



高善文：2022 年市场从何处来，向何处去？



意见领袖 | 中国金融四十人论坛

➤ 住户部门不但将增加的储蓄全部配置到存款类科目中,而且大幅度减持了股票和房地产科目,并将所得资金转配到存款类科目。从宏观上看,这在很大程度上解释了市场的反常表现,即在无明显流动性紧缩的背景下,市场出现了持续大幅度的下跌。

➤ 从交易的情况来观察,一个比较大的可能性似乎是:市场已经较为充分地吸收了疫情的冲击,以及行业监管政策的影响。

➤ 尽管短期的走向充满不确定性,但目前的市场已经处于明显偏低的水平,在长期内必将经历向合理更高水平的均值回复,其基础在于住户资产负债表的再次扩张,以及企业部门继续维持过去多年所展示的竞争力和创造力。

➤ 这些情况也再次一般地表明,维持住户、企业和金融机构具有强健的资产负债表,加强宏观政策框架和经济制度的稳定性、连续性和可预见性,灵活务实地调整短期政策以应对各种内外冲击,这构成了经济和资本市场具有强大韧性的坚实基础。



2022 年的中国资本市场就像一部精彩的惊悚剧，情节跌宕起伏，出人预料，但仔细回味，其展开过程倒也合情合理，让观众欲罢不能。时近深秋，我们该如何回望和反思今年的市场脉络，并从中有所启发呢？

基于可得数据，我们已经知道，2022 年中国的住户部门出现了广泛的资产负债表收缩，其变化为多年所未见。这一新的行为模式产生了许多后果，其原因也耐人寻味。

具体来看，一方面是住户的储蓄率在 2022 年上升了超过 3 个百分点，这伴随着消费减速和可选消费的明显下降；另一方面，住户显著地降低了资产负债表的风险暴露，在降低负债的同时，大幅度减少了股票和房地产等风险资产的持有，并系统性地增加了存款、货币基金等低风险资产的配置。

相对于可支配收入而言，在资金流量意义上，这些资产类别的调整幅度，数倍于住户储蓄率的上升。

换句话说，住户部门不但将增加的储蓄全部配置到存款类科目中，而且大幅度减持了股票和房地产科目，并将所得资金转配到存款类科目。

从宏观上看，这在很大程度上解释了市场的反常表现，即在无明显流动性紧缩的背景下，市场出现了持续大幅度的下跌，这在历史上十分罕见。

此外，由于住户对低风险资产的追逐，存款高速增长，短端利率明显下沉，但这并不表明货币政策十分宽松。相反，由于此时中性利率的下降，政策性利率必须显著降低，并明显低于中性利率的水平，才能起到支持经济的作用，而实际情况似乎并非如此。

那么，为什么住户部门在 2022 年出现了全面的、前所未有的资产负债表收缩呢？真实的原因仍然很不清楚，但我们至少可以提出三个方面的假说，实际的情况很可能是这些因素的综合作用：

一是持续几年的疫情损害了住户的资产负债表，以及其对未来收入增长的预期。

二是房地产调控的强化和普遍的收缩压力促成了房地产市场趋势正在逆转的预期。

三是教育双减和互联网整顿等行业监管政策影响了对广泛经济环境和

长期增长的预期。

在这样的条件下，一些地缘政治事件或其他风险事件的冲击很容易被放大，从而加剧市场的调整，例如俄乌冲突在 2022 年 2-3 月份对市场形成了明显的交易冲击，此后市场又经历了 1-2 个月的时间才完全吸收这一事件。在正常的市场环境下，类似事件导致的市场调整幅度也许会更小，时间也更短。

那么，当下我们应该如何评估住户资产负债表调整的趋势，以及其市场影响呢？

从交易的情况来观察，一个比较大的可能性似乎是：市场已经较为充分地吸收了疫情的冲击，以及行业监管政策的影响。

正如 2022 年的情况所显示的那样，需要承认的事实是，疫情的发展仍然存在诸多不确定性，其对市场是否会产生进一步的影响，也需要走一步看一步。

从政策信号看，对平台经济的监管正在从集中整改转向常态化，红绿

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_46267

