

2017 年第 1 期 总第 9 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



财经参考

2017 年第 1 期·总第 9 期

国际财经

全球经济面临三大结构性变局.....	1
全球第三轮金融危机前的最后套利!.....	3
“长期停滞论”过时了?	6

国内财经

中国经济增长模式的后遗症.....	8
透过中国政府工作报告看宏观政策和风险.....	10
房地产政策陷入可怕的“塔西陀陷阱”，多数人担心房价还会大涨.....	12
这是投资的好时代，还是坏时代?	14
2017 中国房地产可能处于相对“停滞”的状态.....	17
基金公司缘何低配中国公司股票?	19
人民币汇率贬值压力并未发生实质性改变.....	22

新闻快讯

定增：中国金融监管“打地鼠”的新对象.....	25
李克强工作报告中人民币表述发生变化引发猜测.....	26
美联储自金融危机以来第三次加息.....	27
中国渐进式改革因市场的快速反应而难上加难.....	27
中国经济开年表现强劲创造管控风险空间.....	28
中国零售增长放缓但国有投资加快.....	30

财经参考

国际财经

全球经济面临三大结构性变局

来源：FT 中文网（2017-02-28）

作者：朱民（清华大学国家金融研究院院长）

【编者按】本文为清华大学国家金融研究院院长、国际货币基金组织(IMF)前副总裁朱民在浦山基金会首届年会暨第五届“浦山奖”颁奖大会上的主题发言。浦山基金会授权 FT 中文网刊发。

我想在今天的发言中，讲一讲世界经济现状的低迷、结构的变化和正在面临的拐点，并预测一下世界经济未来的 10 年。

首先看现状的低迷。

2008 金融危机后全球 GDP 增长持续下滑，到 2010 年出现了一个反弹，但此后一直下滑。2016 年全球经济增长用 PPP（购买力平价法）衡量是 3.1%，是个很低的水平。2017 年可能会略有上升，但整体还是下行的。通货膨胀率相对很低，PPI（生产者物价指数）下跌很厉害。有四十多个国家 PPI 低于 0，四十多个国家 PPI 低于 1%，四十多个国家低于 2%。这就是说有超过 130 个国家 PPI 低于一般的通货膨胀目标水平，全球处于通货紧缩状态。与此同时，受到各国宽松货币政策的影响，全球真实利率持续下降。低油价、低进口，但这不是危机，这是均衡的状态。

为什么会产生这样的情况？很重要的原因是，2008 年全球金融危机对全球经济的冲击非常大。2007 年时我们对全球经济做了预测，认为经济增长会略有下降，但整体仍会往前走。但目前的情况低于当时的预测轨迹相当大的幅度。

我们对未来 GDP 的潜在增长速度的预测，基于资本的潜在增长率、劳动力的潜在增长率、劳动生产率的潜在增长率。从这三个方面看，危机后，资本投资下跌很厉害，人口老龄化导致劳动力增长速度下跌很厉害，劳动生产率虽然被赋予很高的权重和希望值，但也在下跌。未来 5 年，全球潜在的劳动生产率还是在低位。从这个意义上来说，2008 年的危机，动态上把经济增长的速度降下来了。这是一个很大的结构性变化。这是今天看到的全球经济的基本格局。

其次，我们再来看看世界经济面临的结构性变局。

过去 10 年间，世界经济已经出现一些趋势。首先是全球人口结构重大变化，体现在两个层面。一是全球人口仍在不断增长，今年是 74 亿人口，到 2100 年时将达到 110 亿。但是人口结构在发生很大的调整，只有南部非洲的劳动力还在持续增长，世界其它地区劳动人口增长速度在 2008 年达到巅峰后逐渐下降，2025 年到 2030 年将下降到 0。南部非洲地区的劳动力持续上升，要到 2050 年至 2060 年才达到顶峰，之后逐渐下降，而那时全球其他地区的人口增长为负。这个结构变化，意味着全球 GDP 增长将从人均高的地方移到低的地方，意味着整个需求结构的变化、整个劳动生产力结构的变化。

这是一个很大的事情。

二是人口老龄化，我们以美国为例，因为美国在全球老龄化趋势中，处于中间的位置，并不像日本那么严重，也不像印度或者南亚国家一样不存在问题。以美国的老年人口负担率，即 65 岁以上人口占 15 到 65 岁劳动人口的比重来看，2015 年这个比例是 22% 左右，2025 年可以达到 32% 左右。10 年间增加 10 个百分点，这是巨大的人口变化，将改变社会的结构、改变劳动力的供应结构。到 2050 年时，美国劳动力人口还是净增长的，但是劳动人口结构却会发生如此巨大的变化。全球的老龄化，特别是就业年纪人口的增长速度下降，这两者叠加，将在根本上改变未来 50 年全球经济金融的基本格局。

第二个大趋势，是全球经济继续“轻化”。2008 金融危机时，美国人认为他们的服务业占经济比重太高，制造业太低，奥巴马说要把制造业带回美国。8 年过去了，美国服务业的比重从 78.4%，降到 78% 左右，几乎没有任何变化。欧洲服务业的比重也在继续上升，整个发达国家经济继续“轻化”。新兴经济体中服务业的比重也在上升。于是全世界出现服务业比重上升，制造业比重下降，轻资产变得越来越重要，越来越少的投资者愿意持有重资产。

世界变轻的同时，还有一个有趣的现象：收入对贸易品的需求弹性在下降。这是非常难解释的事情，但很有意思。这个弹性是说，你每增加 1 块钱的收入，对进口商品的需求增加多少，如果收入需求弹性不变，就应该处在一条 45 度的斜线上。但不论发达国家，还是发展中国家，几乎所有的国家都在 45 度线的下方。过去 10 年间，人的需求偏好发生了变化，人们不再像全球化进程那么迅猛的时候需求那么多的物理进口产品了，而是转而消费更多国内的服务业产品。在美国，千禧一代不愿意买车、不愿意买房，对物质需求下降，对服务业，像旅游、饭店等需求在上升。在中国，当人均 GDP 增长到 1 万美元左右时，消费也在发生结构性变化，服务业不再走向物质产品。经济学中，没有任何一种变化比偏好的变化更重要。全世界发达经济体和新兴经济体虽然在不同的平面上，但同时消费偏好上趋向服务业，这对未来的制造业、未来的资产偏好、未来的贸易结构、资本的流动，又会产生巨大的影响。

第三个大趋势是，投资长期低迷。自 2008 年金融危机以来，发达国家投资大幅下跌，跌掉了 25% 的 GDP 百分点的投资。美国的投资每年大概下跌 2.5 到 3 个百分点。投资下跌，使得增长只能由消费推动。当整个经济轻化，投资当然会减少。这几个事情连在一起，是非常值得注意的全球经济结构的变化。

在这个情况下，加上我们处于第三次产业革命到第四次产业革命过渡期间，劳动生产率普遍下降。这还是个谜——大家都说我们每天都在发生技术创新，这是统计错误。统计或许确实有错误，但是统计错误不足以证明在美国这样的国家，科技如此迅速发展，劳动生产率为何还从 1.3%、1.5%，降到 0.3%、0.4% 左右，没有任何理由可以证明这一点。

新的劳动生产率增长点在哪里？如果劳动生产率停止增长，人口又持续老龄化，我们用什么财富支持未来老龄社会中人的需求？我们用什么来改变收入分配的不均现象？所以，劳动生产率的下降，对所有人来说是一个最大的迷思，也是巨大的经济、政策、社会挑战。在未来的 10 年，寻找劳动生产率新的增长点，将是第一等要事。

最后，我谈谈世界经济政策和政治拐点。

世界经济出现了一系列拐点，会不断影响未来经济金融结构性的变化。

首先，是特朗普的经济政策。他的政策总体来说，包括紧货币政策，通过提高利率打造强势美元；松财政政策，通过基础设施投资等创造总需求空间；通过供给侧改革，减税，提高劳动生产率；通过贸易战争，来提供出口空间。这些政策还没有具体实施，但重要的是特朗普改变了全球经济和美国经

济的故事。人是讲故事、听故事的动物。因为特朗普的政策改变了整个市场预期，市场开始动了。

第二，是世界主要央行货币政策出现明显背离，美国的利率开始上升，日本维持在 0，欧洲仍然是负数，由此产生的汇率波动在不断加大。

因为特朗普的紧货币政策，全球利率发生了变化。1935 年以后，美国利率几乎为零，之后不断上行，到 1985 年达到顶端。很多人问我，今年美联储会上调利率几次？我说这不重要。问题不是美联储上调利率几次，而是利率从此前的下降通道进入了上升通道，这改变了整个利率预期，改变了整个金融市场的风险偏好。从现在起利率只会往上走，不会往下走，这个概念特别重要。随着利率水平的调整，美国十年期国债收益率也开始上升，可以看到利率大周期正在开始发生变化。

第三，美国通货膨胀水平开始上升，预示着财政政策将开始变化，这又是一个很大的拐点，因为这意味着货币政策逐渐退出舞台，主导经济的政策将会是财政政策。而财政政策受到政治影响，与货币政策相比，不确定性很大。

第四，收入分配的恶化。我们对所有发达国家做了统计，今天收入分配不公的恶化程度和二战前相比几乎不相上下。发达国家中，收入水平最高的 10% 的人群的收入，占整体收入的比重达到接近 40%，二战前这一比重大概是 42%。

第五，民粹主义兴起意味着政治风险拐点。今天大家可以看到，现在的民粹主义有更广泛的基础，美国英国不说，在一大片欧洲国家甚至其它国家也在抬头，这是全世界政治变化的一个拐点。

我在 IMF 时，曾对全球政治形势做过一张图，分析各国内部的和谐性，越绿代表越和谐，越红代表越不和谐。2000 年时，几乎所有的国家都是绿色的，表明国家内部的社会安定和和谐。到今天，没有一个国家是绿的，所有国家都面临内部社会的不安，因为社会分配不公的问题变得越来越重要。这整个改变了传统上地缘政治的概念。以前地缘政治，我们讲的是中东、阿富汗，现在完全不是这样了，现在我们面临另外一个政治格局，就是民粹主义的兴起和政治风险的拐点。有人说英国脱欧了、美国选举了，这不都结束了吗？我想说的却是，民粹主义的兴起可能才刚刚开始，这是全球政治变化的拐点。

综上所述，全球经济正在发生流动性的拐点、财政政策的拐点，以及政治拐点。政治风险、利率风险、汇率风险是目前主要的风险；全球金融市场波动一定会增大。所以，经过了繁荣，经过了 10 年的危机低迷，我们又将面临 10 年全球经济金融再调整。在座各位经济学者一定有无数的研究可以做，谢谢大家！

全球第三轮金融危机前的最后套利！

来源：BWCHINES 中文网（2017-03-14）

作者：吴裕彬（独立经济学家）

我预测中的两个时间点到目前为止均已验证。

第一个：2016 年 8 月份左右 文章发表后 5 天即 6 月 8 日原油连续 7 个交易日下跌，总跌幅约 10%。

第二个：2017年年初 上周末最后三个交易日原油暴跌近9%。



美元指数：橙色 原油价格：蓝色

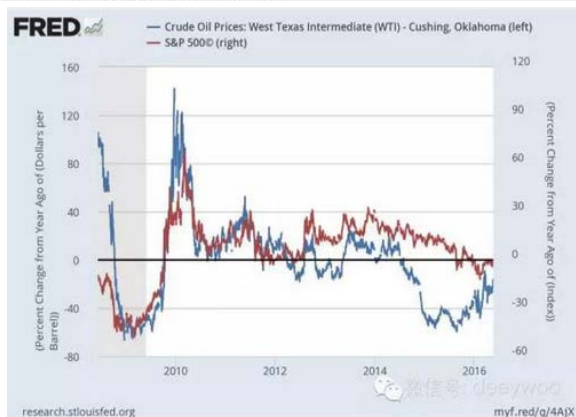


图1，原油价格同比增速(蓝色，左轴)美国标普500指数同比增速(红色，右轴)

有些人可能对原油不感兴趣，但我要告诉他，原油很重要，原油的问题不光是原油的问题，还是美股，中国的房地产，美债等大类资产的问题。如下图所示，在此次暴跌之前的过去两个月，原油在上下4美元的幅度内做窄幅震荡。而美元指数在99.641—102.2做窄幅震荡。而这一次的三日暴跌是去年6月8日以来最大的三日暴跌，另外。金融系统的不稳定性正在增加。

1 全球经济见底了吗？

不少分析师喊出新兴市场（包括中国）已经或快找到底部了，对美股也很乐观，有的甚至对全球经济很乐观，比如华尔街日报就声称油价已经击中了全球经济最爽的位置（Oil Prices Poised to Hit Sweet Spot for Global Economy）。

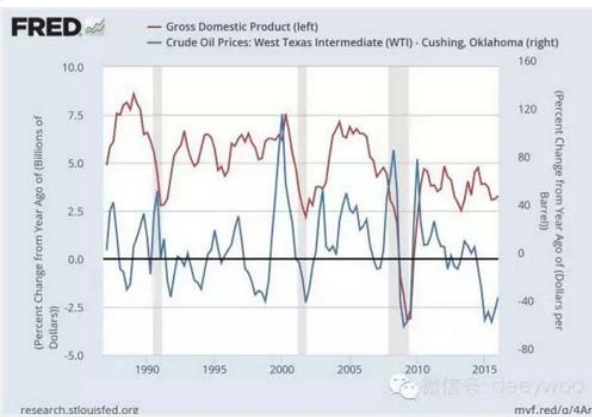


图2，美国GDP同比增速(红色，左轴)WTI原油价格同比增速(蓝色，右轴)

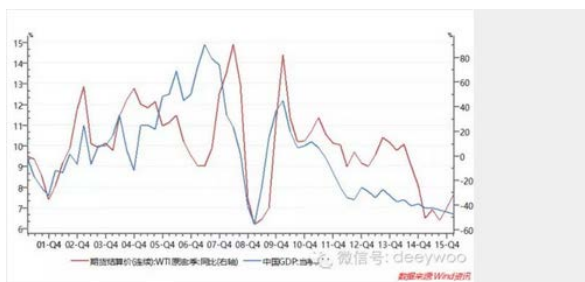
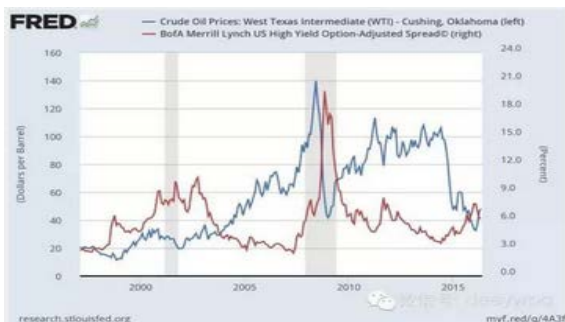


图3，WTI原油价格同比增速(红色，右轴)，中国GDP同比增速(蓝色，左轴)



2 通过宏观金融流动性和原油来看我们离悬崖有多远？

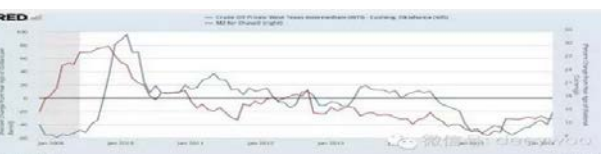
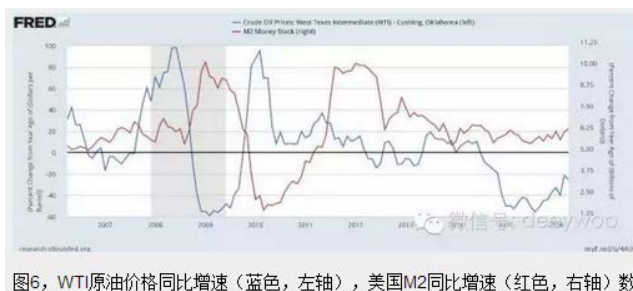


图5，WTI原油价格同比增速(蓝色，左轴)，中国M2同比增速(红色，右轴)



券与国债净利差表示的是企业融资的风险溢价，风险溢价越高表示债务违约风险越高，以及融资成本越高。所以，如果该净利差越低，那么企业融资套利的动机就越强。原油价格和美国高收益债券与国债净利差高度负相关，意味着原油是极为重要的套利资产。如图 4 所示，非常蹊跷的是，几乎在原油由 2016 年 2 月中的低点猛烈反弹的同时，美国高收益债券与国债净利差也在迅速下挫，两者几乎同步，这意味着这一波原油的反弹极有可能是资金套利的需要。

委内瑞拉为什么通货膨胀如此严重呢？根本原因在于，马杜罗政府自 2013 年上台以来，无视最基本的经济原则，狂发货币，把滥发货币当作解决一切经济问题的万能钥匙，导致货币持续大幅度贬值。

委内瑞拉最大面额的纸币，在 2013 年的时候可以兑换 4 美元，到 2015 年底的时候就已经贬值到了只能兑换 10 美分……

凡是通货膨胀严重的国家，都有狂发货币的共性，而且，一旦犯了这种病，跟狂犬病一样，根本停不下来。以委内瑞拉为例，他如果停下来，就只能接受经济崩溃的现实，没有哪个政府愚蠢到轻易认输的地步，他们宁肯狂发货币到崩溃也不会选择坐而待“溃”。

一旦美联储持续加息，这些国家就会成为最早崩盘的先驱。

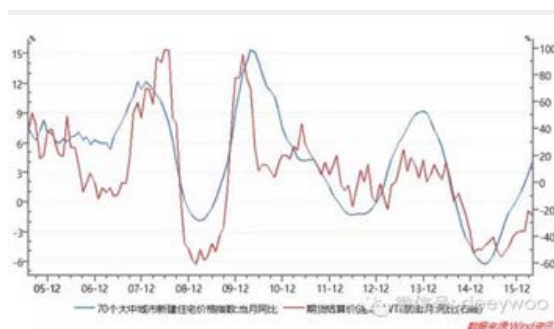


图 7, WTI 原油价格同比增速 (红色, 右轴), 中国 70 个大中城市新建住宅价格指数同比增速 (蓝色, 左轴)

如图 7 所示，WTI 原油价格同比增速和中国 70 个大中城市新建住宅价格指数同比增速在趋势上高度正相关，尤其是见顶和见底的时间点非常接近。所以今年年底明年初中国房地产同比增速发生坍塌，原油价格同比增速随之也会发生坍塌。

崩盘前的原油套利是美元和人民币捉对套利资金平仓挤压出的资金的最后一波套利。美元和人民币捉对套利是全球规模最大的套利交易，其终结时大量资金溢出，去年 6 月前 A 股的疯狂，中国一线城市楼市的疯狂，以及目前原油，黑色以及整个大宗商品的疯狂都是该套利交易终结天量资金溢出的结果。这一研判对认识整个全球金融趋势至关重要，下面还会细致阐述。

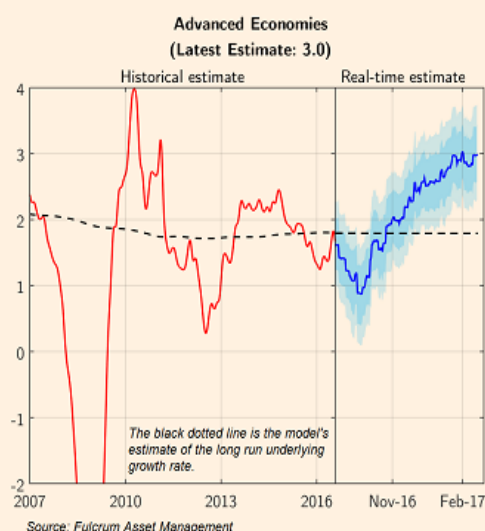
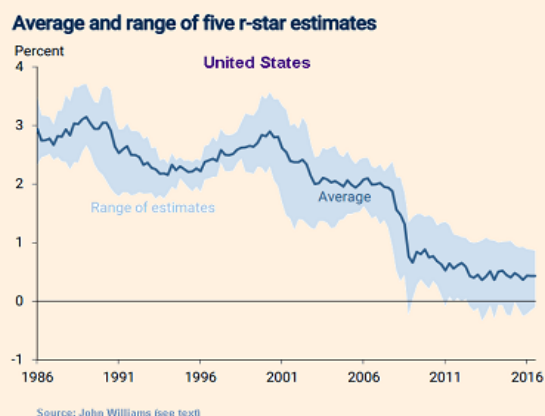
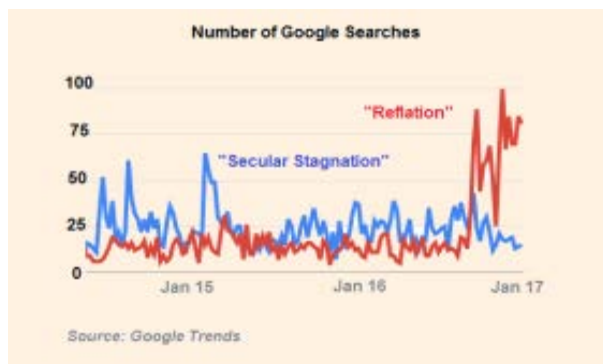
原油还得暴跌，至于能否破前底，暂且不表。全球金融体系最大的系统性风险没有排除掉。这个靴子没有落地，快要落地。中国的 M2 同比增速是全球金融安全的关键所在，也是原油走势的关键所在。

“长期停滞论”过时了？

来源：F T 中文网 (2017-03-01)

作者：加文·戴维斯（宏观经济学家、支点资产管理公司董事长）

过去一年，全球再通胀取代长期停滞，成为市场主题，但认为世界经济已彻底摆脱长期停滞就过于乐观了。



一年前，劳伦斯·萨默斯 (Lawrence Summers) 有关世界经济可能陷入长期停滞的有洞察力的警告主导着全球市场。那时，中国、日本和欧元区都处于通缩状态，而美元升值把美国也拖入这个乱局。全球经济衰退风险升高了，大宗商品价格持续下跌。固定投资大幅减少。在全球各地，生产率增长和人口增长似乎越来越疲弱。

许多经济体的均衡实际利率的预测值开始被调低。世界经济看来有可能陷入“日本陷阱”——名义利率将永远停留在底部为零的极低区间，因此没有进一步下调以刺激经济活动的空间。

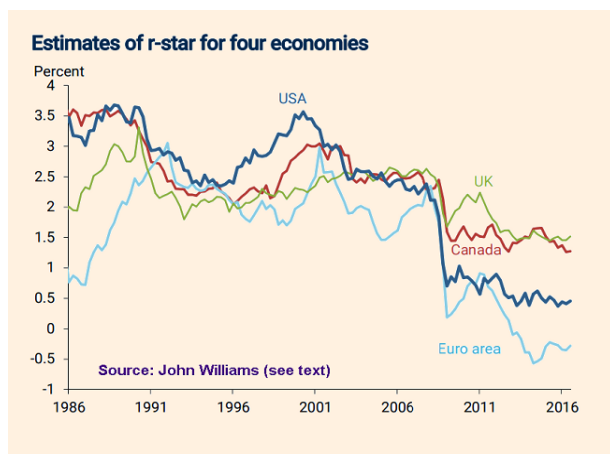
就在局势似乎最糟糕之际，前景突然开始改善。全球再通胀取代了长期停滞，成为主宰投资者心理的主题，特别是在去年 11 月唐纳德·特朗普 (Donald Trump) 胜选之后。为什么长期停滞失去了大众吸引力，它永远消失了吗？当初有关它的说法是“狼来了”故事重演吗？

萨默斯始终明确表示，长期停滞只是他心里的一种假设，而非已被证明的现实，尤其是在美国。他和其他人辩称，全球 GDP 增长非常低，加上实际利率下降，这一组合可能是由两个因素造成的：（1）企业投资水平低、亚洲储蓄率高、收入分配不均严重和避险情绪升高导致的全球需求不足；以及（2）生产率增长减速和劳动力总数增长放缓带来的全球供应不足。

模型预测显示，实际经济活动的复苏还没有带来长期潜在增长率的任何反弹。去年，在发达经济体中，劳动力增长并未出现起色，生产率也几乎未见上升。因此，我们似乎有理由得出这样的结论：实际产出增长的加快在很大程度上来源于总需求（而非总供给）的改善。

有关全球数据的改善缘于需求因素的结论，还得到过去 12 个月所有主要经济体通胀预期上升的支持。美国 and 英国通胀预期上升并不奇怪，因为这两个经济体目前都非常接近充分就业，但日本和欧

元区的通胀预期上扬更令人印象深刻。这两个经济体一年前还貌似因产能过剩而深陷长期停滞，而现在它们似乎在摆脱停滞。



估算，2016 年发达经济体的财政政策姿态比一年前规划的水平更具刺激效果，两者之差相当于 GDP 的 0.7%。此外，唐纳德·特朗普当选大大增加了人们对于未来美国放宽财政政策的预期，促进了企业和家庭对增长前景的乐观情绪。



均衡实际利率下降发表了论文，这个概念处于长期停滞辩论的核心。这篇文章的结论是，均衡实际利率较低是一个全球现象，可能会非常持久，而且不仅限于安全资产。

换句话说，需求的周期性复苏（特别是如果主要限于美国），不太可能长久地消除长期停滞问题。

在某种程度上，摆脱停滞似乎应该归因于旨在纠正长期停滞的宏观经济政策取得成功。美联储 (Fed) 推迟了加息计划，所以美国短期利率比一年前威胁要达到的水平低了约 75 个基点。日本央行 (Bank of Japan) 对 10 年期政府债券收益率提出 10 个基点的上限，这一举措似乎比该行早前一些经济刺激措施更加成功。欧洲央行 (ECB) 维持并延长了量化宽松计划，此举成功地让整个欧元区的货币状况正常化。

财政政策方面的变化并不巨大，但肯定是向着扩张的方向改变。据国际货币基金组织 (IMF) 估算，2016 年发达经济体的财政政策姿态比一年前规划的水平更具刺激效果，两者之差相当于 GDP 的 0.7%。此外，唐纳德·特朗普当选大大增加了人们对于未来美国放宽财政政策的预期，促进了企业和家庭对增长前景的乐观情绪。

所有这些都似乎表明，刺激性的宏观经济政策可能终于起了作用，长期停滞恐慌现在或许已经结束。但这么想很可能太乐观了。虽然发达经济体的需求出现周期性改善，但没有理由认为全球经济供给侧的表现比一年前有任何提高。发达经济体增长速度的长期限制仍远低于几十年前。这一速度限制尚未经过严格测试，但可能很快就会在美国和英国经受测试。

无论如何，发达经济体近期的快速增长可能是又一个虚假的黎明，而不是达到了“逃逸速度”。即使达到了逃逸速度，而且被证明是可持续的，也还需要证明在面对肯定会接踵而来的政策收紧时，可以维持这一速度。

上周，旧金山联邦储备银行 (San Francisco Fed) 行长约翰·威廉斯 (John Williams) 就美国

国内财经

中国经济增长模式的后遗症

来源：BWCHINES 中文网(2017-02-23)

作者：李迅雷(中泰证券首席经济学家)

当大量的货币流入金融、地产等服务业，且由此形成的巨大财富又集中在少数人手中的时候，全社会最终可消费的能力就会大幅缩减。

印象中，历次通胀都伴随着猪肉涨价，如 2003 年、2007 年和 2011 年，甚至还包括去年初短暂的 CPI 上行。这不仅是因为猪肉在 CPI 中的权重较大，如去年调低猪肉权重后估计还要占 7% 左右，而且猪肉价与粮价存在相关性（猪粮比），猪肉价格的上涨往往也伴随着粮价的上涨。因此，历次通胀都是以猪肉、粮食等食品价格上涨为特征。

为何中游会崛起？

这一轮工业品涨价从去年初就开始了，被称作中游崛起，因为代表性的工业品如钢铁、水泥等与建筑材料密切相关的产品最先上涨且涨幅最大，其他的中游工业品如化工、有色等，价格上涨相对弱一些。所以，这一轮中游崛起从需求上来讲实际上是由建筑业带动的崛起。

这几年，虽然制造业投资在减速，但基建投资在增长，即产能在压缩，而投资大幅增长。政府主导的基建投资大幅增加是为了稳增长，因为房地产和制造业投资增速都在回落。根据国家统计局数据，基建投资 2014 年的增速是 21.5%，2015-2016 两年都在 17% 以上；制造业投资 2014 年增长 13.5%，2015 年为 8.1%，去年为 4.2%。如此可见，一方面，中游原材料的需求在增加，而另一方面，中游的供给（投资）在压缩，这是导致中游崛起的一个主要原因。随着产能的压缩，利润开始逐渐好转，从中游的原材料到上游的采矿业，再到中下游的原材料加工业。

从大趋势上我们可以看到，中国的固定资产投资总额在这两年一直占到 GDP 的 80% 以上，当然这样的比较不尽合理，因为固定资产投资额里面包含了房价和土地价格上涨的因素，而 GDP 中未包含。通过这个统一的口径来比较，美国的固定资产投资总额占 GDP 的比重只有 20%。全球大部分的国家都是这个比例，即 20% 左右，只有中国的占比奇高，说明我国经济对投资存在过度依赖。

下游消费会崛起吗？

伴随中游崛起，能否带动整个下游消费的崛起，不妨再作分析。如果把 PPI 进行分项计算，发现涨得最多的是生产资料中的采掘业，其次是原材料，再次是加工业，之后是生产资料，生活资料的价格上涨的幅度比较小，整体特征是越靠近上游，价格上涨越多，越接近下游涨幅收窄。再对 39 个工业行业进行更细致的分析，发现盈利见底回升和增厚幅度的顺序是：中游基建地产类原材料行业-上游采矿业-中游非基建地产类原材料行业-中下游原料加工行业-下游非食品类生活资料行业。这表明本轮价格回升不仅存在着政策主导的基建地产领域的需求拉动，而且存在上游行业向下游消费品领域的成本推动，但由于消费需求不足，总体来说仍以成本推动为主。

那么，最下游的消费领域是否能实现比较顺畅的传导呢？可能难度较大，尽管去年名义消费增速是上升的，但实际的消费增速还是在回落，故消费上行的趋势并不强。

居民购房也是拉动相关消费的一个重要因素，去年楼市销售额创历史新高，带动家具、家电、装

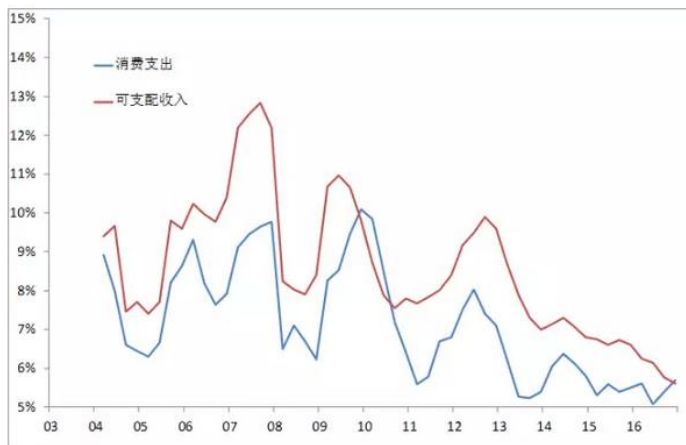
饰等行业的销售大幅上升，但今年随着楼市趋冷，这类消费增速将明显回落。

另外，作为消费重要组成部分的汽车消费，其增速去年达到较高水平，原因一方面在于购置税的减半征收，另一方面是汽车的更新换代需求对销量的支撑作用。前一个因素形成了对今年消费的透支，且因为目前已经到汽车更新周期的末尾，故后一个因素也很难起到太大作用。因此，2017 年包括汽车消费在内的整个消费并不乐观。

CPI 可以分成服务类和消费品类，但消费品里面也包含了服务，所以，我们把 CPI 处理成“服务类”和“消费物品”类。消费物品价格走势在 2011 年后大致维持平稳，而服务价格的上升速度则要迅猛得多，每年保持 2.4% 的稳定上涨斜率。

因此，上游价格向中游传导、再向下游传导的过程中，上游与中游是通过政策刺激、大量的资金投入来增加需求的，而下游则需要刺激居民的消费需求，难度比较大。

所以，CPI 虽然会上涨，但幅度有限，因为一方面消费需求增长不明显，消费物品的价格传导并不是非常顺畅，另一方面服务的价格更多取决于人工成本，而人工成本已经随着经济增速的下滑和劳动力需求的下降，表现出劳动力收入增速的下降。所以，今年总体看通胀难成气候。



来源：WIND，中泰证券研究所

2016 年全国居民人均可支配收入 23821 元，实际增长 6.3%，低于 GDP 增速，而 2010、2011 年增幅还在 10% 以上，这跟我们经济增速的下滑有关。同时，也与收入分配结构有关，如中国人均可支配收入与人均 GDP 的比值为 44.3% (名义比值，两者价格调整有别，虽然收入增速低于 GDP 增速)，与发达国家的水平相差甚多 (美国为 86%)。收入结构直接制约了消费能力的增长。

通胀不成气候的更深层次原因

首先是因为消费品不存在较大的套利空间，长期持有也很难获得高回报率，故商品更多是消费属性，而非金融属性，以逐利为目的的资金多以加杠杆方式进入大宗商品领域，而非长期持有实物。即便以高端奢侈品的茅台为例，30 年前的零售价为 128 元一瓶，如今价格也不过 1200 多，过去 30 年涨幅不足 10 倍，但这期间居民储蓄扩大至 200 倍，GDP 扩大了 60 倍。

其次，通胀难成气候的另一个原因是可贸易品的国际定价因素。因为可贸易品在 CPI 中的权重大，不可贸易品如服务等权重不大。

我国产业结构正处于转型升级过程中，以工业为主的经济结构正在向服务业主导进行转型，2013 年以来第三产业在 GDP 中占比首次超过第二产业。如果将我国经济划分为可贸易部分与非可贸易部门，其中第二产业大致对应前者，第三产业对应后者，当然建筑业是个例外，但它在第二产业 GDP 中占比并不高，即使是在近年来固定资产投资大规模扩张之后也没有超过 17%，所以我们将第二产业粗略作为可贸易部门进行计算。在可贸易部门，无论是原料成本价格还是产成品价格，不少商品都被动接受国际定价，我国并不具有很强的定价权。这也意味着中国的 CPI 要受制于“国际通胀环境”。

第三，服务业对超发货币的过度吸纳使得 CPI 涨幅远远落后于货币扩张速度。

相对第三产业而言，第二产业以更低的人均劳动力成本，创造了更高的人均 GDP 价值。那么，这

个现象是否能够持续呢？在人口红利即劳动力过剩的阶段是成立的，但是跨过刘易斯拐点之后，越来越多工人涌向工资更高的第三产业，劳动力市场供不应求，人工成本与物流、特别是房租成本一起对服务业价格形成支撑，这也是前面所谈到的服务项对 CPI 持续推升的原因。而从另一个角度来讲，由于服务业的不可贸易属性，它的各项成本和各个环节都存在着套利空间，加之对超发货币的过度吸纳，因此对 CPI 的压制作用远远强于推升作用。

通胀是一种货币现象，受到货币供给情况的直接影响，但是现实情况未必如此。2011 年以来，M2 增长幅度超过 100%，而 CPI 仅仅实现了 17% 的复合增长。若把视角拉得更远一点，在 30 年前，即 1987 年的时候学术界讨论比较多的就是“笼中虎”的问题，即居民储蓄太多，在恶性通胀情况下会发生挤兑，从而导致金融危机。当时居民储蓄规模是 3000 亿人民币，2017 年 1 月达到 60 万亿人民币，30 年间居民储蓄扩大至 200 倍。为何 1987 年的时候人们那么担忧恶性通胀，而现在并不担心了呢，是因为资金流到了各大类资产领域，包括房地产、债市、股市，甚至古玩收藏品等另类资产，所以进入消费品领域的货币只是很少一部分。

通俗来说，当大量的货币流入金融、地产等服务业，且由此形成的巨大财富又集中在少数人手中的时候，全社会最终可消费的能力就会大幅缩减。据 BCG 咨询公司测算，2015 年底中国个人可投资资产总额大约 110 万亿元人民币。其中，全国 200 多万户高净值家庭（家庭可投资资产 600 万元人民币以上，占全国家庭户数不足 0.5%）财富约占本土全部可投资资产的 41%，预计 2016 年后每年私人财富的复合增长率 13%。

因此，本文结尾部分更想表达的是通胀起不来背后的经济结构顽疾，而不是通胀难成气候的原因。这些结构性问题是现有经济增长模式造成“投资依赖—货币膨胀—收入扭曲”的后遗症，如长期得不到诊治，后果会很严重。

透过中国政府工作报告看宏观政策和风险

来源：FT 中文网(2017-03-07)

作者：沈建光(FT 中文网专栏作者)

报告中诸多指标和往年差别不大，但货币政策收紧力度大于预期，而财政赤字率体现了积极宽松的态势。

2017 年中国总理李克强政府工作报告为把握全年中国经济与政策走势奠定了基调。全年经济增长目标在去年 6.5%-7% 区间的基础上，进一步下调至 6.5%。考虑到今年海外贸易风险较大，国内去杠杆压力不小的背景之下，笔者认为，经济增速下调是比较务实的，未来也会进一步淡化增长目标的约束。同时，今年城镇新增就业 1100 万人以上，就业目标比去年提升 100 万，是今年宏观政策稳中求进的体现。

在整个政府工作报告的经济议题里，笔者发现，虽然诸多指标和往年差别不大，但其背后的实质内涵却有非常大的不同。比如，货币政策收紧力度大于预期，而财政赤字率可能仍会显著大于 3%，体现了积极宽松的态势。

货币政策目标 M2 虽然下降为 12%，只比去年下降 1 个百分点，但考虑到今年价格指数大幅上扬，名义 GDP 增速大幅上升，货币发行增速与名义 GDP 增速之比明显比去年紧。

一般来看,M2增速略高于名义GDP2%-3%比较合适。2016年实际GDP为6.7%,GDP缩减指数为1.21%,名义GDP不足8%,但去年M2目标为13%,二者差距5个百分点;今年虽然实际GDP增速或下降至6.5%,但PPI大幅反弹,且对CPI的传导有望增强,预计GDP缩减指数会上升至3%-4%,名义GDP接近10%。基于此,尽管今年M2目标仅回落1%,但与名义GDP差距只有2个百分点,明显小于去年的5个百分点,意味着货币政策比去年大大收紧。

财政赤字率保持3%,虽与去年持平,但并不意味着今年财政不作为。相反,紧货币的背景下,今年实现稳增长,需要财政政策更加积极。可以看到,去年财政赤字虽然预算目标为GDP的3%,但最终实际收支差额为3.8%。按照以往惯例,二者差异会通过动用预算稳定调节基金、动用结转结余资金等方法处理以实现会计上调平,3%的赤字率绝非最终实际赤字。

同时,真实的财政赤字要远高于此,考虑到今年基建加码,PPP与政府引导基金火爆、政策银行专项建设债券持续下放、地方政府债务置换增至约6万亿等因素,今年财政无疑将比去年还要宽松。

确保人民币稳定仍是决策层的目标。尽管政府工作报告虽未过多提及汇率波动,但在2017年工作任务中,政府工作报告明确提到保持人民币在全球货币体系中的稳定地位。笔者认为,这一提法是比较人民币币值稳定更高的要求,其中也必然暗含防范人民币大幅贬值以动摇人民币在全球货币体系稳定地位的可能。

正如笔者在前期专栏文章《人民币贬值趋势拐点出现了吗?》中提到的,考虑到资本管制措施持续、国内加息周期开启、以及国内经济基本面积积极向好等因素,预计上半年汇率有望保持稳定,而如果下半年中美贸易关系能够波澜不惊,中国去杠杆进程稳步推进,年底人民币中值在7.1的可能性比较大。

当然,政府工作报告中并未过多涉及今年经济运行的风险点,但在笔者看来,今年全球经济黑天鹅事件可能超过去年,特朗普未来对华政策也存在较大的不确定性,中美贸易战,国内去杠杆进程关乎经济指标能否顺利实现,因此,也需要提前做好预判。

在笔者看来,至少以下三大风险点是2017年政府报告中并未过多涉及,但又需要保持警惕的:

第一,对贸易战的挑战着墨不多。在笔者看来,今年海外风险,特别是中美贸易战的前景会较大程度影响今年经济运行。正如笔者在专栏文章《特朗普阴影下,中国如何应对?》中所提,中美贸易顺差占中国出口的18%,GDP的3.7%,贸易战如果发生会不可避免的会降低中国外需。

当然,中国巨大的市场与美国谈判的砝码,特朗普上任后对华态度也有所缓和,但此时判断中美贸易战胎死腹中为时尚早。实际上,特朗普亚洲团队对华鹰派人士居多,而近日美国裁定对从中国进口的碳钢与合金钢定尺板和不锈钢板带材征收反倾销税和反补贴税也意味着贸易摩擦加剧。此外,3月初美国贸易代表提交给国会的《2017贸易政策日程》文件显示,今年特朗普可能在贸易上更为强势,并拒绝接受WTO裁决的约束,今年中美贸易前景非常值得关注。

第二,去杠杆仍然缺乏可操作性政策。自2015年12月的中央经济工作会议提出三去一降一补政策目标后,去年围绕去产能、去库存都有实质性举措,但去年去杠杆的落实与预期存在差距。杠杆率并未下降,M2占GDP比重进一步上升至2.08倍;企业杠杆率保持高位的同时,居民杠杆率反而大幅提升,并带动房地产价格大幅上涨,金融风险增加。

今年去杠杆方面虽比去年讨论有所深入,但相比于去产能、去库存、降成本、补短板等多有明确指标性约束的任务来说,去杠杆政策仍主要描述性的软约束,如支持市场化法治化债转股,加大股权融资力度,强化企业债务约束。这增加了笔者的疑问,今年去杠杆是否会如去年一样,在执行过程中淡化存在不确定性。

第三，对通胀风险并未提及。政府工作报告提到 CPI 目标 3%，在预期之中，但在笔者看来，今年通胀走势存在不确定性。可以看到，1 月 PPI 创 5 年 5 个月新高，同比上升 6.9%。跟踪 2 月高频数据可知，钢铁、石油等价格仍在上涨，笔者预计，2 月 PPI 增速会继续加快至 7.5% 左右，这与 CPI 非食品价格环比达到 0.7% 的高点相得益彰。

展望未来，尽管 2 月 CPI 由于春节因素，食品价格季节性回落可能导致 2 月 CPI 大幅下行，但全年通胀压力仍然不减。笔者认为，有四大因素可能会推高今年通胀：一是全球需求回暖对大宗商品价格的支撑；二是早前房价飙升对租金价格的带动；三是近来医改带动医疗服务业价格上涨；四是劳动力工资的上涨。基于此，笔者认为，今年通胀压力也不容小视，而一旦通胀上行，恐怕也将对货币政策空间造成制约。

房地产政策陷入可怕的“塔西陀陷阱”，多数人担心房价还会大涨

来源：BWCHINES 中文网 (2017-02-27)

作者：马光远 (经济学家)

我从来没有见过哪一个产业像房地产一样，年年吃药，一会春药，一会打胎药，扫黄也没有像房地产市场的调控如此热衷和频繁！

春节后“两会”前，观察房地产市场的运行，总体的感觉是，比我们去年年底预判的要热，比统计局数字体现出来的要热：

北京因为土地供应的大幅度减少，二手房市场再次回暖，量价齐涨，人心仍然惶惶；再加上京津冀一体化的加速，北京周边，特别是新机场概念下一些热销楼盘仍然趋之若鹜；去年的一些热点城市，好的楼盘仍然紧俏；海南的房价在经历多年的低迷后得益于雾霾在其他地方的肆虐而开始明显反弹；一些热点城市周边的三线城市，因为价格的溢出效应也在补涨，在严控的政策背景和“两会”前传统的淡季，房地产仍然是热门的话题。

自去年“9.30”以来，房地产政策风声鹤唳，高层不断喊话“房子是住的，不是炒的”，一些地方甚至明确表示“2017 年房价环比不上涨”，但是，为什么市场仍然逆势而动，为什么买房者仍然罔顾已经很高的房价，漠视严厉的政策和官方的各种表态，以及统计局关于房价走势已经趋稳的说法而依然坚决的入市。

年后对市场的实地观察，以及参加一些经济论坛大家依然不改的对房地产的关切说明：中国的房地产政策真正陷入了“塔西陀陷阱”，无论如何表态，无论政策如何严厉，无论房价多高，大家集体行动的逻辑就是：不再相信政策会真的抑制房价，任何时候，买都是最正确的选择。

这种对政策一致投不信任票的“集体行动的逻辑”背后，折射的是政策屡屡无效，长效机制又处于真空状态下，买房者无奈又悲壮的选择。

简单回顾一下 98 年以来房地产政策的变迁：

98 年，房地产市场化开启，房地产成为经济新的增长点，房地产投资额以每年超过 20% 的速度

增长，导致 2003 年出现投资过热，房价快速上涨的态势。

2003 年成为房地产政策的第一次“拐点”，中央实施了以“管严土地，看紧信贷”为主的宏观调控措施；但市场化对政策置若罔闻，导致 2005 年政府出台更严厉的调控措施；

2006 年 5 月 17 日国务院常务会议提出了促进房地产健康发展的六项措施（“国六条”）使政策调控的力度空前。与此相对于，限外资，限炒房，查土地，严税收等一系列举措相继出台，房地产市场可谓风声鹤唳，然而，房价上涨的速度也达到了高峰；

08 年金融危机导致深圳等城市出现了房价下跌，交易萎缩等现象，2008 年 6 月以后，全国大部分地区出现了“价跌量减”的现象，导致各地政府一改过去调控房地产，继而采取救市的政策，挽救楼市的态势。

2008 年 11 月 20 日，国务院出台了《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》，新的“国六条”正式代替了旧的“国六条”，打压房价的政策在胜利的曙光到来之前却戏剧性的被救市的“国六条”取代，在前所未有的宽松的货币政策和各地不遗余力的挽救下，房地产市场再现癫狂，二手房市场的交易突破了前三年的总和，房价暴涨，再创历史新高。

随后又被迫进行调控，在经历 2013 年的全面暴涨之后，2014 年房地产自己调整，投资、销售和价格都全面下行，到了 2015 年，房地产投资降到冰点，政府又开始全面救市，以“去库存”为主题的政策使得房地产市场再次狂热，直至 2016 年“9.30”再次调控。

以上事实告诉我们，1998 年以来，我们几乎每年都出台大量的房地产调控政策：房价快速涨的时候抑制，房价要掉的时候立即出手救，面多了加水，水多了加面。

我从来没有见过哪一个产业像房地产一样，年年吃药，一会春药，一会打胎药，扫黄也没有像房地产市场的调控如此热衷和频繁！

就是在这样的周期下，中国的房地产业居然成长为全球最大的房地产市场，成为拉动几十个上下游产业的支柱产业，成为地方政府的最爱，老百姓财富的主要承载形式，这真的是一个奇迹。

同时，必须指出，从 98 年住房商品化改革以来，中国房地产政策体系一直就处于一个盲目被动的应对房价上涨的短期通道中，根本没有时间和空间对自身的政策体系进行梳理和反思，遑论有机会构建科学的制度体系。

如果站在产业和公共政策的角度而言，2003 年以来，中国的房地产政策基本都是失败的，包括现在的“去库存”，仍然属于违背产业和市场基本规律的举动。去库存对于中小城市毫无帮助，但其一再助涨了热点城市的泡沫，导致人为的恐慌。

管理层说：“房子是住的”，但这话要落到实处，在政策建构上并不容易，需要颠覆过去的很多做法，对土地制度、信贷制度、税收制度以及住房保障制度要进行重新构建，而且要剥离房子和很多公共福利，包括教育、医疗等的关系，需要对城市资源的过度集中痛下决心改变。

我在上一篇文章中特别提醒，房子，应该是住的，但现在，很多房子根本不是房子，而是成了一种入场券和享受城市福利的门票。

在房子具备很多附加值的情况下，你怎么可能说房子只是住的？

前两天北京又传出每平米 25 万以上的天价学区房，一个 40 平的小房子就动辄千万，如果真的房子是住的，1000 万，你可以选择住北京五星级的豪华饭店包房，而不是 40 平的旧房子。

政策已经严厉到不能再严厉的程度，但市场仍然相信未来还会涨，恐慌性的入市仍然在继续，房

地产政策的公信力的修复，绝非几句漂亮的口号能够解决，需要真正认识房地产的基本规律，并扎扎实实去构建一个真正稳定预期的政策体系，这绝非短期可以解决。

这是投资的好时代，还是坏时代？

来源：FT 中文网(2017-02-28)
作者：黄凡(宁波银行私人银行部总经理)

股市低迷状态,对于心态淡定的价值投资者,却是进入一个开始积极留心去寻找好的投资标的“好的时代”。

回顾 2015-2016 年间，国内股票市场先后经历了股灾 1.0、2.0、3.0 三次的大跌，好不容易盼到 2017，众机构一致看好“业绩牛”、“健康牛”。结果在 2017 年伊始却迎来了“中小创”股票大幅下行，段子手们戏称遇上“股灾 3s”。与此不久前，近两年一直牛气冲天的债市，在 2016 的年末也以大跌收场。资本市场的投资者的心情也随市场风雨飘摇。大家普遍认为这是国内市场极为艰难的一个“黑暗的季节”。

“这是最好的时代，这是最坏的时代……这是光明的季节，这是黑暗的季节……”以上是英国著名作家查尔斯·狄更斯在《双城记》中的名句。

回忆一下资本市场的过去：2001 年 6 月，沪指冲到过 2200 点，当时舆论对我国资本市场取得的成就一片赞誉，股民曾认为是最好的时代。之后？迎来数年的低迷。到 2005 年中的沪指跌至 998 点的时刻，绝大多数投资者当时感觉是个绝对黑暗的季节，但到 2007 年 10 月的两年间，沪指直上的 6124 点，年化回报超 200%。大家又感觉股市真是太好的投资啦！紧跟着呢？股市又连跌几年……

2015 年上半年，股市天天向上，大家高喊着“我们这次与过往完全不同”的口号，积极参与“一带一路”、“互联网+”、“神创业板”等各种概念的炒作，当时无疑大多数投资人感觉再度遇上投资最好的时代。结果？一地鸡毛而收场。

通过对几轮的股市牛熊的轮回的观察不难发现：投资者感觉最好的时候，往往是长期投资的最差进场点；当多数投资者对股市几近绝望时，如果能果断出手并坚持下来的最后都基本能大获全胜。

资本市场投资者们普遍依然感觉难受。我想，是时候开始在我们这个“全球最具备投资机会的市

投资品种	2006年7月	2016年7月	总收益 (%)	年化收益 (%)
上证指数	1612	2979	85%	6.30%
中小板指	2005	6736	236%	12.90%
黄金（人民币每克）	160	285	78%	5.90%
上海内环板楼（每平方米）	28000	86000	562%	20.80%
汤臣一品	110000	160000	45%	3.80%
美元	7.97	6.65	-17%	-1.80%
标普500指数	1280	2160	69%	5.40%
标普500指数（按人民币）	10202	14364	41%	3.50%
纳斯达克指数	2085	5155	147%	9.50%
纳斯达克指数（按人民币）	16617	34281	106%	7.50%

场”寻找机会了。

写到这里，大家一定觉得不符合敝人风格。关注我的都知道我是从 2015 年

5-6 月间就建议股市投资人“激流勇退，并勇于不参与”至现在的“唱空派”。这种对 A 股如此正面的评价似乎不可思议。然而，我说的可是事实。还是一起看数据吧：

以上是根据 WIND 数据做的比较表。

即使是经过了 2015-2016 的三轮股灾，十年间上证指数总收益也有 85%，折合年化 6.3%；中小板指数更是大涨了 236%，折合年化 12.9%，回报率跑赢了同期的黄金、美国标普、甚至跑赢上海知名的豪宅“汤臣一品”。

那么为何大家如此痛恨 A 股？因为参与者大部分总体是亏损的，而亏损的原因，散户们觉得是被“庄家”、“做空者”、甚至是提醒风险的“唱空者”所害，专家们则纷纷提出“A 股的融资目的导向把二级市场投资人摆在天生的弱势位置”是主因。其实投资者大多数亏损很大程度上可归因于“急于获利而且获大利”的心态，在此心态的驱动下，频繁进出以其趋利避害，实现收益最大化；结果却是，上涨时参与了一小段，下跌时全程参与。不少“砖家”、“散户”一直大声疾呼要把现在的 T+1 交易机制改成 T+0，以为 T+0 能提升获利概率，其实我认为恰恰相反，如果把 T+1 的机制改成 T+100，或是 T+1000，这样一来，投资者就不能频繁买卖了，普通投资者因此获利的概率反而会更高。

每当股市处于低迷状态，投资人感觉“处于一个坏的时代”；然而，对于心态淡定的价值投资者，却是进入一个可以开始积极留心去寻找好的投资标的、并耐心等待以适合价钱买入的机会的“好的时代”。

中国证监会主席刘士余先生在最近的国新办新闻发布会上表述了“稳中求进”的基本监管思路。具体阐明了：IPO 常态化、确保上市公司质量、严打内幕交易与操纵市场、加强市场监管、推动完善公司内部治理……等一系列举措。尽管这些举措短期内有可能对估值高而且一直靠“讲故事”来支撑的不少中小板、创业板公司股票价格造成压力，但对 A 股长期的健康发展定能起到固本清源的效用。可以说，我们已经隐约闻到春天的气息了，因此，在依然寒冷的气候中，是时候做好整理农具、精选种子等的春耕准备了。

说到把握好投资机会，我要提一下的是著名的投资大师彼得·林奇。他曾经创造了一个术语叫做十倍股，意思是股票价格可以在相对较短的时间内上涨超过 10 倍以上的股票。他在富达基金效力 13 年间一直致力于寻找涨十倍的股票。其实，正可谓：踏破铁蹄无觅处，得来全不费工夫。A 股恰是诞生“十倍股”的温床。

为了观察与研究的方便，我暂时忽略了近期这次的暴涨暴跌的“人工牛”以及“股灾”。把统计分析的时间设定从 2000 年 1 月 1 日-2013 年 12 月 31 日，统计结果显示，期间 A 股产生了 857 家十倍股，剔除部分数据不全及异常值，剩余 851 家，其中 50 倍以上有 26 家。众所周知，这段时间 A 股主板指数十多年来上上下下，由上证 2000 点左右的起点最终回到起点。

看统计结果，A 股确实是机会之地：沪深两市当时总共才 2000 多家上市公司，竟然有 800 多个股票曾经“大涨十倍”。

然而，笔者身边不乏与股市同成长的专业投资人以及长期在市场摸爬滚打的民间高手，但他们竟无一人在统计的相关期间内曾经成功把握哪怕是其中一个股票而令资产“大涨十倍”。

那么，股票“涨十倍”背后的逻辑是什么？是什么原因令投资者错过“涨十倍”的机会？以后还能把握同样的机会吗？

首先，让我们仔细观测了解一下“涨十倍”背后的一些逻辑吧：

1) 因市场心态改变而导致估值的大幅提升。研究发现，这些十倍股中有 75%是因公司估值上升

而推动，估值上升的起点是在 2005 年中旬，那刚好是一轮大牛市的起点。其中有 217 家公司短短 3 年间股价就冲上了 10 倍。这就验证了大牛市到来的时候，就好比“遇上了台风时，只要站在风口，猪也能飞起来”的道理。试想想，当时上证指数由 1000 点涨到 6124 点，涨幅达 6 倍。其中一些股票弹性高一点，蹦到 10 倍是一点不稀奇的。当年银行、券商、钢铁、地产等周期性蓝筹股票的大幅上涨同属于这一逻辑。顺便提一句，2014-2015 年“人工牛”期间的以“神车”为代表的“一带一路”、以恒生电子领军的“互联网+”也差不多是这个逻辑，投资人在市场没启动之际，5 倍市盈率的股票嫌贵，市场启动后，同样的股票 50 倍的市盈率也照抢不误。结果风一过，这些“飞猪”纷纷落地，被打回原型。

2) 还有一些其他常理难以解释的逻辑。激情燃烧的“神创板”中诞生许多“涨十倍”的股票，其中不少（如暴风科技、朗玛信息、全通教育、安硕信息等）是“无厘头”概念，短短几个月就上涨过十倍，但是年报业绩却证明了高成长只是个传说。这种令人看不懂的上漲逻辑，只能归功于参与者“人有多大胆，地有多高产”的动物精神了。也有绩差股因为被借壳、重组等转眼间身价十倍以上，这只是体现中国特色的 IPO 管制下的壳价值而已，碰上了也就是运气。

分析过了过去股票大幅涨的逻辑，是时候探讨具体如何把握相似的未来机会了。

第一种逻辑在将来几年重演的可能性不大。虽然目前国内股市的周期性蓝筹股的估值并不算高，但是，十多年前国内 GDP 高速增长由大规模投资带动与出口推动，周期性行业的盈利能力总体上以两位数增长等的“好日子”难以在重复了。今后，国内经济增长的新常态是以增长速度放缓、结构调整为主调的。指望周期性行业蓝筹在今后一段时间重拾“涨十倍”的过去辉煌显然是不现实的。而重复 2014-2015 年“人造牛市”中以讲故事为支撑，靠杠杆拉起来的“一带一路”、“互联网+”、“军工概念”等板块的辉煌也在“去杠杆”、“控风险”的中央经济工作基调下变得不可行。

第二种逻辑中，我们需要把握结构转型的主线。看哪些行业在将来更多地得益于结构的调整，看哪些行业内公司业绩的更有机会持续增长从而成为催生“涨十倍”股的新沃土。笔者倾向于医疗、保健、医药、消费、文化、娱乐等行业。因为人口老龄化，医疗保健支出较大，增长由生产驱动转向消费拉动等大趋势是基本确定的。值得一提的是在消费类行业中，名酒类公司的当前估值依然相对较低，白酒作为千年国粹是文化的一部分，今后被淡化的可能性为 0。名牌国药虽然估值不低，但相关公司业绩增长稳定，而且全球范围难有真正意义上的竞争对手。国内企业目前还缺乏真正的创新能力，技术上的优势更是多在于国酒、国药等国粹上。

至于第三种逻辑，看不懂，抓不住。那就是可遇不可求的，就不必费心了。

研究还表明 2000 年至 2013 年“涨十倍”的 800 多个股票中，三分之二需要持股 3 年以上才实现上涨十倍的目标，超过一半需要持股 5 年以上才能实现“涨十倍”。如果您是以追逐短期差价为目的的买卖股票，那么很抱歉，我得告诉您，你一定没机会把握“涨十倍”的机会的，甚至连 2-3 倍也是不可能的。

因此，要把握好 A 股投资中穿越牛熊的投资机会，前述第二种逻辑是今后比较可行的。但也有以下两个必须的前提，那就是：1) 买价足够低。2) 持有时间足够长。您如果能够做到，那就成功了一大半了。

市场低迷之时，正是寻宝的机会。如果寻找到了合适的标的，也等到了合适的价钱，那就果断买入并做长期持有的准备吧。有人说，我不能做长期投资，只能做短线炒作。那么可以肯定：一，这不是以实现财富保值和增值为目标的财富管理之道。二，短线炒作，是把握不到获丰厚回报机会的。

2017 中国房地产可能处于 相对“停滞”的状态

来源：BWCHINES 中文网 (2017-03-07)

作者：丁爽(渣打银行中国首席经济学家)

2017 年房价不会有大幅度上升，也不存在大幅度下降的条件，很可能是一个相对‘停滞’的状况。”丁爽如是认为。

新华网北京 3 月 3 日电（记者 闫雨昕 廖佳）作为全球第二大经济体，2016 年中国经济顺利通过“十三五”开局之年的考验，运行总体平稳，GDP 较上年增长 6.7%，经济增长质量稳步提高。

随着供给侧结构性改革逐步深化，首次迈上 70 万亿元后的中国经济将面临怎样的压力与考验？GDP 增速能否继续保持平稳运行？人民币汇率又将何去何从？

近日，渣打银行大中华区首席经济学家丁爽在接受新华网财经记者专访时表示，今年中国会寻找一个“稳定锚”，总体来说增速会保持平稳。他同时预测，今年 GDP 增速能够保持 6.5%以上的增长，但要实现这一目标并非易事。

如何实现今年 GDP 的增长目标？

——与货币政策相比，财政政策还有进一步发挥的空间

作为宏观调控的重要工具之一，货币政策走势向来备受关注。伴随着中国经济的转型升级，货币政策的调控思路也在悄然发生变化。

近日央行发布的《2016 年第四季度中国货币政策执行报告》中，对货币政策的表述首次由“稳健”变为“稳健中性”。市场纷纷猜测，两字之差，央行试图释放出什么信号。

而在此之前，央行从对基准利率的调整，逐步变为通过加强公开市场操作的频次和力度，调节流动性。针对央行近期一系列变化，丁爽认为，2017 年的货币政策基调将是“温和收紧”——这将表现为利率上行，整个收益率曲线上移。与此同时，传统的带有行政色彩的存贷款利率调整会“淡出”。

“未来央行应该会尽量不使用行政性货币政策，转而通过常备借贷便利、中期借贷便利、逆回购等方式来引导市场利率。”按照他的计算，过去几个月来，央行实际上已经变相“加息”了 10 个基点。

在经济下行压力与去杠杆、防范金融风险叠加的因素下，不少市场人士认为，未来货币政策的发挥空间有限。那么，如何实现今年稳中求进的预定目标？丁爽认为，未来经济增长可能更加倚赖财政政策。

“从总量来说，预算赤字还会继续增加。”丁爽认为，这也是实现增长目标的一个必须的政策支持。”据渣打银行测算，预计 2017 年 GDP 的增长能够达到 6.6%，略高于 6.5%。

就具体措施而言，丁爽认为，短期会有通过增加支出推动经济增长的冲动；但是从长期来说，积极的财政政策有望产生很大的效应。

楼市向左走向右走？

——房价今年很可能处于相对“停滞”的状态

房地产投资是影响中国经济的一个重要方面，而楼市涨跌也永远牵动着人们的神经。不久前官方发布的数据显示，在调控政策叠加春节的双重影响下，1 月份我国一二线城市新建商品房住宅价格环比基本止涨，三线城市新建商品住宅价格环比上涨 0.4%，涨幅与上月相同。同时，中国 1 月监测的主要城市成交面积环比下降 36.66%，同比降 27.34%。

楼市开年遇冷预示着什么？房价会降温吗？房地产投资会由此而下滑吗？这对面临下行压力的中国经济又会带来什么样的考验？

“2017 年房价不会有大幅度上升，也不存在大幅度下降的条件，很可能是一个相对‘停滞’的状况。”丁爽如是认为。

在谈及对经济的影响时，丁爽表示并不需要悲观。“楼市调控的主要目标是防止楼市价格上涨过快，并看到较稳定的房地产市场的投资。并不是要让房价掉 20%或 30%。”

事实上，数据显示去年 12 月份房地产投资依然强劲。国家统计局网站消息，2016 年，全国房地产开发投资 102581 亿元，比上年名义增长 6.9%（扣除价格因素实际增长 7.5%），增速比 1-11 月份提高 0.4 个百分点。

这表明去年九、十月份以来的房地产政策收紧的效应还未传导到投资方面。不过，丁爽不否认房地产投资在下半年出现下滑的可能性。“很可能是上半年投资仍然较强，下半年回归相对低迷的状况。从全年平均来看，房地产投资对经济增长的负面影响或将不大。”

丁爽也坦言，考虑到房地产交易的下滑，会影响到一些相关行业的消费，包括家具、家电、装修建材的购置等等，因此仍然有一些风险点需要注意。

此外，丁爽还认为，由于此前我国对 1.6 升以下的汽车的税收优惠提前透支了一部分购车需求，对今年的汽车销售造成影响。因此，导致了整体消费的不确定性有所增强。

未来人民币将何去何从？

——人民币汇率将逐渐趋稳

近年来人民币汇率的波动性增强，让其收获了前所未有的关注度。从一国外汇储备，到对外贸易投资，再到百姓海外消费，汇率这个敏感的变量所释放的影响力在经济生活的各个层面无处不在。

人民币兑美元汇率在历经了去年以来的连续下滑，在 2017 年开年之际微微反弹。未来又将何去何从？

国外投行近期发布关于人民币汇率的研究报告显示，其对汇市的预期与去年年初相比已有较大程度上的稳定。瑞银将人民币兑美元 2017 年底预测自 7.2 调升至 7.0；大摩亦将其预期从 7.30 调至 7.10；渣打发表报告表示，预估人民币兑美元将贬值 3%来到 7.06。

在接受记者专访时，丁爽给出了他对这个问题的理解。在他看来，今年人民币汇率会保持兑一篮子货币的相对稳定，人民币国际化方面或许不会有大的动作，更多的是做一些基础性、铺垫的工作，包括结算、清算系统，货币互换制度安排，地区的人民币结算中心等。

相比一揽子货币这个锚，市场更为关注的仍然是人民币兑美元的走势。丁爽认为，美联储今年加息两次或以上是大概率事件，因此美元仍将走强，但上涨空间有限。

丁爽解释，财政政策的偏松和货币政策的偏紧两个因素加总起来，按照以往经验，一般会支撑美

元、支撑美债的收益率的上升，这些会造成美元的进一步升值。但他同时强调，美元的强势会有一定的限度，并非一路走强。“这涉及到特朗普的财政政策能不能完全得到实现。”

资本跨境流通管理之惑

——近几年的对外直接投资绝对值相对持续稳定

有关“外资撤离潮”的讨论在 2016 年底 2017 年初再度成为热点，商务部对此进行了有力的反驳。在丁爽看来，外资有进有出是很正常的，中国近几年的对外直接投资绝对值相对持续稳定。

“这是由于中国的外商直接投资近几年非常具有选择性，更倾向于引进一些对我国产业结构调整、产业链上升、获取技术，或者是产能不足的服务行业，而非一些污染或劳动力密集型的产业。”他进一步指出，外商直接投资或将不会快速上升，但也未出现明显的下降。

丁爽认为，除了外商对中国的直接投资，还有一个数据值得关注，这就是中国的对外直接投资。“我觉得这两个数据比较有趣。”丁爽告诉记者。

商务部数据显示，中国去年 12 月份对外投资同比下降 39.4%，1 月份同比下降 35.7%。在丁爽看来，前期对外投资的“虚火”是造成当前对外投资下滑的原因。

日前，发展改革委、商务部、人民银行、外汇局四部门正按有关规定对部分企业对外投资项目进行核实，以促进我国对外投资持续健康发展。丁爽指出，资本管理加强执法是有必要的，现有政策也不是“一面倒”的收紧。

“此前企业更多的是在一种比较恐慌的情况下，所做的资产负债的过度调整，特别是并购的交易。”他指出，随着对资本外流真实性的核查，今年的对外投资增长速度将会回落，且短期内不排除负增长的可能。

他同时预测，在资本管理方面也会有一些放松的措施。“这更多的是在流入方面，包括在银行同业市场、债券市场，鼓励国外的投资者到中国来投资。在资本流出开始得到控制的情况下，流出方面也会开始再次放开。”

“一些是跟真正的经济活动相关的，还是应该继续允许或者鼓励的。”丁爽强调。从长期来说，丁爽认为，中国的对外进一步开放的目标并没有改变，不会因为短期的资本流动改变长期的人民币国际化目标。

基金公司缘何低配中国公司股票？

来源：FT 中文网(2017-03-03)

作者：史蒂夫·约翰逊

基金公司对中国股票的低配幅度已达 6 年最高，显示对中国经济的担忧加剧。但也有观点认为，市场或许还未认清中国改革的价值。

基金公司对中国股市的低配幅度达到至少 6 年来的最高水平。

这种对香港、上海和深圳股市的异常不看好表明，西方日益担忧这个全球第二大经济体的健康——自

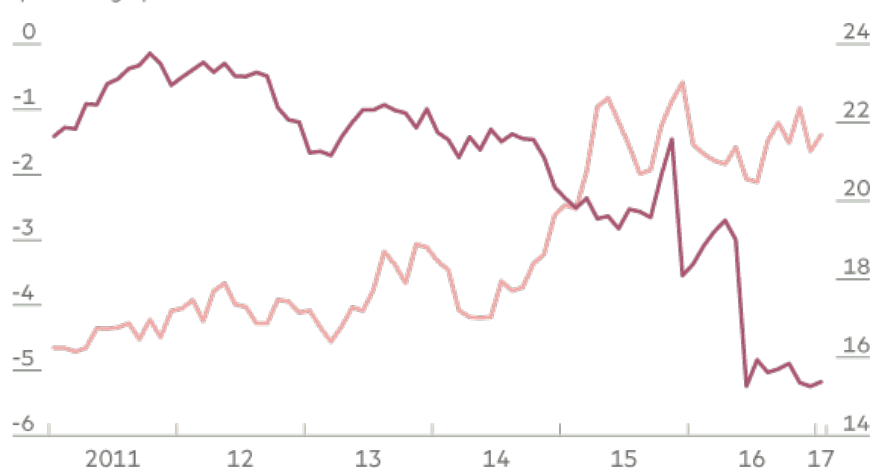
2014 年 6 月以来，中国外汇储备下降了 1 万亿美元，尽管中国竭力遏制资本外流潮。

MI Somerset 新兴市场红利增长基金 (MI Somerset Emerging Markets Dividend Growth Fund) 的首席基金经理 Edward Lam 表示：“人们仍然担忧银行业体系，它牵扯到房地产市场问题以及地方债务市场的潜在问题，我们似乎处于坏账周期的初级阶段。”该基金在香港和中国内地股市的头寸仅占其投资组合的 2.5%。

Reluctance to chase China higher

Mutual funds' holdings of Chinese and Hong Kong stocks

Over/underweight position v MSCI EM Index
(percentage points)



Source: Copley Fund Research

FT

“不良贷款日益增加，而我们还在等待中国政府对资本大量外流的政策回应。”

自指数编制商 MSCI 明晟 2015 年 11 月决定，在原来纳入在香港上市的中资公司的基础上，将百度 (Baidu)、网易 (Netease) 和阿里巴巴 (Alibaba) 等在纽约上市的中资公司纳入指数以来，大中华区股票在广泛追踪的 MSCI 新兴市场指数 (MSCI Emerging

Markets Index) 中的权重飙升至 27%。

然而，尽管总的来说，新兴市场基金允许它们对中资公司的投资比重升至 21.7%，但它们不愿进一步推高该比例。

Broken China

Percentage of funds overweight Chinese and Hong Kong stocks



Source: Copley Fund Research

FT

结果是，新兴市场基金，或者至少是科普利基金研究 (Copley Fund Research) 监测的总资产达 2550 亿美元的 126 只基金，对中国股票的相对于 MSCI 新兴市场指数的低配幅度达到创纪录的 5.2 个百分点 (如第一张图表所示)，却对印度、俄罗斯、土耳其、墨西哥和巴西股票超配。

此外，现在只有 18.3% 的基金对中国股票超配，这是自科普利 2011 年 1 月开始编制这项数据以来的又一个创纪录低点，远低于最近几年的约 40%，如第二张图表所示。

在那些“高主动比重”基金当中，对中国股票的低配更为显著，低配幅度达到 8.4 个百分点，而

“低主动比重”基金的低配幅度是 3.2 个百分点（如第三张图表所示）。“高主动比重”基金是指主动比重(active share)至少为 75%、持有股票少于 75 只的基金，主动比重衡量基金投资组合与基准指数的差异程度。“低主动比重”基金被一些人认为等同于“秘密跟踪基金”(closet trackers)。



科普利创始人史蒂文·霍尔登(Steven Holden)表示：“MSCI 增加了中资公司的比重。我们看到一些基金公司跟上，但其他基金公司则没有。”

“在某个点上他们会说，‘我们不会追逐这种事情’。没有任何迹象表明主动比重较高的基金追逐 MSCI 的中资公司比重：8 个百分点是显著低配。它将导致基金业绩的显著分化。如果它们押对了，很好，

否则，完蛋。”

霍尔登不认为基金公司不愿增持中国股票是与美国总统唐纳德·特朗普(Donald Trump)对进口中国产品征收巨额进口关税的言论有关，尽管他的确说，“(特朗普)大放厥词的时候你会尝试着追逐中国市场吗？”

他的分析显示，总的来说，基金公司对中国金融股的低配最严重，平均配置比例仅有 5%，而指数中的中国金融股权重是 7.9%。

例如，Edward Lam 的基金通过汇丰(HSBC)建立了对中国经济的一些敞口。在伦敦上市的汇丰在亚洲有大量业务，他相信该行可能受益于中国银行业体系的动荡。

虽然在纽约上市的中国科技巨擘被纳入 MSCI 指数，但基金公司如今对科技股也处于低配（比重为 6.8%，而 MSCI 指数中的权重为 8.8%），唯一明显超配的是非必需消费类股（比重 3.5%，而 MSCI 指数中的权重为 2.5%）。

霍尔登表示：“我认为 MSCI 指数将这些公司纳入是一场豪赌。人们并不是真的想要在自己的基金中配置那么多中资股。它们投资于全球新兴市场，而不是‘中国+’。”

当然，不是所有人都这样认为。

“这七、八年来，我的收件箱里一直都满是关于中国垮台、中国金融崩溃、中国巨大的债务积累、不愿让僵尸企业破产、人口结构对未来构成挑战、房地产市场引人担忧的邮件。”

“到目前为止，上述没有一项真正给中国造成任何重创，”巴林银行(Barings)新兴及前沿股票联席主管威廉·帕尔默(William Palmer)表示。巴林银行的 Emerging Markets Umbrella 基金目前对香港上市股票的配置比例为 35.6%，是少数超配的基金之一。

“上周，当一家大型卖方投资银行抛出乐观论调时，我差点从椅子上摔下来，”他接着说。

帕尔默的观点是：“中国进行了很多改革，市场或许还未认识到其价值”。

他列举的包括国有企业改革，特别是在煤炭和钢铁行业，一些亏损国企出售非核心资产或被关停；降低银行体系风险的措施，例如确认并出售不良贷款；市场自由化，例如向外国投资者开放债券市场以及推出“沪港通”和“深港通”机制。

“外界的共识是，中国将在未来几年的某个时刻经历一场金融危机。如果共识开始背离那种极端情况会怎样？随着感知到的风险下降，股票风险溢价将开始下降，而股票价格显然会上升。”

“2017 年，（做空中国）可能让新兴市场投资者吃苦头，就像去年在巴西一样，”帕尔默说。

“任务还未完成，但他们正取得一些实质进步，可以降低危机发生的可能性。”

因此，他看到了“因投资者不看好且持怀疑态度而估值极具吸引力的资产”，例如阿里巴巴（“估值显著低于亚马逊(Amazon)，但成长更快”）；社交平台腾讯(Tencent)；制造并销售宝马(BMW)汽车的华晨中国(Brilliance China Automotive)；“非常便宜”的中国建设银行(China Construction Bank)；参与基建和公用事业的粤海投资(Guangdong Investment)；中国建筑(China State Construction)以及平安保险(Ping An)和友邦保险(AIA)——鉴于“中国养老金、储蓄和保险目前的严重低渗透”。

甚至 Edward Lam 也看到了中国不一样的机会，如高科技行业以及纸尿裤生产商恒安国际(Hengan International)， “这或许是规则帮助企业的有趣案例”，他说，意指中国政府放松独生子女政策。

一个尚未解决的疑问是，基金行业相对不愿持有中国股票是否会对 MSCI 明晟造成影响，后者将于今年 6 月份决定是否将中国上海和深圳上市的“A 股”纳入其旗舰新兴市场指数，从而进一步推高中国的权重。

理论上，这应该没有关联，MSCI 明晟的决定完全是出于技术原因。但如果客户对 MSCI 明晟表示他们暂时不想增加对中国的敞口，有人会认为这将有一定影响。

“这的确会影响（MSCI 明晟）的看法，”帕尔默说，不过他又补充道：“问题不是（A 股）是否会被纳入，而是何时被纳入。”

人民币汇率贬值压力并未发生实质性改变

来源：FT 中文网(2017-03-14)

作者：张明(平安证券首席经济学家、中国社科院世界经济与政治研究所研究员)

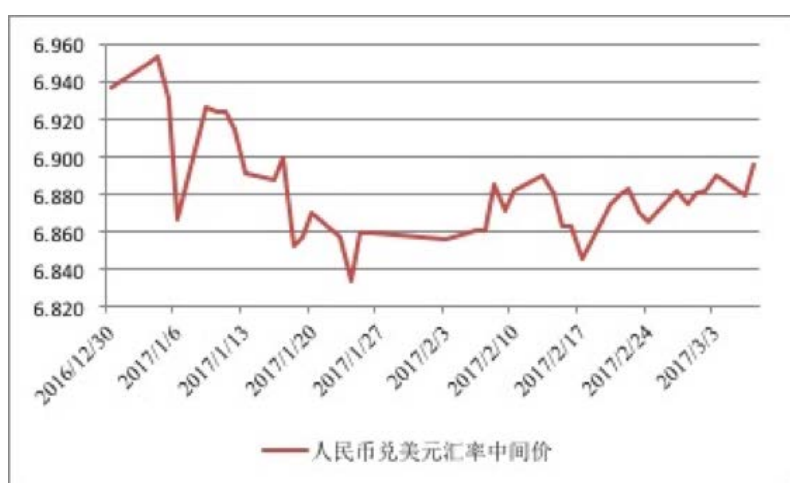
尽管中国央行已经显著收紧了对资本流动的控制，但短期资本外流的局面恐怕在 2017 年依然难以扭转。

在新近出炉的中国《2017 年政府工作报告》中，“汇率”出现了两次。第一次出现在 2016 年的工作总结中，“人民币汇率形成机制进一步完善，保持了在合理均衡水平上的基本稳定，维护了国家经济金融安全”；第二次出现在 2017 年的工作安排中，“坚持汇率市场化改革方向，保持人民币在全球货币体系中的稳定地位”。

如何解读上述报告中关于人民币汇率有关措辞的变化呢？在笔者看来，第一，这说明中国政府对当前的人民币汇率形成机制较为满意，认为现行机制既反映了市场化改革方向，又维持了汇率稳定；第二，这说明中国政府试图让人民币汇率问题在 2017 年逐渐淡出公众焦点，这意味着 2017 年人民币汇改不会有新的大动作；第三，这说明中国政府不会在 2017 年让人民币兑美元汇率一次性大幅下跌，因为这样可能损害“人民币在全球货币体系中的稳定地位”。

事实上，之所以政府工作报告在关于人民币汇率的问题上很有底气，这很可能是由于 2016 年下半年以来人民币汇率面临的一些重要变化。第一，与 2016 年上半年人民币兑三大货币篮（CFETS、BIS 与 SDR）汇率不断下跌相比，从 2016 年下半年至今，人民币兑三大货币篮指数一直在 94-96 的狭窄区间内波动，这说明人民币有效汇率似乎已经企稳；第二，自 2017 年年初以来至今，人民币兑美元汇率总体上呈现升值态势，由年初的 6.95 左右上升至 3 月上旬的 6.87-6.90 左右。

图 1 人民币兑美元中间价走势（2017 年年初至今）数据来源：CEIC。



正是由于出现了上述积极变化，当前市场上甚至出现了一些非常乐观的观点，例如 2017 年人民币兑美元汇率不会破 7，2017 年人民币兑美元汇率将会迎来拐点等。这种观点是否靠谱呢？在做出回答之前，我们还是要仔细审视一下 2016 年年初至今的有关数据。

笔者曾经在之前的文章中反复强调，2016 年的人民币汇率走

势在上下半年截然不同，呈现出一种“非对称性贬值”的格局。在 2016 年上半年，人民币兑美元汇率大致稳定，但对三大货币篮汇率持续贬值。在 2016 年下半年，人民币兑美元汇率显著贬值，但对三大货币篮汇率大致稳定。

这种“非对称性贬值”的格局，其实与美元汇率自身强弱密切相关。事实上，2016 年上半年，美元指数在波动中不断走弱。而在 2016 年下半年，美元指数则在波动中显著走强。尤其是在特朗普上台之后一段时间，美元指数上升速度明显加快。

这就意味着，在 2016 年，当美元自身走弱时，人民币选择大致盯住美元，而就势对货币篮贬值。反之，当美元自身走强时，人民币选择大致盯住货币篮，而对美元显著贬值。

之所以出现这种“非对称性贬值”的格局，笔者认为，一种可能性是，中国央行认为，人民币兑 CFETS 货币篮的基数 100，可能定得太高，明显偏离了人民币的“合理均衡水平”，因此在利用美元自身走弱的时间窗口来消除人民币兑篮子货币汇率的高估。也许，目前 94-96 的汇率指数，被央行认为是更加合理均衡的水平。

如果这种猜测是合理的，那么检验这种猜测的一个事件窗口则是，当美元指数再度走弱时，人民币兑货币篮汇率是会维持稳定呢，还是会再度贬值。如果是前者，这就表明央行有强烈的意愿维持人民币兑篮子汇率在当前水平的稳定。如果是后者，这就表明央行其实依然觉得人民币兑篮子汇率可能存在高估。

现在让我们来考察 2017 年 1 月以来的汇率走势。人民币兑美元汇率中间价在 2017 年的走势大致为一个倒 V 型，也即人民币兑美元汇率在 1 月初至 1 月 24 日期间大致处于升值状态（由 6.94 上升至

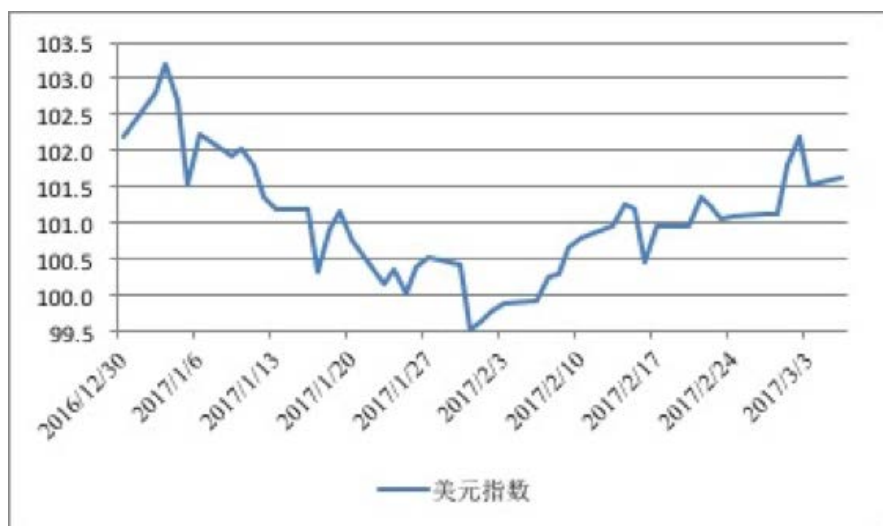
6.83), 而在1月24日至3月7日期间大致处于波动贬值状态(图1)。人民币兑CFETS货币篮汇率指数也大致分为两个阶段, 1月6日这一周至2月3日这一周, 人民币兑CFETS指数明显贬值(由95.25下降至94.03), 而在2月3日这一周至3月3日这一周, 人民币兑CFETS指数基本上处于原地盘整状态(图2)。最后我们来看美元指数走势。2017年年初至1月31日, 美元指数波动中显著走弱, 由103.2降至99.5。而从1月31日至3月6日, 美元指数波动中显著走强, 由99.5上升至101.6(图3)。

图2 人民币兑CFETS货币篮汇率走势(2017年年初至今)



从数据中不难看出, 2017年1月初至3月初的人民币汇率走势, 恰好再现了2016年全年的人民币汇率走势。2017年1月, 当美元指数走弱时, 人民币兑美元汇率有所走强(2016年上半年是先升后贬), 人民币兑篮子汇率走弱; 2017年2月初至今, 当美元指数再度走强时, 人民币兑美元汇率显著走弱, 人民币兑篮子汇率基本稳定。人民币汇率运动依然没有摆脱“非对称性贬值”的刻画。

图3 美元指数走势(2017年年初至今)



这说明了什么呢? 第一, 2017年至今人民币兑美元的双边汇率走势, 依然在很大程度上取决于美元指数的走势。如果2017年美元指数继续走强, 人民币兑美元汇率继续贬值恐怕依然是大势所趋。从目前来看, 美联储在今年3月份加息似乎已成定局。至少在2017年上半年, 美联储加息提速恐怕还将是市场上的主导型预期。在这种格局

下, 人民币在2017年破7恐怕依然是大概率事件; 第二, 在“非对称性贬值”格局下, 卖出人民币买入美元的策略依然是赢面较大的策略, 因此, 尽管央行已经显著收紧了对资本流动的控制, 但短期资本外流的局面恐怕在2017年依然难以扭转。

新闻快讯

定增：中国金融监管“打地鼠”的新对象

来源：FT 中文网（2017-02-23）

作者：珍妮弗·休斯

再融资新规旨在限制非公开发行的规模、频率和折价空间。投资者为其欢呼，但银行家不太相信其对中国企业的好处。

玩过“打地鼠”游戏的人，或许都会同情中国的市场监管者。他们貌似刚把某种不断膨胀的融资形式打回到合适的规模，另一种融资形式又开始爆发。

新近成为被打击对象的是非公开发行(private placements)，这种融资形式是指上市公司在二级市场向一小批投资者发行新股，现有股东不享有优先购股的权利。上周五发布的新规旨在限制非公开发行的规模、频率和折价空间。

投资者为新规欢呼，周一沪深蓝筹股出现 6 个月以来的最好行情。

但银行家们不太相信新规对中国企业的好处。“对大多数（内地）A 股上市公司而言，定增是他们目前——或者说过去——募集股权资本唯一切实可行的潜在渠道，”一位从事中国股权业务的银行家表示。

美林美银(BoAML)数据显示，去年 A 股企业通过非公开发行融资 1.7 万亿元人民币（合 2470 亿美元），而首次公开发行(IPO)融资额仅为 1500 亿元人民币。定增占到内地股权融资总量的 74%，之前 4 年的平均占比则略低于 66%。

新规要求非公开发行的股份数量不得超过现有总股本的 20%，两次发行间隔时间不得少于 18 个月，持有大量现金的企业不得再融资。分析师估计，新规出台后，180 家企业总规模 970 亿美元的非公开发行方案将被取消或缩减融资规模。

在解释规则调整时，监管部门小心地强调存在“过度、频繁”融资现象。有些企业募集资金后没有立即用于发展主业，而是投向理财产品，这种做法加剧了人们对于中国上市企业存在“金融工程化”趋势的怀疑。

另一个起作用的因素是监管者希望解决好几百家企业排长队等待 IPO 的问题，以当前速度来看，这些企业排完队大约需要 18 个月。剔除那些母公司出资认购股份或注入资产的非公开发行方案，去年二级市场发行规模仍是 IPO 的 6 倍。限制非公开发行是把资金引导至 IPO 的一个途径。

对于中国限制非公开发行，西方投资者或许会觉得无所谓。在其他地方，股权被视为具有战略性意义，并非可以随意拧开和关上的资金水龙头。熟悉其他市场的股东会反感少数股东只能任人大幅稀释股权的情形。在伦敦，相比非公开发行，保护现有股东的配股更受欢迎。

然而，中国企业管理层已习惯了有机会就融资。监管机构对 IPO 时而放行时而卡死的做法——2013 年没有一家企业 IPO，2015 年股市泡沫破裂导致 IPO 再次被暂停——让他们认识到，在一级市场分拆上市和进行其他活动并不可靠。债券市场也存在监管时紧时松的问题。

非公开发行在亚洲一些市场很常见。在香港，管理层决定发行不超过 20% 股份的方案通常会在年

会上投票通过。在中国内地，企业每次发起定增至少都要得到股东的批准。寻求股权融资的企业，如果已在香港上市，预计会在香港发股。其他企业如果满足标准的话，可能会转而考虑发行可转债。

中国企业并非天使，弄虚作假的融资手段也始终应该打击。但是，这种各个融资渠道轮流爆发的现象，乃是监管层的过错，因为它鼓励了企业采取能融资就融资的做法。预计不久后又会有只老鼠探出头来。可转债？还是别的什么？

李克强工作报告中 人民币表述发生变化引发猜测

来源：华尔街日报中文网络版（2017-03-07）

作者：Shen Hong

中国政府就汇率政策的常见表述发生了微妙变化，显示出在今年全球政治和经济不确定性加剧之际，中国领导层正在为人民币出现更加剧烈的波动做准备。

李克强在对全国人大做《政府工作报告》时没有提及他在过去三年的年度报告中所做的一项承诺，即“保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定”。这句表述的消失暗示，中国政府已准备好接受人民币兑美元的进一步下跌。

这句表述的消失暗示，考虑到美国联邦储备委员会（简称：美联储）准备在今年启动一系列加息的迹象越来越明显，中国政府已准备好接受人民币兑美元的进一步下跌。市场已开始把美联储下周加息 25 个基点反映在价格中。

取而代之的是，李克强在讲话中表示“坚持汇率市场化改革方向，保持人民币在全球货币体系中的稳定地位”。分析师称，这一表述可能指向中国政府提高人民币地位使之成为国际主要货币的目标，而不对人民币水平发表评论的决定可能是考虑到市场的不确定性。

大华银行(United Overseas Bank)驻新加坡经济学家 Suan Teck Kin 表示，在欧洲政治形势不确定以及美联储可能加息的情况下，需要留出更多灵活应对的空间，而不是重复同样的话。

中国政府有关人民币的言论发生变化适逢中国汇率政策再次成为中美关系紧张的焦点。去年竞选期间，美国总统特朗普(Donald Trump)常常指责中国让人民币贬值以获得贸易优势。特朗普上任以来称中国是汇率操纵的总冠军。

渣打银行(Standard Chartered)驻香港经济学家丁爽称，中国政府或许是有意使自己的立场变得更加模糊，因为可能不希望在特朗普政府针对中国采取任何行动之前承诺太多。

投资者已习惯于将中国政府保持人民币汇率稳定的承诺解读为力争将人民币兑美元年涨跌幅度控制在 3% 以内。中国每日设定人民币兑美元中间价，允许人民币在围绕中间价上下各 2% 的范围内浮动。2013 年人民币兑美元上涨了 2.8%，而在之后的一年贬值了 2.5%。

然而，保持人民币币值稳定已经变得更加困难。2015 年，人民币兑美元贬值了 4.7%。在这一年里，中国政府在国内股市出现史无前例的暴跌之后不久，意外让人民币兑美元突然之间贬值 2%。

去年，人民币兑美元又贬值了 7%，而中国的经济增速也放缓至 1990 年以来的最慢水平，尽管政府实施严格的资本管控，资金外流现象犹存。资金外流迫使中国央行从外汇储备中拿出数十亿美元来遏制人民币的贬值势头。

李克强在人民币问题上转变语气的背景是，人民币正处于相对平静的一个时期。

在中国国内市场，一美元兑人民币 6.8946 元，自去年底以来下跌 0.8%。自 1 月底以来，一个衡量美元/人民币汇率波动性的指标已下降了一半多。

总部位于上海的一家中型中资银行外汇交易主管表示，他怀疑有关部门会允许人民币大幅贬值，但外汇储备快速消耗也是无法承受的。

1 月，中国的外汇储备减少了 123.1 亿美元，至 2.998 万亿美元，是近 6 年中的最低水平。2 月的最新数据将于周二发布。

美联储自金融危机以来第三次加息

来源：FT 中文网（2017-03-16）

作者：萨姆·弗莱明

美联储 (Fed) 自金融危机以来第三次上调短期利率，加快了加息步伐，因政策制定者日益相信美国经济复苏续航力不错，将提升通胀。

美国央行将联邦基金利率的目标区间上调至 0.75% 至 1%，此举早于上月市场预期。

美联储政策制定者坚持此前的预测中值：今年将总共加息 3 次，这与一些分析师的预测不符；他们原本预测，美联储将提出更激进的加息预测。一位利率决策者（明尼阿波利斯联储银行 (Minneapolis Fed) 行长尼尔·卡什卡利 (Neel Kashkari)）不同意加息，他主张维持利率不变。

此外，美联储的声明使用了新的措辞，强调其通胀目标是对称的，这表明美联储承认，物价涨幅可能超出其 2% 的目标，却不会迫使美联储大举干预。

声明公布后，美国国债收益率随即跳水，同时美元汇率面临压力。美国 10 年期国债收益率一度下跌 10.7 个基点，至 2.9%，是自从去年 11 月 9 日（美国总统大选投票日之后的那一天）以来最大的日内跌幅。两年期国债收益率下跌 7.9%，至 1.297%。

衡量美元兑一篮子 6 种其他货币汇率的美元指数下滑 1.1%，因年内加息 4 次的预期破灭。

中国渐进式改革因市场的快速反应而难上加难

来源：华尔街日报中文网络版（2017-03-06）

作者: Nathaniel Taplin

中国国务院总理李克强周日宣布中国 2017 年经济增长目标位 6.5% 左右, 比以往目标更为温和。

投资者选择中国是因为中国进行的改革。中国政府着手解决难题的迹象越多, 坚持认为中国奇迹还会继续的投资者就越多。

投资者正密切关注本周举行的全国人民代表大会发出的改革信号。全国人民代表大会每年举行一次, 国家领导人在会上公布筹划的最新经济路线。周日国务院总理李克强公布了 6.5% 左右的更温和和经济增长目标, 此举向着承认存在改革必要又接近了一小步。不过关于改革的消息令人沮丧: 中国的渐进式改革也许已走到尽头。

美国国家经济研究局(National Bureau of Economic Research)经济学家 Markus Brunnermeier、Michael Sockin 和熊伟联合撰写的论文认为, 中国金融市场日益庞大和复杂, 渐进式改革变得更加困难, 这是因为市场的快速反应加快了改革决策的影响, 使得改革者忍不住要开倒车。三位作者指出, 2016 年 1 月推出后草草收场的股市熔断机制体现了金融市场对试验性政策影响的放大和加速作用, 这常常导致改革的倒退和公信力的丧失。

削减过剩工业产能的工作则是另一个例子。过去几年, 钢铁和煤炭去产能工作进展艰难, 但由此带来的影响也是随着时间的推移缓慢显现。不过, 自 2013 年中国推出煤炭和铁矿石期货交易后, 每当去产能宣布, 市场就会做出迅速反应。

近期煤炭价格的剧烈波动也是一个例子。2016 年 4 月, 中国宣布严格限制煤炭产量, 以此尝试削减过剩产能。不过在去年秋季进口和电力数据暗示需求开始增加时, 煤炭和铁矿石期货价格一路上扬。去年 9 月末至 12 月初, 焦煤期货上涨近 200%。

由于价格走高, 监管机构迅速放松产量限制。现在价格已经有所回落, 但未来执行去产能计划可能变得困难, 因为矿商不太可能相信此类计划会长时间持续, 同时投机者会再次推高价格。

另一个严峻的问题是不断膨胀的公司债和地方政府债务。以往, 重要国企的财务问题可能由银行和地方政府闭门协商来处理, 当然也需要中央政府的协调。债务政策的变化需要时日才会影响到实体经济。

但如今, 债券市场会立即作出反应, 在 2016 年 4 月中国央行使用消除“僵尸”企业的严厉措词时, 债市的表现即是例证。当时债市出现了数周异常剧烈的震荡, 之后央行出手, 向金融系统注入大量流动性, 将债市重新拉回牛市。这避免了一场重大市场崩盘, 但强化了去杠杆压力只会短暂存在的信息。

邓小平著名的改革理论是“摸着石头过河”。但这些日子以来, 水流湍急, 即便是很小的步子也存在水太深的危险。

中国经济开年表现强劲创造管控风险空间

来源: FT 中文网(2017-03-01)

作者: 吴佳柏

周三，官方和民间的指标显示，今年开年中国经济表现强劲。这为政策制定者在实施多年刺激举措后将注意力转向金融泡沫和不断攀升的债务创造了空间。

去年，大量的信贷和财政刺激确保了工厂的持续运转和建筑工地的繁忙景象，令中国政府能够在年初增长放缓的情况下完成其增长目标。

以公路、铁路、电力和水利工程项目支撑增长的方式，也在过去十年里彻底改变了中国的面貌。周二，亚洲开发银行(ADB)在一份报告中称，中国在满足基础设施需求方面遥遥领先于其他中低收入国家。

不过，中国当局正试图通过种种旨在化解过高债务带来的长期风险的努力，来平衡对短期增长的支撑。最新的数据表明，中国当局今年在集中精力管控这种风险方面将拥有一定的腾挪空间。

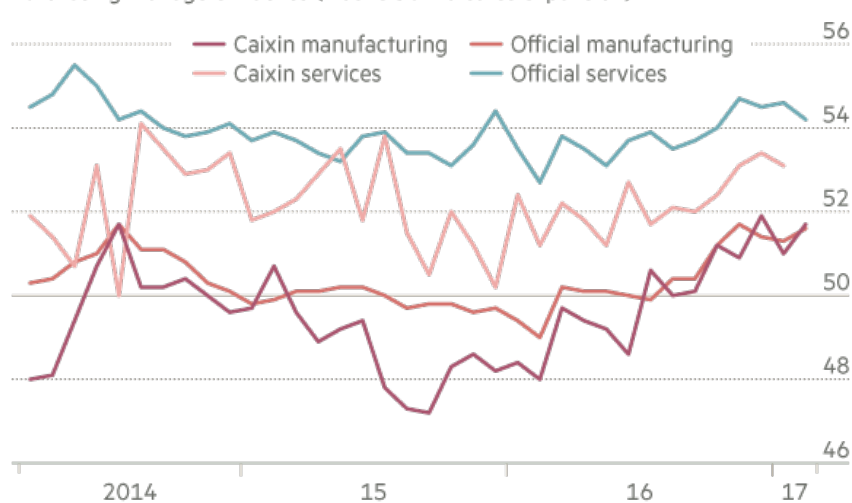
周三，中国政府表示，2 月份中国官方制造业采购经理指数(PMI)从 1 月份的 51.1 升至 51.6，只比去年 12 月 51.7 的 29 个月高点略低一点。PMI 读数超过 50 代表经济活动扩张。根据路透社(Reuters)的调查，经济学家原本预期该指数会下滑至 50.8。

澳新银行(ANZ)大中华区首席经济学家杨宇霆(Raymond Yeung)周三写道：“几年来我们首次看到增长面临上行风险。强劲的基建开工状况以及好于预期的出口，预示着近期经济前景向好。”

财新(Caixin)对民营制造业企业的最新调查也显示增长急剧加速。财新 PMI 的读数从 51 升至 51.7，高于预期的 50.8。北京长江商学院(Cheung Kong Graduate School of Business)经济学家编制的中国企业经营状况指数(China Business Conditions Index)则达到 61.7，为三年多来的高点。

China growth picks up

Purchasing managers indexes (Above 50 indicates expansion)



Sources: National Bureau of Statistics; Caixin / Markit Economics; Thomson Reuters Eikon

FT

官方的调查侧重国有企业，财新的指数则聚焦民营企业。长江商学院的调查对象是其担任企业高管的校友，他们大多任职于民营制造业企业以及民营服务业企业。

周二，中国国家主席习近平领导的中共最高经济政策机构召开了一次会议。习近平在会上强调了对风险的控制。

在这次中央财经领导小组会议上，习近平表示：“房子是用来住的、不是用来炒的。”他说，要及时弥补监管短板，坚决打击违法行为。

上周，曾任中国证券业最高监管官员、并在近期担任山东省省长的郭树清被任命为中国银行业监管机构的新主管。对郭树清的任命，被视为中国政府将加大力度抑制影子银行风险的信号。

最近，中国央行引导货币市场利率上行，以遏制债券市场内的杠杆。今年 1 月，流向实体经济的信贷额达到创纪录高点，但未偿债务的增长已连续几个月放缓。

中国零售增长放缓但国有投资加快

来源：FT 中文网(2017-03-15)

作者：康河信

2017 年 1-2 月份，中国零售销售增速低于预期，尽管工业增加值以及受到政府支出提振的固定资产投资增速均有所加快。

今年头两个月，中国社会消费品零售总额同比增长 9.5%，逊于预期，令外界意外。这一增速低于截至去年 12 月的一年期间的 10.4%，也不及 2016 年同期的 10.2%。

这一增速较彭博(Bloomberg)调查的经济学家 10.6%的预估中值低出逾一个百分点。放缓趋势在限额以上单位较为明显，这些单位的消费品零售增长 6.8%，不过实物商品网上零售额同比增长 25.5%。

在中国整体消费支出增速放缓之际，投资出现增加。今年头两个月，城镇固定资产投资同比增长 8.9%，高于去年全年的 8.1%，也超出增长 8.3%的预期。

今年头两个月，国有控股企业的固定资产投资增速要明显得多，增长 14.4%，而民营企业投资增长 6.7%。

尽管民营企业的固定资产投资增速显著快于去年底的 3.2%，但仍低于 2016 年同期的 6.9%。同样，在去年头两个月，国有企业固定资产投资增速也较快，达到 20.2%。

这令国有企业占 2017 年迄今固定资产投资的比例达到 35.4%，略低于去年全年的 35.7%，但较一年前的 33.7%有明显增加。

今年头两个月，规模以上工业增加值同比实际增长 6.3%，略高于 6.2%的预期。