



▲分析認為，技術與數據要素市場建設可為經濟注入新活力

新華社

「十四五」規劃指明市場方向

「十四五」規劃及2035年遠景目標建議的發布，不但繪就了中國經濟發展的藍圖，也為中國資本市場的發展指明了方向。「十四五」經濟社會發展的指導思想，尤其是「以推動高質量發展為主線，以深化供給側結構性改革為主線，以改革創新為根本動力，以滿足人民日益增長的美好生活需要為根本目的」同樣也是資本市場發展的指導思想。「十四五」時期經濟上台階，在全面實施註冊制，嚴格退市制度等基礎設施建設的推動下，在居民財富多元化配置和更多的中長期資金入市的推動下，中國資本市場也將邁入新的高質量發展階段。



慧眼天下
李慧勇
華實基金管理有限公司
副總經理

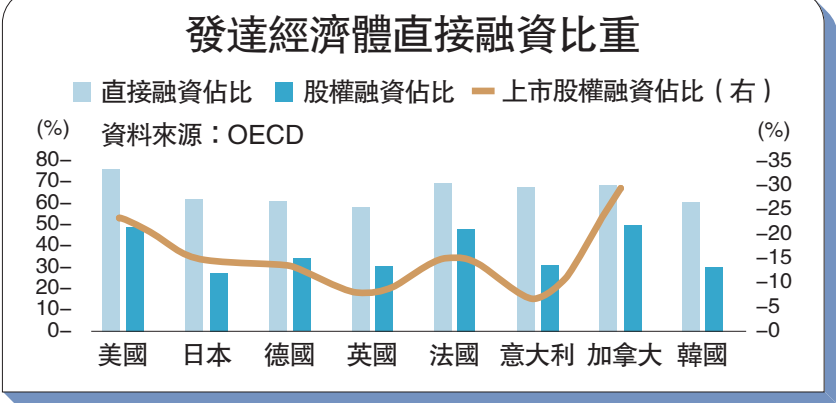
一、資本市場與實體經濟良性互動

自2019年2月政治局會議集體學習上罕見地討論資本市場相關問題，提到要「深化金融供給側結構性改革」、「增強金融服務實體經濟能力」以來，資本市場（尤其是權益市場）的戰略地位提升到前所未有的高度。「十四五」規劃建議再次強調「構建金融有效支持實體經濟的體制機制」，「全面實行股票發行註冊制，建立常態化退市機制，提高直接融資比重」，「完善金融支持創新體系，促進新技術產業化規模化應用」，「推動金融、房地產同實體經濟均衡發展。」既對資本市場提出了明確的要求，也指明了資本市場發展的方向。一定程度上說，當前資本市場不僅是連接資產端與資金端的樞紐，也承載了推動中國經濟由高速發展向高質量發展、振興實體經濟的歷史使命。資本市場和實體經濟的良性互動奠定了資本市場長期向好的基礎。具體而言，這種良性互動至少體現在以下三個方面：

首先，優化融資結構，提高直接融資比重的政策導向下，資本市場的廣度和深度將明顯提升。資本市場改革的核心任務之一，就是優化融資結構，扭轉中國以銀行信貸為核心的間接融資模式，發展以權益、債券為主的直接融資模式。以銀行為核心的間接融資模式，適應以人力和資本為核心要素的舊增長模式（基建、地產主導），但無法滿足科創興國的新增長道路（輕資產、無抵押品、前期投入大且不確定性高），做大直接融資市場勢在必行。應該說「十三五」期間直接融資比重有明顯提升，但無論是從滿足實體經濟的需要還是橫向比較來看，仍處於較低水平。以（企業債券+境內企業股票）／（債券+股票+信貸）為口徑，當前中國直接融資佔比僅17.37%，發達國家直接融資佔比則多在50%以上。權益市場的擴容雖短期可能對二級市場流動性造成階段性的衝擊；但中長期來看，能夠顯著增強對資金的容納能力，改善存量競爭的格局。

其次，新一輪技術革命的歷史機遇與資本市場基礎制度建設推進過程中，A股上市公司質量有望不斷提升。

一方面，歷史經驗表明，每一輪技術創新周期，都會帶來科技股牛市，並誕生一批偉大的公司。相



比於十年前、二十年前，中國在全球產業鏈的分工位置有所抬升，也孕育了華為、阿里這樣具備國際競爭力的巨頭，細分領域也有像歌爾、立訊這樣優秀的上市公司。當前5G-AIoT（人工智慧物聯網）時代大幕開啟，在政策扶持、工程師紅利及巨大的市場潛力等因素共同作用下，中國在戰略新興領域的角色正由追隨者向並跑者、引領者切換，投資者也將共享來自上市公司做優做強的增長紅利。

另一方面，隨着註冊制落地推廣、多元化退市制度建立、信息披露制度完善、資本市場違法犯罪懲處力度加大等一系列基礎制度的建設，A股市場優勝劣汰的進程將顯著加快，從而上市公司整體質量將不斷提升。與此同時，細分行業本身的集中度提升，也將在未來孕育更多千億標的、萬億標的，從而提高對資金的承載力。

再次，中國居民部門財富配置的趨勢性轉變才剛剛開始。過去中國居民部門財富大量配置於銀行理財和房地產，但近年來，理財新規之下剛兌被打破，低風險投資者部分溢出；理財收益率自2018年以來也持續下行。與此同時，政策面對「房住不炒」貫徹得較為堅決。本輪新冠疫情重創國內經濟、信用貨幣雙寬鬆重啟的情況下，全國範圍來看房價也並未出現前幾輪寬鬆中的大幅上漲。

銀行理財和房地產投資的外溢，使居民部門對其他大類資產的配置需求提升。而在當前經濟增速換檔疊加長期低利率環境的背景下，權益資產的性價比正在凸顯。今年以來公募基金發行放量，已超過了2015年的高峰，也表明居民部門入市意願不斷加強。

2016年後，由於金融去槓桿加速，伴隨着最嚴資產重組新規、減持新規出台，一級和一級半市場收縮明顯。而隨着今年以來規則的重新放開，股權基金退出通道拓寬，股權融資有望重新迎來向上拐點。

二、要素市場改革為經濟注入新活力

「十四五」期間，國內經濟建設主要有兩大命題：一方面，傳統增長動能枯竭疊加海外需求與地緣

政治風險加劇，必須挖掘新的增長動能，實現高質量增長，提高國際競爭力；另一方面，區域間發展不協調、不平衡的問題亟待解決。兩大命題的破局均有賴於要素市場建設和要素市場改革。要素市場改革為經濟注入新活力，也有望成為資本市場投資亮點。以下五個方面值得重點關注：

技術與數據要素市場建設：精選戰略新興領域、重視新基建。其中，技術要素領域可重點關注滿足國產替代邏輯、集中度提升、基本面改善三個條件的細分領域，如半導體材料和設備、信創國產替代、高端裝備（機床、醫療器械等）、汽車零部件；數據要素領域可關注可能獲得進一步政策支持的區塊鏈、雲計算等；新基建可重點關注政策紅利和行業空間兼具的新一代信息技術、數據中心，以及工業互聯網的平台類企業。

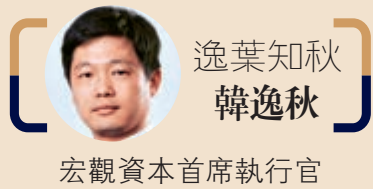
要素確權、定價和交易環節制度建設：重視產權制度建設、資本市場建設。一方面關注知識產權保護制度不斷完善的受益方向，比如最典型的國產軟件；另一方面關注受益於資本市場改革的頭部券商。

市場化機制下的要素流通方向：關注大城市集群建設。就城市化進程來說，前一個五年、十年的重點是人口城市化、經濟城市化，下一個五年、十年的重點是超大、特大城市化和城市產業集群建設。受益方向一是軌道交通建設；二是超大、特大城市運作、安全、精細化管理角度的智慧城市和安防；三是京津冀、長三角、珠三角城市群的地產。

雙循環背景下的國家安全領域。主要包括糧食安全（以大豆為典型的高度進口依賴領域）、能源安全（油氣資源嚴重依賴進口、海運）、戰略資源安全（鐵礦石等進口依賴度高的工業品）、國防安全。分別對應投資方向為轉基因／種業自主創新、中巴油氣管道建設相關的新疆基建、再生鋼鐵原料、軍工上游板塊。

基於美好生活的補短板。重點關注：一、疫情之後倒逼的、政策資源可能超預期投放的醫療領域；二、低碳經濟，綠色環保概念、且具備滲透率提升邏輯的新能源車。

疫苗遠水難解疫情近渴



宏觀資本首席執行官

今年1月初本專欄預警「非典重來」，並推薦了其後翻三倍的香港電商股。此刻美總統大選塵埃落定，加上輝瑞疫苗報喜，人們彷彿在新冠疫情的黑暗隧道中看到一絲亮光，開始憧憬無疫的春天。但即便疫苗真是高效且無副作用，以最快速度過審、投產、分發，恐怕亦追不上眼下激增的確診人數。冬天陰冷潮濕的天氣不僅有利新冠病毒存活，同時也增加了室內聚集機會，降低人體免疫系統活躍度。正如拜登所言：一個黑暗的冬天即將降臨。

應對疫情的肆虐，疫苗雖然不可或缺，但也不能倚為干城；其更側重於政治和社會心理層面，至於抗疫效用不宜過分樂觀。須知經過多年研發迭代的流感疫苗，也未能制止過去若干次流感大爆發，更別說是用十倍速度研發出來，副作用和免疫效果尚未得到足夠時間及樣本驗證的新技術產品；而疫苗能有多大程度上普及，並保證有序分發，更是極大挑戰。

分析後市時，無論資金面、技術面或經濟基本面，甚至財政貨幣政策，都無法與短期指數級複合增長的疫情壓力相提並論。在沒有防控的背景下，單憑幾個輸入病例，足以在六周左右癱瘓千萬級人口的大城市；即便經過半年準備，推行防控措施，疫情仍隨着入冬而不斷加速，已去到幾周翻一倍的可怕狀態。兩周後我們將看到死亡數據攀升，因死亡比確診延遲7至10天。隨着疫情年末擊穿醫療資源，死亡率和傳播速度指數級上升，有機會引發西方社會恐慌，衝擊經濟和股市。

怎麼看新冠數據？有能力檢測治療的國家才有數據報送，而落後國家大量人口默默染病、默默死去，連計入統計數據的資格都沒有。除了不可觀測國家外，不可觀測

患者群也不容忽視。借鑒此前的全球豬流感大爆發，報告病例只是實際病例的十五分之一，而新冠疫情中無症狀感染者和未入院輕症大多不被統計，在報告數據突破五千萬逼近一億時，其實不難估算出實際感染數字恐怕已逼近十億。

西方醫療資源或被擊穿

什麼數據才靠譜？很簡單——政治上不用背鍋的輸入病例數據。各國在檢查輸入病例時都格外仔細慎重，數據質量也最高；匯總各國的輸入病例數據後可及早得到新一波疫情預警信號。

此刻，市場對疫情仍處於長期抗疫疲勞後的麻木無感，新聞報道亦未能預警疫魔正以前所未有速度捲土重來：法國的ICU佔用率已達94%；美國多個北境州份數據開始爆錶，一旦醫療系統資源被擊穿，疫情傳播和死亡數字增加必然加速。

當年非典後，大量接受激素治療的病人生不如死。照目前態勢，新冠疫情在幾年內至少會累計感染全球30%到90%的人口。參照意大利研究，各種後遺症比率或高達87%；除了典型的肺部纖維化和神經肌肉後遺症外，柳葉刀發表的美國7000萬病例研究稱有18%發展出精神疾病。全球海量人口難以避免地感染新冠後，就算病毒轉弱、死亡率不高，但患者出現後遺症無法工作或效率降低，足以顯著撼動全球生產力了。

考慮到西方並未像中國般經歷過冬季疫情的噩夢場景，很難說社會層面已準備好。即使政府可以短期內大量增加醫療設備，但也無法短期內提供大量醫護。當西方世界的醫療資源被擊穿，疫情加速感染和死亡率急速攀升將接踵而至。而疫情重災區的美國，政治層面似乎也為新冠疫情準備了最適合不過的溫床：力主保持社會開放的特朗普和若干共和黨人在1月下旬前勢必繼續硬撐，開門揖病；而1月末上台的拜登將在疫情傳播到連項點附近開始全面封鎖，讓原本奄奄一息的中小企業和經濟雪上加霜。

▲業界看好農曆新年後本港樓市
資料圖片

年底失業潮或攀至高峰



祥益地產總裁

未發生過的大局，衍生了未出現的市場模式。命運將幾乎所有負面因素都在10月及11月這兩個月內作終極引爆及解決。

失業潮、結業潮的悲情隨着政府在12月開始不再發「保就業」資助將推向高峰，蕭條氣氛將在新年前最濃烈。

作為中型企業，筆者認同政府過去六個月的「保就業」資助是一個強而有力的救援，連續六個月的救援是前所未有的，一連串抗疫紓困措施雖然消耗了四分之一的政府庫房，卻成功令到過去關鍵性的半年中社會穩住陣腳。現在的香港較半年前，金融中心的地位更穩固，三季度GDP按季增長亦去到3%，PMI（採購經理人指數）亦是去到49.8的水平。

零售業雖然一片苦況，但有部分已經在艱難中穩住陣腳，六個月時間的資助足可以讓企業轉型，只要肯隨着大局轉型的話，給了不少

企業生路。

11月份之後「保就業」資助停止，筆者認為這是一個終極的解決，雖然對一些企業來說無情，但令到市場做到一個徹底的出清，以迎接來年初的復甦，否則當有復甦的時候有企業挨不住而去抵銷我們的反彈，也可能會是另一個創傷。

另一方面，近期疫情不理想，有再爆發之勢。看來強制檢疫應該要短期內出手，而香港亦愈來愈多人支持或要求全民檢測，疫情兇險亦會在明年年初全面解決。如果落實到全民檢測，我們就可以將感染個案歸零，兩地通關往來就可以暢順得多。

如果我們不談政治，純粹從經濟角度來說，很多市民是歡迎一些「拉布」的議員離開，因此對「明日大嶼」計劃及開發土地是增加信心的，有關的正面評價也不少。相信香港民生將在短期內受惠，這亦是一個好的趨勢。

筆者認為中央解決香港問題是審慎而有力的，當然香港人更加應該自己努力爭取做正確的事，這兩個月是黎明前的黑暗。筆者很看好農曆新年後的樓市和民生情況。