

# 未来5年中国经济增长呈现V型曲线

□中国宏观经济学会 王建

对于未来几年中国经济增长趋势,有许多观点。有人很乐观,认为美欧危机已经过去,不会有“双底式衰退”,中国能够继续保持9%以上的增长率;有人则认为中国经济今后将进入“中速增长长期”,即增长率会从前30年平均的10%左右下降到8%左右。笔者认为,从2011年开始,中国经济增速会连续三年下行,经济增速将降至7%甚至更低,但中国经济会在2013年以后开始强劲反弹,并且在其后还会以9%的速度继续高速增长15年。至少从“十二五”这5年看,中国经济增长的运行轨迹既不是9%以上的高速曲线,也不是8%左右的中速曲线,而应该是一条“V”型曲线。

这是因为中国经济到目前为止已经形成了庞大的供给能力,并且到“十二五”中期又是新的产能释放

## 不必羡慕 华尔街高额年终奖

□加拿大皇家银行 陈思进

年根将至,人们除了怀着喜悦的心情辞旧迎新和期待长假外,更希望自己一年的辛勤耕耘能有所收获。值得庆幸的是,近闻国内数家企业“豪爽”地给员工发放年终奖。如某企业的员工在微博上实言奖金额达到6位数“喜极而泣”,后来她的老板甚至还证实地恰恰是他们公司里拿得最少的那位;还有公司给每个员工的年终奖相当于27个月的工资,令人艳美不已。

这真是时空变换。想当年,每到年底年初是华尔街最兴奋的时候,华尔街公司一个接一个宣布发放奖金的数额,相比之下一家比一家绚丽多姿。这个公司每个员工平均20万美元,那个公司30万美元,媒体也跟着凑热闹帮着华尔街数钱,弄得华尔街员工都像明星似的。记忆中最兴旺的一年,雷曼兄弟每个员工的平均奖金是52万美元,美林56万美元,高盛66万美元。那年全华尔街30多万员工,每人的平均收入是30万美元,足高出美国平均收入的7倍。那些交易员、基金经理,每年拿一个百万红包稀松平常,上千万的红包也不少见。

然而华尔街绝大多数普通员工的奖金收入,极少有超过12个月薪资的,能拿到百万奖金数额以上的人(30万美金),不是董事总经理等上层高官,就是大牌的交易员、金牌分析师或基金经理,这些人每年的红色动辄百万美元,或千万上亿。但这些人还不到华尔街总人数的1%。由此可见,这种所谓的高额奖金是“被平均”出来的。

多数华尔街员工的奖金额也就是三个月到半年的工资,换成小时计算的话,单位时薪并不高。而在发放奖金的同时,至少有5%的员工“被炒鱿鱼”,真可谓“但见新人笑,难闻旧人哭”。华尔街公司每年给员工进行两次表现评估,7月份“预热”一次,年底定总分,达到期望值算2分,超过期望值为3分,有达不到期望值仅有1分。一旦只拿到1分只能走人吧。当然有罚就有赏,那些被评为3分的,才有可能拿大红包、加薪资,还会晋级。

有人可能会问,要是大家都很努力,表现都很好,不就没有1分了?No!因为那可是有名额比例的,总有5%-10%的人拿到1分,另有20%-30%的人拿3分。也就是说,无论如何每年年底每个公司都至少有5%的员工卷铺盖走人。

走人自然不爽,那么升职加薪就一定是一好事吗?未必。笔者中的一个上曾经这样形容,华尔街职场就像跳高,你的级别就是横杆的高度,跳过去之后横杆就会向上挪(升级),大家的眼睛都会紧紧地盯住标杆。中单从小笼子搬进小单后,然后是单间,再从大单间,最后搬进“角落办公室”……一旦跳不过去把横杆碰落,结局就像跳高运动员被自然淘汰,走人的时刻也就到了。

说穿了,这种发放高额奖金的做法是华尔街投行刺激交易员、销售,以及基金经理卖力工作的基本“伎俩”。一旦华尔街从业者对高额奖金有所期盼,他们就会为一个顶俩,甚至三个,不分白天黑夜地为公司卖命,即便拿到了高额奖金,那也是以宝贵的时间或健康为代价。因此,拿不到高额奖金的白领们、金领们,大可不必羡慕别人,资本家不是慈善家,高额奖金的背后一定是高付出,有可能甚至是十分耕耘,一分收获……

期,这就在供给方面具备了实现持续高速增长的基础。经济增长的问题出在需求方面,新全球化的中断使外需大幅萎缩,而内需又被国内不合理的经济结构抑制。对于中国经济结构矛盾性质的认识,目前可以说已经基本上形成统一认识,即从体制上看是分配差距拉大所导致居民消费率不断下降,从发展上看是城市化严重滞后于工业化导致城市人口严重不足,而城乡居民收入差距又过于巨大。因此“十二五”规划中已经提出了要从外需转向内需,内需需要从投资需求转向消费需求,并且提出缩小居民收入差距和加快城市化的要求。

问题在于,经济结构调整需要突破许多重大体制障碍,并重新调整利益分配关系,这些事情到目前为止仍缺乏整体方案和具体实施方案。当然在一些方面已经

## 警惕股市估值体系巨变风险

□中国社科院金融研究所 尹中立

当沪综指第一次跌到2300点时,很多投资者开始抄底,理由是估值水平与2005年的1000点及2008年的1600点接近。而当前市场却很快跌到了2100多点。实践证明,静态地比较估值是要犯错误的。观察最近半年的股市盘面,一个明显的特点是垃圾股与蓝筹股走势出现了分化,与2010年的情况正好相反。笔者认为,这是股票市场估值体系发生巨变所致。

### 流通规模迅速扩大

如果将时间拉回到2000年前后,当时对基金的市场定价曾经出现过激烈的争论,和时下关于股票定价的争论有相似之处。

1998年之前,我国基金规模都很小,而且都是封闭式基金,最大的只有5亿元规模,小的只有2000万元左右。在此期间,基金的市场定价一直在其净资产的2倍以上,价格高的时候为净资产的5倍左右。但从1998年开始,监管部门对基金市场进行规范和整顿,清理整顿后封闭式基金的总规模及单只基金的规模都迅速扩大,新设立的封闭式基金规模都在20亿元以上。随着新设立基金规模的迅速扩大,基金的定价开始不断向下调整,当开放式基金迅速登场之后,封闭式基金的定价由之前的大幅度溢价变为大幅度折价。从此以后,封闭式基金的交易价格从未超过其净资产。

为什么封闭式基金的定价由以前的大幅度溢价变为大幅度折价?2000年前的溢价理由可能很多,但2000年之后封闭式基金由溢价逐渐变为折价的原因只有一条,就是基金的规模迅速扩大了,基金的总规模从2000年前的几十亿元迅速增加到数千亿元以上。当基金规模迅速扩大之后,以前的“炒作”方式苍白失效,高溢价的各种说词都变得苍白无力,市

起步,比如今年调高个税起征点,但这仅仅相当于将居民消费比重提升0.3个百分点,同新千年以来居民消费率下降12.6个百分点来说,是杯水车薪。

之所以到2013年中国经济才可能到达低谷,是因为那时将是国内产能过剩矛盾最严重的时刻,也是国际经济危机最深重的时刻,形势将逼迫中国必须进行重大的结构调整。笔者预言,下一次中国再度走出低谷,一定不是依靠继续扩张已经显著过剩的现存供给结构,而是从分配关系和城市化这两个角度入手,释放出中国的内需,从而使中国经济再度回到高速增长轨道。

因此对中国经济,应保持“短期悲观、长期乐观”的观点,因为中国经济本身就是“短期过剩、长期不足”。拿城市化来说,世界上没有一个国家

的力量开始真正发挥作用。

在上述基金定价的演变过程中我们是否可以得出这样的启示——A股高溢价的种种理由可能因为股市流通市值规模的迅速扩大而不再成立。

2005年开始的全流通改革使中国的股票流通容量迅速增加,占市值总量达2/3的非流通股逐渐变成了流通股,这种变化对投资者尤其是机构投资者的冲击是巨大的。对于机构投资者来说,在选择股票时会将该股票的“大小非”数量作为重点考察的因素之一,即使是经营状况很好公司且股票估值较低,如果该公司的“大小非”数量较大且分散(这样的股权结构,大小非的减持的可能性较大),基金经理一般都不敢轻易碰。

2010年以来的市场运行状况表明,股票流通市值的迅速扩张已经开始影响到股票市场的估值与定价,一个直接表现就是股票锁定期满前后,很多股价会出现明显的向下修正,而且大小非规模和比例越高的公司股价修正的幅度越大。在过去的几年中,股票流通市值增加了十几万亿元,每年增加约3万亿元。尽管其中有很多已经获得流通权的股票并非都会到市场上流通,但逐渐增加的减持公告提示我们,股市套现的压力是巨大的。

### 股市生态改变

股票指数期货市场与融资融券制度的建立是改变中国股市估值体系的又一重要因素。在股指期货市场建立之前,中国股市没有真正的“空头”,无论是机构还是散户,只有做多才能赚钱。另外,我国股市一直是散户占绝对多数,散户投资者的一个重要特点是低于成本价就不卖,于是投资者持有股票的成本越来越高,股票的估值水平也就越来越高。

2000年之后,尤其是2005年之

在人均收入水平达到4000-5000美元时只有三分之一的真实城市人口。之所以用“真实”两个字,是因为在剔除2.5亿农民工后,目前中国城市人口只有4.5亿人。而若把中国的城市化率提升到85%这样一个与中国人均收入水平相称的程度,中国就会新增8亿城市人口,几乎是目前的两倍。可以试想一下,在城市人口为4.5亿的时候,用净出口比重衡量的中国产品净剩余,最高峰时也只有不到9%,如果城市人口是目前的3倍,中国不仅不会过剩,还会严重不足。

实际上,从长期看制约中国经济增长的真正难题不是需求问题,还是供给问题,因为需求方面的问题产生于体制和发展战略,这是中国可以自己决定对与不改、变与不变的事情,但是相对于未来15亿人口的中国来说,为实现现代化必须消耗的资源蕴藏量是严重不足的,自己不够只能到

后,随着基金等机构投资者队伍的迅速扩大,股市的生态环境出现了重大变化,当基金成为新的“庄家”的同时,它们也成了“庄家”的天敌,尤其让市场感到头痛的是基金可以以低于成本价格甩卖股票,基金的行为无疑对之前的股票市场的固有规则形成了不小的冲击,“庄家”基本退出了蓝筹股,蓝筹股成为基金竞逐的场所。于是,蓝筹股的估值不再由庄家操纵决定,开始由基金等机构投资者通过更加市场化的途径来决定。

股指期货市场与融资融券制度建立之后,基金的投资理性行为多了一条实现的途径,当判断市场估值偏高时,可以反手做空,市场的游戏规则则发生了很大的变化。从股指期货市场运行一年多的实践看,现货往往跟在期货后面,尤其是行情发生转折时,期货有很好的指示作用。这说明,股指期货对股市的估值体系正在发生重要影响。随着股指期货市场的规则及交易范围的完善,其对估值体系的作用会越来越大。

当然,市场的表现是丰富多彩的,不可能按照简单的逻辑演进。2009年之后,当蓝筹股市值越来越大后,投机资本逐渐远离市值大的股票,却选择了流通规模小的板块或行业来投机炒作。也就是说,股票市场的估值出现了结构性的分化。从统计分析的结果看存在以下几个明显的特点:按照行业划分的股票板块看,权重越大的板块,估值水平越低;按照市场划分的板块看,主板市场的估值水平最低,中小板其次,创业板的估值最高,即估值与市场的总流通市值呈反比;在同一个行业板块中,市值小的股票估值高,估值与单只股票的流通市场呈反比。

笔者认为,小市值股票的高估值只是我国股票市场发展过程中的阶段性现象,随着这些股票的大小非解禁数量和减持数量的增加,炒作的难

国外买,这就不是中国人自己能做主的事情了。新千年以来,随着中国经济的高速崛起,世界的资源供给已经走到了一个从过剩到不足的新阶段,最显著的标志就是国际油价从新千年的十几美元上涨到最高近150美元,其中虽有国际游资的炒作,但供求关系变化也是重要原因。

次贷危机的爆发使美欧等发达经济体陷入长期衰退的境地,2009年发达国家整体石油消费第一次出现负增长,美国石油消费甚至倒退回十年前的水平。如果未来危机会继续深化,发达国家的资源消费会继续处在低迷状态,而中国经济却会在未来15年内走完工业化道路。资源价格平稳给中国工业化进程带来了千载难逢的好机会,而能否把握住这次机会,就看我们是否能调整好经济结构,为今后的长期高速增长释放出需求动力。

度会迅速增加,如果加上市场流动性的减少,小市值股票的估值水平回归是迟早的事情。

2011年12月初,融资融券的标的从90只股票增加到近300只,多只中小板的股票进入了融资融券的标的,而且ETF成为融资融券的标的。笔者注意到,在新加入融资融券的股票中,有不少股票在宣布名单前后股价出现明显异动,这就是新的市场机制的力量。如果融资融券的标的进一步增加,则这些中小板的股票的估值会重新定位,对于投资者来说就是巨大风险。

此外,强化退市制度将使主板市场的垃圾股重新定价。近期,证券监管新政迅速展开,强化退市制度、打击不法投机及内幕交易是监管新政的主要内容。按照笔者的理解,这些措施的初衷就是要扭转股市的扭曲的估值与定价体系,还股市投资者真正的“公开、公正与公平”。

只有真正实现股市监管的“三公”原则,中国股市的未来才有希望。但要实现该目标,就意味着很多垃圾股将一文不值。由于特殊的历史原因,我国股票市场的垃圾股很多,本该退出市场,但市场却等待它们的重组,希望“乌鸡变凤凰”,而市场的实际情况正是不断地上演“乌鸡变凤凰”的传奇。因此,出现了一种奇怪现象——同一行业业绩差的公司股价比业绩好的公司高。假如让这些公司退市,严格控制借壳重组行为,这些垃圾股会如何?这是当下投资者需要认真思考的问题。

总之,股票市场的估值体系正在发生变化,蓝筹股的估值变化过程可能已经基本完成,小市值的股票的估值蜕变就可能才刚刚开始,市场的真正风险就在这些高估值的中小板、创业板及主板市场的众多垃圾股中。这是最近一段时间股市运行的特征,这样的趋势在未来还将演绎下去。

# 钢价下跌 呼唤资源长线布局

□中商流通生产力促进中心 陈克新

今年9月份以后,国内钢材价格连续两波跌落,但钢材市场最糟糕的局面尚未到来,有可能出现第三波下跌后才能触底回升。多数观点认为,产能过度释放是此轮钢材价格跌落的主要因素。但最新公布的统计数据显示,2011年中国钢铁产能释放明显低于6年平均水平,并未出现异常情况。因此,有必要在供求关系之外,寻求更重要的原因。

### 钢铁产能并未过剩

进入本世纪后,中国粗钢产量多数年份都保持两位数的增长态势。从2005年到2010年,粗钢平均年度产量增速为13.8%,只有爆发全球金融危机的2008年,全国粗钢产量增速急剧回落到1.1%。2011年1—11月份累计,全国粗钢产量为63098万吨,比去年同期增长9.8%,预计全年产量大约6.8亿吨,比上年增长10%左右,或者不到10%,与2010年增速大体相当,且明显低于6年来的平均增长水平,难以得出2011年钢铁产能过多释放结论。

2011年,中国粗钢消费的两大攸关行业——制造业与建筑业均不理想。国家统计局数据显示,2011年1—11月累计,全国工业增加值同比增长为13.3%,固定资产投资同比增速为24.5%,较去年同期增长水平有较多回落。其中投资增速中剔除价格上涨因素外,其实际增长率指数回落更多。11月份的中国采购经理人指数也回落到50的荣枯线下方。受其影响,尽管全年钢材消费增长水平出现回落,但由于其制造业与建筑业保持了10%以上的增长水平,以及直接出口的较好表现,估计全年粗钢消费量(含进口,含直接出口)也在向7亿吨靠拢,增长幅度不会低于8%,整体供求关系大体平衡,至少不是非常严重的供大于求。

人们不禁要问,如果供求关系大体平衡,或者是供大于求程度并不严重,为何在成本提高的情况下,几个月来钢材市场旺季不旺,价格环比比大幅下跌?分析钢材价格较大幅跌落原因,除了上半年钢材价格涨幅过大、过猛,产生了一些泡沫,自身需要调整以外,更在于下半年以来内外经济预期恶化,生产经营者与投资者恐慌阴霾蔓延,严重打击了市场信心。这种阴霾恐慌,主要来自两个方面。

一是欧美债务危机持续恶化。进入2011年以后,欧美债务危机,尤其是欧洲债务危机愈演愈烈,至今未能见到有效的解决方案。如果欧元区崩溃,有可能引发世界经济更严重衰退,甚至是前所未有的经济大萧条。在这种情况下,中国钢铁的外贸出口势必受到严重冲击,包括其间接出口与直接出口两个方面。

二是国内紧缩需求的调控政策。为了防范物价的过快上涨,前段时期,有关部门出台了一些抑制需求的紧缩措施,对于汽车与住宅限购,尤其是金融机构普遍连续加息,将存款准备金率提升到前所未有的水平。新开工项目与实际施工量的减少,也会对于建筑钢材消费产生很大冲击。

正是由于上述几大攸关行业不乐观的现状及其趋势,甚至有可能出现更糟糕局面的预期,沉重打击了市场信心,市场恐慌阴霾笼罩。钢材生产经营者与投资者纷纷抛售,甚至每年都要进行的“钢材冬储”也受到很大冲击,由此引发了钢材价格的不断探底,进而压迫铁矿石等原材料价格跌落。

### 坚持资源长线布局

从今后一段时期来看,中国钢材市场的最大影响因素,将是全球“数市”,以及在其影响之下的中国宏观政策的较大幅度调整。愈演愈烈的“欧美债务危机”,尤其是欧洲债务危机,引起了世界经济更严重衰退的担忧。

为了避免这种灾难局面出现,各国央行继续向市场注入流动性的可能性增加。假如世界主要经济体一起开动印钞机,流动性将大量进入市场,这样做将稀释既有物质财富,并推高铁矿石、金属等大宗商品价格。从中、长期来看,全球大宗商品价格仍将继续高位运行,国际市场石油、金属、矿石等行情趋势依然震荡向上,甚至相继越过前期高点。

在这种情况下,我们必须坚持长期资源战略布局。今后的时代,依然是一个“资源为王”的时代,是一个资源不可复制,钞票可以大量印刷的时代。国际市场铁矿石、金属等大宗商品行情短期回落,改变了长期“资源紧俏”的趋势。在这种情况下,中国要最大限度地使用好境外资源,鼓励企业优先使用进口矿石、煤炭等。中国有关部门与钢铁企业,要制定全球资源布局的长远战略,同时借助于现有30亿美元的外汇储备,千方百计走出去,尽可能多地购买铁矿石、焦煤等资源,鼓励优先使用进口资源,包括资源权益与资源产品两个方面。同时,还要鼓励钢铁企业到境外投资办厂,改进口原材料为进口成品钢材。这也是实现中国避免外汇储备多样化、实物化、资本化、权益化,避免严重价值损失的重要途径,也是中国实现节能减排,调整经济结构的重要方面。

# 房地产调控兼顾长短目标

□万联证券 李宇嘉

在经济下滑趋势形成的背景下,当前政策层之所以坚持房地产调控是权衡利弊、权衡当前影响和长远影响后做出的选择。尽管2012年以限购、限贷为主要内容的房地产调控措施将有望出现微调,但促进房地产市场合理发展的长期调控目标不会改变。

当前,占固定资产投资近1/4的房地产开发投资下滑对当前经济增速下滑的带动效应很大,10月和11月房地产开发投资平均增速比前三季度的月平均增速下滑近10个百分点,11月房地产开发投资同比增幅比10月下降5个百分点,这是导致11月份全社会固定资产投资下滑的重要原因。与房地产行业密切相关的水泥、建材、钢铁等产能过剩问题也与房地产市场下滑有关。另外,全年我国主要城市土地出让金预计将下降30%左右,地方政府以出让土地弥补收支缺口和应对偿债高峰的运营模式将受到挑战。在房地产调控已初见成效的情况下,按照过往调控政策制定与经济之间的关系类推,以限购和限贷为主要内容的房地产调控政策在2012年放松和纠偏是大概率事件。

尽管目前全国整体房价还没有

出现明显下降,但今年房景气指数连续下降并在11月破百并创下28个月的新低,未来主要城市的房价将继续向下调整。此时,管理层对于2012年“促进房价合理回归”的指向性政策定调意味着,2012年整体房价将至少会延续今年下滑的态势,主要城市房价较大幅度下降的概率很大。

房价走势是开发商决定土地购置规模、新开工规模和施工竣工规模的主要的先行预警指标。从调控政策定调和目前趋势判断,2012年开发商投资的意愿将会明显下降,房地产开发投资、新开工和销售额增速将大概率降到个位数甚至不排除负增长的出现,与之相关的建材、建筑、钢铁、家具电器、装饰装潢等均将受到直接牵连。

追溯既往调控政策走向的总体路径,不管是调控政策的总体基调,还是实际调控力度的大小,我国房地产调控政策从来没有外生于经济增长。当经济增长下滑明显时,调控的基调会转向或力度会降低。事实上,在产业转型和新兴产业还未成型的情况下,房地产行业快速下行必然会拖累经济增长,之所以继续坚持调控是权衡利弊、权衡当前影响和长远影响后做出的选择。

首先,三四线、四五线城市房地产市场继续健康发展和保障房建设

可以有效缓冲政策持续施压对经济的影响。在房地产市场梯度转移的规律下,2012年三四线、四五线城市房地产市场依旧处于快速发展的过程中,这些城市房地产市场较为理性,房价收入比基本上在5-8倍之间,加上其点多面广的特性,可以有效缓冲主要城市房地产市场快速调整的影响。在主要城市销售规模全面下滑时,1-11月份和11月单月全国商品房销售面积能够分别实现同比7.5%和环比17.7%的增长,主要贡献来自于三四线、四五线城市。2011年结转到2012年在建保障房有近1300万套,如果的2012年新开工的保障房有800万套的话,2012年在建的保障房有近2100万套,相当于2010年商品房销售规模的1.4倍。如果2100万套保障房能够按照国家提出的1/3主体基本完工,1/3进入地上施工,1/3进入基础施工”的年度建设进度开展建设的话,房地产下滑的影响可以被缓冲掉很大一部分。因此,2012年基调会充分重视非主要城市房地产市场发展和保障房建设的双重作用,短期内继续深化调控政策的边际空间很大。

其次,管理层并行不停地同时提出“促进房价合理回归”和“促进房地产市场健康发展”两个目标还是第一次。直接干预房价与房地产

市场化发展看似相悖,实则反映了高房价和房地产市场的深层矛盾已经到了非解决不可的地步了。当前我国经济社会矛盾的结症基本浓缩在了房地产行业,直接载体则是高房价。一是高房价吸引房地产开发投资快速增长,并带动的固定资产投资快速增长,这一高投入、低产出和低附加值的经济增长模式不仅在我国已经向经济庄严承诺了节能减排目标的今天难以为了继了;二是高房价是吸引地方政府以土地为资金来源,以房地产为载体大搞城市开发和建设的根源,是地方政府支出快速增长和高负债的根源,也是恶化商业银行资产负债表和影响金融稳定的根源之一,货币投放居高不下和通胀也与此有很大关系;三是高房价改变了财富增长和积累的方式,做实业不如搞地产、房产就是财富等观念到处盛行,产业面临空心化的危险,产业升级转型和发展新兴产业可能被边缘化;四是高房价引起了收入差距扩大、低收入人群住房困难,社会价值取向改变等社会问题,毫不夸张地说,这些问题已经影响到了社会稳定;五是高房价阻碍城镇化进程,阻碍居民消费,阻碍和扩大内需困难重重。因此,继续深化房地产调控,实现房价合理回归仍是2012年房地产调控的主要任务。