

国内资本市场中长期观察： 风物长宜放眼量

虽有许多不利因素，但综合多方面情况分析，我国金融市场基本面没有发生根本性变化。

文 | 郑中华

在 2022 年已经过去的 7 个多月，多重因素导致市场“先抑后扬”。在俄乌冲突、美元加息、国内疫情等多重因素作用下，A 股先抑后扬，沪深两市大幅跑赢主要资本市场。与一季度的统计结果产生了巨大的反差，宽松的政策缓解，是刺激 A 股二季度逆袭的主要因素。

2022 年初至 4 月底，中国权益市场持续调整并寻底。从内部环境来看，多种因素共同导致经济下行压力显著增加。今年以来新冠肺炎疫情的反复使得经济的生产、消费和投资等活动受到抑制，国内多项经济指标出现环比回落。从外部环境来看，俄乌战争导致大宗商品的供需进一步失衡，通胀持续走高，全球货币政策收紧步伐趋快，市场担忧情绪蔓延且波动加大。市场的“戴维斯双杀”（盈利和估值互相影响的双双下跌而导致的股价暴跌）既包含预期内的延续性因素，同时也受到外部的脉冲性冲击。

4 月底至今，中国权益市场实现 V 形反弹，内部经济环境的显著改善，是实现 V 形反弹的

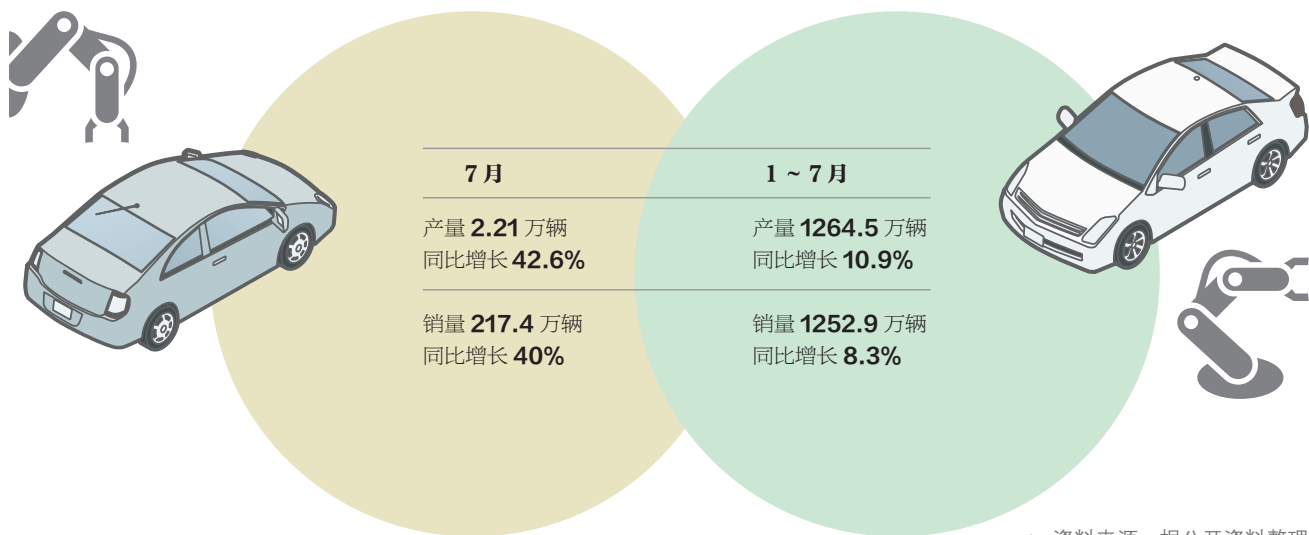
核心支撑力。政策端于 4 月底开始快速发力，加快了经济恢复的节奏。积极的财政政策集中发力基建，为投资端的改善提供了资金保障。稳健趋松的货币政策超前发力，保障了实体经济恢复的资金需求。产业政策发力为经济的企稳回升提供现实抓手和保障。例如，汽车购买补贴政策的再度出台，房贷利率和首付比例的进一步下降等。宏观经济的显著修复和乐观展望，为资本市场提供了坚定信心，是实现资本市场 V 形反弹的核心支撑力。

中短期：利润恢复仍存空间

展望 2022 年下半年，中国资本市场的总体运行预期为“空间仍存，波动高位”，核心原因是内外经济环境的多维度“阶段性错位”，既含经济周期的错位，亦包括货币政策的分化。

一方面，预期全球经济的共性特征为经济政策保持稳健，经济增速会稍微降低。目前通胀保持高位会推动外围经济体加息进程持续推

我国乘用车产销量



进，导致实体经济的投融资便利度边际回落，全球性经济周期下行的担忧会持续存在。预期中国经济的特征为“环比改善”。在较为宽松的宏观与中观政策加持下，预期国内经济会出现以季度和半年度范围内的周期上行，与世界经济出现短暂而显著的周期差异。

另一方面，从政策预期来看，预期全球货币政策的共性特征为“持续加息，幅度递减”。由于通胀周期滞后经济周期的时间可能更加持久，外围经济体年内仍会持续性加息和缩表；但是，外围经济体已经开始出现经济环比层面的恶化，预期未来加息幅度会降低。预期中国政策特征为“财政托底经济，货币稳中趋松，行业有保有压”，与外围主要经济体持续保持政策的周期性错位。

经济周期向上意味着上市公司整体的业绩

会在下半年回暖，货币政策维持宽松意味着中国市场的估值水平能够维持现状。市场在盈利修复和估值维持不变的情况下，指数仍然存在上行空间，上行的主要推动力由估值修复逐渐演化为业绩驱动。波动维持高位主因是各类风险和加息周期难以预判，权益市场保持高波动特征。

中长期：稳步增长有保障

资产的定价方法分为绝对估值法和相对估值法，但最终的影响因素都会归结到业绩和估值这两个方面。中长期而言，中国资本市场5年后的资产价格应该显著高于目前点位。

从业绩上来看，一般而言，本地上市公司总体的盈利增长与当地经济增速保持较高的一致性，因此业绩的总体预期和对未来5年

间名义 GDP 增长的预期基本相同。中国上市公司未来 5 年的平均业绩增长率为 7% 左右，亦即 5 年后上市公司所获得的利润相比于 2021 年的基准而言，总体增长 40% 左右。

中国“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要提出，2035 年我国要基本实现社会主义现代化的目标，倒推中国每年的 GDP 增速需要至少保持在 4.7%，也就是说未来五年需保持平均 4.5% 的增速。在估值不变的情况下，未来 5 年上市公司的业绩增速，合计会拉动中国指数上行 30%~40% 的空间，因此业绩持续性增长是未来推动中国 A 股震荡向上的核心动力。

中长期而言，预期中国资本市场估值总体能够维持目前的水平，既不存在过大幅度上行的动力，出现大幅下行情况的概率也非常低。一方面，目前中国 A 股的估值分位数处于 10 年至今的平均值附近，这意味着估值水平是相对合理的。另一方面，从 3~5 年甚至更周期的角度来看，我国货币政策的总体趋势可以概括为稳中趋松，虽然在个别季度或者年份会出现波动，但长期来看估值水平不会成为压制市场上行的重要阻力。

在估值中性的假设下，中长期投资是寻找那些未来业绩增速具备显著优势的行业。行业的发展阶段包含初创期、成长期、成熟期、衰退期。初创期和成长期的行业增速显著高于社会平均水平，成熟期和衰退期的行业增速则持平或低于平均水平。因此，中长期投资获得高收益的重点是在未来的 3~5 年内，寻求那些真正处于初创和成长期的行业。

当下中国经济新旧动能转化趋势不断强化，许多中国企业也在向全球价值链的中高端迈进。未来具备科技属性的行业会表现出显著

的高增长性和相对收益，这种特征既体现在新兴行业当中，也体现在传统行业的科技化当中。在全球碳中和的大背景下，风光储等新兴行业快速崛起并放量，推动了社会发展，同时也在二级市场当中获得了显著的相对收益。汽车行业则更为特殊，除了新能源汽车的快速发展，汽车产品本身也被赋予了更多科技化和智能化的特征，引领汽车行业发展方向的上市公司在中长期时间范围内，其投资收益仍然能够表现出显著的相对收益。

“十四五”规划当中的“战略导向”章节明确指出，“十四五”时期要瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域。在行业自身生命周期演化与政策的大力扶持下，上述行业都可以作为投资者重点关注和研究的领域。从目前来看，3~5 年内，确定性较高的成长性行业包括各类清洁能源（例如风光等）、新能源汽车、集成电路、AR/VR、人工智能、生命健康等，值得投资者重点关注。

有些高成长性的行业也存在估值泡沫的风险，传统行业在周期上行的阶段也存在显著的相对收益。因此，既要有“不畏浮云遮望眼，风物长宜放眼量”的定力，将投资组合锚定这些国家战略发展的方向；同时也要具备“紧盯产业实际发展，利润表循环验证”的投资素养。□

（作者系英大基金管理有限公司基金经理）

风险提示：本材料不构成任何投资建议或承诺，也不构成任何法律文件。