

■每周酷图与思考 | Chart and Idea |

经济转型期：中型公司的黄金时代

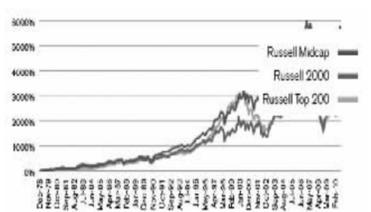
江亚琴

2005年来，经济呈现出显著的强周期，遵循行业轮动可以收到很好的相对收益。但到2010年，经济周期弱化，股市的行业特征就不再明显，行业轮动特征更多被大小盘风格所替代。

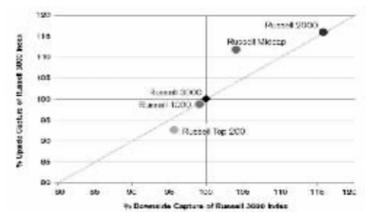
2010年无疑是小盘股的大年，小盘股大幅跑赢市场。2011年，小盘股泡沫破灭，创业板综合指数由1220点下跌到年内最低695点，下降幅度达到35%，而同期沪深300只调整了25%。

那么，未来又将如何？通过对国外市场的研究，我们或许能找到未来投资的线索。

图：美国市场，中盘股已连续32年跑赢大盘股和小盘股指数



图：Russell Midcap 具备更好的风险收益比(1979-2010)

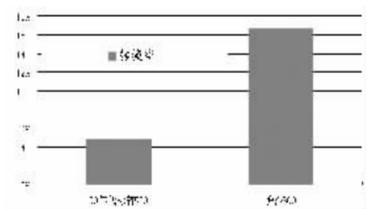


从1978年指数发布至今，美国的中盘股(Russell Midcap)已经连续30余年跑赢大盘股(Russell Top 200)和小盘股指数(Russell 2000)。成为名符其实的常胜将军。而且，如果以1979-2010年的情况来看，中盘股具有更好的风险收益比，下图表明相对大小盘指数，Russell Midcap(美国市场中盘指数)更能在市场上涨时多盈利，市场下跌时少亏损。

转型期内的十余年，美国公司发生了翻天覆地的变化，比过去30年代到70年代中后期这30年内发生的变化还要多。工业大型公司在国民经济的地位逐渐被新兴行业的龙头公司所替代。消费类、电子类、金融类、军工类等都登上了前15名的宝座。沃尔玛更是成为美国第二大公司，要知道，在10年前，它还榜上无名。

如今，中国进入了转型期，和美国的70年代末所处阶段一样。未来市场将进入中盘股投资的黄金时代。转型期间，创新式破坏的速度加快。未来，一大批以中盘股为代表的大型公司将替代如今的以大盘股为代表的大型公司。同时，以全球的视野来看，在美国陷入转型困境时，正是作为挑战者的我国中小企业成为伟大公司的重要契机。

图：和转型期标普500对比，我国沪深300的转换率更高



根据美国的经验，原来占统治地位的公司将被逐渐替代。经济增长方式的改变，意味着代表传统经济的大盘股不再具有持续的增长能力。而以中盘股为代表的将成为转型期经济发展的亮点，逐步替代原有大盘股的地位。

我们曾统计沪深300的年转换率发现，从2006年至今，数值高达16.6%。这意味着，新的大公司在6年将会被其他公司所取代，比例高过于美国转型期标普500的转换率。那么，我们更有理由相信，现在的中国，以大盘股为代表的大型公司保持其市场地位的难度更大，而以中盘股为代表的中型公司撼动其行业龙头的可能性更大。这些以中盘股为代表的公司将在转型期内拥有巨大的成长空间。

除了转型期内中盘股所具备的优势之外，作为中国的中型公司，相较于美国，具备了另一个高成长的可能：转型期是挑战者的新兴市场国家公司将触角伸向世界，成为伟大公司的绝佳时期。

其中最为典型的是日本公司。70-80年代，日本公司将美国公司挤下神坛，伴随着日本公司的成长，日本成为影响世界的重要力量。在西方世界出现危机的情况下迅速占领了原有领导者的市场，建立起了影响全球的品牌，最终成为受尊敬的伟大公司。我们所知道日本的伟大公司几乎都是在这个时期迅速壮大的，如我们耳熟能详的本田、松下、索尼、佳能等等。

(作者系国泰君安分析师)

动手防范宏观经济财政失衡，欧盟迈出重要一步

欧盟27国“六项规则”体检：谁的身体最棒？

2011年12月欧盟出台一整套措施，旨在大幅提高经济与财政一体化程度。这些措施被称为“六项规则”，已获得欧盟27个成员国全体通过，也得到了欧洲议会批准。这表明欧盟在宏观经济“失衡”管理上迈出了正确一步。那么，“六项规则”真的是一个“完美计划吗”？欧盟27国哪些国家状况较好？

Stephane Deo

在金融危机后，欧洲财政一体化的范围在扩大而不是缩小，削减政府债务和赤字毫无疑问仍是首要任务。“六项规则”相关措施中至少有四项针对首要任务。不过许多人都忽略针对宏观经济“失衡”的规则。在这方面，欧盟提出了10个国家层面的预警信号。

旨在防范宏观经济失衡

出现欧盟提出的10个预警信号的国家，将被纳入“过度失衡程序”，它类似于财政方面的“超额赤字程序”，连续违反相关规定会招致罚款。如果付诸实施，这10个预警信号将在可预见的时间内，为欧元区，乃至整个欧盟铺平经济发展道路做出贡献。

在我们看来，这些措施很重要，原因有三：1、它为货币政策一体化提供了制度框架。这些规则不仅涵盖财政纪律，还涉及宏观经济失衡问题。这些规则存在重大设计缺陷，但我们要面对现实——挑战如此巨大，不可能做到尽善尽美。2、这些措施是对市场释放的一个信号。这场危机将牵涉到的欧洲国家将会增多，而不是减少。所有欧盟成员国都已签署了这项措施。3、最后一个原因是部分国家的国内政策。我们相信，这样一份协议将为德国总理默克尔支持欧洲稳定机制等政策提供一定的掩护。

那么，它到底是什么？

简而言之，制定“六项规则”的目的在于防止2008年的欧洲危机重演。它们是对《增长与稳定公约》的补充，通过添加一系列指标来发现、防范、监督和纠正宏观经济失衡问题。这些规则具有强制性且意义深远，其内容包括调整成员国预算框架以提升透明度，相互审核预算，旨在实现财政及其他目标的条例以及违规处罚措施。这样做的目的，在于通过自动规则来提供充足的执行手段。

10项指标细化“体检”内容

欧盟提出了10项预警指标，目的是帮助发现重大宏观失衡问题的端倪，让成员国具有竞争力、遵守财政纪律并实现经济稳定增长。

这些指标以评分表的形式出现：1、以往3年的平均经常项目余额占国内生产总值(GDP)的百分比，顺差不超过GDP的6%，逆差不超过GDP的4%；2、国际投资净头寸占GDP的百分比，负头寸不超过GDP的35%；3、按出口额计算，出口市场份额在5年内的百分比变幅，最低不超过-6%；4、名义单位劳动力成本在3年内的百分比变幅，欧元区国家不超过9%，非欧元区国家不超过12%；5、基于调和消费者物价指数(HICP)/物价指数(CPI)平减指数的实际有效汇率，在3年内相对于其他35个工业化国家的百分比变幅，欧元区国家为正负5%之间，非欧元区国家为正负11%之间；6、民间债务占GDP的百分比，上限为160%；7、民间信贷流动占GDP的百分比，上限为15%；8、房价相对于欧洲统计局消费平减指数的同比变幅，上限为6%；9、政府部门一般债务占GDP的百分比，上限为60%；10、以往3年的平均失业率，上限为10%。

对失衡问题的不均衡看法

在本文所用数据不确定和欧盟官员使用的评估数据不同、且所用数据大多来自2010年的情况下，检测结果是：没有任何国家得满分，而且纵向来看，除了民间信贷以外，其他各项都有不达标项。

在这10项指标中，最让我们

感到吃惊的指标之一是经常项目余额。美联储主席伯南克和英国央行行长金默文等都认为，世界经济最终需要重新平衡，以消除造成资产价格无止境增长的过剩储蓄。

把经常项目纳入预警指标，体现了对这项经济数据的重视，有趣的是对顺差和逆差做出了不对称限定。顺差上限为GDP的6%，逆差上限为GDP的4%。为什么不对称？一个原因或是大量经常项目逆差意味着一个经济体的外币负债率较高，这是不可持续发展的征兆。大量经常项目逆差是非常理想的金融危机先行指标；经常项目处于顺差状态的国家则对金融冲击有很强的抵抗力。另一个可能原因，是这些规则由德国起草，而德国经常项目顺差占GDP的比率为5.5%（2011年三季度），即稍低于6%的上限。

如果将该上限设定为4%，德国就得设法减少经常项目顺差。这样，德国的财政赤字就会上升或民间(企业或个人)储蓄就会下降。目前德国财政负债占GDP的83%，几乎没有提升空间，而投资者仍认为德国拥有足够实力为欧元区的弱国提供支持。

■名家 | Columnist |

全球选举年对经济的影响



陈勇

政治挂帅

2012年，政治变化弥漫全球，从饱受债务危机困扰的欧洲国西班牙、法国等，到可能引领全球经济复苏的美国，再到风头减弱的新兴国家俄罗斯，都将面临总统选举。发达国家由于金融危机和债务紧缩，社会压力陡增，选举结果不确定性增加；新兴国家面临经济下滑，不同程度受到“阿拉伯之春”的影响，选举形势变得复杂。

法国选举与欧债危机

欧洲仍是全球经济地震最有可能的源头。就债务到期情况看，2012年欧猪五国压力最大的月份是3月、7月、10月。从近期西班牙和意大利的国债拍卖情况看，形势有所缓和。



陆挺

迄今为止，2012年的金融市场表现与2011年相比，可谓火热。美国银行股走势为例，2011年全年股价下跌60%，但在2012年1月及2月上旬短短40天里，大涨45%。这轮股、债、大宗商品齐升的反弹，与其说是经济基本面所决定的，倒不如说是由流动性所驱动。其中最重要的，当数央行新任行长德拉吉履新不到2个月，即于去年12月21日推出的长期再融资操作(OTRO)。藉由该计划，欧央行向欧元区的523家银行以1%的低息和极其宽松的抵押品要求，贷出了4890亿欧元。

为什么LTRO如此重要？LTRO



无论如何，德国也是纳入超额赤字程序的23个国家之一，因为其财政负债占GDP的比率已突破60%的上限，没有哪个大国的债务水平达标。

其他指标也存在不对称现象，如房价和民间信贷流动。爱尔兰和西班牙等国的房价正在下跌，民间信贷正在减少，其通缩和经济停滞风险不可忽视。这些不均衡的指标有利于解决资产价格泡沫和信贷扩张问题，但无助于改善当前局势。的确，这些经济体的资产价格和民间债务可能依然居高不下，但这些规则并没有考虑到这些指标可能偏低的情况。

评分表中德国、荷兰和奥地利表现最好，得分均为8/10，表现最差的是外围国家，包括希腊、爱尔兰、葡萄牙和西班牙，得分都在4/10-5/10左右。意大利、法国等国表现较好，几乎没有提升空间，而投资者仍认为德国拥有足够实力为欧元区的弱国提供支持。

两套方案考验执行公信力

据我们所知，还没有指导性文件说明怎样来执行这些规则。目前正在讨论两种方案。第一个方案得到德国政府支持，其内容是将主权移交给欧委会，由欧委会负责规则的监督和执行。法国政府则力主第二个方案，即主要通过政府间机制来执行这些规则，从而尽量减少主权转移，该方案的依据是许多国家更容易接受政府间会议做出的决定。我们相信，对两种方案的选择，或者二者的结合将是决定“六项规则”公信力的关键环节。过于依赖政府间机制，可能会让关键问题的决策权落入政客群体手中，这种情况下严格执行规则将化为泡影；相反，过于脱离政府间机制，则可能让非民选官员得到很大权力。

执行程序将分两步进行。第一步是浮现失衡端倪时，对相关政府发出警告。如果认为问题严重，这个国家

就会被纳入“过度失衡程序”。随后，欧委会将要求该国基于其建议采取调整措施。如果按要要求行事，就不会有问题。相反，如果未能解决失衡问题，欧委会将对其开出罚单，目前罚款金额为GDP的0.1%。

罚款适用于所有欧元区国家，但对英国和瑞典等非欧元区成员国无效。可以把这些欧元区以外的国家纳入过度失衡程序，其作用和把它们纳入超额赤字程序相同，但还不能对它们采取惩罚措施。

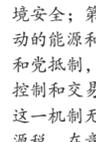
六项规则是欧盟迈出的正确一步，虽然它并不完善，特别是部分指标处于不对称状态，比如经常项目、信贷和房价，但这些指标不会一成不变，欧盟给自己留下了调整空间。

这项措施压缩了执行过程中的自由决策空间，它采用“反向投票机制”，如果没有特定多数反对票，欧委会的执行决定将得到实施。

(作者系瑞银证券欧元区研究主管)

■名家 | Columnist |

中国的政府换届与政策逻辑



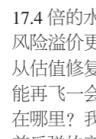
陈勇

政治挂帅

2012年，政治变化弥漫全球，从饱受债务危机困扰的欧洲国西班牙、法国等，到可能引领全球经济复苏的美国，再到风头减弱的新兴国家俄罗斯，都将面临总统选举。发达国家由于金融危机和债务紧缩，社会压力陡增，选举结果不确定性增加；新兴国家面临经济下滑，不同程度受到“阿拉伯之春”的影响，选举形势变得复杂。

法国选举与欧债危机

欧洲仍是全球经济地震最有可能的源头。就债务到期情况看，2012年欧猪五国压力最大的月份是3月、7月、10月。从近期西班牙和意大利的国债拍卖情况看，形势有所缓和。



陆挺

迄今为止，2012年的金融市场表现与2011年相比，可谓火热。美国银行股走势为例，2011年全年股价下跌60%，但在2012年1月及2月上旬短短40天里，大涨45%。这轮股、债、大宗商品齐升的反弹，与其说是经济基本面所决定的，倒不如说是由流动性所驱动。其中最重要的，当数央行新任行长德拉吉履新不到2个月，即于去年12月21日推出的长期再融资操作(OTRO)。藉由该计划，欧央行向欧元区的523家银行以1%的低息和极其宽松的抵押品要求，贷出了4890亿欧元。

为什么LTRO如此重要？LTRO

中国的政府换届与政策逻辑

第一，稳字当头。因为要维稳，由此确定的是，政策方向一定是松的，因为经济形势较弱，当前需要控制局部经济和金融风险，以免扩散成全局风险。由于本届政府首脑和下任首脑由于政治前景和执政风格可能存在差异，不确定的因素，政策以什么方式、何种节奏放松。

第二，经济转型，稳中求进。这也是从维稳目标得出的结论，无论是官方还是民间都认为，不改革、不转型，中国就没出路。不确定的因素，改革的重点、路径和速度，这方面存在太多争论和博弈，需要强政治和大智慧。

第三，对通胀不会掉以轻心。通胀恶化是个政治问题，这意味着货币政策很难大幅超预期。

第四，房地产调控要见效。这是政治问题，关乎政府信誉和民意民生。房地产调控政策松动的催化剂是销量低迷和土地流拍，价格可能只是引导预期和民意的工具。

(作者系华泰联合证券首席宏观分析师)

可能终结全球反弹的三个意外事件



陆挺

一方面向欧元区区内银行注入流动性，避免了由于银行偿债能力不足而导致的金融危机。另一方面，银行在拿到低息的贷款后，也会进入市场购买高息的主权债，以赚取信用利差。因此，一石二鸟的LTRO，对于银行危机和主权债危机都起到了积极的缓解作用，大大降低了经济的下行风险，从而令市场开始重新燃起希望。

而最近美国的数据也相当不错。最重要的经济指标新增非农就业在1月份24.3万，而过去三个月平均达到20万左右。制造业ISM进一步上升至54.1，单月的汽车销售量也达到了2008年5月以来的新高，失业率已连续第五个月下降。

去年四季度时，三大因素困扰市场：美国经济是否会二次探底，欧债危机是否会进一步恶化，中国经济是否会硬着陆？而和当时比起来，现在的市场情绪可谓大大改善。目前，标普500的动态市盈率仅12.9倍，低于1995年以来平均

17.4倍的水平，而股票相对于债券的风险溢价更在历史最高位。因此，仅从估值修复角度考虑，目前的反弹还能再飞一会儿。市场的下行风险究竟在哪里？我们来关注三个可能终结目前反弹的意外事件。

风险1：希腊违约。欧洲股市已从去年9月的低点上升了20%以上，欧元对美元在1月份升值5%，而债务国家的国债收益率也都大幅下降。尽管市场如此乐观，但历史一再证明，市场并非永远正确。一旦希腊违约，将导致欧元区各国银行的资产减值，例如，根据国际清算银行的数据，希腊违约最多将导致法国银行损失560亿美元，而希腊违约可能引发连锁反应，又将引起市场对于葡萄牙、西班牙等债务国家的担忧。

风险2：伊朗。虽然我们认为是战争仍是大概率事件，但据美银美林大宗商品团队计算，对伊朗的制裁将导致油价每桶上升40美元，而封锁霍尔木兹海峡的影响将加倍于此。不仅

如此，由于欧洲国家如希腊、意大利、西班牙都有相当比例的石油进口来自伊朗，伊朗石油来源的中断和全球油价的大幅上升，将令这些国家的衰退程度上升，并进一步引发全球经济衰退。很多人还记得，2008年上半年油价大幅上升50美元，导致美国在雷曼危机爆发前即陷入了经济下滑将近4%的深度危机。

风险3：美国财政和大选的不确定性。目前，美国财政上存在一些“定时炸弹”：一旦布什时代的减税和失业救济不能得到延长，美国将面临大幅的财政紧缩，这给经济活动带来了巨大的不确定性。面对不确定性，人们的普遍反应就是观望，推迟进行投资活动。大选结果也将对美联储的构成产生影响。共和党对于伯南克鸽派立场的不满由来已久，而伯南克的任期将在2014年1月到期，大选的结果将对伯南克能否连任，以及美联储的政策立场产生深刻影响。

(作者系美国银行美林证券经济学家)