

■每周酷图与思考 | Chart and Idea | 如何选择中盘股？

江亚琴

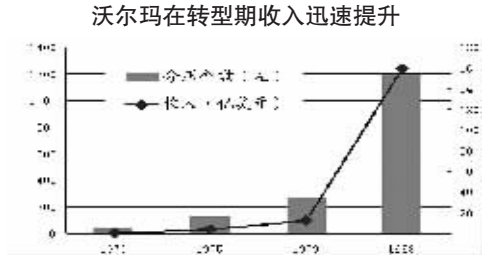
我们可以由两个方面进行考虑：1、什么样的中型公司将替代工业大型公司；2、什么样的中型公司具有国际竞争力的伟大公司的潜力。

第一个问题，我们可以参照美国经验，当时，怎样的宏观环境和微观环境造就了那些替代了原有大型工业公司的伟大公司？

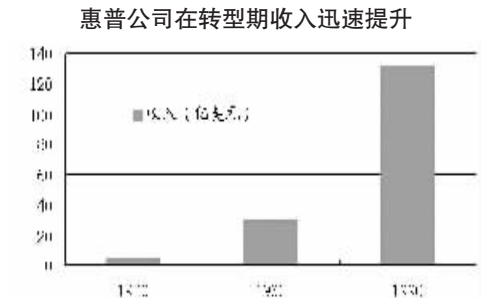
宏观层面上，我们发现，转型期美国经济也发生了正面积极的变化：贸易逆差增长的同时，美国家庭储蓄率由10%下降了6%。消费开始兴起。美国中产阶级消费时代从此时开启。同时，技术方面，计算机、电子技术开始改变人类的生活，相关企业开始登上历史舞台。另外，美国和苏联之间的冷战也在一定程度上提高了美国政府对于军需的提高，促进了美国军工行业的发展。

微观层面上，我们不妨对那些在转型期里成功突围，替代原有大型工业公司的典型中型公司进行探讨。

沃尔玛公司就是一个这样的典型的由中型企业一跃成为大型企业的公司。1962年7月2日，沃尔顿的第一家廉价商店隆重开业，占地16000平方英尺。1970年10月1日，沃尔玛股票成功上市（其价值在以后的25年间翻了4900倍）。沃尔玛提出的“天天低价”顺应了美国普通中产阶级的需求，真正改变了美国普通人的生活。同时，沃尔玛也意识到了不同层次顾客需求，针对不同的目标消费者，采取不同的零售经营形式，分别占领高、低档市场。例如：针对中层及中下层消费者的沃尔玛平价购物广场；只针对会员提供各项优惠及服务的山姆会员商店；以及深受上层消费者欢迎的沃尔玛综合性百货商店等。转型期或许是福特汽车和美国钢铁等大型公司失落的十年，但却是沃尔玛迅速发展的时期。1979年，年销售收入为12.48亿美元，分店达到了276家；到1988年，年销售收入已经达到了159亿美元，1198家分店。



惠普公司在1939年创建，惠普股票正式在纽约证券市场和太平洋证券市场挂牌交易。惠普抓住了个人计算机的机遇，于1968年，制造出世界第一台台式科学计算机 HP 9100A。1970年收入达到3.65亿美元。之后，1972年，惠普推出具有划时代意义的第一台个人计算机工具：HP-35掌上科学计算器，并将工程计算尺淘汰。以HP3000微电脑进军计算机领域。1980年，惠普首次推出个人电脑产品 HP-85。此时，营业纯收入达到30亿美元。整个80年代，惠普没有停止革新和创造的步伐，到1990年惠普已经成为收入达到132亿美元的大型公司。



从前面的分析，我们不难得到，转型期内宏观环境、人口变化、技术革新以及国际局势等长期趋势将决定中型公司是否成为伟大的公司，成为未来经济主力的关键所在。

另一个角度是怎么样中型公司具有国际竞争力的伟大公司的潜力。我们可以参照转型期日本韩国的经验。

转型期间内，石油危机成为日本汽车的突破口，电子产业的革命则使日本公司得以迅速吸收美国技术进行二次创新。在西方世界的危机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。

以丰田公司为例，石油危机下，美国汽车生产的大排量、高耗能的汽车不再受欢迎，丰田生产的低耗能车受到了追捧。在短短20年内，在美轿车市场占有率由1970年的2%、提升到1990年的8%，成为全球举足轻重的汽车制造商。

索尼公司也是一个经典案例。晶体管是美国研究人员肖克利、巴丁和布拉顿为核心的半导体研究小组发明的。而不久，日本索尼公司不失时机地采用了专利许可策略，获得了相关技术，之后，借助技术转移和工艺二次创新，成功开发出了完全晶体管化的收音机。它不仅占据了国内市场，而且反过来占据了晶体管的故乡——美国的市场。

从这两个经典案例，我们可以看到成为具有国际竞争力公司必须具备迎合当前世界需求的变化或把握当前最重要的技术。

(作者系国泰君安策略团队分析师)

盛宴难再：货币长周期的逻辑

2012年处在紧缩的长周期与放松的短周期相叠加阶段

近十年来，中国经济仿佛在享受一场货币金融盛宴：储蓄率（储蓄占GDP比例）的攀升支持投资高速增长。然而盛宴是否有尽时？我们认为，人口结构和经济制度的变迁，从根本上决定了实体经济以及货币金融的长周期。当人口红利与制度红利下降后，经济潜在增长率下降。同样，人口与制度红利的变化影响货币金融环境与资产估值。近期广义货币（M₂）增速的下降不仅仅是短周期政策调控的结果，也是长周期货币环境趋紧的一部分。

超越货币政策 解释货币高速增长

过去三十年来我国货币增速经历了三个阶段：第一阶段是从改革开放到90年代中期的货币化过程；第二阶段从1995年到2003年，货币增速大幅放缓并在低位徘徊；第三阶段从2003年至2010年，货币进入新一轮快速增长期。从计划经济向市场经济过渡推动80年代和90年代初期货币高速增长。1986年~1995年我国M₂的平均年增长高达28%，大幅超过经济增长，M₂与名义GDP的比率从1985年的58%上升到1995年的100%，这一阶段高速的货币扩张，主要反映经济活动的日益市场化需要更多的货币实现交易媒介功能。

1995年可视为我国货币政策的元年。这一年颁布的《中国人民银行法》正式确立了人民银行的央行地位和相对独立行使货币政策的职能，央行设定了通胀管理目标，货币政策稳健的基调增强。1995年以后M₂增速快速下降，1997年~2002年的M₂年均增速仅为15.4%。虽然M₂增速较低，但M₂与名义GDP的比率从1995年的100%增加到2002年的154%，反映货币化进程的末期和下文描述的储蓄率上升早期的共同影响。

2003年~2010年见证新的货币高速增长阶段，M₂与GDP的比率从2002年的154%上升到2010年的181%。如果说早期的货币高速增长主要反映经济货币化过程中货币作为交易媒介功能的体现，过去近十年来较宽松的货币环境则主要反映我国高储蓄率所带来的货币贬值功能的体现。

推升储蓄率上升的主因是我国生产者人口比重上升及城镇化进程。具体来讲，我国的生产者或储蓄者（年龄在25岁~64岁之间）的人数在1995年~2000年间超过消费者（24岁以下和65岁以上），并在过去十年快速上升至目前的125%的比率。同时，我国的储蓄率从1990年代的相当于GDP35%的水平在过去十年上升至目前的50%左右。

储蓄率上升推动投资高速增长，21世纪初我国潜在增长率再现一波较明显的上升。而储蓄率的升高和经济增长加快则从三个渠道对货币增速产生影响，导致宽松的货币环境。第一，高储蓄率结合经济的高速增长，意味着较快的资产或财富积累。第二，生产者大幅超过消费者，储蓄率上升意味着我国经济从短缺型过渡到过剩型，物价上升对货币扩张的弹性系数下降。第三，储蓄率提高的另一个结果是贸易顺差扩大，在强制结售汇和资本账户管制的体制下，形成外汇占款推动货币扩张这一较为独特的货币现象。

货币高速增长的外延

储蓄率上升推动资产累积加快，这个过程的影响不仅局限于货币资产，还波及风险资产和整体金融环境，包括非银行部门的风险偏好、外汇资产的分布以及影子银行体系，而这一切相互影响，反过来对宽松的货币环境起到推波助澜的作用。

首先，非银行部门风险偏好的上升增加了资产泡沫风险。居民和企业持有的广义流动性的快速增长，刺激其风险偏好上升。一方

面，当储蓄年龄人口的风险偏好和 risk 承受能力相对较高，因此随着储蓄年龄人口比重增加，全社会的总体风险偏好也跟着上升。另一方面，非银行部门的流动性资产快速上升，意味着非银行部门的无风险资产快速扩大。两个因素叠加，导致了全社会对风险资产的需求增长，推动了过去十年风险资产价格的上升。

其次，外汇资产分布不平衡。与中央银行外汇占款（外汇资产）增加相对应，私人部门外汇资产配置严重不足。外汇资产分布的严重失衡是中国独特的现象，实际上是私人部门储蓄被限制在境内所导致的信用扩张和部分人民币资产泡沫化的一个侧面。

第三，影子银行体系的快速扩张对货币宽松推波助澜。2003年以来，外汇占款的快速增长和银行的信贷冲动导致政策当局对银行信贷能力加大限制；表内业务吃不饱，银行就要拓展表外业务，由此导致我国影子银行体系快速发展。但影子银行体系的发展对货币政策的执行和控制金融风险都构成挑战。

盛宴难再： 货币增长终将放缓

影响过去十年货币环境的主要

基本面因素，包括人口红利与制度红利及由此决定的经济增长与储蓄率，都在发生变化。

从人口的年龄结构来看，我国的生产者与消费者比率将在3年~5年内出现拐点，考虑到农村富余劳动力大幅减少，未来可转移的空间已经很小，拐点可能来得更早；从制度红利来看，加入WTO对整体经济效率的促进作用随着总需求增长从外部转向内部在逐渐消失。

这两者从根本上决定了我国未来的经济增长周期与货币金融周期进入下半场：从经济增长上看，潜在经济增速放缓、储蓄率下降、外贸顺差减少、货币增长对通胀影响加大；从货币金融周期看，则是货币增速放缓、社会风险偏好下降，私人部门外币资产与人民币资产配置再平衡，风险资产的估值水平下移。

预测未来有很大的不确定性，但有几个可能的发展方向值得关注。首先，潜在增长率的放缓降低了央行对货币高速增长的容忍度，货币政策将趋向更谨慎。同时，外汇占款增速放缓甚至绝对水平下降，意味着央行对基础货币投放的调控能力增强，减少了通过行政性措施（如存贷比）、数量型工具（如法定准备金率）来限制银行贷款的必要性。不仅法定存款准备金率面临趋势性

下降，而且货币增长将更多依赖于商业银行的信贷扩张，这意味着贷存比的75%上限规定也将最终得到监管机构的重新界定。

其次，在这个过程中，上半场累积的外汇资产在政府与私人部门之间的分布不平衡将出现变化。央行于2007年不再实行强制结售汇制度，这为私人部门增加外汇资产配置提供了条件。在潜在增长率放缓和人民币升值空间缩小的情况下，私人部门配置外汇资产的动机将会加强。这可能对资本流动、汇率、货币环境和人民币风险资产估值产生重要影响。

货币长周期对短期的含义

和过去高速增长比较，中国未来的货币增长将有显著的放缓。这个过程将伴随风险资产——特别是在长周期上半场被充沛资金过度追逐的资产，比如房地产——的估值水平下降。

首先，有一些迹象显示拐点可能就在眼前，这包括经济增长放缓但企业用工紧张情况仍然突出，贸易顺差持续下降，外汇占款增速放缓甚至下降等。上述诸多变化均受到短周期因素影响，增长放缓和贸易顺差下降一定程度上反映全球经济疲弱，而资金流出和近期全球金融市场风险偏好降

低有关。但是否意味着拐点已至，仍不确定性。

更重要的是，拐点什么时间到来以及以什么样的方式到来。外部的货币环境影响我国货币金融长周期的紧缩幅度与节奏，其中美国的货币政策影响最大。以眼前的形势为例，如果欧债危机大幅恶化，全球风险偏好降低，则可能加剧资本外流，加速长周期拐点的到来。从内部的政策应对来看，如果在控制资产泡沫、监管影子银行、资本市场结构性改革等方面政策力度大、前瞻性强，那么拐点时间就会延缓一些，转折平稳些。

其次，长周期的货币环境不妨碍短期内货币政策进行逆周期的操作。我们认为短期内货币政策逆周期操作决定了2012年的货币总量放松。过去长期内总体宽松的货币环境中也有短期的逆周期紧缩，我们认为2012年就是处在这个紧缩的长周期与放松的短周期相叠加的阶段。

最后，货币金融的长周期演变对宏观经济和金融政策最大的含义就是要避免资产泡沫失控，加强维护金融稳定的机制和措施。从世界经验来看，几次大的货币金融周期都是以资产泡沫破灭，甚至金融危机的形式完成转折。中国要避免重蹈覆辙。

(正文内容来源于中金研究报告)

■名家 | Columnist |

欧元对亚洲的意义



Paul Donovan

欧元不应存在。在一个由经济学家掌控的完美世界中，欧元永远不会诞生。不过，遗憾的是，世界并非完美，而且也不是经济学家说了算，而是掌握在政客的手中。最终的结果就是，产生了一个彻底失败的货币联盟。

西班牙的年轻人失业率接近50%。希腊国内生产总值（GDP）已经连续第四年负增长，而2012年晚些时候将是负增长的第五年。欧元区成员国不得不采用与德国一样的利率和汇率，而德国的失业率处于20年低点，经济也处于正增长状态，即便增长并不大，只有2.5%左右。这样的情况问题重重，因为希腊的需要和

德国截然不同。

欧元会瓦解吗？我们肯定希望不会。瓦解的后果将是灾难性的（如果弱国退出，其经济规模将削减一半）。今天的社会动荡和欧元瓦解一旦发生的情况相比，只能算“小事”。欧元从根本上说是一项政治产物，因此维系欧元的也必须是政治意愿——我们不能低估这个政治意愿。

那么，到底会发生什么？我们难以判定欧元区的走向，因为这在很大程度上取决于政治决策。但看来很有可能今年欧元区会陷入衰退，需求下降，随后增长乏力，需求迟滞，那么亚洲就需要相应调整其增长模式。当然，在全球金融危机爆发后，亚洲对出口导向型增长的依赖已有所减弱，但对欧元区的出口还是不容小觑。

第二，欧元区融入全球经济。欧元区的金融机构参与全球经济的历史已经长达数十年。全球贸易、尤其是亚洲贸易其资金来源是欧元区的银行。随着欧元区银行削减规模，本地市场的重要性得到强调，亚洲将不得不放眼别处寻求融资。这并不是说不可能找到替代的来源，但是意味着亚洲必须改变。

同样，作为融入全球经济的一体化市场，欧元区将对世界其他经济体

产生影响。欧元区占到在北美自有贸易区之外的美国出口的逾20%。美国或许不是出口导向型经济，但欧元区增长放缓对美国有潜在影响，反过来对亚洲也有影响。在全球化的世界经济中，在错综复杂的贸易网和金融联系中，希腊发生的情况显然能在全世界引起震动。

第三，欧元区较为富有。欧元区的财富可能隐藏在意外之地，比如意大利，该国比德国还富有。整体看，欧元区较为富有，因此欧元区还扮演着对世界其他地区的投资者的角色。欧元区的银行和金融机构承受的政治压力（将其投资集中在欧元区内部的压力）与日俱增。普遍存在的、对跨国企业海外投资的敌对情绪也有所加重。欧元区对亚洲股市、债券及企业的投资在未来数年或将显著放缓。

欧元区经济一团糟，但世界必须予以关注。将与欧元区改革相伴的缓慢增长、以及欧元区与世界其他地区不断变化的关系对于全球经济而言将是至关重要的。现在或许该开始关心欧元区的政治了。

欧元区经济一团糟，但世界必须予以关注。将与欧元区改革相伴的缓慢增长、以及欧元区与世界其他地区不断变化的关系对于全球经济而言将是至关重要的。现在或许该开始关心欧元区的政治了。

欧元区经济一团糟，但世界必须予以关注。将与欧元区改革相伴的缓慢增长、以及欧元区与世界其他地区不断变化的关系对于全球经济而言将是至关重要的。现在或许该开始关心欧元区的政治了。

(作者系瑞银投资银行环球经济部副主管)

楼市调控或将诱发“次级贷危机”



金岩石

楼市调控政策的经济合理性有二：一是抑制房价的过快上涨；二是淘汰过剩的房地产开发商。从当年勒令中央直属企业退出房地产市场开始，大撤退的“集结号”已经吹响了。但国资委领导正规军，其集结号很难号令地方军和游击队，土地财政的收入与房产开发的暴利导致地方政府与民营房企坚守阵地，直至中央政府祭出了“限贷”的杀手锏。

土地财政收入支持的政府投资项目通常都有商业银行的配套贷款，其

中很高的比例是基础建设投资，其投资周期多半都在五年以上，有的甚至长达十年二十年才能产生经营性现金流。而银行的贷款周期通常在五年以内，这就出现了结构性的失衡：“短融长投”，即项目的贷款期短于投资的回收期。在贷款到期之时，若政府投资项目还没有产生正现金流，土地财政的收入可轻而易举地“接链子”，支持项目贷款及时展期或顺延，隐形的信贷风险就从该项目转移到了地方政府身上，这就是中国特色的“次级贷”之一。伴随着楼市调控的升级，地方政府的土地出让金收入急剧减少，所以“次级贷危机”正在酝酿，部分省市可能一触即发。

什么叫“次级贷”？顾名思义，“次品”的对义词是“正品”。在贷款市场上，如果信用等级高的贷款对象是正品，则信用等级低的贷款对象就是次品。在美国，给富人的贷款是正品，给穷人的贷款就是次品。在房价上

涨的趋势中，穷人按揭贷款的风险被房价上涨的收益掩盖了。而该类贷款又被华尔街多次拆分，再“打包”出售，杠杆率逐级放大。所以在房价下跌时，穷人丢掉房子一走了之，该类按揭贷款的现金流中断，“次级贷”危机一触即发。由此看来，当年美国“次级贷”危机爆发的导火线是突发性的现金流中断。

在中国，当土地财政收入滚滚而来之时，隐形的“次级贷”违约风险不断被掩盖，地方政府会沉浸在房地产开发的财富盛宴之中，既听不到中央政府的集结号，也看不到一触即发的“次级贷”。此外，政府体制的信息传导机制不顺畅，风险管理体制不健全，官员们习惯于弹冠相庆，报喜不报忧。地方政府贷款的违约风险通常会在集中爆发之时才会被拿上桌面，提上议事日程。而在此时，政府可以调动的信贷资源却可能非常有限了。最近一段时间，土地出让金收入大幅度减少，贷款到期的项目频繁出现，再加上前期创纪录提高存款准备

金的趋势中，穷人按揭贷款的风险被房价上涨的收益掩盖了。而该类贷款又被华尔街多次拆分，再“打包”出售，杠杆率逐级放大。所以在房价下跌时，穷人丢掉房子一走了之，该类按揭贷款的现金流中断，“次级贷”危机一触即发。由此看来，当年美国“次级贷”危机爆发的导火线是突发性的现金流中断。

在美国的“次级贷”危机我们都会挺身相救，面对中国本土的“次级贷”危机，政府能视而不见吗？所以，银行开始两次下调存款准备金率，银监会放话支持地方政府的贷款展期，芜湖副政府禁令删改房地产政策，上海推出了宽松的二手房购买政策……在我看来，这些举措都是未雨绸缪，提前应对可能一触即发的“次级贷”危机。

地方政府的投资与经营是一个不透明和不透明的市场，“次级贷”危机的幽灵在政策调控的阴霾中游荡，导火线将是土地出让金收入的骤停。虽然不敢断言房地产的调控政策会因此改弦易辙，但至少可以说，调控的高峰已过，调控过度的省市将依次启动自救措施，人们也该喘一口气了。

(作者系独立经济学家)