

四中全会公报解读:

## 法治化是经济转型重要前提

李慧勇 孟祥娟

### 为什么要关注四中全会

体制弹性已经成为影响资产定价的重要变量。这是我们首先想要跟大家沟通的一个观点:在经济增长弹性比较大,而体制弹性比较小的时候,经济是资产定价的主要影响变量;而在经济增长弹性下来之后,体制的弹性上来了,体制变成了一个重要的变量。

我国台湾地区就是一个很好的案例。我国台湾 80 年代末的改革与资本市场 1987 年开始的那轮波澜壮阔的牛市,在归因上是完全承接的,尽管当时台湾地区经济增速已经显著下行。

目前中国经济也已进入这样一个状态:经济增长毫无疑问已进入了一个下行轨道。2012 年中国经济开始去出口化,国内生产总值(GDP)增速也从连续 10 年的 9% 以上变为连续三年的 7.5% 左右;2014 年开始去地产业化,趋势增长进一步承压,我们估计明年增长目标可能会是 7%,全年增长会是 7.2% 左右;季度之间的弹性也将继续较低。在这种情形下,经济想象力不大,体制弹性将成为资产定价中的一个敏感变量。

而且从国际经验来看,经济转型能否成功,能否避免拉美化,一个法治的、公平的、市场化的体制能否搭建将是关键。这也是我们关注四中全会,关注依法治国的大逻辑。

### 四中全会意义重大

四中全会最大的意义在哪里?一句话,四中全会让体制内一直在提的“依法治国”首次落地。

早在 1997 年,党的十五大报告就明确提出实行依法治国,建设社会主义法治国家;1999 年的九届全国人大二次会议将“依法治国”载入宪法,从而使“依法治国”从党的意志转化为国家意志。2002 年 11 月,十六大报告提出“要把坚持党的领导、人民当家作主和依法治国有机统一起来”;2012 年的十八大报告提出“全面推进依法治国”,“加快建设社会主义法治国家”,将依法治国方略提到了一个更新的高度。从十五大到十八大,完成了依法治国在方针战略层面的搭建,但是如何依法治国,并未有全面的、系统性的指引,而本次四中全会完成的,恰恰是依法治国的首次落地,是法治化改革路径的一个展现。

### 重塑四大关系

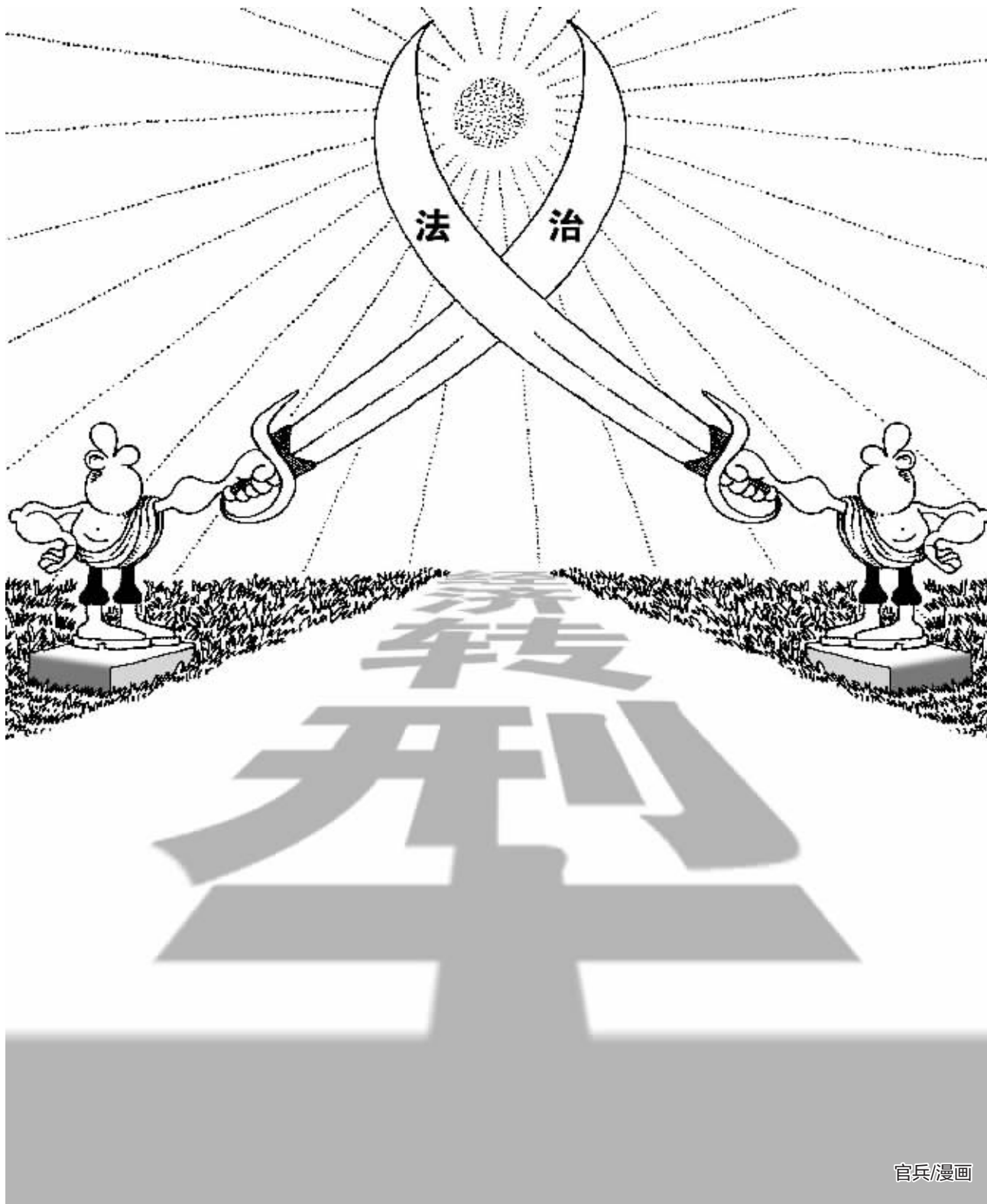
关于内容,本次会议一则提出了依法治国的目标,总目标是建设中国特色社会主义法治体系,建设社会主义法治国家;二则提出了“六大任务”,即完善以宪法为核心的中国特色社会主义法律体系,加强宪法实施;深入推进依法行政,加快建设法治政府;保证公正司法,提高司法公信力;增强全民法治观念,推进法治社会建设;加强法治工作队伍建设;加强和改进党对全面推进依法治国的领导。

我们想要重点提示的是,本次会议不同于以往的一个突破是,它围绕依法治国明确确认了几个重要的关系:

其一是公检法司内部的关系。会议提出完善确保依法独立公正行使审判权和检察权的制度;优化司法职权配置,推动实行审判权和执行权相分离的体制改革试点;最高人民法院设立巡回法庭,探索设立跨行政区划的人民法院和人民检察院,探索建立检察机关提起公益诉讼制度。

其二是法治和政府的关系,比如提出依法执政首先要依宪执政;要形成依法决策机制;要把法治建设成效作为衡量各级领导班子和领导干部工作实绩重要内容、纳入政绩考核指标体系。

其三是立法和司法的关系,比如提出要健全有立法权的人大主导立法工作的体制机制,依法赋予设区的市地方立法权;深入推进科学立法、民主立法,完善立法项目征集和论证制度,健全立法机关主导、社会各方



有序参与立法的途径和方式,拓宽公民有序参与立法途径。加强重点领域立法,加快完善体现权利公平、机会公平、规则公平的法律制度,保障公民人身权、财产权、基本政治权利等各项权利不受侵犯,保障公民经济、文化、社会等各方面权利得到落实。

其四是法治和改革的关系。实现立法和改革决策相衔接,做到重大改革于法有据、立法主动适应改革和经济社会发展需要。

上述框架完成从立法到司法到行

政关系的重新修正,且具备现实的落地路径,这也是本次讲依法治国和以前的最大不同。

### 法治化是经济转型前提

10 月 22 日的人民日报评论员文章题目是《用法治精神推进改革大业》,这一点逻辑我们觉得还是挺关键的。

我们需要什么?在开始我们已经表明了我们的观点,我们需要一个体制弹性的出现,用它来确保经济增长的顺利

转型。

在这样的逻辑下,我们建议投资者不要太过于关注一个短期的超预期或者低于预期,我们建议关注一个中长期的改革框架的打开。这个框架不仅仅是落在经济层面,它恰恰是经济转型、经济改革和进一步市场化的一个必要的体制前提。从这个意义上说,四中全会是一系列红利的一个开始。如果依法治国能够顺利落地和推进,中国资产的风险溢价将会会有一个明显的下降。

(作者系申银万国证券分析师)

## 改革预期告一段落 疾驰路上提防颠簸

李治平 徐伟

### 公报解读

1. 四中全会在党领导的框架内,明确了顶层目标与建设体系。不仅提出了框架性的重要任务,同时一些方向性的、细节性的制度设计中沉痾、广接地气;依法治国的贯彻落实,将保障护航中华民族的伟大复兴。

2. “民、政、党”清晰定位。公告贯穿着“立法为谁与谁能立法、执政与公正的制度设计、群众与法治的互相促进、从严治党与领导法治建设”脉络。上述脉络清晰地明确依法治国方针下,对党的要求、对政府的要求、对群众的号召。

3. 法治改革多项制度浮出水面。尽管与坊间传闻相比并非一一对应,但一方面四中全会并不可能具体探讨细节法律,而是明确大方向;另一方面,部分细节已较十八大框架更进一步。

具体看:宪法实施与监督、政府权利清单、重大决策终身问责、行政执法与刑法衔接、领导干部不当干预追责、审判与执行分离、巡回法庭、法

院与检察院去属地化、办案终身负责制、法律职业准入制度等切中要害的制度跃然纸上。

4. 党的建设更强调从严治党。除了在推进政策与决策部署中,强调党的领导外,更多的篇幅强调从严治党。要求党的领导带头遵守党纪,不得徇私枉法,各级人大、政府、政协、审判与检察机关党组监督宪法执行,查处违法用权,加强党内法规制度建设、法治建设纳入考核体系、基层治理法治化等。

5. 公报内容详实全面。四中全会公报提出,“加强重点领域立法”、“立法与改革决策相衔接”,前者是“保障公民的人身权、财产权、基本政治权利等多方面权利”,后者提及“重大改革于法有据”。因此,但凡预期中存在的,均能在公报中纳入框架,并给予适当展望。

### 策略展望

1. 四中全会公报的发布与短期股市联系不大。此次四中全会并未涉及到经济部分(如之前市场预期的国企改革、土地改革等方面的政策),如此对股票市场就不会有直接影响。其次,依法治国的主题之前已有充分的预期,此次公报内容是一个全面性的框架,对于短期市场

的影响也很小。

2. 之前的市场预期过高。我们一直对四中全会中会有经济议题存疑,因为历史上四中全会都是专题会议,一般是党建,偶尔也会有其他重要议题,此次则是依法治国。但市场在热情高涨的时候,显然是愿意相信对其有利的东西,而不管逻辑成立与否。就像一个人上来就主动买醉,旁边的人再叫也都没用,只不过遗憾的是酒总归要醒的。

3. 时间和事件节点的再梳理。我们对市场的观点已经在四季度报告《疾驰路上 提防颠簸》中阐述得比较全面了。目前再按照时间顺序对未来的潜在冲击做一个梳理:

首先,以四中全会为节点的改革预期应暂时告一段落;其次,10 月下旬将迎来三季报集中披露期,而我们判断三季度上市公司盈利增速将出现明显回落;再次,沪港通目前推出时间存疑,海外普遍预期是会推迟,而且对海外资金吸引力下降;最后,新股发行(IPO)频率可能加快,市场依赖的杠杆已经用的比较足。这些因素都构成未来颠簸的坑洞。

因此,我们的观点是:没有必要因为最后的狂欢而冒风险。

(作者系国金证券分析师)

高兴就说 | Luo Feng's Column |

## 赛维LDK为何死在光伏产业的春天里



高兴

虽然产业链各环节的景气度不同,光伏产业的复苏在 2014 年依然来得十分真切;产品价格回升,大量濒临死亡的企业减亏,还有不少企业实现了盈利,相比去年年初还全行业深度亏损的景象,今年算是等到春天了。从这个角度说,赛维 LDK 貌似是倒在春天里。

近日,赛维 LDK 太阳能有限公司宣布,旗下三家美国子公司正式提交破产申请。这家中国的光伏龙头企业在临时清盘,这是无锡尚德之后第二个希望借助破产保护来渡劫的龙头。

产业链上体量没有赛维 LDK 这么大的公司倒是活了下来,而且现在日子好多了。A 股光伏产业 30 家上市公司中,2014 年上半年有 27 家公司盈利,平均净利润与去年相比增长了 6 倍。

即便是最难过的 2011 年、2012 年,赛维 LDK 内部和外部,大部分人都认为赛维不会破产,即便当时的负债率一度超过 200%(现在负债率是 100%多);因为地方政府被深深地牵扯进来,为企业融资担保、出面筹资乃至直接垫资,有政府兜底,大家都觉得这企业不能倒也不会倒。

别的企业熬过冬天时,赛维 LDK 倒下,财务策略是核心一击,以至于最终也没能走出危机。当然,财务策略错误的背后是运营策略,扩张的运营策略带来激进的财务策略。不断到期的短期债和因资金链断裂无法融资而引发财务危机,是光伏巨头倒下的通病。赛维 LDK 是国内乃至全球领先的垂直一体化光伏产品生产企业,2012 年时负债率已居海外上市光伏企业的榜首。

## 海外市场短期冲击不足虑

张旭欣

近期国际金融市场的风险偏好因为全球性的通缩传播,而出现了大幅波动。这种波动是否会成为冲击国内资产价格的“终结者”?要回中国这一问题,我们首先要追究全球性通缩的来源,从而判断这种通缩能否持续造成负面影响。

次贷危机、欧债危机以来,全球格局摇身一变,需求从欧、美加杠杆决定,转变为中国杠杆率的变化决定全球需求走向。随着中国需求在全球出口市场上的比重越来越高,其变化在边际上对供需缺口和价格产生了举足轻重的影响。因此,在新的格局下,中国就成为全球价格波动的核心因素。

次贷危机之前,欧、美加杠杆,贸易项目持续恶化,在这个过程中,欧、美是需求的重要来源。从 2000 年左右到次贷危机和欧债危机期间,欧元区美国的杠杆率几乎都在持续提升,同时其贸易逆差也在持续扩大,这就意味着欧、美的净进口持续扩张,成为全球需求的重要来源。

但是上述的状况在再次次贷危机和欧债危机之后发生了根本性的变化。由于欧美去杠杆,其需求出现了紧缩,体现为贸易逆差的收窄。欧元区在 2009 年实现了贸易逆差的收窄,2011 年末更是开始转为贸易顺差,且幅度持续扩大。同样,美国在 2008 年杠杆泡沫迅速

2007 年赛维 LDK 在纽交所上市,负债率为 47%,之后公司的总资产逐年增长,资产负债率也随之急剧上升,过度负债经营之下,资产结构严重失衡。回头看,总祸根理在 2011 年,以致今日也难以挽救。2011 年多晶硅市场行情逐渐走向崩溃,赛维 LDK 的固定资产投资仍然较上一年增加了 8.87 亿美元,2011 年三季度中负债率达到了 227%。企业产能扩张所需的资金大部分来源于负债,债务的偿还能力又差。产能过剩,经营出现问题,同时遇上高额的利息,2012 年赛维 LDK 第三季度的财务报告显示权益资本降到历史最低,负债率却达到顶峰,以短期融资为主,长期债券为辅的融资策略,成为压倒赛维 LDK 的最后一根稻草,2012 年起陷入到处筹资偿还短期债的狼狽中。

除了依靠政府以及与债主谈判,公司几乎没有更多有效的办法,借新债还旧债行不通,找资本市场输血也做不到。作为一家上市公司,由于公司严重亏损,投资者对公司信心降低,再融资也无法进行,公司缺血的状况持续,而且难以止血。

行业景气明显出现拐点时仍高速在国内多地铺开战线,除了企业盲目扩张因素之外,地方政府盲目追求经济增速和政绩是一大推力。

赛维 LDK 的融资策略以短期债务为主,面临着较高的违约风险,在产能过剩的环境下,存货迅速贬值,企业的资金链无法承受其严重的债务压力,融资成为最致命的问题。正是由于高负债、高资本成本,虽然去年以来太阳能电池组件的出货量和价格齐升,赛维 LDK 却依然越卖越亏。作为解决债务的办法,公司只能以低于同行的毛利率来处理产品和资产。

如果赛维 LDK 创始人彭晓峰进军的是互联网行业,市场景气持续高涨,那么即便像京东商城不断烧钱,也能借助资本市场见到曙光,激进的经营策略和财务策略便不再是错误,反而是利器。在三年前,业内都以为光伏产业就是不落朝阳产业。这个案例再一次说明,在实体经济中,被中国企业攻下行业门槛的产业,朝阳与夕阳之间的间隔会迅速缩短,即便是当初毛利率高达 60% 的光伏电池业也一两年就被颠覆。

破裂时期贸易逆差迅速收窄,同时从 2012 年开始,贸易逆差进入到第二轮收窄的过程中。相反,此时的中国开始进入到加杠杆提供需求的过程中,公共财政赤字迅速扩大,同时社会融资规模也从 2009 年起出现大规模的跳升。而中国的经常项目差额自从 2008 年之后,也开始见顶回落,这个趋势一直得以维持。

而且,从 2008 年起主要经济的体通缩数据也合乎我们的逻辑。首先,中国经济的波动对于大宗商品的价格会产生直接影响。其次,中国的每一轮供需失衡(体现为通胀的拐点),都会逐渐传导至全球各主要经济体,最后表现为全球性的通缩。

目前,国内的情况是货币政策趋暖,货币供应总体平稳。而经济整体弱势,货币需求不足,从而导致了货币供给溢出,是为衰退型宽松。而从经济方面来看,托底政策的不断出台,意味着硬着陆的风险持续降低。

近期,全球通缩的核心和来源是中国第二季度的跳水,而国内近期在政策上的转向,意味着通缩的来源至少在短期可以消除。本次全球通缩的冲击表明美国的复苏易受海外冲击,虽然短期通缩风险解除,但长期来看其通胀超预期概率较小,加息提前的可能性不大。因此,我们对近期海外的冲击并不担忧。

(作者系长江证券分析师)