



一季度的迷雾已影响到股市



上海等城市的新冠疫情还会持续多久？极其昂贵的油价是否会令中国已经疲软的经济雪上加霜？对科技行业的整改和美国对中概股的退市威胁将如何发展？全球通胀率和利率攀升、乌克兰战争爆发以及美国 11 月即将举行的中期选举会带来怎样的影响？2022 年刚开端，我们就已面临着诸多不确定因素，而这也是股市最厌恶的。但不要因此感到绝望。目前，第一季度的迷雾已经影响到股市，但一定会在今年消散，从而催化中国股市期待已久的反弹。

虽说股市厌恶不确定性，但也并非完全如此。真正令人讨厌的实则是不断加剧的高度不确定性；逐渐明朗的高度不确定性反而是股市反弹的最佳助推器。即便 2022 年上半年被不确定性带来的恐惧笼罩，反弹就在眼前。

以发生在乌克兰的悲剧性冲突和西方国家对此的反应为例。虽然两者都夸大了早期的市场动荡，但我在去年 12 月对市场将在今年下半年大反弹的预测不会改变。是的，战争的走向无法预知。但有一点很明确：冷酷无情的市场只关心能源价格。这个因素不容小觑。油价较 3 月初的高点下跌了超 20%，亚洲液化天然气价格也下跌了 39%；即便是受战争影响较小的煤炭的价格较之高点也下降了 11%。

市场现在已经反应过来，中国、印度等国并未弃用俄罗斯原油。俄罗斯原油并没有退出市场。这是确定的。市场明白，俄罗斯并没有通过限制油气资源运输来惩罚其反对者，毕竟油气资源的出口收入占俄罗斯国家预

算的三分之一以上。这提供了更多确定性。此外，市场也已预判到美英两国针对俄罗斯石油的象征性、在经济上却微不足道的禁油令，并将其反映在市场定价中。如你所想，这意味着更多的确定性。

部分能源的不确定性确实将持续。举个例子，关于欧洲禁令的讨论仍在继续——鉴于欧洲大陆对俄罗斯油气资源的重度依赖，这一点尤为重要。不过，知晓德国、奥地利等国对油气禁令的反对也是重要的信息，有助于市场预判禁令的可能性。由于目前的讨论焦点不是油气，而是价格更低廉的煤炭，而煤炭仅占欧洲能源使用量的十分之一，因此禁令的可能性较低。无论如何，情况将很快明朗。几个月后，要么燃料降价，要么市场习惯并维持高价。

从国内看，困扰中国股市的不确定性也逐渐明朗。自 2020 年 9 月以来，对恒大可能引发的连环违约事件的担忧始终笼罩着中国市场。但此类事件并未发生——目前，恒大正与大型海外债权机构交涉，推进债务重组谈判。同样，美国长期以来威胁中概股退市的不确定性可能已达到顶峰，中国证监会已通知会计师事务所筹备联合审计工作，这标志着争端的核心问题已取得进展。上述谈判仍在进行中，过程中可能会出现障碍。但每一步进展都会降低不确定性，逐渐减轻人们对最坏情况下的恐惧情绪。

二十大将在今年秋季召开，有助于加速提升确定性。在此之前，政府已发出强有力的经济支持信号：国务院副总理刘鹤 3 月主持的国务院金融委会议表示对大型平台公司的整改将尽快完成。至于防疫措施走向目前

还无法预测，但其造成的经济影响是可以预测的。市场明白，根据中国、美国、欧洲和世界其他地区以往的经验，封锁是暂时的。一旦限制取消，急剧放缓的经济增长形势必将迅速逆转。

从全球范围看，美国 11 月的中期选举这一巨大的不确定性因素也将很快开始消退。我曾在去年 12 月详细分析过，在中期选举初期，尖锐的竞选言论会加剧不确定性，影响美国股市及包括中国股市在内的全球股市。各方候选人都会承诺作出而会令反对党派的选民感到恐慌的重大变革。鉴于这是美国十年一度重划选区后的首次选举，候选人的承诺将比以往更加极端，选民反应也将更激烈。共和党和民主党都重新划分了选区以保护其现任议员，这本意味着他们不必采用温和的方式来争取反对党的选民。而事实恰恰相反：现任议员面临的最大挑战来自其政党内部，这迫使他们去争取持偏激观点的边缘选民。

然而，期待已久的选区重划结果本身也进一步提高了确定性，胜败最终将取决于少数几场竞选。随着竞选活动的推进，市场将预判竞选结果，并将其反映在价格里。总统所在政党几乎总会在中期选举中丧失席位，也就是说，拜登所在的民主党今年可能面临丢掉参议院或众议院的席位，甚至参众两院的席位——这势必将造成难以打破的政党僵局。

对股市而言，政党僵局是消除不确定性的解药。党派之争使美国政府难以达成共识，重大法规的通过将难以实现。而重大法规的通过往往会产生赢家和输家，这令投资者陷入恐慌，因为行为心理学证明，面对同样数

量的损失和收益，损失带来的负效应比收益的正效用高。同时，陷入僵局的政府也让企业能够更好地规划未来。在知晓法规不太可能改变的情况下，企业将更加自如地部署资本以刺激自身未来的增长。对于投资者来说，也是如此。

多数投资者都有政治倾向，使其忽视中期选举僵局带来的市场影响。但预计在今年下半年，投资者会完全认清现实，认识到不断提高的美国立法的确定性将推动全球股市大幅上涨。通货膨胀、乌克兰战争和封锁防疫等众所周知和已被市场预判的不利因素也再难阻挡股市的发展。

全球股市 3 月中旬以来的反弹可能已经说明，中国和中国以外地区的不确定性正在减弱，但短期内可能还会出现更多的剧烈波动。不要让这些因素影响你。我常说，试图计算股市短期波动的窗口是愚蠢之举。不仅是我，很少有人总能算出市场的短期波动周期。一项针对 2003-2014 年的 363 支中国股票基金的研究表明，只有一支基金显示出统计学上显著的市场择时能力。只有一支！也不要指望这支基金会在未来大涨。赌场上，总有少数几人能成为幸运赢家，但大多数人都血本无归。

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_40576

