

# 中国政府工作报告隐含的投资线索



■ 邵宇 中国东方证券首席经济学家

李克强总理今年的政府工作报告,核心内容可分为以下几部分:以改革和调结构为重心、经济发展保持稳定、强调淘汰落后产能及地方政府债务约束、强调环境保护和食品安全。除了房地产调控、对外开放以及淘汰落后产能的表述超出预期外,本次工作报告内容整体四平八稳,超出预期的亮点不多,但报告还是为投资者提供了一些投资线索。

我对这份报告的解读是:流动性边际改善或已结束;信用风险暴露担忧仍在发酵,未来仍有局部爆发的可能;调控政策偏向改革和转型,经济将继续偏弱。

政府工作报告明确了宏观政策仍以改革创新和调结构为重心,这意味着中国政府将由“GDP锦标赛”转向“改革锦标赛”,出台新的政绩指标,制定环保以及淘汰落后产能的目标,对于地方政府债务以及金融秩序也会强化硬性约束。随着改革的推进,实体经济短期或会进一步受到压制。

同时,短暂中断后,IPO会再度启动,新股集中发行会让市场资金面相对偏紧,中概或有一定回调风险。不过由于当前估值中枢偏低,指数下行空间有限,此外,国企改革或将推动一些投资题材,如国企改革、要素价格改革、节能环保等。但投资人应当规避预期脱离基本面支撑的风险,精选个股为上。

## “稳增长”下的投资机会

报告中提出的GDP增长“7.5%”的目标,再次彰显本届政府“稳中求进”的政策基调。我认为,“稳”是前提,体现为政策的连贯性,“进”则关注结构调整。总体而言,更注重消费对经济的拉动作用,以及投资对稳定经济的作用。报告提到,消费增速目标定在14.5%,较去年实际实现的13.1%明显提升,而投资增速目标定在17.5%,较去年实际实现的19.6%进一步降低,反映出经济结构将逐步由投资驱动型逐步向消费拉动型转变。

投资既然仍是“稳增长”的关键,短期不会被大幅压缩,但投融资结构将更多元化,推动民间投资,如垄断领域投资放开、社会

办学办医等。同时,政府投资的带动作用将主要体现在与转型、民生相关的领域;此外,预计政府会打造新的区域经济带,通过差异化政策推进不同区域因地制宜的产业发展结构,其中全面实施海洋战略值得特别关注。

报告中将今年通胀目标定为3.5%,预示着今年大力推进资源要素品的改革举措或为大概率事件。因此,天然气改革带来的智能水表行业的投资性机会,值得关注。

另外,我认为,今年流动性调控目标偏中性,货币政策“打补丁”的同时将更强调调控目标,价格优先,市场化引导利率走廊。央行将主动转换货币供给机制,参与货币竞争,如果外汇占款真的逐渐枯竭,那么“降准+组合式操作”将成为常规选择,以形成可持续的流动性投放新机制。同时,我认为,央行会人民币汇率波动区间,谋求内外均衡。

## 落实改革措施 将催生新的投资题材

(转自 FT 中文网)

# 税还是费:中国环境管制的结构性矛盾

■ 于洋 斯坦福大学博士研究生

从中国共产党十八届三中全会发布决定,到中国总理李克强首次《政府工作报告》(以下简称报告),时隔近四个月,期间一系列改革开始启动,其中也包括环境保护方面。李克强在报告中阐述了2014年中国政府在环境生态保护方面的工作计划,也在财税体制改革部分特别提到“推动消费税改革,做好环境保护立法相关工作”。然而,正是报告中提到要推动环境税而非环境费,体现了中国环境管制结构中存在着的结构性矛盾:即中央集权的制度安排与环境管理地方自治相矛盾。

在中国,“税”是全国性的,无论国税还是地税,都由中央统一制定税率,区别仅在于谁来支配税收收入,而相应的“费”则是由地方自行决定费率的税收模式。不少环保人士认为,由于地方政府顾忌本地的经济发展和利益分配,因此他们会刻意压低环境费率或降低监测力度,导致环境保护激励不足。因此这些环保人士主张由中央管环境,由中央制定环境税率。然而笔者必须指出,这样的看法忽略了环境税的地方性本质,不仅不能从根本上解决地方环保动力不足的问题,还削弱了环境税的政策效果,扩大了其负面影响。

## 环境资源价格的区域差异性

环境税的本质,是将环境容纳污染物的能力作为资源,并对该资源进行定价。理论上,环境资源的价格是地方性的,其定价应当有地方环境管制当局制定而非全国统一

设定。然而,根据中国税收相关制度,一旦环境价格以环境税的形式确立,其税率由全国统一制定,地方很难对其进行调整。这种环境价格区域差异性和环境税率全国统一性之间的矛盾会不仅会削弱环境税在抑制污染排放上的功效,还会加剧环境对经济发展的负面影响。因此,笔者认为,环境价格应以环境费的形式体现并由地方政府制定费率。

之所以说环境资源价格具有区域差异性,一来这是因为大多数污染物都影响的是排放地区而非全国,二来环境资源的价格体现的是一个地区发展水平与环境资源稀缺性之间的关系。一般而言,环境资源价格和当地的发展水平和污染容纳能力等因素有关;经济发达、居民收入高的地区往往环境定价水平也较高。发展滞后、人民贫穷、就业压力大、环境敏感度不高的地区,环境资源就不那么稀缺,环境价格相对就较低。

地方当局在思考环境保护时顾虑经济发展和利益分配,这部分上是一个负责任政府的正常决策考量。环境资源作为一种生产要素,不同区域间环境资源价格的差异影响着这些地区未来发展的潜力和方向,也是驱动了区域分工和产业转移。正确、有效而具有地区差异性的环境定价,能够协调和兼顾不同发展水平地区的经济成长和环境保护。例如在环境承载污染容量大、经济发展滞后的地区,较低的环境定价和低成本资本等成为这些欠发达地区在市场与人力中的比较优势,获得产业转移和发展的机会。在欠发达地区,虽然由产业转移导致的污染造成了损失,但当地民众也能够通过经济发展获得的其他方面的福利提升得到补偿。

## 下放环境价格定价权

如果以环境税或全国统一排放标准的形式,人为的将各地环境资源拉平,这不仅会造成发达地区环境保护动力不足,更会抑制欠发达地区的环境保护。不仅阻碍了产业的有序转移,更迫使人口更多的集中到发达地区,对该地区环境承载力形成更大压力,进一步拉大真实环境价格与环境税之间的差距。

更为严峻的是,由于环境税费的征收基于对污染排放的核查,即便中央制定了严厉的环境排放标准或高昂的环境税率,地方政府也可以通过降低核查力度等方式变相实现地方对环境价格的体现、降低环境税率。如果地方政府以这样的方式体现环境价格的差异性,一方面使得环境税的政策效果无法得到真实体现和评估;更重要的是,这样的机制提供了大量寻租的机会。

从上述分析中,可以看到中央集权式的环境管制与环境问题的地方政务行之间的矛盾,若处理不当不仅加剧环境政策对经济实体的影响,更会影响这些政策改善环境的能力。因此,正视环境价格的区域差异性,将环境价格定价权下放地区,令地方自定费率、自行决定所收取环境费的分配方式和利用模式,才能让环境定价真是反映环境资源的稀缺性,成为有效配置资源的政策工具。

## 中央集权模式下的环境资源定价与管制

如果需更有效的体现环境资源价格,还要破解地方当局环保积极性不足的问题。但

破解的方法不是让中央制定税率,而是推动绿色税改。地方当局在思考环境保护时顾虑经济发展和利益分配,无可避免地会基于本地财政收入的考虑,压低环保费率——毕竟,环保费的开征对实体经济无可避免的会产生冲击,降低地方当局乃至中央政府的税基。要解决这一矛盾,就需要对地方当局的收入结构进行调整,进行绿色税改。绿色税改不仅有“增”,还要有“减”。在征收环境税的同时,要降低对其他扭曲性税种征收。逐渐用纠正扭曲性的税种(环境能源税等)部分替代和抵消扭曲性税种(对劳动力和资本等投入性要素征收的营业税、房产税等)。

一方面,用环境税替代扭曲性税种,能够降低环境税对企业造成的税收负担,抵消环境税开征对整体税基的影响。更重要的是,绿色税改改变了地方政府的税基,使其财政收入更多依赖环境税。绿色税改使得对污染排放的监控不仅仅是找企业麻烦,更是帮政府找钱,而排放监测不再是环保一家的事,而成为环保、财政和税务等多方关注的问题。

在中央集权体制下,中央政府应着手推动地方税务结构的变化,而非代替地方政府制定环境税率。在更合理的税收结构下,让地方政府基于其环境承载力和经济发展水平制定环境费率。而目前,环保体制改革在这一方面方向的模糊,使得环境价格体制改革的效果具有高度的不确定性。上述矛盾的存在将成为制约未来中国环境管理有效性的决定性阻碍因子。

(转自 FT 中文网)

## 外眼看中国

# 中国不应纠结于增长目标

自去年上任以来,中国新一届领导班子一直坚称,它将降低对中国经济扩张速度的注重,转而更加注重经济增长的质量。国家主席习近平和总理李克强都强调,中国必须减小“廉价信贷”,降低其对商业投资的依赖,转而更多关注公民的生活质量,例如采取具体步骤降低污染程度。

在某种程度上,中国的经济增长目标是过去的遗留物。在过去10年里,它们很少成为真正的政策指南,因为经济增长速度快于领导层的规划。但在扩张放缓之际,这些指标提供了有关中国走向的有用指引。中国领导层本来可以选择一个较低的目标,比如7%,或者提出一个区间,让政府有更大的空

间减缓正趋向过热的经济。政府坚守一个雄心勃勃的目标意味着,向更可持续的增长路径转型的政策将不得不等下去。

对北京方面来说,麻烦在于今年初中国经济已显示出疲软迹象。汇丰(HSBC)的采购经理指数(PMI)显示,2月中国制造业活动触及7个月低点。贸易数据描绘一幅不太明确的画面,1月出口强劲增长,而上月出现收缩。不过,鉴于中国企业越来越倾向于为了绕过资本管制而在发票中作假,投资者对这些指标仍持怀疑态度。总体来说,人们担心的是领导层迟误要为了达到预设的目标而刺激经济,就像它在2013年夏天所做的那样。目前已有迹象表明,中国央行已放松货

币政策;曾在去年12月飙升的货币市场利率近来大幅下滑。

向金融体系注入更多的流动性,将为大型国有企业和地方政府提供喘息空间,它们正在艰难偿还2009年货币刺激政策后积累的贷款。此举也将有效遏制社会不安定,因为企业将能够为每年数以百万计的进城务工人员创造就业机会。然而,一波新的刺激将刺激信贷增长速度,中国信贷增长在1月份继续加速。它也将加大债务存量,过去5年里,中国的债务存量增加近一倍,其与国民收入的比率从130%升至210%。

由于这些原因,中国领导层应当避免出台新的刺激——即使这意味着达不到

增长目标。它应该做的是坚持采取发出“投资者将面临不良贷款后果”这一信号的措施。让太阳能电池制造商上海超日太阳能(Shanghai Chaori Solar)违约(这是近年中国首例违约)的决定,将有助于在一个过于频繁地坐享纾困的市场引入亟需的纪律。

中国面临着棘手的权衡拿捏:一方面是猛踩刹车,可能导致一波违约;另一方面是继续助燃其信贷。但追逐于雄心勃勃的目标不是办法。中国最终将不得不推动经济再平衡,使其转向更可持续的模式。越早开始转型,整个过程的危险性就越小。(转自 FT 中文网)

## 热视线

# 中国试点 民营控股银行

中国已启动一个试点项目,建立五家完全由类似阿里巴巴(Alibaba)和腾讯(Tencent)等民企控股的银行,并决心以此昭示中国政府加速金融业改革的意图。

中国银行业监督管理委员会(China Banking Regulatory Commission)主席尚福林在近日的一场“两会”记者发布会上表示,这五家新的银行将建在上海、天津、广东和浙江等省市。

作为中国政府致力加速改革的另一个证据,中国央行行长周小川表示,两年内中国政府将放开银行业存款利率上限,此举将标志着中国利率市场化举措的“最后一步”。

这意味着,治理环境将更注重对排放源的整治,手段包括调整能源结构、产业升级,包括油品升级、淘汰黄标车,提高非化石能源发电比重,发展智能电网和分布式能源,鼓励发展风能、太阳能,开工一批水电、核电项目,加强天然气、煤层气、页岩气勘探开采与应用等。

本次政府工作报告对外开放战略显著增多,对外开放已从过去单纯的经济目的,转变为政治和经济的双重目的;从单纯的出口,转变为输出过剩产能、服务和货币。中国政府在报告中明确鼓励通信、铁路、电站等大型成套设备出口,规划建设丝绸之路经济带,21世纪海上丝绸之路,推进孟中印缅、中巴经济走廊建设,加快基础设施互联互通。同时,中国政府将统筹多双边和区域开放合作,推动各种规格自贸协定谈判,其中提到中美、中欧投资协定谈判,加快与韩国、澳大利亚、海湾合作委员会等自贸区谈判进程。我预计中韩自贸区或率先落定,有望成为2014年对外开放的重头戏,相关个股的投资机会值得关注。

从中期看,我仍然对中国股市维持“根号型”走势的判断,预计上半年整体依然偏弱。6月份之后,中国经济或将恢复平稳,风险逐步排除,新型城镇化建设或将渐次展开,传统周期领域伴随去产能带来的结构性转向,市场或将再度震荡上行。秋季之后,市场或将在通胀与政策、增长与转型中来回摆动,维持震荡平衡。

新建立的民营控股银行将受到和中国大型国有金融机构一样的监管,不过此类银行被鼓励将业务集中于向中小型企业发放贷款。

根据中国官方媒体的报道,这一试点项目中涉及的10家企业包括科技巨头阿里巴巴和腾讯、民营医药集团复星集团( Fosun Group)以及电子设备制造商正泰电器(Chint Electric Co.)。

尚福林表示,每家新银行需拥有至少两名民间投资者,当准备“成熟”后,它们将获得准营。虽然有多家企业在2013年末申请加入该试点项目,但许多观察人士曾预计监管层的审批过程将持续更久。“中国2014年金融改革的速度可能将超出不少人的预期。”汇丰银行(HSBC)经济学家屈宏斌表示,“预计这一坚定推行金融改革的一步,将带来年内存款利率波动区间变宽,而存款保险计划也将在未来几个月内推出。”

最近几个月,来正式承认并试图规范与影子银行有关的诸多状况。“自由化是通过钻法律空子的方式偷偷进行的,”《红色资本主义》(Red Capitalism)作者之一、新际金融(Newedge Financial)驻新加坡的侯伟(Fraser Howie)表示,“政府从一定程度上已经失去了对金融体系的控制,此次它的行动速度之快出乎基金管理行业和传统银行的意料。”

中国官员表示,民营资本只占中国银行业总资产的不到12%,其余份额均为国有。

中国唯一一家被视为民营银行的是1996年成立的民生银行(Minsheng Bank),但它仍然受到政府的严格监督,高层人员甚至由共产党直接任命,或是需经过共产党批准方可上任。

(转自 FT 中文网)

# 松下将向赴华员工 支付“污染津贴”

松下(Panasonic)宣布将向派往中国的员工发放津贴,以补偿严重污染对他们的危害,成为开此先河的第一家国际公司。

松下(Panasonic)宣布将向派往中国的员工发放津贴,以补偿严重污染对他们的危害,成为开此先河的第一家国际公司。

这家日本集团近日公布上述变动,并将中国部分城市高水平的PM2.5值列为依据——直径小于或等于2.5微米的颗粒物能通过人的肺部进入血液,加剧哮喘、癌症以及心脏疾病。

松下派往中国的员工一般都能得到比较优厚的薪酬待遇,因为外派中国属于“苦差”,但此前松下公司没有明确提到人们对中国可怕的空气质量越来越大的担忧。

雾霾已成了中国公众不满的焦点,尤其是在北京这类繁华都市,该市曾在2月遭遇连续一周的“有害”空气。它也是外籍人员列举的离开中国的主要原因之一。

松下人数没有透露上述津贴方案所覆盖的在华日籍员工人数或具体金额。中国员工将不会得到额外津贴。

其他公司最近都在悄悄提高驻华外籍人员的福利,但松下是第一家公开承认这一问题的公司。“这是我第一次听到有公司在这个问题上如此直白。”罗迈国际商务咨询(RMG Selection)的罗伯特·帕金森(Robert Parkinson)说,“通常的作法是在将帕金森成‘发展中国家属津贴’。”“这有点像是在说,我们知道我们让你暴露于足以危及生命的环境,我们将承认这一点,并就此给予你补偿。”

在近日中国全国人大年会的开幕式上,中国总理李克强表示他的政府将“向污染宣战”。几天后,一份涉及中国74个城市的官方空气质量监测报告显示,仅有3个城市达到了国家空气质量标准。

2008年美国大使馆在其驻京办公大楼的屋顶上安装了一套污染监测系统,监测北京空气中的PM2.5浓度,这个问题自此引起更多国际关注。

中国政府已经在整顿重污染工厂和钢厂方面作出了一些努力,并承诺会尝试限制道路车辆数量。去年中国政府出炉了一个计划,拟在人口密集的东部地区减少排放,降低造成污染的炼钢产能,但中国对燃烧煤炭的依赖,整治污染的尝试相当困难。(转自 FT 中文网)