

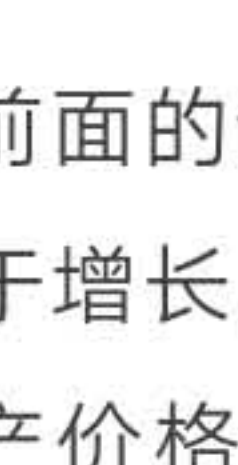


25 | 2020年，金融资产的走势如何？



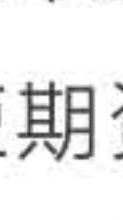
年度得到·香帅中国财富报告
25讲
昨天

[进入课程 >](#)



25 | 2020年，金融资产的...

10:45 9.84 MB



香帅亲述

你好，欢迎来到《香帅中国财富报告》，我是香帅。

这一讲终于要讲到很多同学最关心的内容了：**2020年，包括股票、债券在内的金融资产价格走势究竟会如何？**

前面的课程里我给你讲过，资产价格取决于增长，其实这句话还有下半句：短期资产价格要看政策。合起来就是：**资产价格，长期看增长，短期看政策。**

一、经济周期和资产价格

为什么短期资产价格要看宏观政策呢？

给你举个例子。课程里很多同学在问：老师，今年央行会下调利率吗？如果贷款利率下调，可以想见很多人月供压力小了，买房意愿会增加，同样的，企业也会更愿意投资。这样一来，生产消费就会上行，也就会形成对未来经济更乐观的预期。金融资产价格是对“未来”的反映，乐观的预期就会反映在价格上涨上，反之，悲观的预期就会反映成资产价格的下跌。

一般来说，经济冷热就像四季交替，但是现代经济体是基于“信贷”和“预期”的，所以经济冷热会被放大，稍有变化，就可能导致经济陷入过热或者萧条中，最终导致贫富差距拉大，社会动乱。而宏观政策呢，可以通过调节需求和供给，使经济升温或者降温，熨平周期波动。而作为反映“未来”的资产价格，当然会反映出经济升温（降温）的预期。

更准确地说，从20世纪30年代以后，现代经济体的运行和政府宏观政策的管理就是一体两面的事情。而在中国，政府掌握有大量的经济和行政资源，这使得中国的宏观政策和经济周期之间关系更加紧密了，所以中国的金融资产价格对政策反应会更敏感。

二、有哪些经济政策？

要判断2020年资产价格方向，还得对中国的宏观政策方向有个判断。判断方向之前，我们先把政府手里有哪些牌、哪些可用的政策工具梳理一下。

从全球来看，政府干预经济周期的手段主要有两个：一个是**财政**，一个是**货币**。

什么是财政政策呢？增加（或者削减）政府支出或者减税（加税），让老百姓的实际收入上升（下降）。前些年经济一下行，政府就“加大基础设施建设”，多花钱修路、修桥、修基建，这就是增加政府开支的刺激政策。美国总统特朗普上台后双管齐下，削减了1.5万亿税收，还在墨西哥边境修墙，都是财政刺激。

货币政策呢，是由央行主导，通过调节货币供应量、利率来影响信贷规模。比如2019年降息降准、释放资金，都是希望抑制经济下滑。

政策的方向（宽松或者收缩）会影响到实体经济，但在影响实体经济之前，先影响的是社会“预期”，所以资产价格的走势（上涨或者下跌）会领先于实体经济的变化。

除了全球通用的财政和货币政策，咱们中国还有个特别之处，就是中国的**经济管理政策**很厉害。

经济管理政策包括更长远的产业政策和行政管理政策。产业政策好理解，比如国家要大力扶持芯片行业，就会给出像减免税、补贴、资源倾斜等优惠条件——有时候某个行业股票的暴涨，经常就是因为对“产业政策”的预期。

行政管理政策非常有趣——说白了，政府行政能力所及的地方，都有行政管理调节的空间。做过企业的同学都知道，工商、消防、环保、劳动法的政策执行力度，都会影响到企业成本，影响企业的生存空间，从而影响经济景气度。

中小企业主对环保政策的威力应该是深有体会的。比如长三角的汽车内饰行业，当然，你做的内饰产品必须符合环保标准，如果有一家企业，一年利润一个多亿，但是它有部分产品不符合环保标准，这时候如果被罚几千万的话，它还能努力翻身，但如果罚款两个亿，那厂子直接就可以停掉了，几百号工人就失业了。

所以说，**企业的利润高低很多时候是跟行政管理政策的松紧相关的。**

三、2020年政策方向

说完几种政策工具，接下来我们具体判断一下：2020年，中国宏观政策的方向会是什么？

先说约束条件：**2020年中国GDP增速大体上要保持6%左右的水平。**

党的“十三五”规划提出，国内生产总值和城乡居民人均收入要比2010年翻一番。到2018年，我们已经完成了翻番目标的77.6%，那么只要2019年、2020年的GDP增速保持在6.1%，就能完成翻番目标。实际上，2019年前三季度我国GDP的增速是6.2%，也就是说，2020年的GDP增速大约在6%，即可翻番。

有人可能说，干吗非得完成翻番呢？因为从政治上讲这是信用问题，牵涉到执政党的承诺，不可以轻易违背；从经济上看这是预期问题，如果政策不发力，预期会更悲观，导致经济进一步下滑，甚至发生衰退。我在线下课说过，经济衰退受伤最大的就是穷人，会加剧贫富差距，增加社会摩擦。所以经济衰退的最大成本不是经济成本，而是政治成本。

回到2020年，给定6%左右的增长目标，经济上就需要一个字——“稳”。

那政策上怎么保证这个“稳”字呢？

● 财政政策

课程导论里我给你说过，2020年这个点上，我们的快速城镇化已经结束了，增长模式真正从“大投资、快资本、制造业驱动”转向了“人力资本密集型服务业驱动”——而原来的财政政策主要是调节总需求，修路修桥扩建城市，但是现在人口向大城市流动，小地方再这么投钱就会变成未来的负担。

而现在，地方财政压力不小——目前公布的财政赤字率是2.8%，如果再加上2.15万亿的专项债等，赤字率就达到5%了。政府债务已经不轻，而且那种提高固定投资增速的方式效率也在下降，这意味着，**2020年，让财政继续“发大力”会比较困难。**

● 货币政策

我们现在的存款准备金率和实际利率都比较高，这为货币政策留下了空间。但是货币政策“宽松”到什么程度，其实面临着悖论和挑战。

我在《香帅的北大金融学课》和线下课都曾经给同学讲过，中国融资体系是典型的倒金字塔形，央行放水，水先流向的是几大国有商业银行，然后是股份制银行，再是城商行，之后是农商行，资金层层过滤，到小企业手里，资金成本已经很高了。而融资成本不下来，投资上去就很难。那为啥不让银行低价放贷给小微企业呢？因为银行也是要自负盈亏的商业机构，小微企业的风险高。

所以央行货币政策的挑战就来了：大企业不需要用钱，小企业拿不到钱或者钱太

所以央行货币政策的挑战就来了：大企业不需要用钱，小企业拿不到钱或者钱太贵。一旦放水，资金到不了实体经济神经末梢，反而会大水奔腾，变成金融资产泡沫。所以，货币政策的走向只能是“保持宽松，不大水漫灌”。

也就是说，给定现在的融资体系结构，**货币政策可以发力，但是也不太可能发大力。**

说到这里，你应该对2020年宏观政策的方向有个判断了：**给定约束，货币和财政会是稳中偏宽松，在经济管理政策上作较大的边际调整。**然后，市场预期会逐渐调整，资产价格也会相应地作出积极反应。这也就是投资市场上常说的，政策周期领先于（资本）市场周期。

换句话说，就像我们在课程的实体书《钱从哪里来》里第5章所写的：对于金融资产价格来说，2020年是“花蕊绽开”，祝福你。

但是，祝福的同时也要重重地敲黑板：**现代宏观政策是“相机决策，动态调整”的。**举个例子，假如2020年一季度经济数据很好，政策可能就减低力度，给预期降温，而资产价格是反映预期的，就可能回调。反之，则可能政策加码，资产价格上涨。

现在宏观政策大约3~6个月就能起到一定效果，市场情绪变化也会比较快，所以我们在对2020年金融资产价格进行判断的时候，说的是“短期看政策”，所谓短期，就是从现在看到半年左右比较合适。之后需要更紧密地观察经济基本面、政策和市场预期的变化。

在投资的世界里，没有绝对的正确（错误），只有永恒的逻辑框架才能保证胜率。要记住，花开了，花也会凋谢。



香帅

思考题：

说到中国宏观政策中的“行政管理政策”，其实很多企业主，包括企业职员应该都有切身体会。比如说劳动力成本就对劳动法的执行力度非常敏感，从而深刻影响到中小民营企业的生存状况。类似的还有工商、税务等等。

我想请你回忆一下自己的工作经历，思考一下自己所在的地区企业（行业）的生存状况是否和某个行政管理政策的力度密切相关？

香帅·中国财富报告
钱从哪里来

版权归得到App所有，未经许可不得转载

