

每周酷图与思考 | Chart and Idea |

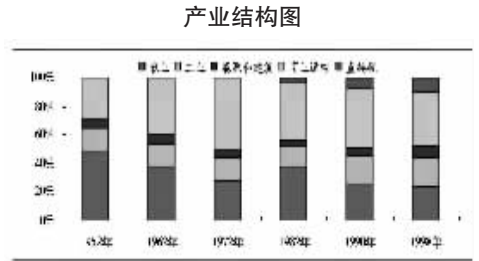
改革与经济绩效

国泰君安策略团队

从历史对比看,现在股市的特点在于:经济上升阶段谈估值底而不是谈泡沫、股市在政策与通胀之间求得平衡预期,经济上升期却在一直压估值。股市思考的不是经济周期的问题,而是探讨中国的前景展望,我们再次提供一个玻利维亚的案例。

玻利维亚:一直不能跨越起飞阶段。玻利维亚人口1000多万,属于资源强国。对玻利维亚的分析可以追溯到1952年。1952年民主主义党上台,采取了矿业国有化和土地改革,走上了国家资本主义的道路,进口替代工业和基础设施建设加快。

荷兰病:过于采矿致其他产业落后。1952年前的玻利维亚主要依靠矿业,矿业提供了66.8%的财政收入,矿业具有挟持政府的能力,土地掌控在少数人手里。政府为了刺激其他部门,而高估了汇率,产业集中度高,出现了典型的“荷兰病”,使得该国产业结构存在较大的问题。

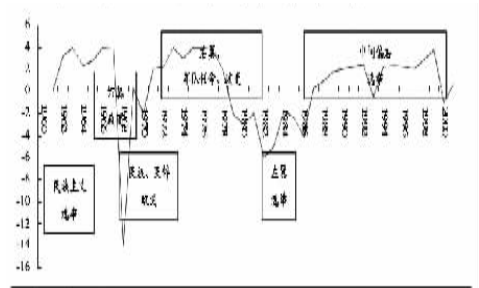


资料来源:国泰君安证券研究。

国家资本主义—恩庇和维持关系的政府企业关系
国家资本主义:恩庇和维持下的政府企业关系。1952年前的封建体制,在革命后转为国家资本主义,实行民族主义,政府建立国有企业,排挤私营企业;政府与企业间具有恩庇和维持关系。政府依靠国有企业来雇佣支持者,用政府合同来换取特定团体的支持。

两次通胀,一次是国家资本主义建立后,经济负增长,政府依靠发行货币来支持支出,造成1956年—1957年通胀率超过100%,一次是80年代初期,在丧失获取外国信贷支持下,通过扩张国内信贷来代替资本内流,这样带来了一场空前的通胀(25000%)。

人均GDP增长率变动,政府极为不稳定;直到1985年后才开始逐步选举常态化



资料来源:国泰君安证券研究。

1985年后看似彻底的改革:效果较弱。1985年改革改变了过去30年的国家资本主义体制,采取了价格和劳动力市场自由化、统一汇率并实行经常和资本项目可自由兑换、贸易自由化、降低关税、消除赤字、解除燃料价格管制。

序号	内容
1.	价格和劳动力市场自由化
2.	统一汇率、经常和资本项目自由兑换
3.	贸易自由化、降低关税
4.	消除财政赤字、公共部门裁员
5.	解除燃料价格管制
6.	税收体制改革,引入增值税
7.	金融体制改革,建立金融监管体系

资料来源:国泰君安证券研究。

但这种改革并没有取得明显效果。主要原因是:1、非正规经济规模过于庞大,鼓励创新、规模经济、市场效率提高等反而对他们没有帮助;2、由于法律体系、司法体系和政府机构的公共管理效率差,正规企业的收益也相对较低。

1993年后在上述措施收效甚微的情况下,采取机构和社会改革措施:这些改革由于没能改变社会体制,而依然没有取得良好效果。改革的两层视角:一个是技术改革,借鉴成熟经验,从系统和制度进行技术性的改革;二是体制性改革,就是触动利益机制,从利益机制上促进社会和经济变革。

前景展望和结论:1、玻利维亚需要继续推进政治和体制的改革。如果改革成功,则能够依靠资源、基础设施建设、引进外资、发展工业的路径得到快速的发展;2、如果依然仅在技术层面改革,而不能改革体制,则仍难以跨越起飞阶段;3、理解经济的阶段性变化,必须放在广泛的社会背景下理解,需要考虑技术层面改革是否会受制于内在的经济和社会运行体制的影响。

序号	内容
1.	工资最大幅度货币化
2.	养老金体制改革,教育体制改革
3.	海关改革
4.	企业机构精简计划
5.	增加能源透明度

资料来源:国泰君安证券研究。

名家 | Columnist |

十二五:新三驾马车重装上路

邵宇

两会是中国特色的权威治理和民主协商的巅峰时刻,历来就是凝聚全民共识,修订社会契约之时。政府工作报告更是从短期到中期给出了中国宏观经济演化的路径。我们看到:短期一方面强化需求管理,控制货币和信贷总量;一方面推动供给,优化流通,打击炒作。除非地缘事件凶猛冲击油价,则今年增长无忧,通胀可控,中期则更乐观。决策者顺应潮流以7%的速度换质量,着手结构调整,在平稳减速过程中整修并升级奔驰多年的三驾增长发动机。

中国经济增长的故事不会戛然而止,而是有了最新的升级版本。过去的十年,中国增长的三驾马车或者说三个发动机输出功率不一,投资:是借助快速城市化,也就是房地产和基建拉动,背后的支撑是土地财政和地产泡沫;出口:是廉价商品输出和外汇储备积累,背后是廉价劳动力、廉价要素资源和汇率低估;消费:则乏善可陈,背后是收入增长无法赶上经济增长,且分配过于向国家和企业倾斜。那么出路在哪里呢?

投资方面:希望在于深度城市化

这首先是个多层次的概念,不同于一般意义上的东中西部划分。我们认为中国的区域经济分为四种类型——沿海发达经济带(三个三角洲)、产业转移十字星(中原到湘中,武汉、以及皖江到成渝)、能源和地缘经济区(内蒙古、西北和西南延边城市)和次级经济区(例如东北老工业基地)。

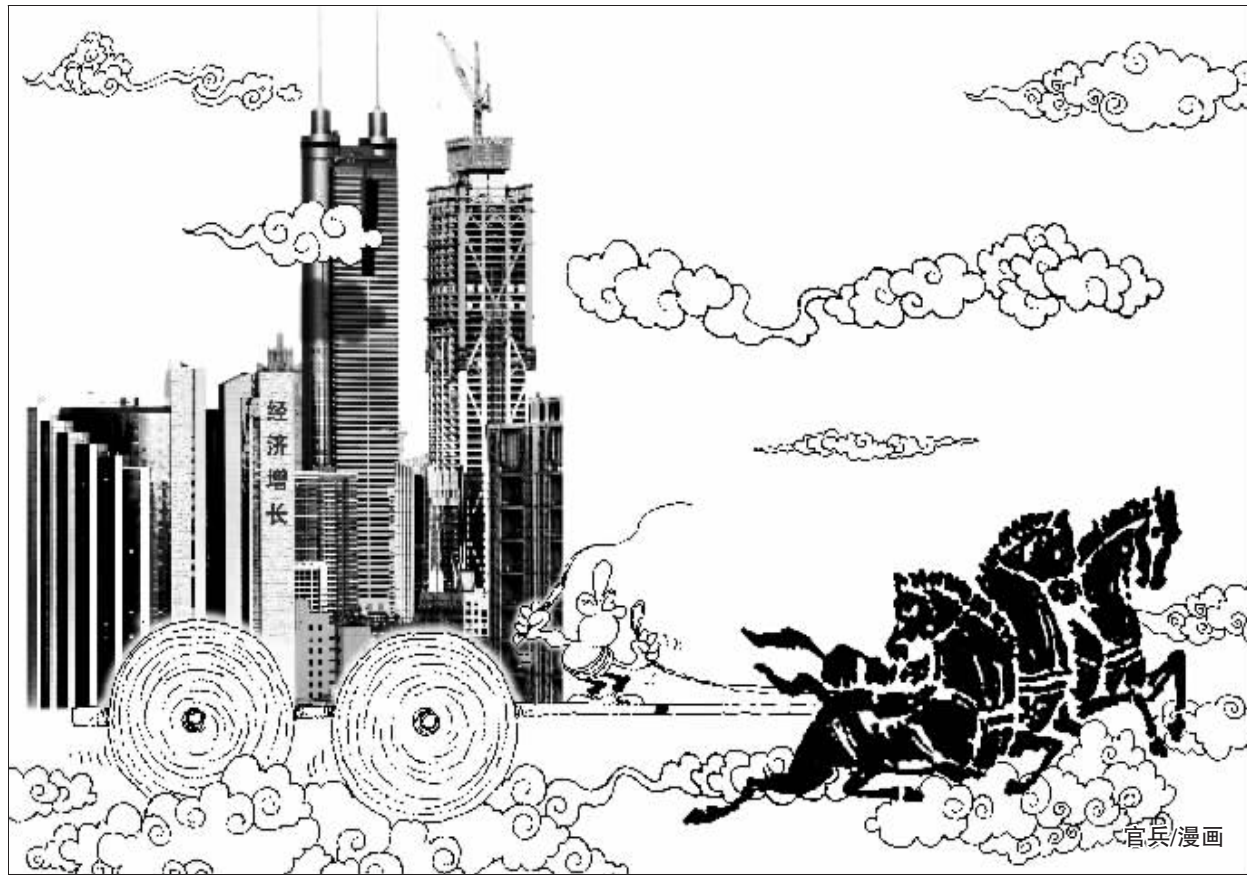
后三类经济区大多提出了两位数的增长目标,显然是下一阶段传统GDP锦标赛的主要赛场。即便这样,其中也有很多新意,例如城乡统筹。而深度城市的主战场在沿海一线发达地区,后奥运、后世博、后亚运的三个三角洲区域的核心城市的共同特点是大型基建规模的缩减,土地财政空间的缩小,对GDP速度和房产泡沫相对清醒,进一步的城市化更多的是要解决以前半吊子城市化带来的后遗症,例如在空

间布局和城市建设上,要打破行政区划局限,形成大都市圈;在城市管理上,突破户籍限制,融入农民工,释放他们的消费需求(例如大规模公租房建设和棚户区改造)。为居民提供优质教育,优质医疗和养老银色产业,进而拉动消费的增长和服务业比重的快速提高。新的产业将随之发展,例如大规模疾病防控、低空开放、智慧城市、光网城市、车联网、节能环保,从建设到管理,城市管理在于城市智能化,包括信息基础设施建设和管理两方面。信息基础设施是各种智能网络的普及和运营终端服务能力的提升。例如上海提出在“十二五”期间,增加城市的创新活力、提升城市的服务功能(包括金融、航空、贸易、信息化和交通运输体系)。

另外还有智慧城市的建设(主要在于数字化、网络化和智能化)。其中,浦东新区的十二五规划提出了加快推进中心城区的深度城市化,要点在于世博的后续开发和陆家嘴金融中心建设。从硬件到软件的全面升级投资都会展开。这也意味着这些地区要在不多的土地以外,寻找一种新的地方财政支持模式,从卖地搞建设,转移到以房产税收入和服务业增值收益来提供未来运营城市的资金来源。城市化的重点将从城市硬件(基础设施)建设转向软件的完善,这意味着更高层次的发展。再用现代运输体系加以连接这几类经济区,则一个新的由40个~50个核心城市群组成的,三纵两横的可持续城市化经济格局正在形成。

出口方面:新动力是人民币国际化

显然中国制造是手段而不是目的。可以预期后危机时代,全球贸易冲突和货币竞争,势在难免。中国当然会继续稳定和拓展外需,培育以技术、品牌、质量、服务方面的核心竞争优势,延长价值链促进出口结构转型升级。更会扩大输出工程(十一五期间是3352亿美元)和资本(2200亿美元)换得资源和市场,特别是在亚太周边的地缘和能源敏感区,从韬光养晦、转化到积极布局。更重要的是,中国必



须努力争取输出货币,并使得人民币最终成为储备货币的一员。人民币以生产型国家的代表性货币上是目前国际货币体系走向稳定、均衡和公正的唯一解。

既然在美元本位下生产国埋单不可避免,那么中国将注重在这之中的利益交换:中国对IMF份额的诉求揭示了人民币走出亚洲的突破口。中国既然不具备掀翻国际货币体系这张桌子的能力,那么在这张桌子旁边为自己谋得一席之地无疑是最优选择。这不仅可以压制滥发的美元,获取国际资源的定价权和铸币税,还可以把一部分过剩流动性导出到国外。2009年和2010年两年内的人民币国际化和外汇管理制度方面取得的成果甚至超过了之前十年的总和。主权基金出海,跨境结算试点,马来西亚收储,对外国商行和央行开放银行间国债市场,允许企业将外汇资金留在境外,这一系列措施强烈表明,未来十年不仅是中国经济的转型期,也是人民币国际化的关键时期。

我们并不期望出现翻天覆地的变革,人民币国际化毕竟是一个长期、艰巨而又必须小心翼翼的工程。但可

以预见亚洲化是人民币国际化的基础,打造新“朝贡体系”是其路径。中国东盟自由贸易区是其试验场,而香港则是其前哨站。这将根本改变中国在全球的经济地位和实力,给国内经济带来巨大的变化和深远影响。

消费方面:期望进入大消费时代

目前酝酿的收入分配改革正好处在结构调整的核心环节上。一方面,劳动者收入在要素收入中的提高从根本上决定了消费对我国经济增长长期拉动的能力;另一方面,内外需转换也有赖于国内居民实际收入的提升。2011年,由于市场供需层面的劳动供给相对紧缺,低收入阶层的收入改善会比较明显,而社会统筹体系中养老金的调整对老年人口的消费也有一定促进作用。制度上,收入分配改革的要点集中在提高低收入人群所得、控制高收入人群所得和保障收入分配。

我们认为,收入分配调整的主要着眼点开始在于税费改革方面,而2011年我们将会看到的是低收入阶层税负减轻和社保福利的实际提高。在中国的一线城市中,北

京宣布2011年5月份起最低工资上升21%,是2010年6月上调20%之后的第二次上调,即北京每月最低工资1160元,这证明刘易斯拐点就算尚未出现,也相距不远了。直观来看,劳动者收入在要素收入中占比的提高意味着中国开始进入工业化改善大于GDP增长率加CPI升幅的时期,这是未来我国改善民生的重要抓手。同时建立和巩固社会安全网,十二五规划首次提出建立健全基本公共服务体系,明确了“十二五”期间基本公共服务体系的范围和重点,有九个方面,公共教育、就业服务、社会保障、医疗卫生、人口计生、公共文化、基础设施、住房保障、环境保护。未来不管你生活在东部还是西部,不管农村还是城市,政府都要提供同样水平的公共服务。这既是巩固社会稳定的基础,也是稳定预期促进消费的关键保障。

综上所述,三架更新的引擎将再给中国经济持续的增长空间,中国经济新十年成长的故事主题已经展现,众多投资主题和投资机会等将进一步发掘。
(作者系宏源证券首席宏观分析师)

调研 | Investigation |

陈瑞明:经济下滑风险的信号逐渐显现

最近,无论是网络还是报端,海通证券策略分析师陈瑞明的“经济增速下滑的担忧和可能的政策放松”观点引起了大家的热议。在A股于3000点反复的关口和两会启动“十二五”规划的关键时点,似乎有点另类。借助本栏目,陈瑞明将他的逻辑呈现如下。

证券时报记者 言心

证券时报记者:在本轮第3次加息如期到来之后,未来紧缩政策如何判断?

陈瑞明:我认为,在本轮第3次加息到来之后,未来紧缩政策上不会再对市场有“出其不意”的额外冲击,后期虽然还会有存款准备金率、公开市场操作、甚至加息等,但已属技术操作层面,不会造成中期压制。我提出关注点转向“经济增速下滑的担忧和可能的政策放松”,已获得越来越多的市场认同。

证券时报记者:经济增速果真会下滑吗?为什么?

陈瑞明:我认为答案是肯定的。逻辑上看,2010年收缩固定资产投资、调控房地产、家电汽车刺激政策退出,是“全线紧缩”性质,都是针对拉动2009年-2010年经济回升的引擎。伴随信

去库存阶段。上周末结束的华交会也显示交易意向清淡。上中下游的数据表现正好与“去库存”小周期规律吻合,也与紧缩效应的逻辑一致。因此我们判断经济增速正面临下滑。经济增速下滑的验证路径可能是:目前出现下滑信号,但没有全面验证——3月中旬公布1月份、2月份宏观经济数据出现更多下滑指标——4月中旬出台1季度宏观经济数据验证下滑——1季报陆续公布,行业下调盈利预测。

证券时报记者:政策放松的方向是什么?

陈瑞明:我认为,可能放松的方向有三种:一是重启“传统周期类”放松政策,即放松信贷、房产调控、加大投资。这种可能性在于经济短期下滑过猛,以及地方政府惯有的冲动。二是“新型财政”政策,即将“稳增长”与“促民生、调结构”目标相结合,大幅度落实诸如减税、收入分配制度改革、完善社会保障和医疗、实质性鼓励民间投资、发展新兴产业等政策。这符合今年的“适度货币+积极财政”的政策基调,且在两会会有大篇幅阐述。三是“两者结合”,即推进积极财政政策同时,传统周期性政策“明紧暗松”。我倾向第一种概率小、第二第三种概率大,但目前无法下

明确结论。我们还需要关注后续实质性、具体性的政策信号,4月中旬1季度数据公布前后将是关键时点,因为决策层做政策调整通常是依据季度数据。

证券时报记者:“经济增速下滑的担忧”与“政策放松预期”哪个将成为市场主导因素?

陈瑞明:如果是前者那么市场有下跌压力,后者的话有上涨动力。我认为,“经济增速下滑的担忧”将先成为市场主导因素,然后才是“政策放松预期”。理由是:1、从时间节点看,经济数据信号在政策信号之前出现,1月-2月份、1季度宏观数据将在未来1个月公布,而宏观政策调整往往要在季度数据公布之后,最快也在4月份。2、从政策节奏看,刚刚实施“超调”紧缩政策,不太可能马上放松,需要一定的观察期。3、从市场预期角度看,经济下滑的担忧会是越来越远、越来越实在,而政策放松预期短期内还在模糊猜想中。这样,我们对未来1-3个月的中线判断是,股市“先跌”后“可能上升”。当前对经济增速下滑的担忧还没有成为市场一致共识,未来1个月,随着数据的公布验证,担忧情绪会进一步深化,并成为市场主导因素。行业分析师逐步下调盈利增速预期,市场

估值中枢下移。

证券时报记者:市场会怎么走?投资策略上,有何建议?

陈瑞明:未来1个月市场可能将经历小级别的“戴维斯双杀”,部分周期类板块和高估值板块受损最大(与水利、保障性住房、高铁高度相关的周期类不在此列)。我认为下跌底部在2750附近。理由是2010年的2319点反映了政策紧缩和二次探底的担忧,当时估值在16.5倍TTM,今年政策紧缩预期不及去年,而经济下滑的担忧可能甚于去年,两者对冲平衡点仍是16.5倍TTM,对应2750点位。

投资上建议“先防守后布局”。3月份重防守,规避部分周期类和高估值板块,超配零售、食品饮料、冷链、安防、国防军工。4月份视政策放松方向再布局。当前不宜追高,未来1个月采取防守,降低仓位。三条配置线索:一是受经济下滑波及较小且估值偏低的传统防御品种,如零售、食品饮料;二是政府着力解决当前社会矛盾的受益行业,如食品冷链、安防、国防军工。三是等待估值回调后,有确定项目支撑的部分周期类,如水利、保障性住房、高铁高度相关的水泥、工程机械、高铁板块(当前估值已偏高,等待回调)。