



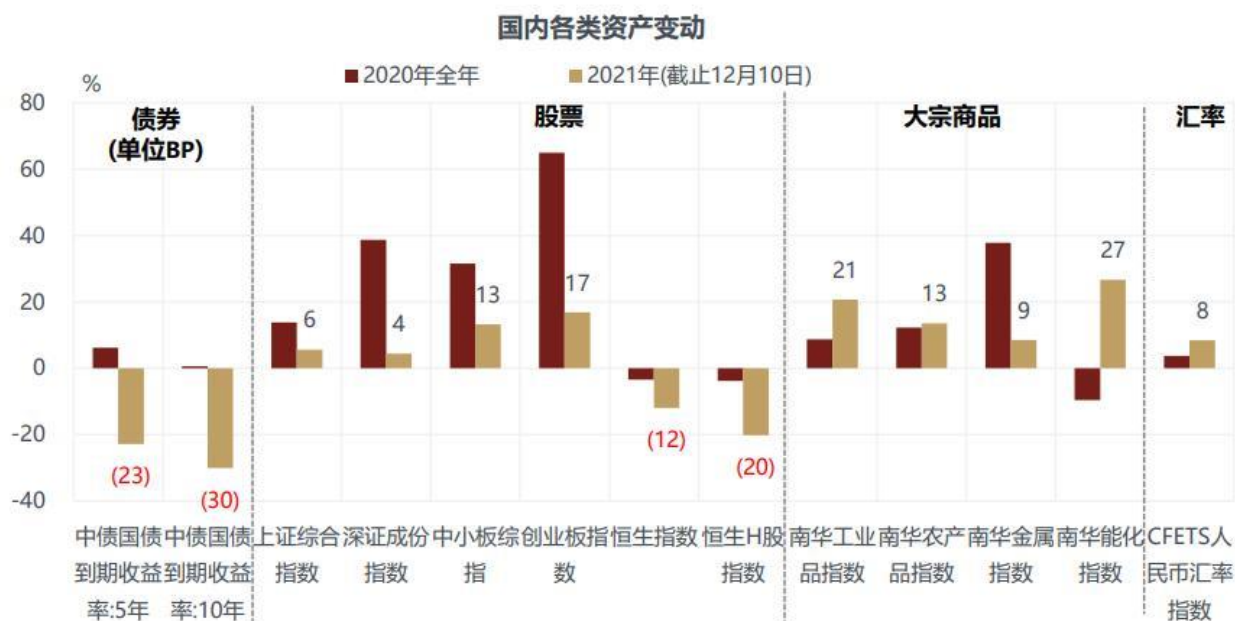
张志洲：全球资产定价投 出两个世界



我分享一下 2021 年在金融市场看到的金融资产是如何定价以及如何反映了过去一年的经济。大家知道，在资本市场，特别是股票市场，投资者是用真金白银对未来的预期做出一个预判，反映未来经济可能的走势和形势。下面，我重点讲一下资本市场反映的定价预期。

2020 年 12 月展望 2021 年时，我们当时的一个核心观点就是对 2021 年中国实体经济并不担心。不担心的核心原因是 2020 年全球疫情蔓延开来以后，西方发达国家，特别是美国，都采取了人类工业革命以来最大规模、最强力度、最快速度的财政货币双刺激。刺激的结果导致了包括美国、欧洲一些主要发达国家经济体的私人企业、居民部门的现金存款绝对量和增速都创了第二次世界大战以来的新高。换言之，也就是政府财政刺激和债务增发的钱直接流到消费者手里。海外消费者有足够的“弹药”购买出口的商品，这会国内经济带来很强支撑。

2021 年到目前为止，国内外资本市场的定价跟 2020 年相比，包括跟未来一段时间的预期相比，中国资产基本上是反映了“滞”，美国的资产反映了“胀”。



在这张图里，大家可以明显看到 2021 年国债收益率是下行的，国债价格在涨。股票这个风险资产明显弱于 2020 年。这个数据是更新到 12 月 10 日，如果再加上这两天的调整，国内大盘指数是没有涨的，香港股票市场更是大幅下跌。大宗商品 2021 年大幅波动，波动率也是过去 4 年以来最高的水平，考虑到 9、10 月份的向下修正，依然也反映了未来若干个月经济下行的压力，这是国内资产表现的情况。

2021 年在资本市场上，资产价格跟过去几年相比有一个特别明显的区别。在过往几年，我们基本上都是从资产价格走势反映的预期中，重点找经济增长和通胀的未来预期和定价。但 2021 年是特别有意思的一年。2021 年，资产价格不光反映了增长和通胀的预期，从某种意义上，还反映了中国经济，甚至全球经济都进入了新发展阶段，贯彻新发展理念，开创新发展格局。为什么这么说呢？大家可以看下面这些数据，2021 年从实体经济

角度和金融市场角度，看不到实体经济有明显的系统性风险，包括金融市场也没有。但是，整个股票指数修正幅度是不低的。而且放在过去若干年比较，如 2011 年欧债危机，2013 年的钱荒，2018 年资本市场寒冬，2021 年上证 50 的跌幅跟这几年都有得一比。这个跌幅里面很重要的一点是反映结构的剧烈变化。资本市场不单单定价了经济下行压力，还定价了经济结构的加速转型。

过去三五年，大家都在期望和期待中国经济顺利转型，特别是要以内循环为主向消费转型。但是 2021 年很有意思，跌的多的优质资产都是过去这些年大家看好的消费类相关资产。我后面会跟大家分享，我们认为相关资产价格表现其实是在反映中国经济增长中枢下台阶的趋势。前面各位老师也有提到，我们的增速可能在下另外一个台阶。这个下台阶很大程度上是跟消费相关。如果看中概股的话，就更不用说了。中概股 2021 年的跌幅是创了自中概股诞生以来的最大跌幅。年度跌幅，远超过 2008/2009 年金融危机，2010/2011 年欧债危机，2015 年股灾，2018 年资本市场寒冬。我们觉得这些资产价格的调整不光放映了政策，很有可能是除了周期性的增长通胀因素之外，也在反映深层次的结构性变化。或者说我们认为 2021 年资产价格既反映了增长和通胀，也就是中国和海外在经济不同阶段的复苏、放缓甚至衰退，也反映了中国经济和全球经济在加速转型。这个转型是全球资本市场的投资者用真金白银在资本市场投出来的两个世界，一个是跌下去的旧世界，一个是涨起来的新世界。

A 股市场的估值分位数,是 2010 年以来的估值分化最极端的情况了。2020 年风险资产普遍上涨,股票、大宗商品、比特币、黄金、房地产。2021 年股票市场大盘没涨,但是估值严重分化。这个分化,我们回过头看,它应该有点像 2008 年、2009 年全球经济危机时候一些资产的出现。举一个例子,2021 年在资本市场上如果没有配电动车,包括自动驾驶相关资产,投资业绩表现是不可能特别出彩的。但是如果配了房地产、基建的旧世界资产就一定不好。但这是不是泡沫和预期呢?我们倾向于判断不是。的确,阶段性估值可能贵了,但是很有可能新能源汽车和电动车为代表的是新世界资产。这个新世界资产比如说新能源汽车、电动车,再比如说人工智能,再比如 5G/6G,再比如碳达峰、碳中和对未来全球二三十年能源基础设施深层次改造,这就是未来的新世界。以电动汽车为例,电动汽车现在处的阶段基本上跟 2008 年、2009 年 iPhone 刚刚推出来的时候很像。大家回想,2008 年、2009 年时,我们每个人手上拿的是什么手机?全部是摩托罗拉、诺基亚这些 GSM 手机。2007 年 iPhone 刚刚推出,2008 年《华尔街日报》上文章说 iPhone 只是一个有钱人的奢侈品、一个玩具,对于摩托罗拉、诺基亚不可能产生系统性的影响和颠覆。但是随着 2009 年金融危机爆发以后,各国政府采取了财政刺激方案,特别是加速建设 3G 网络。iPhone 在 3G 网络基础设施出现了以后,开始快速地推广和应用。这也带来了阿里、腾讯相关商业场景应用的全面爆发。到现在,我们都已经忘了谁是摩托罗拉、谁是诺基亚。

新能源汽车现在也处在类似的地方。2021 年初,我家买了一辆蔚来新

能源汽车。那辆车上有一个智能机器人 NOMI。小朋友上去以后跟机器人聊天、唱歌、讲笑话、学音乐。这几天，大家在微信上看到一个图片很有意思，就是宝马 X5 发动机和特斯拉的发动机的对比图。这个对比图是很恐怖的，现在传统燃油车的核心零部件平均来说是有 2000 个，电动车平均核心零部件只有 18-20 个。大家可以想象，一个 18-20 个核心零部件的汽车跟 2000 个核心零部件汽车谁的生命周期维护使用费用低。这个不光是低，而是大幅降低。除此之外，我们家买的这辆新能源汽车开了近一年，充电的电费只花了 1000 多块钱。以往每年加油大概要 2 万块钱以上，整个驾驶费用的降低是在 90% 以上。当然，还有电动车本身全生命周期的驾驶里程，基本上在 100 万公里以上，燃油车二三十万公里基本上就想换了。

讲这个是什么概念？现在回过头看，从去年到 2021 年，随着全球疫情的演化，推动了包括人工智能、电动汽车、自动驾驶等相关领域加速发展，这些加速发展目前已经到了整个配套实际应用的基础设施进入了类似 2009 年 iPhone 要接入 3G 的阶段。所以资本市场 2021 年不光反映了哪个经济体的经济在放缓，哪个在通胀，还反映出来全球经济加速进入了新发展格局。从这个角度，党中央“三个新”的口号是极其具有前瞻性的。这是国内资产价格的情况。

再看一下海外资产价格。下面这张图是国内的公募基金资产配置。

公募股票型基金持股配置系数



现在我们大胆设想，这一次中央经济工作会议对制造业提到了前所未有的高度。按照 2021 年资产价格表现，制造业相关资产表现是非常好的。我们可不可以这样设想？就是过去从 2008 年金融危机以来，资产价格走过了几轮，从大周期，金融地产周期，到了过去六七年的大消费，消费+医药。未来是不是随着中国经济转型对创新、科技的重视，对服务实体经济的重视，再加上这些全球电动车、人工智能等方方面面的突破，未来几年经济可能加速进入到大制造时代，制造+科技时代。资本市场是不是在反映这个定价？是非常值得思考的一件事情。

前面说了，美国资产是在反映一个通胀的预期。经济复苏强劲，流动性充裕。所以大家看到海外股票涨得比我们多。海外的商品反弹得比我们国内商品反弹得剧烈，相对应的就是因为通胀太高，所以它的债券价格表现是很差的。

往未来看，展望 2022 年的话，我们觉得 2022 年可能我们面临外部环境会比 2021 年差。差的原因就是 2020 年全球发达国家投放了巨量的财政刺激和货币刺激，现在终于看到了通胀出现。而且因为这个通胀目前明显已经进入加速和自循环状态，向核心通胀蔓延。很麻烦的事情就是它不但刺激起了实体经济的通胀，同时还带来了资产价格一定程度的泡沫化。对 2022 年而言，如果这个通胀持续下去，就会超越联储预期。虽然联储最近转鹰派了，但是转鹰派的程度可能还跟不上通胀的走势。2022 年外部环境的不确定性是很大的。外部资产价格环境中可以看桥水的测算。总体来说，资产价格处在历史高位，虽然没有 2000 年资产价格泡沫那么大，但结构性泡沫是显然存在了。这些结构性泡沫在新经济领域里面是比较明显的。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35952

