

不知不覺，疫情後已經過了兩年。有人說這兩年如此飛快，以至於好像時間和記憶都斷層了。也有人說，這兩年過眼雲煙，彷彿是一場「元宇宙」——各種大瓜大事應接不暇。在經濟和金融層面，遠遠超過十幾年前的次貸危機，大疫情引發的是一場前所未有的「相變」。所謂相變，就是一種巨大的結構性力量導致的底層運行邏輯的改變。如果不理解這些，也就不理解剛剛過去的2021，也就無法預判即將到來的2022。

2022年開局 修復供給端(上)



▲2021年每一次疫情的反覆，都彰顯出中國在製造業供應鏈上的穩定優勢。

澤被萬物



趙建

西澤研究院院長

2021即將過去，我們有太多的沒想到，沒想到：美股的泡沫如此堅韌、中國外循環的動力如此強勁、中國各項治理政策如此決絕、中概股的下跌幅度和中國經濟的下行壓力如此之大……我們必須以新的範式來看待後疫情時代的運行邏輯。

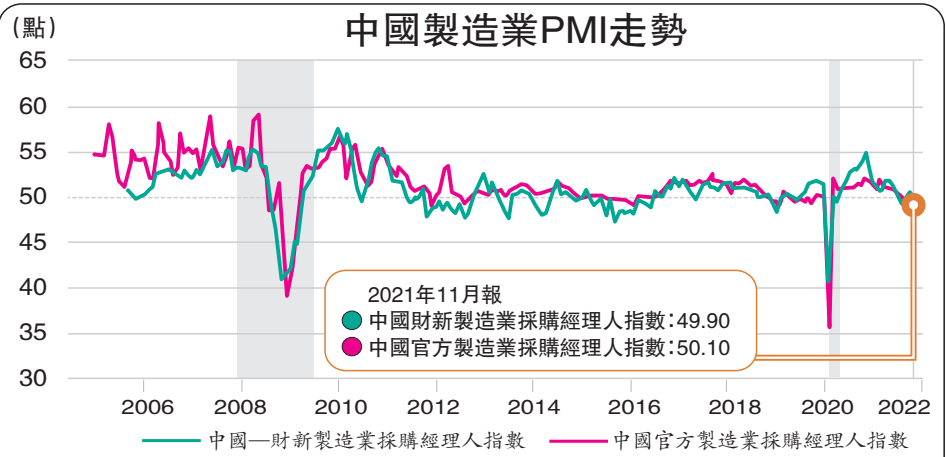
全球大通脹 金融大動盪

即將到來的2022，將會有更多的沒想到。全球大通脹的風已起，金融大動盪的波未消，世界長期面臨的是氣候變暖的碳治理問題，短期面臨的則是如何在貨幣大放水的起飛狂歡之後「軟着陸」。大潮終將退去，到時人們會吃驚的發現，真正裸泳的人竟然是美國聯儲局們。有了危機的藉口，他們對資產負債表的瘋狂擴張早就沒有了「底褲」（底線）。

與以前完全不同的是，這次大危機主要衝擊的並不僅僅是需求，更嚴重的是供給。這是後疫情時代最大的相變：防控疫情導致的停工停產、貨幣大放水帶來的原材料瘋狂上漲、全球航運和物流體系的過度擁擠、疫情福利政策導致的勞動參與率降低、種族主義、去全球化（大脫鉤）、貧富分化引發的「躺平」與「內卷」等等。如果說需求不足可以通過簡單的貨幣寬鬆政策進行刺激，那麼全球供給體系所受到的傷害，大部分是不可逆的。病來如山倒，病去如抽絲。尤其是經過多年形成的「生動活潑相互信任」的發展局面和社會風氣，一旦遭到污染和破壞充滿了戾氣和怨氣，形成不安全、不穩定的預期，要重新修復恐怕會很難。

因此2022，展現在各國政府面前的首要任務是：如何穩定一個極度不穩定的全球經濟，不妨稱其為「明斯基難題」。這是又一次大脈衝之後的TAPER（減碼購債）時間，覆水難收卻又不得不收的央行與市場之間的博弈時間。而對於中國，則是房地產為王的二十年之後第一次真正的「明斯基」或「雷曼」的清算時間。這一次可能會又一次化險為夷，但影響中國經濟政治最大的問題——土地財政，將會出現重大的改變。如熊彼特說過：「財政是制度變遷的核心動力」，那麼這一次巨大的財政難題，在2022年是房改、舊改、基建等債務—貨幣舊模式的重演，還是會引導中國經濟走向另一條軌道？如果是另一條軌道，則是百年未有之大相變。筆者認為這個軌道的遷移，從發債賣地到徵稅的轉換，難度非常大，非常容易引起經濟、金融、社會的高度不穩定。

2022年是真正的「大變局中的大變局」，影響中國乃至世界的兩件大事將同時在這一年進行：中國二十大，美國中期選舉。又是中國的共富、雙碳、



「十四五」規劃開局之年。對於美國的中選，特朗普很可能捲土重來，全球將重新熱鬧起來……面對這場大變局中的大變局，金融市場真的做好準備了嗎？

五個沒看見經濟「相變」

2021年，跌宕起伏、變化多端的全球經濟和金融市場，好好的給經濟學家和投資者們上了一課。如果對2021年做一個復盤，有以下五個現象大多數經濟學家沒有看到：

- 一是美國股市的強勁程度。一場史詩級的災難，引發了一場史詩級的大牛市，這本身就帶有「後現代金融主義」的荒誕性、魔幻性。2021年的美股，雖然中間也經歷了幾次大的調整，但總體上來說還是實現了較高的回報，具有可觀的夏普比率。
- 二是中國經濟的外循環能力。隨着疫情反覆和病毒變異，中國繼續享有疫情防控優勢，擔負着世界工廠的角色為全球提供物資供應。前三季度，淨出口對經濟增長的邊際貢獻達到三成以上。這與我們當初試圖以內循環為主擺脫過度以來外循環的雙循環格局設計初衷完全相悖。
- 三是中國各項治理政策的決絕程度。雖然我們看到了在外循環（出口）可以支撐穩增長的情況下，中國高層會全力解決內循環的堵點和風險問題，但是仍然沒有預期到對民生、金融、房地產等問題行業的治理會如此嚴格。或許政策層也沒想到，房地產行業的債務會如此嚴重，又如此脆弱。也沒想到教培、醫療、新科技等行業，在海外資本市場上會引起如此大的反應，從而產生第四個超預期。
- 四是中概股的下跌幅度。在歐美資本市場一片繁榮、一片牛市的局勢下，在歐美、香港等海外市場上市的中國公司不僅沒有享受到全球放水的流動性紅利，反而遭到國際投資者的大幅拋售，蒸發了十萬億元的市值。可謂中國資產的巨大流失，中國公司的海外融資功能基本癱瘓。
- 五是中國經濟的下行趨勢。我們在半年前已經提示「通縮力量正在積聚」，六穩六保的防禦性策略將重回政策層的核心清單。到第四季度，這個局勢已經非常明顯。2021中央經濟工作會

議和近期幾次高層會議，都已經透露出對穩增長問題的擔憂。

站在這五個沒想到或超預期的現象上看2022，我們認為將是向常態和常識回歸和收斂的一年。而這一回歸過程，將面臨巨大的價值重估。所謂的沒想到，是因為疫情及其帶來的一系列直接後果，改變了社會經濟運行的邏輯：

面對大疫情，美聯儲史無前例的採取「戰時政策」，直接給個人「直升機撒錢」，這在大蕭條時期都沒做過的，導致經濟的投資和消費支出需求都快速攀升，同時帶來了資產價格與消費品價格的上漲（通脹）。金融與實體經濟雙重「通脹」，這在近半個世紀是罕見的，這是因為美國的貨幣發行機制變化了，由原來的私營部門加槓桿創造貨幣，轉變為政府加槓桿美聯儲購買的模式。在部門資產負債表勾稽關係上，財政部門直接給家庭發的錢，是家庭資產負債表的淨資產而非負債。這意味着大疫情後，居民資產負債表的擴張，自由現金流的增加，並沒有相應的槓桿擴張。加上心理賬戶的影響，個人賬戶大量的資金流向了高風險資產，比如概念股板塊、加密數字貨幣等。這是美國股市和通脹同時看上去非常強的一個貨幣解釋。

中國製造業供應鏈穩定

大疫情發生後，現代貨幣政策可以較好的恢復需求，因此國運指向的重點就取決於供給的修復能力。於是2021年每一次疫情的反覆，都彰顯出中國在製造業供應鏈上的穩定優勢。所以我們看到的數據便是，每一波新疫情的爆發都伴隨着中國出口的脈衝增長。疫情治愈時間如此之長，導致全球經濟復甦共振的時間一再推遲，這樣也就給了中國外循環動力不斷增強的空間。外循環對中國經濟異常重要，這是因為對外出口的企业絕大部分都是就業密集的中小民企（相反進口能源、糧食和核心原材料的主要國企）。因此同樣是一單位GDP，在邊際上外循環創造的和內循環（基建+房地產）創造的就業貢獻都不一樣。疫情反覆帶來的這種經濟動力格局給了當局一個略微帶有幻覺的時間窗口：中國可以擺脫房地產和基建實現高質量增長了。基於這種認知，高層開始對兩大資

新能源行業高增長可期

斌眼觀市



朱斌

西南證券首席策略分析師

當前，A股市場處於業績真空期、經濟下行期、疫情反覆期的三期疊加時期。在這種

三期疊加的狀況下，原有的主流賽道已經估值非常飽滿，而現有的新板塊又沒能冒出來。因此市場整體處於弱勢震蕩格局。行業輪動加快，但是各類主題上漲的可持續性比較一般。那這種弱勢震盪期何時結束呢？我們認為，到年報披露期，如果相應熱門板塊的業績能夠符合預期或者超預期，那麼市場將會重新迎來強勢上漲期。在這之前，資金更多地會以主題炒作、板塊輪動的方式去參與市場。

從業績公布時間來看，當前處於年末時節，正是業績真空期。三季報在10月底已經公布完畢，三季報所體現的業績增長在9月、10月的行情中已經表現得十分充分。而一季報和年報要等4月底才能全部公布完畢，年報業績預告也要等到1月中旬以後才會批量公布。因此現在市場面臨着比較「尷尬」的格局：已經有的熱門賽道，經過大半年的上漲，估值已經非常飽滿，而一些今年以來上漲不多的行業，目前仍然處於行業低谷期，業績釋放遙遙無期。在這種狀況下，熱門行業如果要進一步上漲，需要有新的業績催化。同時，由於其估值非常飽滿，一旦有什麼利空消息刺激，板塊就會有巨大的波動。當然，從中長期來看，熱門賽道如軍工、新能源，仍然具有很高的增速，因此其重要性不容小覷。如新能源板塊，當前新能源車的銷量已經超過汽車總銷量的10%，按照這一速度發展，到2025年，中國新能源車的滲透率有望達到30%，超過工信部預定的目標。同時也意味着未來三年，新能源車行業的增速會達到40%以上。

從經濟狀況來看，當前經濟依然處於下行期，房地產行業的風險尚未釋放完畢，外貿也存在不確定性。2021年經濟增速逐季下降的態勢已經確立，單季度GDP增速從一

季度的18.3%下滑到了三季度的4.9%。四季度預計進一步下滑到4%左右。從消費端來看，11月的社零增速已經滑落到了3.9%，比10月份大幅度下降了一個百分點。而12月的出口增速，預計下滑到個位數，也呈現顯著下行的態勢。此外，當前房地產行業的風險遠遠沒有釋放完畢。在人口總體負增長的大背景下，房地產行業將開啟長達數十年的下行期。當前，房地產行業的各項指標還在惡化當中，如商品房空置面積顯著增長，而銷售面積卻呈現較為疲軟的態勢。在這種狀況下，房地產、貿易相關的產業鏈，反彈的持續時間就很短。

從疫情來看，拜最新變異毒株Omicron所賜，全球每日新冠確診人數創出歷史新高，新冠疫情仍然在激烈蔓延中。平安夜前夕，全球新冠每日新增確診人數一舉突破97萬人，達到了97.1萬人的歷史新高峰，遠遠高於2021年初峰值83.4萬人和2021年中旬峰值90萬人。這意味着新冠疫情持續得比人們想像得要久。在這種狀況下，預計全球新冠疫情最終感染人數將接近4億人，對於經濟和貿易的影響將持續至2023年。

投資策略：我們預計，明年一季度在業績展望更新、政策放鬆的刺激下，A股市場有望展開新一輪上漲行情。從投資策略來看，我們認為有兩大方向可以關注，主要是高成長板塊和困境反轉板塊。

其一，是繼續聚焦製造業、聚焦高景氣賽道。包括軍工、新能源（新能源車、光伏、新能源、能源系統等）、半導體、物聯網等，這些板塊具備長期邏輯，在今後相當長時期內仍然將保持高增長，明年一季度市場開始新的業績預期時，預計相關板塊將迎來新一輪上行期。

其二，是困境反轉賽道。包括商貿旅遊、豬周期、船舶製造、創新藥等板塊，這些板塊當前處於周期底部，最困難的時候，股價也在相當程度上反映了這些困境，一旦周期向上股價彈性十足。此外，還可以關注一些產業安全領域，如信息安全、種業安全等；產業周期開始向上的消費電子等。

利益分配結構橄欖形更優

樓市新態



汪敦敬

祥益地產總裁

「共同富裕」是一個合理的理想，目的是透過均富為公司帶來更穩定的人力

資源，亦同時減少冗員，雖然此舉或會令企業放棄不少獲厚利的機會，然而公司和諧及盈利穩定亦同樣是優勢，用穩定的資源分配和薪酬制度去達到橄欖形的利益分配結構，而非金字塔式的分配結構。

祥益地產於本月中獲得到了「滙豐營商新動力」銀獎（可持續發展目標兩大類別的體面工作和經濟增長），是次獲獎將會得到三萬元現金獎勵，計劃將獎金全數捐至「屯門健康城市協會有限公司」，此獎項是我們在再培訓上得到佳績的延續。而體面工作和經濟增長此獎項，就是希望普遍給予員工穩定的收入、收入以外的前路發展及對社會貢獻的增長！筆者對穩定收入定了標準，就是同事的收入在沒有人「食白果」之下達至橄欖型結構分配（過去一年人均開單是每月4.1單，八成人都做到3至5單的成績，而特別好的一成人是8至12單，只

有少部分人開1至2單），即是說穩定收入的人是主流！

很多人奇怪地產代理業良莠不齊，亦因人海鋪海戰術情形之下，開單普遍不夠分，我們如何在幾乎不篩選人才的情形之下，其中更以弱勢社群為主，而我們的成果比同業更穩定！

其實道理很簡單，這資訊爆炸氾濫的世道充滿了錯誤和歪理，守穩本分就是最佳的競爭態度，筆者相信每個人都有長處，只要給予適當培訓及配合就可以發揮，在網上世界保持忠誠及專業其實是一個優勢，三十多年來我們從沒有假盤，上網看看一間地產代理有沒有樓盤違規紀錄就見真章，在這個新世代，人們長期忽略真正的以人為本，以及忠誠和專業，如果我們可以發揮到，在一些市場板塊能夠戰勝行家大企業的千軍萬馬，本是平常事！

數十年前很多行家都不相信沒有人食白果這個事實，但是到了今日，我們不僅僅人均每月開單4.1宗，更加重要的是成功造就了橄欖形的利益分配，弱勢社群可以克服到市場，任何人如果你感到前景失望的話，請一起到來奮鬥吧！

本進行決絕的治理：三條紅線嚴格限制房企債務膨脹，出台各類政策嚴厲治理各類數字平台資本的無序擴張。

而2021年作為特殊的年份，中國共產黨建黨百年崢嶸歲月，又增加了更宏偉的歷史使命——這些使命並不是經濟層面的，而是對四十年前改革開放初期的初心進行回應。其中最主要的一條

是：共同富裕。這一條將是中國未來很長一段時間的總路線，同時伴隨的則是雙碳大躍遷、無序資本的改造，新時代的三面紅旗。「山下山下，風展紅旗如畫」。

時代正在加劇變化，2021年不過是大變局的一個序幕，2022年才會看到真正的開局。（持續）