

降息难促中国牛市启动

■洪灏 交银国际首席策略分析师

11月22日中国央行突然宣布时隔两年来的首次降息。自9月中旬以来,由于房价涨幅进一步收窄、通胀维持低位等因素,中国的实际利率不断上升,已经到了中国央行全面货币政策干预、开始降息的临界点。尽管如此,央行此次提早降息仍然超出了大多数人的预期。尤其降息宣布当天稍早时候有报道称,央行再次以SLO(短期流动性调节工具)的形式向商业银行系统注入500亿元人民币的流动性,并声称流动性依然充足等等。

中国宣布降息当天晚上,海外市场各个资产类别大幅飙升,尤以与中国相关的股票指数、大宗商品及欧洲指数最为明显,最能说明此次降息早过市场预期。目前市场上已经充斥着许多对降息的分析,在这里我想花一些时间探讨一些市场共识可能忽略的地方。

市场共识认为,降息导致无风险利率下行,从而将推动股市牛市的全面启动。我对此却有所保留。一般而言,牛市的全面展开要分几步进行:首先,超预期的政策转向提振情绪;其次,市场预期自我强化,投资环境改善并最终带来预期增长的回暖;再次,经济增长最终转变为公司盈利的增长,市场上涨从预期推动进入基本面驱动的阶段;最后,市场持续上涨,直至本轮经济周期的结束。

现阶段,我们已经看到超预期的政策转向,但是这个转向早已在市场中利率敏感的资产类别有所反映,如利率、债券收益率,以及利率敏感性板块(房地产、银行、券商)等等。值得注意的是,离岸不交割利率互换协议的价格已经暴跌至2009年初和2012年6月央行连续两次降息的水平。该价格是那些对利率走势非常敏感的市场参与者表达自己对市场利率观点的工具。当它降至如此低的水平,显示利率市场早已非常激进地把央行的降息举措计入到市场价格中。

再看一下股市中对利率敏感的板块降息前的表现。事实上,11月22日消息公布前,银行、券商、保险和地产早已开始了它们的升势。可以想象的是,11月21日央行通过SLO操作向市场注入500亿元人民币流动性,资金市场交易员由于手上资金头寸突然变宽而预期货币政策的改变。然而,区区500亿并不能解释午盘后上述板块出现的凌厉涨幅。毕竟这些交易员已经经历了几轮SLO、SLF(常备借贷便利)和MLF(中期借贷便利),且有时候资金量超万亿。唯一的解释是,上述板块的敏感性让它们已经提前反映了货币政策的转向。鉴于这些板块的价格已经到了重要阻力位,该位置是它们过去几年都无法成功突破的,考虑到它们在市场中的权重很大,它们在该位置上回落还是突破,对判断未来市场走向是非常重要的。

中国生命关怀协会召开全国会员代表大会 关爱肿瘤家庭公益大行动正式启动

■刘立华

日前,中国生命关怀协会第二届第二次全国会员代表大会暨第二届第二次理事会在成都召开,本次会议由四川海讯电子开发集团公司承办。大会主要议题是审议协会换届以来近两年工作报告和表彰“首届全国关爱生命、奉献爱心”先进集体和个人;同时由中国生命关怀协会关爱生命公益事业部办公室和科学抗癌促进工作委员会,联合新防线(北京)健康科技有限公司、北京天正康泰生物科技有限公司和北京中瑞华业生物科技有限公司共同发起的“关爱肿瘤家庭公益大行动”也正式启动。

11月22日上午,300多名会员代表参加了第二届第二次全国会员代表大会。协会常务副理事长、中国武警部队医学院原院长雷志勇少将作了报告。雷志勇少将详细介绍了新一届理事会换届近两年主要工作的开展情况,广州市番禺区市桥医院等16个先进集体、上海市卫生和计划生育委员会李水静等14个先进个人得到表彰;协会理事长、中国人民解放军总后卫生部原部长李建华少将主持了大会并做了重要讲话。原四川省党政领导冯元蔚、唐克碧等出席大会并讲话。

中国生命关怀协会的宗旨是传播生命文化,关怀生命过程,维护生命尊严,提高生命质量,延伸生命预期,创立并发展具有中国特色的生命关怀事业。协会的任务是凝聚社会共识,营造关爱生命、奉献爱心的良好氛围;协调社会资源,为提高生命质量和生命预期服务;聚集社会力量,为推动生命关怀事业展开搭建工作平台;培训社会人才,为提高生命关怀从业人员素质和能力而努力。以预防为主、防患于未然的思想;一个坚持全方位、全过程、全社会关爱生命的理念;一个从科学养生抓起,预防保健、医疗救治、宁养护理同步



简单而言,市场利率下行阻力最小的那一部分已经在降息前走完,债券里最容易赚的钱已经被聪明人赚走,同时,股市中利率敏感性板块已经部分反映了降息举措。这两个重要的资产类别分别到达了自我的低位支持和高位阻力。投资者或将根据它们的表现来衡量,市场能否打破2010年以来横盘区间交易的局面。如不能成功突破,那么此次反弹只能是熊市反弹,而不是预期中的牛市来临。现在匆匆下牛市启动的结论为时过早。

那么牛市的第二步——投资环境是否会因此而改善?我认为0.4个百分点的降息幅度对实体经济投资意愿的提振作用有限。

今年以来的流动性宽松其实是供给端过剩造成的,尤其是供给相对于需求极度的过剩。尽管央行使用非常规的货币工具不断地为市场注入流动性,但由于这些工具的期限较短,且传导政策预期作用有限,并受到政府不同部门关于经济改革口径不同的干扰,过剩的资金市场流动性并没有转化为贷款。因此,尽管资金利率下行,借贷市场仍然是有价无市。

当然,央行可以选择未来再降息数次以解决上述问题,但即便如此,我认为利率市场的快速下行也早已反映了这个预期。从欧美过去几年的经验看,在楼市下行周期中,利率下行并没有马上转化为信贷需求的迅速回暖,因此,宽松政策是否可以转化为经济增长仍存疑。

至于牛市第三步——盈利的增长带来基本面推动的股市上涨,现在讨论还为时尚早。毕竟,此次不对称降息以及未来数月可能出台的一系列降息、降准政策,将压缩银

行利差并影响其2015年的盈利增长。最坏的情况是,银行盈利或将受到减少10%的冲击。如是,股市整体盈利的增长将来自其它板块。如果房地产盈利增长进一步放缓,那么即使其它板块盈利快速增长,这能否冲销银行、地产这两大权重板块盈利放缓的负面冲击,还是未知数。

当然,有人会认为这些其实并不重要,重要的是央行不断降息,引导市场无风险收益率下降,从而使市场价格得到提升。这一点是我最不能苟同的。在中国放弃保底思维允许违约破产之前,中国的任何利率都可以称为无风险利率。在经济增速放缓、银行和地产风险攀升的大背景下,我认为无风险利率实际上已经上升,而非下降。此外,货币市场利率下行导致融资成本下降,鼓励了融资购买股票的交易行为,从而抬升市场价格,但由于基本面改善有限,股票价格在如此情况下攀升只能是离其内在估值越来越远。据此,最后市场面对真相的时候将会更痛苦。

上述这些论调表面看似悲观,似乎给人留下我非常看空的印象。然而,在2013年我曾提出一个理论,即中国股市的自由流动市值占M2的比例为15%的时候,中国股市一般将见顶。这个理论在过去十几年不断地被成功验证,并在2013年同样如此。据此,我推算这一轮上证综指理论目标值应该在2750点左右,前提是没有外部不可抗力力的影响。也就是说,即便当前股市是以错误的原因而上涨,我们也暂时无法证明当下流行的市场乐观观点是错误的。因此,当前市场的趋势仍然是一个逢低买入的形态,直至市场的趋势仍然是一个逢低买入的形态,直至市场认识到货币政策对基本面的影响黔驴技穷的那一天。



进行的实践,日益成为协会范围内各会员、理事单位的自觉行动,并已产生较好的效果。

自2012年底完成换届工作以后来,协会以党的十八大精神为指引,以国家的政策、法规为遵循,在全国人大常委会前副委员长彭珮云、顾秀莲两位老领导的亲切关怀下,在国家民政部、国家卫计委的直接指导下,依据协会章程和工作计划,依靠协会全体会员及会员单位、理事及理事单位的共同努力,依托社会各界爱心人士的大力支持,积极推进中国特色生命关怀事业的健康发展,协会许多工作在原有基础上又有了一些新的进步与跃升,协会的声誉和影响力也随之进一步提高和扩大。到目前为止,协会的专业委员会和工作委员会有12个,基本涵盖了生命关怀的大多数领域。截至2014年11月中旬,协会共有常务理事71人,理事211人,理事会会员单位116个,涵盖了医疗、护理、药学、传媒、地产、

林业、教育、科研、高校、法律、金融、健康养生产业等十多个领域,会员中既有两院院士,也有省部级离退休领导;既有医学方面的知名专家、教授和普通医护人员,也有从事法学、社会学、管理学、企业经营方面的知名人士;既有港澳台的代表,也有热心生命关怀事业的外籍人士。协会特聘专家已达91人,其中两院院士5人,中国科学院院士、中国医学科学院、北京协和医学院院长曾益新教授担当协会的首席专家。目前协会会员及志愿者已超过20000人,活跃在全国大多数省、直辖市和自治区,并在11个省、市、区建立了工作站。汶川、玉树、舟曲、盈江、彝良、雅安、岷县直至最近的鲁甸地震,都有中国生命关怀协会志愿者的身影,他们的行动深受当地政府和人民群众赞扬,许多媒体采访并报道了他们的事迹。

二届二次常务理事会议坚持公益方向,集

为什么讲浙江模式呢?我觉得在中国最近30多年经济发展过程中——直到现在,浙江经济发展都是最独特的。讲到中国经济奇迹就会发现不能绕开浙江。实际上国外很多关于中国经济奇迹的文章,最终引用的现实案例,一大半都是浙江的。

倒逼的逻辑与空间：浙江模式再审视

■赵伟 浙江大学经济学院教授、博导

浙江是最独特的。所以你要研究中国过去30多年的经济增长和制度转型,尤其是体制改革,浙江是最值得研究的。当然,现在我们国家新一代领导人在浙江也干过省委书记,对浙江的情况也比较了解。所以,你要判断下一步改革和未来的发展趋向,可能浙江也是一个必须关注的地方。所以我说,浙江已经形成的这个模式,未来它的发展,它自身的发展和对中国下一步改革的影响,你不能不关注。

为什么我们要重提浙江模式呢?我们看这些年浙江发生的一些经济事件,引起了全国的关注,而且引出了中国的一些改革举措。民企“跑路”,实际上全国都在跑,确切些说是老板跑路,但是温州跑得最有声色,惊动了当时国务院总理温家宝。温家宝亲自跑到温州去,问“你们要什么政策?”这就引出了中国的金融改革“破冰”意向——要动真格了,始有温州的“金改”。但是现在看来,这个“金改”是雷声大雨点小。我觉得靠一个小的地方“金改”是做不出来的。金融对于一个国家的经济系统犹如血液一样,血液靠心脏供应,你心脏都不动,在末节小指甲盖的地方做一点东西不解决对现在的。但是,这个改革对中国还是有影响的。

温州之外,还有义乌现象。义乌以前不太为人们重视。早期那儿卖的东西多半是假冒伪劣。记得我2001年到金华去作讲座,司机接我,经过义乌的时候,司机都不屑一顾,说那儿卖的东西都是假冒伪劣品,中国的最大的假冒伪劣品集散地!谁能想到现在的义乌?我觉得义乌跟阿里巴巴的淘宝网密不可分,淘宝网上卖的货多半都是从义乌进货的。义乌市场还辐射到了国外——你到日本去看看,东京的涩谷,很多小商品也是义乌的。到牛津附近的比斯特村,也是个小商品市场,但是卖高档商品的,LV包包什么的,很便宜。我到哪里问你们知不知道东亚有没有类似的市场?那里商贩告诉我据说上海附近有一个,显然他们说的是义乌,连他们也知道义乌。所以你不要小看义乌。但是义乌现在也面临着风险,因为电子商务平台搭起来,阿里巴巴搭建的商务平台实际上不受空间限制了,哪里都可以做。所以,对义乌那些摊位、商户而言,网上的迅猛发展可能是一个直接的威胁。所以我跟他们讲,将来这些商户会不会像现在的实体店书店一样?现在大家去实体店书店干什么?很多读者不是去买书的,当然我是去买的,我不会到网上买,嫌麻烦。但是学生告诉我,他们要买书,先去书店里面看看,然后上网去买。我觉

得将来义乌那些摊位的命运可能就是这样的。所以,他们问我义乌的商铺价格怎么样?我说现在可能到了抛售的时候了。

嘉兴的农村确权。网上有厉以宁教授的讲话,厉以宁教授带着全国政协的人去调查回来后的讲话,充分肯定了嘉兴的做法。应该说这个刚刚开始。这个确权,包括农村小产权、责任田,让农民选择是住在城里的商品房还是在乡村。这个应该说是一个好的改革。但是,我们现在特别感到可惜的是农村的拆迁,传统村落经过拆迁都消亡了。我觉得中国的乡村改造是对传统文化的一种铲除,随意造了一些新农村,有些虽然模仿了传统民居,但是假的。因为政府有征地的持续激励机制,后面的原因是,中国过去30年发展没有经过经济衰退,因而没有大规模的企业死亡。本来应该淘汰的企业要没有淘汰掉,在那儿占着地。新生的企业要地,只能指望政府去新建。西方市场经济下不是这样。看看金融危机之后美国的情形,经济不断在复苏,但是你看美国2007、2008、2009年多少企业破产了?甚至银行破产的有多少?我认为经济活动和人体细胞一样,没有死就没有生,我们没有经过大规模的企业死亡,没有优胜劣汰。有的是产能过剩和不断地铺摊子。但客观地说,我们的现行体制下就是这样不起经济衰退的,因为带来的政治风险很大,会引发社会振荡。所以我说过,我国追求的是一种无衰退的产业转型升级。

再来看,还是在浙江,吉利收购沃尔沃,这个看似一个单独事件,其实谁也得是一种倒置。在收购沃尔沃之前,吉利谁看得上?中国造车行业大家谁看得上李书福?无非就是个农民企业家,但在收购沃尔沃之后,现在包括企业界、政府部门则对他刮目相看了!

还有,阿里巴巴的“余额宝”一出来引发了什么?——揽储!引起利息大战。最近阿里又到美国IPO,马上看到有财经评论说,为什么到美国上市,这么优质的资产让美国人买了?中国人干嘛?现在在反思我们的资本市场规制。

所以浙江发生的这些事,现在看来具有全国意义。以前如果是一件事就仅仅是浙江的,现在可能是引起高层关注的问题,可能倒逼出来一些改革的决断。问题是这些发展的寓意到底是什么?是否与以往形成的浙江模式有联系,或者是一种延续?我认为看经济增长,看社会发展不能割断历史,而须留意历史上沉淀下来的那些因素的作用。所以要浙江当前发生的这些事对全国体制改革的意义,就需要看浙江过去30多年形成的制度转型的机制。我把它叫做“倒逼机制”。

(下转 04 版)

中精力施行了五大社会工程,即“爱心人才素质教育工程”,有计划有步骤地逐步提高生命关怀从业人员的专业技能水平与能力;“失独家庭爱心帮扶工程”,主要为失去独生子女的孤寡老人及家庭送温暖,献爱心、帮助排忧解难;“特殊人群爱心救助工程”,主要是以一些家庭困难的特殊疾病如肿瘤、中风、残疾人等对象,予以专项救助;“公益慈善捐赠工程”,主要是募集社会爱心企业和爱心人士给予的物资、经费为特定对象服务;“生命关怀综合服务平台”,主要是打造平台,打造品牌,建设深受群众喜爱、社会声誉好的各类服务基地。“五大社会公益工程”实施虽仅一年,但已经显示出较强的生命力,据不完全统计,在爱心人才素质教育工程中,共免费举办临终关怀、宁养疗护、脑卒中管理、老年护理学习班一百多期,培训近万人次。在“失独家庭爱心帮扶工程”中,专门召开了“关爱失独家庭研讨会”,在多个省、市设立了帮扶失独家庭工作站,送慰问金40万元,生活物品8000多件。在“特殊人群爱心救助工程”中,开展了阿尔茨海默症(老年痴呆症)的专项调研,免费为1.3万名老年人、残疾人、智障者等做体检、送技术、送服务,折合服务价值约50万元。在“公益慈善捐赠工程”中,已接受社会爱心企业、爱心人士物资、药品、器械、生活用品等价值近5000万元,经费800多万元。最近,山东西奈山投资公司与协会正式签订了捐赠协议,拟出资1200万元设立“关爱慈善关爱基金”。在“生命关怀综合服务平台”中,已批准建立中国生命关怀协会全国临终关怀示范基地、全国临终关怀培训基地、全国社区养老服务示范基地、全国居家长期照护示范基地、肿瘤诊疗中心、职业护理员培训基地等15个基地,以便更好地为社会奉献爱心。

11月22日下午,中国生命关怀协会副理事长、秘书长罗冀兰宣读了《关于广泛开展关

爱肿瘤家庭公益大行动的决定》。为了深入贯彻落实十八届四中全会精神,为全面深化改革、保障和改善民生增添新的力量,倡导会员和社会各界热心社会公益活动,弘扬爱心救助和帮扶困难人群,中国生命关怀协会决定以“关怀生命,公益援助”为准则,正式启动“关爱肿瘤家庭”公益大行动。

在“关爱肿瘤家庭”公益大行动的启动仪式上,北京市卫生局原工会主席80多岁张烈燃老先生,作为公益大行动的爱心大使,宣读了倡议书,倡议更多的中外企业、行业组织和专家学者等社会力量参与本次公益大行动。

据悉,本次公益大行动活动是一个长期的公益活动,将在全国长期开展,首先从四川开始举办系列义捐、捐助等活动,今后还要在新疆、云南、广东、河南等地陆续开展,以点带面,逐步推进,以引起全社会对肿瘤家庭的广泛关注,形成良好的社会影响,有效促进社会和谐发展。希望让更多的爱心企业和社会爱心人士参与到这项公益活动当中来。

启动仪式结束后,中国生命关怀协会举办了现场的捐赠活动以及专题组织了科学抗癌专题报告会,特邀了美国南加州大学医学博士,国家千人计划引进人才,赵毅教授作了题为《肿瘤患者的福音:重组白介素12的研发应用与前景》的报告。新防线董事长吴俊先生、天正康泰董事长陈增华先生和中瑞华业董事长曲卉女士,分别就《肿瘤防治早期筛查》、《益生菌真菌治肿瘤》、《前沿科技护航肿瘤患者》作了专题报告。他们针对肿瘤患者迫切想要了解的抗癌最新进展和前沿技术等问题进行了专题讲座及咨询答疑。活动现场,新防线(北京)健康科技有限公司、北京天正康泰生物科技有限公司和北京爱康瑞生健康管理有限公司三家共捐赠了价值1500万元的产品或服务给广大肿瘤患者及家庭。