



# 彭文生：去金融化带来 “成长”变局



新冠疫情之前，全球宏观经济的一个显著特征是“三低”：低增长、低通胀、低利率。宽松的货币政策拉低了无风险利率，推升了各类资产价格，但传统宏观范式正经历大变局。人口变化、绿色转型、出于安全性和稳定性考量的全球产业链重组以及正在下降的和平红利等，都意味着全球经济的供给约束增加、运营成本上升、滞胀风险加大。

与此相对应，实物资产重要性相对上升，而金融资产重要性相对下降，“去金融化”已经在路上。那么，宏观大变局对资本市场有何影响，“去金融化”大环境下各类资产价格何去何从，是市场非常关心的话题。本文自上而下，从宏观层面分析过去“三低”环境下表现出色的具有成长特色的行业在新宏观范式下的投资逻辑。

“三低”宏观环境也是成长风格的黄金年代，但新宏观范式下，全球成长行业面临的挑战总体上有所上升。历史经验表明，全球成长特色的行业受益于股本成本下降，但股本成本持续下降的红利可能逐步消退；通胀中枢上升，利于实体资产，压缩风格间的盈利分化，且很多过去成长给价值带来的“破坏”已逐步被消化；全球财政政策重要性上升，叠加监管趋严，成长风格享受的政策环境也随之发生变化。不过，新宏观范式下，有一些因素继续支撑成长行业。应对供给约束需要科技创新，在去金融化的大背景下，科技创新的重要性也更加突出；未来宏观波动加大，盈利确定性更加珍贵。成长型公司由于其成长属性，收入相对而言更能跨越周期，在更大的宏观波动环境下也能受益；未来经济增长仍大概率保持在较低水

平，增长仍然相对稀缺；产业发展将继续数字化。

跟海外宏观环境相比，中国有一定差异，对成长行业可能相对更为友好。中国处于金融周期下半场，信用扩张放缓，去杠杆尚未结束，压制均衡利率，虽然全球供给约束也会对中国通胀带来支撑，但中国名义利率中枢上行的压力没有海外那么大。在“紧信用，松货币，宽财政”的政策组合下，货币政策相对于海外仍有进一步放松的空间。财政发力边际上向民生、公共服务、新基建倾斜，更有利于中国以消费和科技为代表的成长风格。金融周期下半场，中国步入“后地产时代”，金融周期上半场受到挤压的行业发展空间加大，美日等经济体在“后地产时代”，均出现科技、汽车等偏成长的行业领跑的局面。除此之外，随着中国资本市场改革继续深化，市场机制更加完善，中国股权风险溢价仍有下降空间，降低股本成本。

“去金融化”的环境中，可以提高对降低成本、增加稳定性的成长特色领域的关注。未来的宏观经济或将是通胀抬升、不确定性加大的环境。面对新冠疫情、地缘冲突、逆全球化等挑战，提高“安全性”和“稳定性”

**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\\_43192](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43192)

