和蘇州；

第三可能是錢被外地人轉走了，深圳的金融市場很活躍，這是中央給的政策優勢，帶來了資金也拉高了GDP，但未必全部留下來改善深圳本地人的收入，而杭州廣州沒有這樣的金融優勢，那麼其GDP的較大比例都是本地人幹出來的，也留在了本地。

經濟增長無非是人、資金和技術的投入，深圳人是全國的，深圳資金也是全國的，證券交易所對當地的經濟增長有接近水樓台的效應。眾所周知，九十年代的主板市場是為了解決國有企業的融資困境，所以主板裏面國有企業比較多，民營企業佔比不到一半。但是本世紀接連建立了中小板和創業板，都是針對民營企業的，而這兩個板塊都在深圳證券交易所。

數據顯示，深圳在中小板、創業板掛牌的公司有243家，冠絕全國。浙江全省也才220家，江蘇亦然。如果就市級層面：杭州87家，蘇州72家，大致上是深圳的三分之一。眾所周知，這兩個板塊實行核准制，早期上市指標都是分配的，所以更加多地體現出了政策的偏愛，而並不一定是深圳企業有多麼優秀。如果要論優劣，或許公司市值更加代表市場優勝劣汰的結果，杭州87家上市公司平均市值186億元是最高的，深圳則為165億元。現在科创板開鑼一年，深圳的優勢不那麼明顯了，上市數量15家和蘇州齊平，高於杭州的8家，低於上海的27家，未來十年深圳還能繼續領跑全國嗎？讓我們拭目以待。

## 美經濟疲弱 難有起「息」



樓市智庫  
陳永傑

從美國息率方面分析，美國總統特朗普一直以來是最鴿派的一員，他希望美國聯儲局減息甚至負利率。新冠肺炎襲擊美國之後，聯儲局多名理事最近紛紛表示經濟很弱，要推出更多救市措施，態度比特朗普更「鴿」，可見將來，美國難有起息，本港物業投資者將受惠低息。

美國波士頓聯儲銀行行長羅森格倫指出，消費者支出與以往相比，依然疲弱，疫情影響社交活動。他又對今年秋季美國經濟預測認為相當不確定，表示近期經濟活動會放緩及持續。羅森格倫預期，新冠肺炎疫苗短期內不大可能面世，消費者及企業需要制訂計劃應對病毒帶來的風險。

三藩市聯儲行長戴利稱，經濟復甦是緩慢及漸進，取決於疫情發展，預期不會有V形經濟反彈。

美國里士滿聯儲銀行行長巴爾金表示，疫情反撲，令近周美國經濟失去增長動力，可能需要更持久的財政支持，以減輕打擊。他指出，經濟面臨一個坑洞，刺激措施就好像是蓋在坑洞上的踏板，有了它經濟才可向前行。現在新冠肺炎疫情升級，可能會使坑洞變成一個大深坑，需要更大的踏板。假如國會突然放棄支持，經濟會更麻煩。

克利夫蘭聯儲銀行行長梅斯特相信，美國新冠肺炎確診人數增加



▲美國聯儲局理事鴿派作風比白宮更明顯，可見加息機會甚微

，將導致經濟重啟步伐需要更長時間開動。她認為政府與聯儲局要繼續對經濟提供援助。她認同經濟前景嚴重低迷，改善視乎政策及防疫工作是否有效。

達拉斯聯儲銀行行長卡普蘭指出，美國部分地區確診人數升勢，打擊經濟復甦力度，預期第三季度經濟將反彈20%，全年則萎縮5%。他表示，國會應通過財政措施刺激經濟，包括延長額外失業救濟金和撥款支持地方政府。

相反，美國白宮經濟顧問庫德洛指稱，美國經濟開始強勁反彈，是V形反彈。美國聯儲局副主席克拉里達指出美國經濟增長在7月放緩，可能在第三季加速，明年年底前達到疫情前水平。

從上述言論，聯儲局理事鴿派作風比白宮更明顯，美國加息必須經過聯儲局投票決定，可見將來美國加息機會甚微。本港業主及置業人士不用太擔心聯儲局突然加息。