



在谷底的经济



当一个经济体跌入谷底，大家对坏消息会变得特别敏感，一个聊天记录，一则朋友圈的信息都可能让市场出现大幅调整。这种情况一般代表市场投资者的情绪比较忐忑，想抄底又怕被市场埋进去。2022年7月的市场就处于这种状态，担忧主要在两个方面。第一，国内的疫情和房地产市场会不会持续拖累经济复苏？第二，美国经济会不会在不久的将来陷入衰退？

从宏观经济周期来看，现在已经进入“衰退后期”。这个阶段的特点是经济非常疲弱，央行已经向市场注入大量流动性，可是由于需求转弱和预期不足，信用迟迟无法形成内生性扩张。未来还需要一段时间让市场出清，企业才能进一步加杠杆扩张。

根据过去的经验，从央行释放流动性到形成实物工作量，这个过程大概需要6个月的时间。如果以4月份作为流动性集中发力的拐点，那么经济应该会在今年10月左右进入复苏期。

在这个过程中，市场的走势会相当小心谨慎，整体走势呈现典型的震荡以及行业轮动模式，缺乏清晰的主线。从近期市场走势也能看出来，当期业绩较好的光伏和储能新能源板块已经反弹到高位，博反转的消费和房地产行业又存在较大不确定性，所以我们看到资金在各个板块之间快速轮转，对投资者不是很友好。

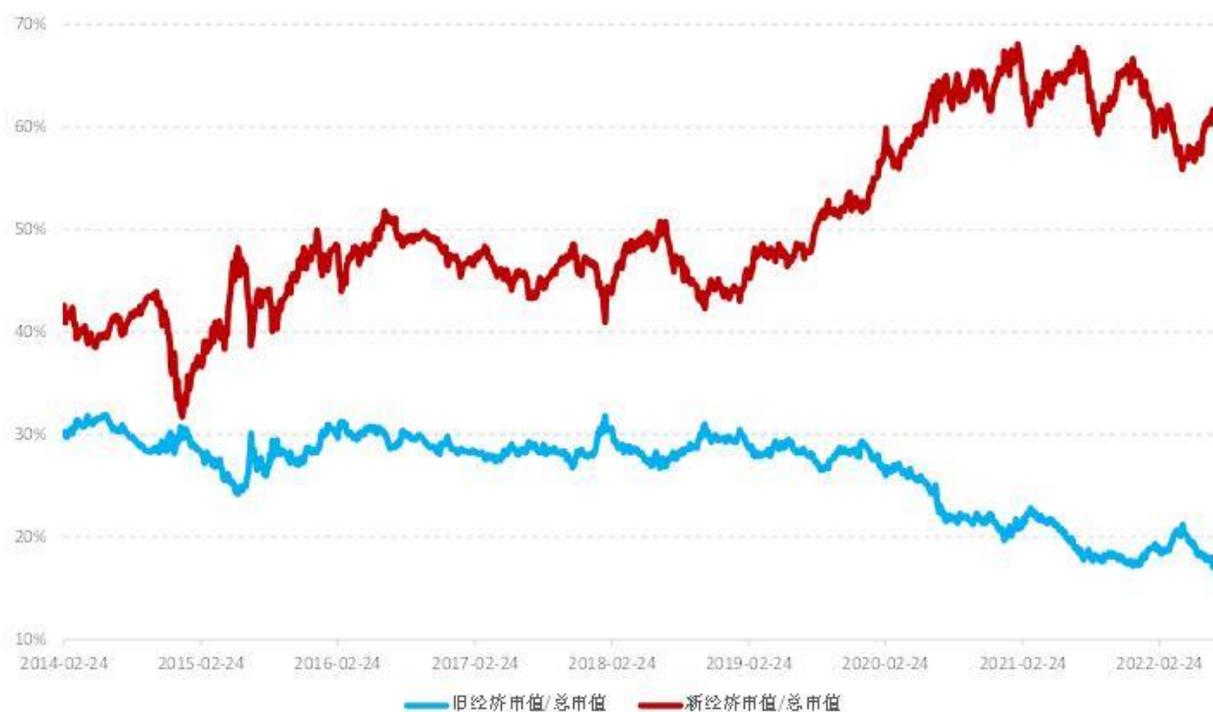
即使当前市场赚钱很难，投资者内心对中国资本市场依然非常乐观。在今年4月市场的惨烈暴跌中，差不多所有技术性指标都指向市场接近底

部，但是有一个参照指标却异常坚挺，那就是基金赎回率，即使在市场最糟糕的时候并没有出现显著下行迹象。当时有一些投资者据此认为 2860 还不是市场底部，需要看到机构投资者因为赎回继续大幅斩仓，形成新一轮踩踏，市场才会形成底部。然而，这次机构投资者的表现异常稳健，不仅没有遭遇赎回，反而有些基金出现越跌越买的奇观。

这表明中国资本市场的逻辑发生了很大的变化。大家不再简单地根据经济增速来判断股市的方向。2018 年，有人问我，你觉得现在怎么样才能稳住中国经济？当时我还没有深刻理解金融供给侧改革的内涵和中央“房住不炒”的决心，我说是不是还得把房地产再放一放，这样才能带动信用扩张。后来我发现，2019 年中国经济迎来新一轮牛市，房地产行业迎来了新的寒冬。我开始深入思考中国经济的结构性问题。

直观看，我们可以把中国经济区分为和房地产市场相关的旧经济，与消费医药、科技成长相关的新经济。如果从实体经济的角度来看，2018 年-2021 年，旧经济占整体 GDP 的比重在不断下降，新经济的比重在稳步上升。从股票的行业来看，旧经济占整体市值的比重从 30% 下降到 17%，新经济的比重从 43% 上升到 65%。这都是真金白银的市场选择。

图1 “旧经济”与“新经济”股票市值比重



2019年至今，市场对“新经济”的追逐产生了两波行情，一次是消费医药，另一次是新能源上下游。两波牛市行情之后并没有像过去一样“一地鸡毛”，股价回到原点，而是在较高的股价水平找到了新的均衡点。这与过去的“水牛”不可同日而语，代表了可持续发展的方向。

目前这个过程还远没有结束，理论上由于“新经济”的盈利和比重不断上升，对应行业股票应该持续稳定上涨，这也是从2019年市场一直喊的“长牛”和“慢牛”的直观逻辑。

但是，在这个过程中，有两个问题会影响整个进程。第一，“旧经济”在萎缩过程引发系统性风险。第二，“新经济”在成长过程中买得太拥挤，

在经济周期下行时形成踩踏。这两个问题也就是引发 2022 年市场波动的主要力量。当然，疫情的影响进一步放大了这两类冲击。

面对房地产市场的大幅调整，投资者心中的感情其实非常复杂。一方面，担忧房地产市场信用坍塌，引发系统性金融危机。另一方面也为政府的严格限制房地产金融发展暗自点赞。

过去地方政府融资和房地产行业相结合的增长模式，事实上抬升整体宏观经济的无风险利率，相当于间接打压了科技成长行业。2018 年金融供给侧改革之前，“非标”占新增社融比重可以高达 30%。“非标”的信用很大一部分源自房地产的土地和地方政府的潜在担保，这类信用近似于无风险，但是其利率水平由于需要经过各种所谓的通道，最终成本远高于无风险利率（对应期限的国债收益率），这间接提升了制造业的融资成本。从总量上看，全社会的金融资源是有限的，如果资金都被吸入到房地产上下游金融产业链的“黑洞”中，留给制造业的金融资源也就相对较少了。

如果能够顺利化解地方政府融资与房地产行业之间的风险，中国货币政策的利率将会摆脱房地产的束缚，不再畏惧低利率对资产价格的影响。

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_44476

