

适应中国发展趋势 国际体系应转型

□复旦大学中国经济研究中心主任 张军

经济学家对中国经济未来的看法日益分歧。乐观者强调中国经济具备学习能力和快速积累人力资本能力；悲观者关注中国人口红利快速减少、高企的债务-GDP之比、出口市场的萎缩，以及工业产能过剩。但这两派都忽略了一个更加基本的中国经济前景决定因素——世界秩序。

问题很简单，中国可以在当前全球秩序（包括其贸易规则）的约束下维持高速增长吗？还是当前由发达国家主导的秩序必须做出改变以适应中国经济的持续崛起？中国寻找答案的一个办法是促使人民币加入决定国际货币基金组织（IMF）储备资产——特别提款权（SDR）价值的货币篮子中。目前，这一货币篮子由欧元、日元、英镑和美元组成。

IMF总裁拉加德4月份在上海发表讲话时，SDR问题便已成为听众的主要关注点。拉加德的立场——人民币加入SDR货币篮子只是时间问题，吸引了大

多数媒体关注，但遗憾的是可能对她的解读过度。

上个月，前美联储主席伯南克在上海也遇到这个问题。他故意把话说得模棱两可：人民币纳入SDR是一个积极步骤，但在此之前中国必须在改革金融业和转变增长模式上作出更大进步。

预计IMF将在今年10月SDR货币篮子成分的五年评估中投票表决人民币问题，但即便结果与2010年不同，大部分人赞成人民币加入货币篮子，美国也有可能行使否决权。这一结果不会令人奇怪，因为在2010年美国就曾否决增加中国在IMF投票权的改革。

SDR用途有限，这意味着加入人民币只不过是象征性的举动，但这是一个强有力地象征，意味着认可人民币的全球用途。这一结果不但将推进人民币的国际化，也将让人们了解中国在现行全球经济秩序中还拥有多少空间。

从目前的情况看，现行经济秩序中的空间已然不足。经济学家阿尔文·萨布拉曼尼安（Arvind Subramanian）在其

2011年的著作中预测，人民币将在这个十年之末或下一个十年之初成为全球储备货币。这一结论建立在他的一项观察的基础上：经济和货币主导地位的时滞要比传统观点更短。如今，中国已是世界第二大经济体（用购买力平价衡量）和第一大贸易国，中国政府一直在积极促进人民币国际化，比如通过放松外汇管制，但人民币的国际使用情况仍远远低于萨布拉曼尼安的模型的预测。

因此，在现行秩序下，中国仍将受发达国家货币政策制约。如果美联储提高利率，中国也必须跟进以防资本外流，即使提高利率会对国内增长产生消极影响。由于美元在国际贸易中处于主导地位，中国公司的海外投资仍将面临汇率波动的相关风险。

事实上，在过去十年中，国际贸易规则在中国和包括美国在内的其他许多国家之间制造了巨大的摩擦。如今，不少自由贸易协定正在谈判中，如跨太平洋合作的伙伴关系和跨大西洋贸易和投资伙伴关系，它们将提高中国企业的进入壁垒，从

而阻碍中国出口的继续扩张。

显然，试图获得与其经济实力相适应的角色，中国在现行国际体系中还面临着巨大挑战。

从中国的角度讲，国内经济增长在现行全球体系中似乎难以维继，这也是日本和其他东亚经济体在经济崛起过程中不曾遇到过的挑战。事实上，唯一一个遇到过这一挑战的国家正是美国，它在二战前取代英国成为世界最大的经济和金融力量，幸运的是，这一先例是一个适应以及和平过渡的先例。

平心而论，中国仍需要经历重要的国内改革，特别是金融改革，以消除资源配置方面扭曲和防范经济减速。但以提振出口的货币贬值并不是政策选项，哪怕需要面临增长减速的情况，这表明其更注重人民币的国际地位，同时保证长期经济增长和繁荣。总之，不管人民币在今年10月能否加入SDR货币篮子，世界体系的逐渐转型以适应中国的发展趋势是不可避免的。（本文版权属Project Syndicate）

A股市场发展迈上第四个台阶

□诺亚（中国）控股有限公司 金海年 王映雪

中国A股市场自1990年成立，伴随着社会主义市场经济的建立，已经走过了25个年头。在这25年里，中国经济经历了举世瞩目的高速增长，A股市场也在初创与改革中前行，明显经历了1992年-1999年、1999年-2006年、2006年-2014年三个台阶式的发展过程，自2014年下半年以来，A股市场已经开始迈上第四个台阶。

在台阶式的发展过程中，股票市场既与中国经济的发展密切联系，其容量与指数的台阶化与经济水平的发展周期高度契合，也有在市场和制度体制的建立发展过程中形成的特有规律。

A股市场台阶式发展

改革开放后的1990年，商品经济与市场正在逐步形成，商品的价格机制也在向市场化迈进，此时深交所、上交所分别成立，中国的A股市场开始了台阶式的发展。

上海证券交易所正式营业初期，股市处于“摸着石头过河”阶段，直到1992年1月，邓小平南巡讲话中有关改革的言论使得投资者迅速接受了股票这一新兴事物，人们争抢购买股票的狂热使得股市的发展进入第一台阶。在这一阶段，社会主义市场经济也在逐步建立，经济发展带来了上市公司的价值增长，上市公司数目也由最初的8家增加至885家，第一台阶的指数大约在1000点水平。

1999年开始的“5·19”行情，伴随着第二阶段经济体制改革的推动，上市公司增加至1388家，证监会推出“改革股票发行体制、保险资金入市、逐步解决证券公司合法融资渠道”等促进资本市场发展的政策，股票市场也迈上了第二个台阶，指数达到了2000点以上的水平。

随着2006年股权分置改革的实施，A股市场启动了有史以来最大的牛市，上市公司数目上涨至2549家，市场迈上了第三个台阶，指数水平大约在3000点上下。

2014年，中国经济增速开始放缓，发展进入了新的常态，A股市场再次起飞，至2015年5月底，可以说是迈上了第四个台阶。

根据朱格拉周期的理论，市场经济存在9-10年的中周期波动，而中国的资本市场在过去25年中，也呈现出7-8年左右的台阶周期，由于中国经济的飞速发展和改革开放的制度变迁，周期较短也在情理之中。可见中国的股市与经济发展在宏观长期尺度上密切相关，伴随着经济发展进入新常态，本轮牛市将会引领股市发展迈向更高的第四个台阶。

既与经济相关 也与资金相关

股市作为国民经济的晴雨表，与经济的关联性较高，但资本市场也具有自身特点，与实体经济在微观与短期层面并不完全同步。

首先，货币与金融体系的效率与资本市场密切相关。1990年底中国M2/GDP为0.81，之后迅速攀升，1996年底突破1，2014年底，M2余额突破122.8万亿元，M2/GDP也攀升至1.93。相比而言，美国经济增速长期处于低位，2015年一季度GDP增速仅为2.99%。从1990年至2014年底，M2/GDP仅仅从0.55上升至0.67，变动幅度较小。

中美M2/GDP比值的差异恰恰是中国货币效率较低、资本市场不够发达、支撑实体经济的功能不完善的表现，因此中国需要更多的货币才能支撑同等规模的实体经济。我们可以预见，随着固定资产投资增速下降，随着中国多层次资本体系的建设，随着“大众创业、万众创新”推动国家经济的增长，金融体系和资本体系会实现改革与创新的突破，M2/GDP比例将会回落。

其次，股票市场的价值从根本上由上市公司的价值决定。上市企业的市值收入比波动较大，但2008年之后基本呈下降趋势，由1.81下降至1.06。这主要是因为营收基本呈逐年上升趋势，而市值波动较大所致。今年以来，随着股市的走强，预计市值收入比或将再度上升。

再次，多层次资本市场估值分化明显。多层次资本体系建设在启动初期和成熟发展时期，主板市场和中小板、创业板由于融资企业的规模、盈利能力、发展潜力等多方面的差异，在公司财务表现和公司价值方面必然呈现出不同的特点。

最后，资金供给影响A股市场的表现。从资金供给来看，财政政策方面，政府加大2015年财政赤字水平。货币政策方面，央行通过3次降息、2次降准、多次下调逆回购中标利率、使用MLF等创新流动性工具为市场提供充足的流动性。股市流动性方面，个人投资者加速入场，机构投资者积极布局市场，境外资金借助沪股通、QFII、RQFII等渠道进入股市，融资融券快速发展，均显示出增量资金持续流入股市。长期来看，居民资产配置正在由以房地产等非金融资产为主向着金融资产为主转变。随着无风险利率的下行与信托产品刚性兑付的终结，信托、银行理财不再是投资者的首选，家庭资产配置中对股权类资产需求上升。而与海外金融资产相比，当前中国股市的高度活跃也使得资金由海外市场回流国内。

资金需求方面，市场融资规模增长，增发融资成为市场融资的主要方式。证监会表态适度加大新股供给，短期内不会对资金面造成很大的压力。考虑到增量资金的继续流入股市，预计资金面充裕，不仅能满足市场的募资需求，还将继续为指数提供上涨的动力。

A股市场展望

目前，中国的资本市场发展主要存在以下三个方面的挑战。

一是层次建设不够，无法满足各种规模、不同发展阶段以及巨大量企业的融资需求，尤其是创业创新都需要大量的资本支撑，中小企业融资难问题一直没有得到有效化解，导致经济发展潜力无法充分释放。

二是当前A股市场融资功能没有起到应用的作用，股票融资占社会融资总额的比例仅有2%-4%左右，导致资本市场的投资和融资这两大基本功能严重失衡。以美国为例，2014年直接融资占总体融资规模的74.92%。

三是A股市场本身运行机制仍不完善，导致其价值发现机制不稳定，造成市场经常过度波动，形成不必要的风险。由于个人投资者占比过大，其情绪化和非专业性加剧了市场波动。

针对以上问题与挑战，在此提出以下三点建议。

一是加快建设主板、中小板、创业板、新三板到众筹、区域与专项市场的多层次资本体系，将现在主板公司数量最多的倒三角状态扭转为众筹、区域与专项市场解决更大量尤其是中小企业的融资需求的正三角状态，面向中国数千万企业的创业创新大潮，建立更加灵活的多层次资本体系，为中国经济的腾飞插上资本的翅膀。

二是完善资本市场的进入、监管、转板与退出机制，尽快实现注册制、转板机制与退市机制的政策制度实施，监管专注于企业信息公开的规范性、完整性、真实性和及时性，定价由市场完成，让更多投资者从企业的盈利和增长方面获得回报。鼓励金融创新，解除对金融机构过多的监管约束，在保障金融基本稳定的基础上将权力归还市场，发挥金融中介机构的专业性和规模效应，逐步将个人投资者为主的资本市场过渡到专业机构投资者为主的专业分工市场，降低金融波动风险，发挥市场的价值发现职能。

三是增强资本市场的融资功能，发挥IPO、增发、并购等企业融资功能作用，鼓励建立增强创投/风投、众筹、新三板与私募等各个阶段流动性的多层次交易市场，将多层次的资本市场发展为对接投资者和融资人的双赢市场，让资本市场起到推动实体经济发展的乘数作用。

主权财富基金助推中国资本市场开放

□对外经济贸易大学 高洁 罗博宇

国家外汇管理局此前发布的QFII投资额度审批情况表显示，富达基金（香港）有限公司突破了10亿美元的限制，累计批准额度达12亿美元。近期QFII额度上限得到全面放开，意味着我国引入外部资金投资国内资本市场的改革进一步加快。

资本市场重要力量

据中国外汇管理局官方网站提供的QFII投资额度审批情况表，截至2015年4月28日，有268个境外金融机构获得共计736.15亿美元的QFII额度。目前获得QFII额度的各国主权财富基金共8家。截至2015年4月28日，8家主权财富基金总获批额度为104亿美元。其中挪威中央银行和马来西亚国库控股公司在今年2月和3月分别再次增批10亿美元和2.5亿美元额度。至此，主权财富基金获批额度占QFII总额度的14%，成为我国资本市场的一支重要力量。

在中国获批QFII额度的主权财富基金有很多相同之处。首先，获批的主权基金主攻国与我国关系良好。目前获得额度的主权财富基金来看，尤其是拥有较高投资额度的新加坡和挪威主权基金，其国家与中国长期保持经济上的互利共赢合作关系，鲜有大宗贸易往来冲突，也无战争对峙的历史。如新加坡为了满足贸易、金融交易的需要，与中国人民银行进行密切金融合作，建立起全球第二大人民币离岸中心。本着互利共赢的初衷，授予新加坡主权基金更大的境内投资额度，让其充分利用我国高速发展所蕴含的金融机遇自然在情理之中。

其次，成立时间长且资金雄厚。淡马锡控股公司、阿联酋阿布达比投资局、科威特投资局都在中国QFII额度申请中得到15亿美元的较大份额。挪威中央银行截至2015年2月获得共计25亿美

元的最大总额度。它们是世界上成立较早的一批主权财富基金，近半个世纪的发展使它们在资产管理方面具有了丰富的经验和长足的进步。有观点指出，这些主权财富基金因为主权背景资金雄厚，风险承受能力强且有长期投资期限。因此它们的进驻将更有可能为中国资本市场带来价值投资的理念。

再次，寻求在中国市场的投资机会。科威特、阿联酋是中东的两大产油国，石油出口成为其经济增长的重要支柱，在石油出口中积累了大量石油美元。这些国家的主权财富基金有多元配置资金的强烈需求。中国在近30多年发展中保持全球最高经济增长，积累了巨额外汇储备，人民币不断升值，资本市场逐渐开放，存在巨大的投资机会，因此主权财富基金视中国为不可忽视的投资区域。

秉承财务投资者特征

依据Wind数据库，能得到主权财富基金在我国A股市场重仓持股情况。观察主权财富基金自获得额度至2014年6月底这段时间，我们发现新加坡政府投资公司、韩国投资公司和马来西亚国库控股公司并未出现在QFII重仓持股数据中，表明其倾向隐蔽自身投资组合，秉承财务投资者的特征，其他5只主权财富基金在资产配置上呈现某些共性和特质。

主权财富基金重视新兴产业与高科技产业投资。淡马锡富敦有限公司、挪威中央银行、科威特投资局的投资组合中涉及了新兴产业与高科技行业，如信息传输、软件和信息技术服务业、科学研究和技术服务业、文化、体育和娱乐业。其中信息传输、软件和信息技术服务业尤其受到关注。淡马锡富敦有限公司以及挪威中央银行都曾连续5个季度持有该行业，科威特投资局也有3个季度重仓此行业。此类行业有较高的价值增长潜力，但同时波动性较大，3只投资该行业的主权财富基金投资风格

属于中性或倾向于激进。多数主权财富基金较重视制造业股票配置。除卡塔尔控股有限公司外，其他4只主权财富基金无论从投资总额还是各期配置资金，都愿意长期持有制造业的股票。即使在2008年至2010年国际金融危机最严重的3年中，主权财富基金大部分时间里仍然持有制造业股票。挪威中央银行自开始配置资产以来，每个季度都至少持有一只制造业股票。同时主权财富基金对制造业股票的重仓程度与中国经济的景气程度相契合。相比2010年之后的4年，国际金融危机最为严重的3年中，它们虽持有制造业股票，但仓位较轻，危机期间制造业重仓股票同季不超过两只；而危机有所缓解时，它们都大幅提升制造业股票重仓比例，即使投资风格偏于保守的阿布达比投资局，也出现了同一季度重仓5只制造业股票的情况。

每只主权财富基金都有其较长期重仓持股的行业。在主权财富基金较长时期重仓持有的行业中，淡马锡富敦有限公司长期持有房地产业，挪威中央银行长期持有批发与零售业与交通运输、仓储和邮政业，近年阿布达比投资局以及卡塔尔控股有限公司持有采矿业，科威特投资局持有建筑业与信息传输、软件和信息技术服务业。国内金融投资机构一直以来都在研习QFII选股策略，在此过程中被重仓持股的企业必将获得高度关注。同时长期持有理念有助于避免股票价格剧烈波动，起到稳定股票市场的作用，适合现阶段我国推进资本市场由散户为主向以机构为主的投资转变。

投资风格有所不同

尽管主权财富基金投资理念有一定共性，但投资风格也有所不同。比如，挪威中央银行与科威特投资局投资相对激进。挪威中央银行与科威特投资局倾向于同时重仓持有较多行业的股票，且每个行业中同时重仓持有若干只股票，显示出对某行业极为强

烈的看涨预期。挪威中央银行在2012年三季度到2013年二季度对制造业的重仓配置极为激进，曾单季重仓持有21只制造业股票。在之后几个月减持中，其平均重仓持股数仍远超其他主权财富基金。即使在国际金融危机不断恶化期间（2008年末至2010年中），挪威中央银行重仓持有的平均行业数量也高于淡马锡富敦有限公司与阿布达比投资局。科威特投资局于2013年二季度开始大幅重仓制造业，单季重仓数保持在15只上下。

淡马锡富敦有限公司资产配置范围广。淡马锡富敦有限公司倾向于同时持有许多行业的股票，制造业、批发与零售业、房地产业是其较长期持有的三大行业。虽对制造业有一定倾向，但没有出现对特定行业极其明显倚重的现象，制造业重仓股票数目最多时亦不超过5只，总体上保持投资组合的稳定性。

阿布达比投资局投资偏于谨慎。阿布达比投资局在2009年1月获批额度之后的一段时间，每个季度未持有的重仓股票都不超过1只，且从2010年末到2012年中间两年，每季度末都没有重仓持有股票，表现出极为谨慎的投资理念。另一方面，阿布达比投资局获批额度初期，每个季度末重仓持股的行业却不断变化，没有长期持有的行业。2013年之后其重仓行业才慢慢稳定下来，主要集中在采矿业与制造业。

各国主权财富基金作为合格的境外机构投资者投资我国股市，在为我国引进先进投资管理经验的同时，也为我国资本市场注入了价值投资理念，是我国资本市场的一股新生和稳定的动力。我国给予中央银行和主权基金更高额度，是对其投资行为和理念的认可。未来可以考虑对已获批的主权财富基金，依据其表现进一步增批额度，也可适度引入更多的主权财富基金，以推动我国资本市场进一步开放。

股市和楼市并非“跷跷板”

“跷跷板”的关系。

主因在于，货币政策和流动性是驱动股市和楼市变化的同一核心因素。尤其是作为资产的股票和房产，更容易受货币宽松而上涨，因银根紧缩而下跌。2007年、2009年、2012年、2014年下半年，皆是货币宽松期间，股价和房价易涨；2008年、2011年、2014年上半年，皆是货币紧缩期间，股价和房价易跌。

其次，从市场运行节奏看，股价先变，房价后变化。股票为标准的产品，以投资投机需求为主；房产为准资产产品，在不同时期存在不同程度的投资投机需求，但总体以自住消费需求为主，尤其是近三四年投资投机需求大幅减少。面对同样的货币宽松环境，股市比楼市更敏感，反应更快，不管是上涨还是下跌，总是比楼市快一步。比如，2008年10月股价见底，2009年3月房价才见底。2009年7月股价见顶（反弹顶），房价直至2011年才降温。就这轮上涨来看，房价于2014年7月见底，而房价直至今年4月才见底（70城房价指数）。

再次，在一轮完整的上行和下行周期中，股市和楼市的粗略关系可归纳为同向、不同步，如果进一步细究二者相

民，受身边亲友炒股赚钱效应影响，不畏股市高位，仍向前冲，其中会有人将楼市资金转入股市。于是，这一阶段，股市和楼市你来我往，互有损益，相互影响呈中性。观察本轮行情，今年3月以来至今，属于第二阶段。

第三阶段，股市见顶，利好楼市。散户主导非理性投机行为，会使股市在不太长的时间内达到较高位置，猛跑则透支体力。股市见顶之后，甚至在接近见顶之时，越来越多的股民开始离开股市，其中部分人将资金转入楼市，或者为了自住而购房，或者为了投资而买房。由于楼市变化滞后于股市，当股市见顶后，楼市还将继续繁荣一段时间，此时股市资金转入楼市，当然会助涨房价。

股市顶部和底部皆难预测。观察本轮行情，股市可能在2016年上半年见顶，假如年内就冲过6124点，也可能四季度就会见顶，见顶后即进入第三阶段。鉴于影响房价短期走向因素很多，股市的影响权重较小，这里仅从这一因素推测，则本轮房价上涨至少可持续至明年中，至于2017年，房价可能追随股市，再度进入调整阶段。

股市顶部和底部皆难预测。观察本轮行情，股市可能在2016年上半年见顶，假如年内就冲过6124点，也可能四季度就会见顶，见顶后即进入第三阶段。鉴于影响房价短期走向因素很多，股市的影响权重较小，这里仅从这一因素推测，则本轮房价上涨至少可持续至明年中，至于2017年，房价可能追随股市，再度进入调整阶段。