



【一缕清辉】

中国经济增长固然出现下行态势,但经过近几年的调整,已经具备中高速增长

的潜力。

中国经济具备中高速增长潜力

宋清辉

中国是全球经济增长的主要动能之一。近期不少外资大行的经济学家认为,中国经济增速放缓可能导致全球经济陷入衰退,从而大肆唱空。显然,他们这么做的目的是浑水摸鱼,从中国图利。

西方国家对中国经济的担忧和预测年复一年,显然不会突然绝迹,故中国经济露出的波动中企稳的苗头他们也视而不见:中国海关总署 2015 年 9 月份公布的该年度上个月的贸易数据显示,外贸出口已有所改善,实际情况比预期为佳。

鼓吹中国经济崩溃论显然言过其实,西方严重夸大了中国结构调整造成经济增长放缓等后遗症的影响。虽然近期数据显示中国外贸出口、固定资产投资、工业生产等增长减速,但这属于正常的经济波动,主要还是受到外国经济及特殊因素影响所导致,例如天津港化学品爆炸事故和北京 70 周年

“大阅兵”,影响了部分港口运输和工业生产。根据清晖智库的数据统计发现,中国经济面临较大的下行压力,但仍处合理区间,不会出现“硬着陆”,经济整体基本面仍旧保持平稳态势。

自 2008 年全球金融危机至今,中国政府推出了多轮经济刺激性质的政策。不管是“四万亿”还是“七万亿”,刺激的规模、范围还是频率都超越以往,特别是在刺激经济的过程中,竭力将国内生产总值(GDP)增速控制在 7%左右,这可能会给全球金融系统带来了较大的风险,同时也会给中国资本市场带来了不良后果。眼下,中国“国家队”不管如何救股市,都难以提振信心便是 7 年多来无节制借贷的苦果。

国际货币基金组织(IMF)预计,今年中国经济增速为 6.8%,这里面既有中国自身经济体制的原因,也有外部环境的原因,例如全球新兴经济体的增长速度都在下滑,像韩国、新加坡、台湾等,这个时候就迫切需要一

位“带头大哥”来拯救已经陷入衰退中的全球经济。所以,对全球经济来讲,中国经济保持中高速增长非常有必要。

中国作为全球第二大经济体,庞大的经济体量完全能够其他新兴经济体创造巨大的需求。中国政府加快转型和实施创新驱动战略等一系列政策措施的推动下,中国经济接下来有望迎来新一轮的中高速增长。2010 年,中国经济增速占全球的 23%。2014 年底,这一数字飙升至 38%。未来的几年里,中国很有可能成为全球经济增长的最大源头。

实际上,相较于其他经济增长较快的国家,中国经济增长固然出现与过往高速增长反差明显的下行态势。但是经过近几年的调整,中国经济已经具备中高速增长

的潜力,也有条件实现 7%左右的中高速增长。清晖智库统计发现,中国经济增速比高速增长期已经降低了 30%左右,但通过改革创新若能够有效释放

发展潜力。中国经济不仅在当前,而且在今后相当长的一个时期内,仍旧具备保持 7%左右增长的潜力。具体理由有如下三点:

第一,中国经济发展后劲充分。简而言之,主要体现在中国拥有全球完备的工业体系和产业配套能力,以及中国的工业化、城镇化进程。具体来讲,中国是世界上唯一一个在联合国工业大类目录中,拥有所有工业门类(39 个工业大类、191 个中类、525 个小类)的领先规模国家。再者,中国还拥有 2.6 亿农民工需要变为城镇居民,其外还有 1 亿城市棚户区住户需要重建新的家园,这里面蕴含着的巨大的市场需求空间可想而知。“互联网+”战略已经上升为新的中国国家战略,在新一轮信息技术和互联网带动、改造传统产业的革命中,中国经济具备无与伦比的先发优势。

第二,城乡一体化水平的规模效应巨大,民生、环保、水利等城乡改造等方面可以释放庞大规模的消费和投

资需求。另外,随着人口综合素质的不断提升,草根与精英争相并肩参与大众创业万众创新,不仅有大学生、农民工,也有企业科研人员、技术和管理骨干,很多大企业也加入其中,大众创业、万众创新的热潮正在中国大地蓬勃兴起。这些综合因素叠加在一起,或将会为创新驱动注入新活力,为提升生产率提供了新的支撑。

第三,中西部地区经济增长未来有望保持较高增速。随着中国高铁、信息基础设施等战略的有效实施和快速提升,不同区域间要素流动更加便捷,各个区域的优势将得到进一步发挥,不同区域之间的发展差异将会显著地缩小,特别是中西部地区有望受益于区域内和区域间充分流动,这为继续释放增长潜力夯实了基础。此外,大数据、云计算、机器人等新兴行业发展速度较快,并且它们与传统产业之间的融合发展趋势明显,未来产业升级空间广阔。

(作者系知名经济学家)

流行逻辑的合理与不合理

陈嘉禾

眼下有一句流行的小短句,“骗我可以,注意次数。”如果我们用它来描述市场流行的逻辑对

价格的解释,实在是太精辟不过了。因为几乎在每次市场价格预示着机会和

风险的时候,我们都会看到流行的逻辑对当时的价格进行“合理”的解释,而这类解释往往在事后被证明完全靠不住。

远的不说,就在刚过去的国庆长假期间,香港股市大幅反弹了约 10%,而背后的理由虽然众说纷纭,主要的却只有一个,就是港股之前实在太便宜了,甚至列居全球主要资本市场估值倒数第一。但是,在国庆长假之前,流行的市场逻辑是怎么解释港股比 A

股便宜很多这个问题的呢?如果大家回忆 2015 年以来关于 A 股比港股贵的问题,几乎所有流行的解释都会告诉我们:这就是应该的。支持这些解释的理由包括:A 股的散户占比太高、大陆资金无法投资海外导致流动性溢价、国际资本不信任中国经济前景等等,不一而足。

但是,所有这些流行的逻辑都忘记了一件事情,即仅仅在一年多以前的 2014 年年中,港股对 A 股、至少从

市值绝对大部分的蓝筹股来说,是有溢价的。彼时,衡量同时在两地上市的公司的股票指数——恒生 AH 股溢价指数,最低达到 89 点,表示当时 A 股该部分股票是比港股折价 11%的。但是,进入 2015 年以后,这个指

数一路上攻,最高达到 154 点,意味着 A 股此类股票比港股贵 54%。即使是现在,该指数仍然高居于 127 点。如果说现在流行逻辑对 A 股更贵做出的解释是合理的,那么为什么 2014 年的时候 A 股会更便宜呢?难道 2014 年的 A 股的散户占比不高吗?大陆资金能够投资海外,所以没有流动性溢价吗?国际资本比现在更相信中国经济的未来吗?

让我们再看一个最近发生的类似例子。分级基金的稳健端基金在过去半年中,出现了一个先跌后涨的走势,代表此类资产的指数,即中证稳健股票上市分级基金指数(下称稳健股基指数。尽管该指数有复权不完善的问题,

但仍能反映出此类资产短期的走势),从 3 月份最高的 992 点,下跌到 7 月份最低的 777 点,之后又一路反弹回当前的 926 点。

从“贵的资产一定没有便宜的资产好”这个角度出发,对于稳健端分级基金的投资逻辑,应该是在 3 月份持有相对较少的仓位,7 月份在价格大跌之后重仓,然后在反弹以后再降低仓位。然而,伴随着价格波动的、实际发生的流行逻辑,并不是这样。

在 3 月份,对价格相对较高的稳健端分级基金的流行逻辑,多半是“这类资产可以提供稳定的回报,所以价格可以比较贵。”然而在大跌之后,7 月份市场上最流行的逻辑变成了“因为进取端的投资者喜欢高杠

杆、并愿意为此付出高额利息,所以稳健端分级基金就应该大幅折价。”而在 9 到 10 月份,即稳健端分级基金大幅反弹、隐含回报率已然降低之后,流行的逻辑再次变成了“稳健端基金能够提供稳定回报,所以在市场不稳定的时候,其价格就应该比较贵。”

所以,在长期的投资过程中,聪明的投资者一定会发现,市场上流行的逻辑在绝大多数时候,并不是为了解释市场运行的真正内在逻辑而产生的,而是为了顺应当前流行的价格,为了给即使可能已经不合理的价格一个“合理”的解释而产生的。所以,依靠这样的流行投资逻辑进行投资,能否取得长期的超额收益,也就一目了然了。

(作者系信达证券首席策略分析师)

港股上演“国庆黄金周” 中国经济悲观论降温

吕锦明

进入 10 月份以来,全球股市出现风险偏好全面

提高的亢奋。以港股市场为例,在国庆假期的四个交易日里,恒生指数累计大涨近 1700 点后重新站上 22000 点。不少港股投资者在这个假期获利丰厚,过了一个名副其实的“黄金周”。

经历了国庆长假假期的内地 A 股,上证指数也在昨日再度逼近 3200 点整数关口,蓄势破关一触即发。至于欧美日等其他主要市场,更是在此期间涨多跌少。全球股市似乎在短短几日便一扫困扰数月之久的低迷悲观阴霾。

回顾今年以来,随着中国经济面临下行压力、增长出现放缓,海外对于中国经济前景的唱衰论、悲观

论此起彼伏、甚嚣尘上。期间,内地 A 股急跌、人民币贬值、投资增长乏力、生产者物价指数(PPI)连续下降、生产要素成本上升、部分企业生产经营困难、产能过剩问题突出等不利因素更令中国经济悲观论大行其道。

尽管如此,在刚刚结束的国庆“黄金周”还是呈现了一份令人惊喜的经济“成绩单”:国庆假期,内地共运送旅客 6.51 亿人次;居民消费一片红火,零售和餐饮企业销售额突破万亿大关;内地居民出境旅游人数大幅增长。这些数据和事实显示,在“新常态”下的中国经济充满活力,潜力巨大。

国际货币基金组织(IMF)在最新发表的全球经济展望报告中,再次下调 2015 年全球增长预测,由

3.3%降至 3.1%,并警告下行风险比之前严重。IMF 总裁拉加德日前表示,近期中国经济增长放慢及相关市场波动对全球经济的影响大过市场预期。不过,她表示要为中国

经济转型“点赞”。拉加德表示,“中国经济增长模式不再是基于庞大出口或者本土大规模投资计划,而是基于消费,这是一次良好的经济转型。”目前市场对于中国经济的前景依然持谨慎乐观的看法。有分析认为,目前中国经济的确面临经济增速出现减缓等问题,但增速下降不等于失速,中国经济具备良好基础,韧性强、潜力大,政策工具也多,经济增长减速也是某种主动、健康的调整。当前中国系列定向调控举措正不断显现成效,经济运行保持在合理区间,努力转型升级,

质量和效益有所提升,仍是全球经济稳定器。

对于在国庆假期期间港股走出的一波上涨行情,香港耀才证券研究部经理植耀辉分析说,港股的强劲表现主要是受到内地经济刺激政策提振,投资者预期 10 月份整体行情有望向好。他指出,近期内地出台刺激汽车和房地产两大行业的措施将有望带动内地经济表现改善,加上市场憧憬稍后召开的十八届五中全会将释放出更多有利经济发展的信息,这些都令投资者信心转强。

研究报告显示,香港市场 40 万亿港元的总市值,其中有超过一半来自国有资产。有分析认为,这使得港股和 A 股市场有完全同质的资源,但相对于 A 股而言,港股的估值

却被低估了——恒指 8.65 倍的市盈率(PE),国企指数 6.89 倍的 PE,这其中的投资机会不言而喻。

春江水暖鸭先知,港股市场是一个国际资本竞技的大舞台,这里汇集了来自全球各地的外资机构和资本,他们对于中国经济走势的敏感度远高于普通投资者。显然,港股在国庆长假期间上演的这波价量齐升的上涨行情,显示这些先知先觉的海外“春江鸭”已经感觉到了宏观层面环境的转变,或许对中国经济转型也更加看好,开始着手布局如何完成年底的“成绩单”了。由此,也就不难理解为什么今年的国庆黄金周期间,在作为香港经济支柱的旅游、零售业“叫好不叫座”的背景下,港股却能走出了一波令人兴奋的上涨行情了。

(作者系证券时报记者)

花旗银行唱多 A 股靠谱不?

杨苏

国庆长假,国人休息老外不休息。这不,花旗银行 Robert Buckland 发布一份唱多 A 股的研究报告,他说,“大胆买股票,A 股有望上涨 30%。”

花旗银行团队有自己的分析系统“熊市警报信号单”,16 项指标包括股票估值、资本开支、债券利差和利润增长等多项数据。据此,目前全球股市 16 个指标总计只有 3 个处在危险区域,因此花旗分析师团队预计在 2016 年底前全球股市将上涨 20%,包括 A 股在内的新兴市场有望

上涨 30%。

出现红色警报的分别是净债/利润比和美国垃圾级债券利差等,而在 2007 年和 2000 年股市暴跌之前,16 个指标出现红色警报的分别高达 12.5 个、15.5 个。因此,花旗银行认为,“近来全球股市的卖盘不过是牛市中的调整,而不是下一轮全球熊市的开始”。

跌怕了的 A 股投资小伙伴们,你们信吗?

笔者算不得业内人士,但是一直固执地认为,这些预测行情点数的大师们,真的有这么高的准确率,直接去股指期货市场开多单空单大赚几笔实

现人生财务自由可好。何必写出来还要费这个劲来忽悠大家,涨涨跌跌总有 50%的正确率吧。

从花旗银行分析的表述来看,16 大指标与 10 多年前的两次熊市吻合度较高,这让人既高兴又不高兴。高兴的是模型系统曾经符合事实发生,不高兴的是只有两次,也许还有多次未有公布?更不高兴的是,模型如此假设推演,是否预设了全球市场联动的前提,各个市场之间有较高的相关系数,最后得出大家一起均涨的结论。

所谓观点判断,总是根据实际情况时时调整。如果 A 股市场天天自己

High,就可以说独立走势个体分析;如果外国市场跌 A 股也跌或者 A 股暴跌带着大家一起玩完儿,就说是全球联动经济危机或来临。看多了日日更新的新闻报道和各类观点,总觉得不断肯定着自己就是那亏钱的大多数群体,那些情声发大财的聪明人也许总是在做着反向操作。

A 股此前的两轮牛市,与其说是全球经济全球股市的影响,不如说是股权分置改革等国内因素更加可信。去年下半年启动的短暂牛市,所有的市场投资机构都在找原因,今年 6 月中旬戛然而止之前,又有几家有刺激

所谓主流观点的声音发出。

这几个月下来,A 股投资者最感同身受的风险教育课认知,恐怕不是这些财务指标和利差等等数据信息,而是监管部门的政策风险,以及国内各种独有的潜在风险——比如杠杆等等。当一个前所未有的流动性风险席卷而来时,很多身经百战的专业机构投资者也损失惨重。输得起赢得回,但是去相信任何此类的行情走势分析,还是罢了。股如人生,人生如戏,保持对市场先生的一份敬畏,任你虐我千百遍。

(作者系证券时报记者)



【股市笙歌】

当流动性风险席卷而来时,很多身经百战的专业机构投资者也损失惨重。