

■ 高端视野

- “新常态”需要我们用新指标、新体系来分析宏观经济，要调整和改造一系列传统宏观经济分析方法和指标体系。传统的“投资制造型GDP”分析预测模型正在让位于“消费服务型GDP”分析预测模型。
- 改革释放制度红利，并不意味着都能在短期内提高企业效益。很多改革措施的推出，甚至会在短期内继续增加企业成本。
- “新常态”要求我们关注政府宏观调控政策方式的变化，不能过分预期和夸大宏观调控政策的短期作用，特别是对股票市场的刺激作用。



用新常态思维改造传统投资理念

□申银万国首席经济学家 杨成长

当前，中国股市过度低迷的局面仍然没有改变。从2010年以来，沪深两市总市值大约为23万亿元左右，近五年都没有什么变化。这期间，中国的GDP总量已经增加了50%以上。去年以来，尽管出现了以创业板为代表的结构性行情，但由于创业板总市值过小，并不能改变股市整体低迷状况。投资者热衷于新业态、新技术和新商业模式的公司，但是这些“新公司”的业绩总是赶不上估值的过度上升，随时面临着调整的压力。投资者关注经济调整期政府宏观调控政策的变化，但是现在的宏观调控政策似乎总像是温开水，不冷不热，不紧不慢，不再有过去那种市场效应。股市上各种可能的新题材几乎被挖了个遍，但是似乎没有多少题材类公司的股价能够站得稳，具有长期投资价值的公司更是凤毛麟角。

应该说，当前股票市场上选股思路和投资模式正处在过渡期、选择期和混沌期。这种状况导致了股票市场估值出现了频繁的极不稳定的结构性变化。该如何适应中国经济转型逐步建立起新的分析框架，形成新的投资模式呢？近期被境内外广泛关注“新常态”理念，为我们指明了方向。

“新”与“常态”的结合

“新常态”思维首先突出的是当前我国经济发展的特点是“新”与“常态”的结合。所谓“新”突出了我国经济已经步入新阶段，具有新特点。跟过去相比，我国经济增长的国际环境、需求结构、要素价格、供给结构以及金融市场环境都已经发生了根本变化。我国过去比较直接的劳动力成本优势、制造业成本优势和国际贸易比较优势已经不存在。所谓“常态”强调这种变化的趋势性、长期性和不可逆性。

“新常态”理念要求，我们不能把当前经济增长和企业经营所面临的一系列条件和环境的变化看作是短期的困难，似乎只要下定决心、团结一致，就能改变这些制约条件，而应看作是未来政府发展经济和企业经营必须面临的新的环境和条件，是发展的基本前提。面临国际市场适度萎缩，投资需求逐步下降，劳动力成本、土地成本和环保成本不断上升等一系列环境和条件的变化，我们必须在这些新条件、新环境的基础上考虑发展问题。

“新常态”思维要求我们不能简单以“好”与“坏”来评价当前的经济形势。当前的经济形势既有“好”的一面，例如我国的服务业已经超过了制造业，内需逐步上升外需正在下降，国民经济的分配系数正在逐年下降，国民收入的分配结构正在趋向合理，企业和财政收入下降而居民收入上升，城乡收入结构正在改变，农村居民收入持续高过城镇居民等。

也有“坏”的一面，例如企业成本大幅度提高，效益下降，经济增长动力不足，速度放缓，财政收入增速下降等。这些“好”

与“坏”互为因果，没有这些“坏”的变化，也就不存在这些“好”的结果。

正因为这些“新”的变化大部分具有“常态”性，长期性和规律性，所以我们也不能指望政府通过改革和宏观调控来改变这些发展条件的变化，政府的改革和宏观调控政策并不能改变经济的规律性和趋势性变化。这绝不意味着政府可以不作为，而是意味着政府必须以正确的方式来自我。

调整宏观经济分析方法

“新常态”需要我们用新指标、新体系来分析宏观经济，要调整和改造一系列传统宏观经济分析方法和指标体系。传统的“投资制造型GDP”分析预测模型正在让位于“消费服务型GDP”分析预测模型。

与欧美各国政府相比，过去中国政府对经济的强大干预能力来源于以下三种力量：第一，政府的强大行政动员力量。这种行政动员力量往往会导致一些经济主体在特定时期不按照正常的市场规律行事。例如，在2009年全球金融危机时期，我国商业银行能在当年将新增信贷扩张到近十万亿元，这肯定不符合商业银行的正常市场行为。第二，来源于中国政府直接控制和配置资源。政府控制着主要经济资源，并直接配置或干预配置，形成了对经济的强大干预能力。第三，政府制定并决定着主要的经济制度和经济运行规则。改变制度和规则，就能对经济产生巨大的影响。因此，表面上看起来，每当经济增长步入低谷期，政府都能通过一系列宏观调控手段把经济拉起来，但是实际上过去我们基本上不存在单纯的宏观调控政策，宏观调整政策总是和政府其他三方面的经济干预能力结合起来发挥作用。光靠宏观调控政策，很难有过去那种效应。

例如，用社会商品零售总额来预测消费，但该指标基本不包含服务消费。现在，服务业已经成为中国的第一产业了。越是发达地区服务消费的占比会越高。北京、上海的社会商品零售总额增长大大低于全国平均水平，不是说北京上海的消费增长不如全国，而是服务消费正在快速增长，占比逐渐提高。用固定资产投资总额来代表投资的增长率，但必须看到，固定资产投资总规模和增长速度，与GDP统计上的资本形成的总规模和增长速度之间存在着巨大差额。去年，我国的固定资产投资总规模高达44万亿元，占GDP总量的80%，资本形成额只占GDP的50%左右，两者差距越拉越大。我们用海关统计的进出口总额来衡量贸易增长同样也面临着挑战，这中间除了服务贸易、热钱的扰动外，还有很多虚假的统计成分。我们用工业增加值、发电量和物流数据来预测宏观经济运行状况，同样也面临着挑战。

当服务业已经成为中国的第一产业，并且占比正在快速上升；当服务消费正在快速上升，并且在部分地区已经超过了商品消费；当投资中用于土地等相关支出越来越高，这些支出无法形成当期资本；当贸易更加注重服务贸易和贸易附加值；当整个中国经济已经由过去的投资制造型开始向消费服务型转变，我

们过去建立的宏观经济、调控政策、产业结构、上下游产业关系等基本分析框架必须要重新改造。这是我们建立新的投资分析模式的基础。

不可夸大调控短期作用

“新常态”要求我们关注政府宏观调控政策方式的变化，不能过分预期和夸大宏观调控政策的短期作用，特别是对股票市场的刺激作用。

在改革开放的历程中，每当经济增长跌入低谷期，政府都能用强有力的宏观调控手段将经济拉起来，重新步入快速增长的轨道。这也形成了人们对政府力量的过分依赖和过度高估，似乎没有什么问题是政府解决不了的。关注政策动向，已经成了证券投资者的基本思维习惯。

与欧美各国政府相比，过去中国政府对经济的强大干预能力来源于以下三种力量：第一，政府的强大行政动员力量。这种行政动员力量往往会导致一些经济主体在特定时期不按照正常的市场规律行事。例如，在2009年全球金融危机时期，我国商业银行能在当年将新增信贷扩张到近十万亿元，这肯定不符合商业银行的正常市场行为。第二，来源于中国政府直接控制和配置资源。政府控制着主要经济资源，并直接配置或干预配置，形成了对经济的强大干预能力。第三，政府制定并决定着主要的经济制度和经济运行规则。改变制度和规则，就能对经济产生巨大的影响。因此，表面上看起来，每当经济增长步入低谷期，政府都能通过一系列宏观调控手段把经济拉起来，但是实际上过去我们基本上不存在单纯的宏观调控政策，宏观调整政策总是和政府其他三方面的经济干预能力结合起来发挥作用。光靠宏观调控政策，很难有过去那种效应。

十八届三中全会所确立的市场化改革思路以及“新常态”理念，都要求政府宏观调控必须要回到正常轨道上来。必须要划清政府和市场的边界，市场能做的事情让市场来做。必须要大幅度降低政府对经济资源的控制和直接配置比例，要让市场去配置基本的经济资源。即使是国有资产、国有资源和国家控制的金融资源也应该让市场去配置，或按照市场规则去配置。必须要充分认识到政府直接控制资源和配置资源的后果，特别是要将短期效果和长期效应结合起来。短期能将经济增长迅速拉起来的政策，长期来看未必是好政策，其不良后果会慢慢显现出来，例如直到现在我们仍然要消化2009年超常政策带来的一系列问题。政府的宏观调控政策只能适度熨平经济波动的周期，不能改变经济发展的基本规律，不能改变趋势性变化。

当前中国经济发展的核心问题是，各经济主体和投资主体，不能充分认识和理解中国经济所发生的转型变革，不能充分认识经济发展所面临的新环境和新条件，从而作出根本性的改变，依然将

希望寄托在政府采取强有力的调控政策来改变当前的环境和条件上，这种幻想必须要打破。

战略上保持平常心

通过改革释放制度红利，形成新的增长活力，推动经济持续稳定增长，这是我国政府的基本政策导向。“新常态”和“战略上的平常心态”要求我们对改革必须要从长计议，不能过分功利主义，不能操之过急。

现在我们过分强调改革的制度红利，或者把制度红利简单理解为能在短期内产生经济增长的动力，提高企业的效益。一旦一项改革政策的推出在短期内达不到这样的效果，人们就会对改革的方向和政策本身产生怀疑，这种导向是有问题的。

当前的一系列改革不仅仅是为了经济增长。新一轮改革的核心内容是调整政府与市场、政府与社会、政府与企业、政府与个人的关系，把市场能做的事、社会能做的事、企业能做的事交给市场、社会和企业去完成。释放经济增长的新动力，推动经济增长，只是其中的一个方面。制度和法律更加公正，社会更加公平，分配和保障更加合理，社会、生态和文化发展更加和谐，这些才是改革的核心目标。

改革释放制度红利，并不意味着都能在短期内提高企业效益。很多改革措施的推出，甚至会在短期内继续增加企业成本。例如利率市场化改革有可能在短期内推高利率，增加企业的资金成本；土地制度改革特别是城乡土地制度一体化，工业用地、住宅用地和商业用地制度上的逐渐接轨，有可能推高工业用地的价格；各种生态环保制度的改革，有可能会继续增加企业经营的环境成本。所以，很多改革政策的推出，必须要考虑企业和社会的承受能力。

改革释放需求动力是一个长期的过程。改革将通过一系列制度变革，理顺政府、市场和企业的关系，进一步提高市场配置资源效率，为企业经营和发展创造更加公平公正的市场环境，从而提高企业投资和经营的积极性。但是要实现这种效应，必须要有一个过程。我们不能指望改革政策一推出，就能立即释放出许多新的市场需求来。战略上的“平常心态”要求我们既要对改革充满信心，更要将改革的短期效应和长远利益集合起来。

按照经济转型的方向和结构性变化，建立新的分析框架，重新梳理投资思维模式，中国股市才能从当前的混沌和困难中走出来。“新常态”理念要求我们，必须把握股票市场投资上的“新”与“常态”结合起来。去年以来，市场上所有可能成为“新”的东西都被发掘了一遍，但仅仅“新”是不够的，要看这种“新”的东西能否“常态”化，能否真正代表中国经济发展和改革的方向，具有持久的生命力。投资中国的经济转型，不能变成漫无边际地发掘题材、炒作题材。新题材很容易寻找，但是能够常态化发展，具有持久生命力才是核心。

楼市下行支撑债券牛市

□郑葵方

今年以来，债券市场一改去年下半年的“熊途漫漫”，进入了“牛气冲天”的状态。国债收益率表现为趋势性下降，下降的时间和幅度大大超过年初时市场的预期。是什么主导了这轮债券牛市？未来债券的牛市盛宴还将延续多长的时间？

从历史规律看，中国经济增长在1993—2004年与固定资产投资增速高度相关，两者的走势非常一致。但2006年以后，经济增速反而与房地产开发投资增速高度契合，与固定资产投资增速相关性下降。这说明2006年以后的中国经济增长，主要得益于房地产的拉动。但今年开始，房地产市场下行迹象明显，市场普遍对中国经济增速的后续放缓存在较大担忧。

为避免中国经济增速滑出合理区间的“底线”，3月份以来决策层推出了一系列定向稳增长、微刺激的措施和定向降准的货币政策，近期这些政策实施的力度在加大。

房地产市场的景气下行，除了会导致经济面临下行风险外，还有另一个更重要的风险——地方政府债务到期偿付是否会引发金融风险。根据2013年发布的全国政府性债务审计报告，地方政府今年有3.57万亿元债务到期。但今年房地产行业出现趋势性下行，大大影响了地方政府的土地财政收入，地方政府短期偿债压力巨大。因此，很有必要将短期债务置换为长期债务，将融资成本降低，以减少债务负担。5月21日，财政部发布《2014年地方政府债券自发自还试点办法》，允许十个省市试点地方政府债自发自还，并相对以前取消了3年期，增加了10年期，有利于地方政府用长期债务置换短期债务。由于此前地方政府债务负担较大，2013年末达到17.9万亿元，因此降低债券市场收益率，将有助于减少地方政府融资成本，缓解财政紧张和债务规模庞大的压力。

不管是出于稳增长还是防风险的目的，核心政策均指向

降低社会融资成本，央行为此采取定向宽松政策。如今年4月25日，央行下调县域农村商业银行和农村合作银行存款准备金率，5月给国开行再贷款以加大对棚户区改造项目的支持，再加上央行5月以来公开市场的连续净投放，5月30日国务院常务会议明确要加大定向降准的力度，均显示货币政策偏松倾向。

同时，房地产市场风险的发酵，一方面导致与房地产相关的投资需求萎缩，资金需求减少，资金供给相对旺盛，由此导致资金利率下行，货币市场宽松屡屡超出市场预期。另一方面也使得金融机构担忧信用风险，贷款谨慎，风险偏好趋于下降，对债券相对利好。这些因素都将继续支撑债券市场牛市。

5月16日发布的五部委127号文和银监会140号文，大大限制了同业资金投资非标资产。实际上，从去年以来，监管层出台了一系列的政策，对非标资产业务监管从严，先后限制银行理财资金、信托、农村中小金融机构、同业资金投资非标资产。同时，今年以来房地产市场的降温，主要投资于房地产项目和地方政府投融资平台公司的非标资产风险随之上升，降低了金融机构的配置意愿，预计未来非标资产的配置需求将明显下降，债券可投资资金将增多。

此外，由于经济下行风险加大，企业经营业绩普遍不佳，盈利能力恶化，市场预期提前反映在股市上。同时由于受IPO申报重启、监管层严查内幕交易等因素影响，更多资金从股市流向楼市。相对于楼市的不景气、股市的波动大、走势低迷，今年以来债券价格一路上扬，具有较好的投资和交易价值。债券收益率经过了去年下半年的快速上涨，目前历史位

置仍然较高，后续下行空间大。

再加上央行计划划银行间债券市场收益率，将有助于减少地方政府融资成本，缓解财政紧张和债务规模庞大的压力。

不管是出于稳增长还是防风

险的目的，核心政策均指向

记者观察

楼市救市勿拔苗助长

□本报记者 张敏

的“救市”的确存在一定的合理性，如个别城市正在实施限购政策，行政色彩浓厚，且难以达到效果，已失去了存在的必要。

但需要注意的是，我国房地产市场发展到现阶段，总体供需关系趋于平衡，市场泡沫挤出，市场空间缩小，房地产业正经历一个变革的阵痛期。在这个阶段，引导市场进行自发调整，要比盲目救市更为重要。换句话说，地方政府的救市之手切勿伸长。

首先，“去行政化”的大方向必须把握。行政调控手段对市场带来的不利影响已无需赘言，随着“限购令”逐渐淡化，“去行政化”也已拉开大幕。如今市场处于低点，以行政手段进行托市的行为屡见不鲜，对此需要警惕。事实上，“限购令”的性质来看，其不仅难以执行，效果也未必不佳。

其次，楼市政策“红线”必须坚守。其中，一线城市的限购政策暂无调整的必要。为避免引发市场预期生变，必须严守现有调控手段。而信贷政策的底线同样不可触碰，尤其是最低首付比例政策，在监管层未予调整的情况下，地方政府不应擅自调整。

最后，与各项改革协调同步。房地产市场的发展，既与个人住房信息系统、不动产统一登记等长效机制建设密不可分，又与区域一体、户籍、土地等各项制度改革密切相关。各地对于政策的调整，需要依据上述改革进展，协调推进，切勿只着眼于楼市本身而忽略大局。

只有在市场陷入低迷时，才真正考验政府部门的智慧。当前房地产市场处于阵痛期，经济大势也面临调整的关键阶段，此时应将目光放到“市场化”和“可持续发展”的方向上来，以合理的方式推动市场调整。拔苗助长，最终将事与愿违。

能源国企改革需回应非公资本利益诉求

□新华都商学院副院长 林伯强

今年2月以来，中石化、中石油、中电投、国家电网等大型能源国企纷纷启动混合所有制改革，此举被认为是能源国企的重大改革，备受社会各界的关注。

我国能源行业基本是国有垄断的局面。据估计，目前能源行业整体国有化程度约为86%，这个比例不断增大。尤其是近十年，能源行业内国企一家独大，越做越大。目前能源企业面临经济增长速度下降、企业经营风险加大、环境压力日益增加，能源企业推行混合所有制改革，将成为能源企业发挥市场在资源配置中的决定性作用、提高经济活力的一个必然选择。

我国能源国企长期缺乏外在的市场约束和相对弱化的内部权责压力。在相对单一的国有制企业中，资本所有权属于国家，国家对企业承担无限责任，企业可能因此缺乏激励和责任。理想状态下的混合所有制，国有能源企业将通过吸收多种之

济成分，或改制为多元投资主体的有限责任公司、股份有限公司，实现产权制度、经营机制等的根本性转变。进一步说，能源企业如果没有了各级政府的庇护，必须同市场中的其他主体进行公平竞争。为满足股东对投资回报的要求，能源企业将自发改变短期行为，进行合理的管理决策，提高资本的利用效率，成为一个适应市场竞争的独立法人实体。因此，混合所有制改革如果得到有效执行，对于利益各方来说应该是共赢的。

从目前能源国企提出的混合所有制改革方案看，改革相对温和，既不涉及国有绝对控股，也基本上不会改变能源行业国有垄断的现状。对混合所有制改革，人们最为关注的焦点之一就是改革后谁控股。从目前几大能源国企的改革方案来看，中电投向非公有资本开放了自己的全部业务，但非公有资本参股的比例只有三分之一；中石化开放了自己的油品销售业务，非公有资本参股的比例也是三分之

一；国家电网向社会资本开放分布式电源并网工程和电动汽车充换电设施两个领域；中石油开放了西气东输的管道的100%股权。虽然上述的改革方案都未动到能源国企的绝对控制地位，也谈不上改变行业体制，具体实施也未必顺利，但无论如何，国企改革走出了重要一步。

我国能源行业面临的问题可以概括为两个方面。首先，能源价格改革比较缓慢，在一定程度上还是政府宏观政策工具，其确定和调整通常是政府政策目标权衡和各利益方博弈的结果，政府行政干预直接导致了收益的不确定性及收益风险。对于非公有资本来说，进入能源领域，单纯“开放”还不够，还要保证“能赚钱”，收益保障是非公有资本最为关注的核心问题。国有资本也可以继续经营，但非公有资本不可

能做赔钱买卖。事实上，此前有许多能源领域已经对非公有资本开放（如发电领域），政府希望非公有资本参与的意愿也很大，但是非公有资本的参与程度却不断减少，追根究底就是能源行业收益不高，而且收益由于政府定价和干预而充满不确定性。

其次，国有能源企业在经营中不仅要实现自身的经济目标，同时由于与政府的隶属关系，还需完成“社会责任”，使得能源定价和补贴的过程存在不透明，导致非公有资本对国有能源企业的不信任。投资收益的不确定性和对国有能源企业的不信任，都会影响非公有资本参与能源行业的积极性。所以“混合所有制”改革提出的30%股权参与，由于上述种种原因，改革前景预期并不十分理想。以能源上市公司为例，收益不高且缺乏确定性，股价走势普遍很弱，对于非公有资本，盈利水平可能缺乏吸引力。可以说，对于能源行业顺利进行混合所有制改革的最大考验，在于如何满足和保障非公有资本的收益要求。混合所有制改革是否顺利，还需要政府其他政策配套支持。如果现有的能源体制和定价大环境没有根本改变，那么非公有资本进入能源领域的成效将大打折扣。

投资收益的不确定性和对国有能源企业的不信任，都会影响非公有资本参与能源行业的积极性。所以“混合所有制”改革提出的30%股权参与，由于上述种种原因，改革前景预期并不十分理想。以能源上市公司为例，收益不高且缺乏确定性，股价走势普遍很弱，对于非公有资本，盈利水平可能缺乏吸引力。可以说，对于能源行业顺利进行混合所有制改革的最大考验，在于如何满足和保障非公有资本的收益要求。混合所有制改革是否顺利，还需要政府其他政策配套支持。如果现有的能源体制和定价大环境没有根本改变，那么非公有资本进入能源领域的成效将大打折扣。

今年年初，监管层提出“分类调控”的思路，意指针对不同的区域，实施不同的调控政策，这也给地方政府留出自