

希望是心中的花

薛鹤翔

作为一个超级伪球迷、一名普通的积极消费者以及券商卖方从业人员,这几天连续经历了恒大夺魁、双11以及十八届三中全会,心情从亢奋、急迫转到平静与沉思。也许12日晚间的新闻联播主动真实收视率要低于亚冠决赛,也许全国民众对双11的期盼程度要远超三中全会。我想这些都合情合理,这些都反映了市场经济从物质与精神两方面服务于民众,亚冠决赛与双11相比三中全会受到更高关注这件事,本身反映了在这个社会上市场确实越来越起到资源配置的“决定性作用”,是市场经济日渐成熟的重要体现。

友人说得对,今晚除了商人、资本市场参与者对三中全会倾尽全力关注以外,其他行业似乎并不关心。我想这是对的。当年华尔街金融海啸袭来,大多数失去房屋的美国人并不明白是什么样的金融衍生品使他们一无所有。全体国民去关心一件政治经济学事件本身是一个坏的信号,所幸今晚没有发生这样的事,应该是国之幸事。

首先要声明,本人在本文中的一些想法仅代表薛鹤翔本人,不代表所在公司。由于原本并无写作之意,因此起笔

前已经几乎看遍卖方的点评,因此本人这个解读有些卖中之卖(sell of sell)的意思。下面就5个方面谈起。

1、“改革”很难

十八届三中全会公告中59次提到“改革”,是出现频率最高的词语,这或许就像“超预期”一词一样。如果“超预期”反复出现在报告中,恰恰说明具体指出“超预期”的存在很难。“改革”一词多次出现,也恰恰反映出改革本身很难。

2、市场经济“决定性作用”与“公有经济”“主体地位”间的冲突隐患

关于市场经济在资源配置的作用,从之前的“基础性作用”改为“决定性作用”的表述,被认为是一种突破,还没有市场化的土地、垄断行业、过剩产能行业,都需要注入更多的市场机制。这一点必须承认,相信在具体方案中一定会有体现,毕竟是公告浓墨重彩之处。但是另一方面,公有经济(即国有企业)的主体地位又要“毫不动摇地巩固和发展”。两者在交集之处存在着巨大的冲突隐患。

3、金融市场化被选择性忽略

既然强调市场经济的决定性作用,却只提到半句“完善金融市场体系”,本人颇感意外。在市场经济诸多价格中,本人一直以为利率和汇率是最重要的两个价格指标,绝对对比房价更重要、更

基础,缺了在这两个市场的“市场化”,何谈市场经济的决定性作用。虽然后续可能会有更细节的政策公布,但从公告对金融的吝啬笔墨来看,真该调低预期。之前国研中心方案所提10年内实现汇率市场化,现在看来10年不过是个虚数罢了。

4、土改确超预期,但仍需谨慎

赋予农民更多财产权利”、推进城乡要素平等交换”等,透露在土地制度改革上的超预期希望,“小产权房”、“农村集体土地入市”都有望推进。不过本人对推进步伐持谨慎态度,一是土地是最重要的资源之一,二是在看不到房产税的前提下,卖地收入对政府而言依然极为重要。

5、经济集权与权力重构

公告中的两个新机构,全面深化改革领导小组、国家安全委员会。关于国家安全委员会,本人只能理解到国家安全的地位会提升、投入会加大,会利好安防、信息安全与军工板块。全面深化改革领导小组的建立透露二层信息,一是经济决策权的集中,意味着中央集权的上升,北京的地位更加重要;二是现有中央财权权力架构的改变。

总体而言,会议透露出了很多积极的信号。

一、只有金融界关心三中全会,其

他各行各业并不怎么关心,本身是一个很好很积极的信号,关心经济远胜过政治才是正常的社会;二、“改革”一词反复出现在公告中,就像“超预期”一词反复出现在卖方分析师的报告中一样,说明了真正的“超预期”很困难、很模糊,“改革”也同样困难、艰巨;三、强调市场的“决定性作用”与公有经济主体地位毫不动摇之间存在矛盾隐患,但市场化的方向是进步;四、承认土地制度改革方面超预期的希望,但对推进步伐持谨慎态度。如果没有房产税,土地财政依然不可或缺;五、实体经济与资本市场在本次三中全会之后收获的财富机会应该是不同的,土地制度改革必将造福一批人,但这可能与资本市场关系不大;安防军工传媒等也许在实际中空没那么大,但资本市场会给予很高的关注与想象空间;六、周三乃至未来一周资本市场的表现,是金融对三中全会最好的解读。

(作者系国泰君安宏观研究员)



三中全会 传递渐进改革信号

徐高

我们对十八届三中全会的第一印象是,经济议题的重要性下降。三中全会一向以经济议题为主。比如,10年前的十六届三中全会的核心议题是名为《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》的文件,而20年前的十四届三中全会讨论的核心内容总结在《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》之中。相比之下,十八届三中全会的议题更加广泛,均浓缩于《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》之中。但在议题拓宽的同时,经济议题的重要性自然而然下降了。

土地制度改革最超预期

在缩水的经济议题中,最大的亮点、也是最超预期的地方莫过于土地制度。公报中提到要“建立城乡统一的建设用地市场……赋予农民更多财产权利,推进城乡要素平等交换”。对熟悉土地政策的人来说,这无疑在说将来会启动农村建设用地(农民宅基地)入市的改革。

在我国现行的城乡二元土地制度之下,城市用地归国家,农村土地归农村集体。农村土地要变成城市用地、盖商品房,必须经过国家“征地”这一过程。而国家向农民支付的征地补偿款都大大低于土地真实价值(现行法律规定,征地款不得超过土地从事1年农业生产所得产值的30倍),这在一定程度上侵害了农民的利益。要改变这一点,就要更多把土地的权利赋予给农民,在征地过程中给土地这种要素支付更加平等的对价。这一改革多半会从农民宅基地等农村建设用地开始,进而形成城乡统一的建设用地市场。在这个过程中,土地增减挂钩——市郊良田变为城市建设用地、同时偏远地区宅基地退耕还田,从而保证良田总数不变——的市场化机制可能逐步浮现。这对放松经济发展所面临的土地约束有明显好处。

生态文明亦成亮点

经济部分的第二个亮点在于“生态文明”部分。公报提出要“用制度保护生态环境”,“实行资源有偿使用制度和生态补偿制度”,这意味着经济和企业的发展将会更多考虑生态和环境成本。这虽然会推升生产成本,但有利于改变我国目前的粗放型经济增长模式,从长远来看,增强中国经济增长的持续性。当然,环境和生态保护的相关行业将会直接受益。

之前的政策文件中也有提及,但像此次公报提到这样的高度,这样详细地指出方向,应该还是第一次。因此,这可以算是经济部分第二个超预期的地方。

舆论导向之变

在土地和生态之外,会议公报的经济内容部分很难再找出超出预期的地方。而在一些改革的提法上,此次会议甚至有所弱化。

首先,“国退民进”的期待可能不太容易实现。此次会议公报中提到要“不断增强国有经济活力、控制力、影响力”,与去年中共十八大的提法一致。但在10年前的十六届

三中全会公报中,只提到要增强国有经济活力,并未说到控制力和影响力。看起来,领导似乎更在意增强国有经济对整个经济的掌控力。公报通篇未提及“国有资本”四个字,似乎意味着国有资本运营方面的改革(比如像383报告中说的那样建立国有投资基金)很难出现。我们还注意到,在十六届三中全会的公报中还曾提出要“加快推进和完善垄断行业改革”,而此次会议公报中甚至根本就没有“垄断”两个字。从这些迹象来看,此前某些观察家所期待的通过放开垄断行业,放松民营对国企入股等举措来实现的“国退民进”并不符合此次会议精神。

其次,今年曾吸引不少注意力的城镇化在此次会议公报中着墨甚少。公报中只是用“完善城镇化健康发展体制机制”一笔带过。而在去年的十八大中,城镇化还被认为是调整经济结构的一个重点。而户籍制度放开这个城镇化的重要前提,在此次会议公报中也完全没有提及。公报中虽然以一段话谈到了超越城乡二元结构的障碍,但字里行间体现出来更多的是加大对农村的资源投放,而不是加快农民进城步伐。在通过建设农村来解决农村问题,或是通过城镇化来解决农村问题的这两条路中,此次三中全会似乎偏向于前一条。这与半年前的舆论导向有很大不同。

除了以上这些内容之外,此次会议公报还涉及了财税改革、对外开放、民生等不少经济领域。但这些部分的政策表述相比之前没有太多不同,基本符合预期。

能否促成经济转折点待观察

当然,仅以经济内容来概括十八届三中全会有些狭隘。十八届三中全会与之前几次的三中全会有很大不同,它在经济之外的议题也相当丰富。设立国家安全委员会、成立全面深化改革领导小组,标志着党中央对政治和经济的掌控力进一步加强。在目标正确的时候,这会让更多改革障碍变得更加容易。会议对司法、反腐、文化等制度建设的强调也同样值得关注。

同样的,仅凭会议公报来推测领导的经济政策思路也有其局限。因为篇幅所限,会议公报高度凝练,因此可能掩盖了一些隐藏在细节中的重要变化。另一方面,因为时间所限,仅仅三天的三中全会不可能将未来几年的经济蓝图画得多么详尽,更多的政策措施还需要在未来的细化中逐步成型。

因此,我们仅能通过对会议公报经济内容的分析做出一个大致的判断。根据这些可得的信息,我们认为十八届三中全会传递的仍然是“渐进”改革的调子。在土地及生态这些方面,三中全会发出的信号超出了市场之前的预期,而在国企改革、垄断行业改革、城镇化方面似乎又有些不及预期。但这也正反映出了改革进入深水区的复杂。指望一次会议就能够解决中国经济面临的这些深层次障碍显然不太现实。

站在投资者的角度,十八届三中全会恐怕很难如乐观者所预期的那样成为中国经济的转折点。三中全会之后的中国经济还是那个既有动力、又有障碍的复杂体。放弃不切实际的幻想,紧跟一个个具体政策来发掘投资机会,恐怕才是投资者更应该做的事情。

(作者系光大证券首席经济学家)

为何欧元区增长改善但仍面临通缩威胁?

Chris Wright
Kiran Ganesh

去年此时,欧元区通胀率处在3%的水平,如今仅为0.7%。这样的大幅下降有些令人感到意外,因为欧元区经济增长改善,似乎已在今年第一季度触底。通缩前景无疑是欧洲央行的一大顾虑,周四欧洲央行将基准利率下调25个基点,即从0.5%下降至0.25%,为六个月来首次降息。行长德拉吉(Mario Draghi)强调,通胀低迷将在中期内延续,经济广泛疲软,货币动能疲弱”是此次降息的原因。引发这种通缩压力的原因是什么?还能做些什么来扭转通缩压力?对资产类别的影响如何?这些都是目前值得问的问题。

导致滞胀的原因何在?

今年欧元区消费品价格上涨速度下滑,即滞胀势头变得明显,10月整体通胀率从9月的1.1%跌至0.7%,创下四年来的低点。但如果纵观通胀指数的构成,就不难发现,通胀率下降在很大程度上由食品(包括酒精和烟草)和能源价格推动,这占到降幅的2/3。能源价格下跌

1.7%,事实上目前已处于通缩状态,而去年同期则上涨逾12%。能源价格在整体通胀率降幅中占到很大一部分。整体通胀率下降还有一个原因是欧元走强,导致以欧元计价的布伦特原油价格在去年下跌7%。

对投资者而言这个是利好消息,他们应该不太担心食品和能源通缩,因为这些因素容易受到外部影响而波动,应该不会导致稳定的通缩预期。

更大的一个顾虑是,通胀降幅中剩余1/3归因于服务业组成部分,这部分通胀在10月下降20个基点至1.2%,而在此前四个月持平。经济中的服务部门占到欧元区GDP的70%以上,因此如果服务业价格疲软(其暗示需求疲软),则有可能对欧元区经济健康度发出更有意义的信号。同样,服务业波动性与食品和能源价格有所不同,往往更具持续性。因此这是一个值得关注的方面,但鉴于最近几个月欧元区商业信心改善,现在还不足为虑。

正如欧洲央行行长德拉吉在周四的新闻发布会上所说,欧元区私人部门(包括非金融企业和家庭)的信贷增长仍然疲弱。增强信贷需求对于刺激经济和促进通胀都至关重要。

如何才能避免通缩?

央行对抗通缩的传统方式是降息,欧洲央行在周四就是这么做的。目前利率处于0.25%的问题在于:欧洲央行基本上已经没法动用这种传统手段来对抗进一步的通缩压力了。

这使得欧洲央行在寻找非传统的方式来稳定价格。本周该央行采取的一个方式是将“固定利率全额分配”货币工具再延长一年直到2015年7月,从而确保具有前所未有的重要性的银行业避免出现潜在压力。欧洲央行还将长期再融资操作(LTRO)也延长至2015年7月。这些工具使得拥有适当抵押品的受困银行能够以固定利率获得不受限制的欧洲央行流动性,从而化解了有可能使欧元区信心遭受冲击的风险。

对各类资产的影响

如果欧元区通胀依然疲软,欧洲央行被迫推出更多刺激措施,那么欧元将会走软。欧元已处在高位,过去一年以来欧元兑美元汇率已上升4%,成为另一个

促使欧洲央行采取行动的动因。脆弱的欧元区复苏势头尚不足以应对欧元持续升值的局面,因为这会导致欧元区出口(占GDP的27%)价格变得越来越高,并且会破坏需求。瑞银财富管理分析师Thomas Flury认为,就此而言,欧元兑美元1.40的汇率水平是欧洲央行的容忍上限,建议投资者在1.38上方建立欧元空头头寸。欧元兑美元目前为1.34。欧元区通胀下降之际,如果欧洲央行继续显示宽松意愿,从而为欧元升值降温,将提升本地区的竞争力,从而为欧元区股票带来进一步助力。

(作者系瑞银财富管理全球投资办公室研究员)



香港房地产持仓最佳时机已经过去

浦永灏

香港房地产行业是最近的热议话题。市场普遍预测,到2015年底香港房价将大跌15%,最悲观的预测是房价跌幅将高达30%-50%。香港房价自2003年非典疫情爆发以来几乎翻了两番,自雷曼兄弟公司倒闭以来也上涨了一倍多。今年,房价走势开始逆转,目前较3月时的峰值下跌了3%。

重要的负面催化因



素。被普遍提及的首个原因,是美国利率预计将上升。由于港元与美元汇率挂钩,所以香港的基准利率与美国联邦基金利率锁定在一起。为此,如果像某些人所假设的,到2015年美联储加息200-300个基点,则香港的抵押贷款利率也将由当前2.2%的水平上升200-300个基点。利率上涨将削弱购房者的负担能力,并导致房贷收入比由当前的50%上升至69%~75%。因此房价应会下跌20%~30%。

第二,房价/年收入目前位于133倍的过高水平,接近1997年的历史峰值,而1997年至2003年中期间香港房价曾一度暴跌70%。假设该倍数回到87的均值,房价将需要

吴比较/制图

下跌约34%。

第三,供应过剩是另一个很大的不利因素。新公寓的供应量由2009年5.2万套的低点大幅增加至今年6月7万套的高点。因此,未售出公寓存量由2012年的54-72个月销量大幅上升至今年第二季度需要144个月才能消化的水平。

另一个负面因素是上海新成立的自贸区 and 深圳前海金融服务区,长期而言它们均对香港作为国际金融中心的地位构成威胁。最后,香港房价还受到特区政府调控房地产市场措施的打击。

缓解因素被忽视。虽然我赞同对房价的预测方向,但也认为一些缓解因素被人们忽视。首先,大部分负面观点都是假设美国联邦基金利率会大幅攀升。而我认为,美联储在2016年之前加息200-300个基点的可能性极低。目前,美国仍然在努力对抗通缩并致力于去杠杆化,核心通胀率已由2012年4月的2%下滑至今年8月的1.2%。

此外,美国劳动力市场的改善力度非常小。虽然失业率已经由2009年10%的峰值下降至今年9月的7.2%,但劳动力参与率由危机前66.4%的峰值降

低至今今年9月的63.2%。这意味着,结构性失业正在增加,使得降低实际失业率的难度变得越来越大。因此,考虑到美联储非常明确地将就业和通胀数据作为制定货币政策的前提,所以不太可能在2016年之前大幅加息。

而且,我认为在未来5-10年内,上海无法取代香港作为国际金融中心的地位。鉴于其较高的政治自由度以及高效的法律和行政制度,香港有望继续吸引人才和富裕移民,而这在提振这个城市的房价/年收入比率方面一直是一个有利的催化因素。

总之,我们认为香港房价将缓慢下跌,今年的跌幅可能为5%。2014年和2015年可能分别下跌5%和10%。

在我看来,房价大幅下跌需要其他触发因素,例如爆发地区战争、美联储大幅加息或是诸如非典这样严重的流行性疾病等。这些都是低概率事件,不属于我们的基础情景。尽管如此,我们建议客户减少对香港房地产的持仓,因买入或持有该资产的最佳时机已经过去。

(作者系瑞银财富管理亚太区首席投资总监)