

深入领会十九大报告,着力建设现代化经济体系



贾康

学习十九大报告,讨论现代化经济体系建设,需要全面领会与把握中央大政方针。十九大报告对中国发展历史方位作出了“新时代”的判断,明确提出了新时代中国特色社会主义思想,并对新的阶段上我国社会主要矛盾作出新判断。这才落到了要在建设现代化经济体系里面抓住供给侧结构性改革的主线。深刻认识十九大精神,必须同时领会如何保持住前进定力,要看到“两个不变”。

实现“强起来”历史飞跃的时代

对于新时代,概括起来应该是说,我们已经走过了“站起来”、“富起来”两个时代,而现在进入的是发展实现“强起来”历史飞跃的时代。这样一个新的历史方位和历史新起点的判断,对应的是习近平新时代中国特色社会主义思想,要以这个思想来作为今后的行动指南。

作为具有统领和指导全局意义的理论思想,面对现实,习近平新时代中国特色社会主义思想需有一个原点和支柱:时代背景下

整个社会的运行中间,对主要矛盾应持有怎样的认识?十九大报告非常清晰地说,我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。

是不是可以这样认为:物质文明之上还有精神文明,过去已经说到“文化”,已经涉及精神生活层面,而现在实际上是进一步提升对于人民需要的认识,更综合地把物质文明、精神文明和整个社会中“人的全面发展”所需的相关要素都加入进来。

人的需求层次有逐步提升的规律,人民日益增长的对美好生活的需要,既是不断发展的动力,又是对供给侧有效供给的压力与挑战。我们必须注意的问题是,在另外一侧,是发展的不平衡、不充分。充分只能是相对的,现在的关键是把充分与否,作为一个动态变化中更偏向于总量描述的概念放在平衡的后面,作为从属于“不平衡”问题的新表述的一个组成部分;而平衡与否,是动态变化中间直指结构问题、更偏向于质量描述的概念。这也正是“追求质量第一、效益优先”的新发展理念所必须牢牢把握的关于矛盾主要方面的认识。

供给侧不应是一般泛泛而说的供给管理,传统体制下高度集中命令经济可归为一种非理性的供给管理。中国推进现代化必须强调的是理性供给管理,是追求一定要在“守正”前提下“出奇制胜”。建设现代化经济体系,正应该是这样一个“守正出奇”中走向现代治理的体系。

以供给侧改革为主线与社会主要矛盾一脉相承

以此分析认识我国社会主要矛盾的新认识、新表述,后面的政策含义是十分清晰的。十九大报告提出建设现代化经济体系要以供给侧结构性改革为主线,推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革,提高全要素生产率,以供给侧改革为主线,是和前面原点性质的对社会主要矛盾的分析认识内在契合、一脉相承而引出的。

在实际生活中,这会进一步指导我们在实现现代化的改革攻坚克难瓶颈期、现代化关键的冲关期,在目标导向与问题导向结合之下,着力以供给侧结构性改革和供给体系质量效率的提高,化解“社会矛盾和问题交织叠加”的潜在威胁——也就是要面对制度结构、产业结构、区域结构、收入分配结构、人文生态结构等方面的风险因素、不平衡的因素,及时、有效地来加以克服。

我们别无选择,必须以制度创新为龙头,打开科技创新、管理创新的巨大潜力空间,形成动力体系和供给体系转型升级的系统工程式创新,即以全要素生产率形成动力体系再造。全要素生产率不是指对所有供给侧要素等量齐观,强

调的是传统要素支撑力下滑过程中,怎样使科技和制度这两个供给侧要素的巨大潜力得到发挥的问题,这是为支撑我们能够在“追赶—赶超”的现代化道路上继续实现超常规发展,所必须抓住主要的供给侧关键要素。

诸多新变化中的两个“不变”

十九大报告里面有这么多的新变化,也特别强调了两个不变:一是我们仍处于并将长期处于社会主义初级阶段的基本国情没有变;另一个是我们作为世界上最大发展中国家的国际地位没有变。

社会主义初级阶段这是“最大实际”,只有认识这个最大实际,才能牢牢坚持党的基本路线。马克思作为伟大思想家在《政治经济学批判(序言)》中,非常清晰地讲到“两个决不会”,即:无论哪一个社会形态,在它所能容纳的全部生产力发挥出来以前,是决不会灭亡的,而新的更高的生产关系,在它的物质条件在旧社会的胚胎里成熟以前,是决不会出现的。”

在我们的实际生活中,一方面,进入改革开放时期以后,终于看到了超常规发展态势,表明社会主义初级阶段已经形成了蓬勃的生命力;另一方面,也

有那么多现实情况,在表明社会主义初级阶段难以避免的种种不成熟。在这么多不成熟因素制约的情况下,党中央强调两个不变,实际上是认识上的清醒剂。对于我们这些年发展成就方面,须注意容易被渲染到不中肯的状态,我们要防范思想认识误区。

现代化经济体系是现代国家治理的传承

现代化经济体系有一个传承。党的十八届三中全会提出了“六十条”改革举措,最核心、最浓缩的认识是提出了现代国家治理,即国家治理体系和治理能力的现代化。现代化经济体系,一定要坚持现代治理这一最浓缩的核心概念。

治理与管理,一字之差,境界大不一样。管理所强调的无非是各级政府自上而下掌控这个架构,而治理强调的一定是突破原有的认识框架,使政府和非政府的多元主体更多平面展开、充分互动,把管理和自我管理、组织和自组织、调控和自控结合在一起调动一切积极性和潜力活力,来解放生产力。这是“六十条”的精神实质,反映着现代化必须要掌握的现代文明发展的前沿概念——包容性发展。“六十条”后面跟着反复强调的现代市场体系,十九大进一步扩展为整个经济体系概念,但基调仍然是市场发挥资源配置决定性作用,同时还要政府更好地发挥作用。这就必然要进一步引到非常复杂、具有挑战性的应用于供给侧掌握的新认识框架,即探讨怎么样“守正出奇”。

“守正”是说搞社会主义市场经济必须要遵循、顺应、乃至敬畏市场力量和规律,但“出奇”是说我们不可能简单照搬其他市场经济体的经验和我们以前探索市场经济的初步经验,而必须在创新开拓中寻求“出奇制胜”。“出奇”就可能具有巨大的风险,超常规发展处理不好就可能违背规律。这种复杂性、挑战性的问题是供给侧改革要处理的系统工程,我们可以最简洁地强调“有效市场”后面要加上“有为和有限”的政府,即政府怎么样施行理性的、成功的

供给管理。推进现代化必须强调理性供给管理

供给侧不应是一般泛泛而说的供给管理,传统体制下高度集中命令经济可归为一种非理性的供给管理,比如企业建个厕所这种细节问题都需要领导机关审批。中国推进现代化必须强调的是理性供给管理,是追求一定要在“守正”前提下“出奇制胜”。建设现代化经济体系,正应该是这样一个“守正出奇”中走向现代治理的体系。

经济体系如讲内涵,要处理一系列结构、机制优化问题,包括实体经济和金融之间怎么样更好处理结合互动的关系等。对此,中央金融工作会议已经非常明确地强调,金融出发点和归宿都要落到服务实体经济上。

经济体系从外延讲,包括怎么样进一步处理好国内和国外的互动关系、全面开放环境下义无反顾加入国际竞争面对的关系,比如一带一路推进中,怎么寻求共赢;人民币最终要自拆防火墙,实现资本项目下可兑换而真正国际化等等。在外视角,现代市场体系与现代化经济体系,不可回避地要处理如何对接到社会和谐、生态文明,并对接到精神文明和政治文明。谈论经济体系,如果以为是到经济为止,是不可能的,实际上这是个系统工程,即现代化经济体系建设,是怎样对接整个配套改革的攻坚克难和全面配套改革的问题。

按照时间表,要力争在实际上有很多困难的情况下,继续实现一些重大问题上的突破,在十九大之后得到中央进一步指导,争取2020年全面小康的同时,全面改革能够取得决定性成果,而这一决定性成果,可以给我们进一步提供跨越“中等收入陷阱”和2035年基本上实现社会主义现代化的充沛动力与后劲。

(作者系华夏新供给经济学研究院首席经济学家)

十年来全球股市回顾与趋势展望



王家军

全球大部分股市上一个大顶形成于2007年10月。从2007年10月底到2017年10月底,刚好十年过去了。回首十年间全球股市,大体上可以发现以下特征:

1. 就全球主要股指而言,A股市场表现较弱,但中小盘权重较大的“非主流指数”表现较强。A股市场中证500、万得全A等“非主流指数”分别录得44%和19%的涨幅。

2. 过去十年间,葡萄牙、斯洛伐克、奥地利、西班牙、卢森堡、意大利、捷克、俄罗斯、斯洛文尼亚、希腊和塞浦路斯的股市分别跌了27%、28%、30%、34%、35%、39%、44%、50%、69%、86%、99%。

3. 各国股市强弱与宏观基本面好坏之间没有必然的联系,在某些央行印钞不受约束的国家,甚至出现了宏观基本面很糟但股市很牛的“奇葩”局面。论及基本面之糟,名气最大的可能算是津巴布韦,但能够查到的该国宏观经济和金融市场的数据库甚为

有限,本文只好把它撇开。不过,阿根廷和委内瑞拉等国的情况足以说明问题。过去十年间,阿根廷的经济增长率由9%下降到3%以下,委内瑞拉则由8.8%下降到-18.6%;两国CPI的累计涨幅分别高达136.5%和686.4%;外汇储备分别下降了16.8%和70%,其货币对美元的贬值幅度则分别高达461%和363%。但同期它们的股市分别录得大约11倍、17469倍的惊人涨幅。

4. 除俄罗斯等少数个案,许多汇率贬值幅度较大的国家,其股市累计涨幅都不算小。除了刚才提到的阿根廷和委内瑞拉,土耳其、南非、巴西、墨西哥、印度、印尼等国在过去十年间货币贬值幅度也不低,分别高达226%、117%、89%、80%、64%和50%,但这些国家股市同期分别录得91%、85%、14%、55%、67%、127%的累计涨幅。

5. 欧元区宏观基本面较差的国家,股市表现也较差。在欧元区,著名的“笨猪五国”和法国都属于政府财政和宏观基本面比较差的国家。过去十年间,法国股市下跌了6%,明显弱于

过去十年间全球“三类牛市”并存的格局,未来仍将存在;美国、日本和德国等股市在“科技革命”和“超低利率”两大因素的支撑下,牛市仍将续演,直至未来某时形成下一个泡沫大顶;由于债务体系已经严重“庞氏化”的国家非常之多,未来还有更多的国家在内外货币政策上步委内瑞拉和阿根廷的后尘,进而导致更多的“奇葩”牛市。

美国、德国、日本、英国等大型发达经济体;构成“笨猪五”的葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊、西班牙,其股市同期的跌幅分别为27%、12%、39%、86%和34%。实际上,同期全球股市跌幅的冠军,就是欧元区的塞浦路斯和希腊。如前所述,塞浦路斯股市的累计跌幅高达99%。

6. 过去十年间,比较坚挺的股市可以粗略分为三个阵营:一是前面所说的宏观基本面很糟,靠肆意印钞支撑起来的“奇葩”牛市,如委内瑞拉、阿根廷、土耳其等国;二是没有加入欧元区体系、宏观基本面相对稳健的北欧国家,如丹麦、瑞典、挪威,其股市累计涨幅分别高达107%、55%、50%;三是“超低利率”和第四次科技革命“双轮驱动”的牛市,美国、德国和日本股市属于此类。纳斯达克综合指数、标普500、德国DAX、日经225同期分别积累了135%、66%、65%、32%的涨幅。

接下来,我们选择过去十年间累计涨幅超过65%的部分股市或股指,简要讨论其上行的基本性质或动力来源;并且简要评估美、德、日、中这几个股市的中长线投资价值或风险。

提升推动股市上涨。泰国股市的累计升幅为90%,其P/E由18.4倍轻微下降到18.3倍,P/B由2.3倍下降到2.1倍,货币累计升值2%,通胀累计幅度为22%,其股市上涨可以全部归因于正常宏观背景下的企业盈利上升的驱动。

南非股市的累计升幅为85%,其P/E由13.2倍上升到19倍,P/B由3.2倍下降到2.3倍,基本可以解释为货币内贬(累计通胀幅度为85%)和外贬(累计贬值幅度为117%)共同作用下的企业盈利增长和股市估值水平正常提升共同驱动。

标普500的累计升幅为66%,其P/E由17倍温和上升到21.7倍(升幅为27.6%),P/B由2.94倍轻微上升到3.2倍,EPS由89.4上升到118.8(升幅为32.9%),同时十年期国债收益率由4.47%下降到2.38%(降幅为46.7%),由这些数据可以看出,标普500的上涨完全可以归因于利率水平大幅度下降对股市理论估值的提升叠加企业盈利增长的驱动;而且十年期国债利率将近一半的降幅对该指数理论估值的提升效应尚且没有充分实现。即,理论上,没有理由认为该指数已经泡沫化。

鉴于目前“美股泡沫论”甚为流行,有必要简单回顾上世纪90年代“新经济泡沫”在2000年3月登上的那个大顶。那时,标普500指数的P/E为28.9倍,P/B为5倍,分别比今天高出33%和56%;而且,那时的十年期国债利率为6%,比今天高出152%。在基本面上,上世纪90年代以信息技术和生物技术蓬勃发展为代表的“新经济”,就其“革命”的深度与广度而言,未必比得上眼下这一轮如火如荼的“第四次科技革命”。

因此,参考历史经验,从基本面上,估值水平等层面观察,我都倾向于认为标普500指数的牛市远远没有走完。如果把特朗普减税方案在国会通过的可能性及其将会给美国企业带来的盈利提升效

应、特朗普扩张性财税政策对美国赤字与债务的负面影响以及因此而强化的美国政府“低利率需求”,特朗普更迭联储主席后对联储货币政策取向影响力的提升等因素也考虑在内,那么美股长线上升潜力就更值得乐观。

过去十年间德国DAX指数的累计升幅为65%,其P/E由13.6倍上升到18.8倍(升幅为38%),P/B由2倍下降到1.9倍,EPS由588上升到705(升幅为20%),十年期国债利率由4.24%下降到0.36%。根据这些数据,过去十年间德国股市上涨可以定性为零利率对股市理论估值的巨大推升能力的“初步展现”。另外,2000年3月德国股市到达“新经济泡沫”大顶时,德国十年期国债利率比今天高出486个BP,DAX指数的P/E和P/B分别比今天高出83.7%和63.8%。因此,个人认为,除非欧元区系统性风险再度升级引起德国十年期国债利率飙升,否则德国股市在理论上没有风险。

同期,日经225指数累计上升了32%,其P/E由19.7倍下降到19倍,P/B由1.94倍下降到1.86,EPS由847.7上升到1157(升幅为36.5%),十年期国债利率由1.61%下降到0.07%。由这些数据可以看出日本股市的上涨可以完全归因于企业盈利上升的驱动,零利率对股市理论估值的推升能力还没有展现。

概括而言,前述过去十年间全球“三类牛市”并存的格局,未来仍将存在;美国、日本和德国等在“第四次科技革命”中充当“领头羊”的国家,其股市在“科技革命”和“超低利率”两大因素的支撑下,牛市仍将续演,直至未来某时形成下一个泡沫大顶;由于债务体系已经严重“庞氏化”的国家非常之多,未来还有更多的国家在内外货币政策上步委内瑞拉和阿根廷的后尘,进而导致更多的“奇葩”牛市。

(作者为中国保险行业协会首席长期利率专家、原中国人保资产首席经济学家)