



▲中國增加中等收入群體人數，有助增加消費需求。

## 借鑒日股 A股牛市遠未結束

斌眼觀市  
朱斌

隨着各項政策的出台與落地，A股面臨的內外環境發生方向性轉變，投資者的預期和信心都有了極大改觀。那麼，當前開啟的牛市還能持續多久？還有哪些因素會影響市場走勢？我們通過歷史比較與橫向比較，可以藉當前政策效果對於行情的助推作用看得更加清晰。

當年，日本經歷了泡沫經濟的破滅，但在過程中（1990至2003年），日本股市（日經225指數為例）依然經歷了四次年度或半年度級別的牛市（按國際通行標準，指數漲幅逾20%即為牛市），分別是：1992年8月至1993年5月、1993年11月至1994年6月、1995年7月至1996年6月和1998年10月至2000年4月。漲幅分別達47.1%、34%、56.5%和61.7%。

第一次牛市（1992年8月至1993年5月）的動因，主要是政策放鬆持續發力的累積效應。貨幣政策方面，日本政府提前一年發力，於1991年7月開始轉向寬鬆。日本央行將官方貼現率（ODR）從6%降至5.5%，並在接下來一年的時間內減息4次。至1992年7月底，日本公定貼現率降至3.25%。財政政策方面，1992年8月，日本財政部發布《金融管理政策》，鼓勵清算資產和抵押品等。日本股市於1992年8月18日觸底後開始回升，並在9個月內升至21055點，漲幅達47.1%。工業、可選消費和信息技術等行業漲幅居前。

第二次牛市（1993年11月至1994年6月）屬於經濟復甦階段性確認帶來的「小牛市」。彼時日本經濟開始出現微弱復甦的跡象，主要是由公共投資和消費帶動，工業生產指數也開始止跌回升。貨幣政策方面，日本央行在1993年2月和9月兩次下調了貼現率0.75個百分點。日股指數從1993年11月的16079點開始上漲，直到次年6月，漲幅達34%。

第三次牛市（1995年7月至1996年6月）的動因，是由巨額財政刺激計劃、平準基金、經濟復甦共同推動。貨幣政策方面，1995年4月，日本央行將公定利率降至1%，為30年來最低。財政政策方面，1995年4月，日本政府推出了價值14萬億日圓的一攬子經濟刺激措施。此外，1995年6月，日本財政部還發布了《振興金融體系的金融功能

報告》，同月日本政府成立了「股市安定基金」，即平準基金，主要資金來自於銀行業。日本股市從1995年7月開始止跌回升，日經225指數從14485點上漲至次年6月底的22667點，漲幅達56.48%，工業、可選消費和信息技術等行業漲幅居前。

第四次牛市（1998年10月至2000年4月）是由巨額減稅、大幅度財政刺激、直接注資銀行推動的行情。1997年12月，日本政府宣布將在1998年減少2萬億日圓的所得稅。次年2月，日本政府明確引入公共資金來應對金融危機，包括用於注資的資金在內，共提供了30萬億日圓的公共資金。隔年3月，又根據《早期強化法》向15家銀行注資7.45萬億日圓，注資的主要目的是恢復對日本銀行的信心，從而恢復對整個金融體系的信心。

財政政策方面，1998年4月，橋本內閣宣布16.65萬億日圓的「綜合經濟對策」，該經濟對策由三部分組成：1）通過增加政府開支和臨時減稅刺激國內需求；2）改善國家的經濟結構，增強國民經濟的長期發展潛力；3）提供便利以加速不良債權的處理。

日本股市從1998年10月初的谷底12879點升至2000年4月的20833點，漲幅達61.75%，信息技術和電信服務等行業漲幅居前。

### 上漲時間超過六個月

通過與日本當年泡沫經濟破滅後的各項指標、各項政策的綜合對比，筆者認為在當前政策環境下，A股延續上漲勢頭的概率非常高。與日本當年類似，中國也已經在政策端有了非常積極的響應，同時中國經濟增速與日本1990年也非常相像，但遠高於後者1990至2003年的平均增速，中國當下的城市化率要低於1990年代的日本，這是有利的方面。

當然，中國人口進入負增長階段，這個宏觀條件略弱於日本當年。考慮到日本在相似的政策刺激下，股市經歷了四次牛市，取得了至少34%以上的漲幅，且上漲時間在6個月以上，最長的達18個月。

筆者認為，A股本輪牛市遠未結束，急漲之後有望震盪回調，但整體上漲過程卻將延續得比較久。

（作者為華福證券策略首席分析師）

## 投資移民資產宜適度擴至住宅

主樓布陣  
布少明

自從早前中央政府推出強而有力的一系列振經濟穩樓市措施，內地和香港兩地股市應聲急現爆升狂潮。港股更是「牛市冲天」，資金瘋狂湧入，造就成交額突破5000億元的新紀錄。股市反彈，不少目光亦注視到樓市之上，期望股市大升帶動投資氣氛並引發「套股換樓」，助樓市洗頹風。

傳統智慧告訴我們「股市先升，樓市緊跟其後」。觀乎近日新盤氣氛漸入佳境，促使一眾發展商加速推盤，相信10月市場必將精彩紛呈，交投急升可期。樓價方面，由於目前本港一手累積貨尾量仍逾2萬伙，發展商面對出賣壓力，不得不以較保守的價錢推售搶客。相信短期樓價跌勢有望放緩，並隨着減息威力發酵，重拾上升動力。

10月份市場焦點還有新一份的施政報告，近來各界紛紛建言獻策。筆者認為，既然最近中央政府頻頻「放水」提振市場，香港特區政府理應同樣出招配合，加快本港經濟的復甦速度。

據投資推廣署資料，「新資本投資者入境計劃」（新投資移民）於今年3月重新開始接受申請，提高入場門檻至3000萬港元，截至9月13日止，半年左右已錄得約500宗申請，反應熱烈。

回溯2003年10月至2010年10月，



▲市場期望股市大升帶動投資氣氛，引發「套股換樓」效應，刺激樓市轉旺。

### 經濟觀察家

近兩年，中國經濟疫後復甦進程儘管有曲折，總體呈現回升向好態勢。去年全年增速達5.2%，今年上半年也有5%，在全球各大經濟體中居前。不過，宏觀經濟面臨日益增大的總需求下降壓力。

當前中國經濟面臨的需求不足問題，與中等收入群體規模相對較小、低收入群體規模相對較大的需求結構直接有關。建議可以發行超長期特別國債為主籌措資金，在一到兩年時間內，形成不低於10萬億元（人民幣，下同）的經濟刺激規模，藉此實質性擴大終端需求，帶動經濟回歸擴張性增長軌道。

## 力推需求側改革 擴消費振經濟

宏觀經濟  
劉世錦

中國的GDP平減指數已連續七個季度處於負增長。8月份的數據表明，消費、就業、財政等重要指標都出現明顯放緩乃至收縮的跡象。

宏觀經濟總需求不足是一個基本事實，這一點幾乎沒有爭議。在總需求明顯不足的情況下採取刺激政策，也是一個常識。但要將總需求不足帶來的問題與總需求不足的起因區別開來，尤其是要理清什麼因素導致了總需求不足。否則，即便採取刺激政策也可能難以見效，甚至不是解決而是加劇問題，更要緊的是會貽誤有利時機。

在這個問題上，目前大體上有兩種觀點：

一種觀點是增加投資。認為中國經濟以往的高增長主要靠高投資，目前可以投資的領域還不少，空間還很大，仍然可以通過加大投資力度維持甚至提高宏觀增速。但真實的問題是，與現階段人均收入水平相比，已有的投資比重已經過高，能夠產生經濟和社會效益的有效投資空間已經相當有限。

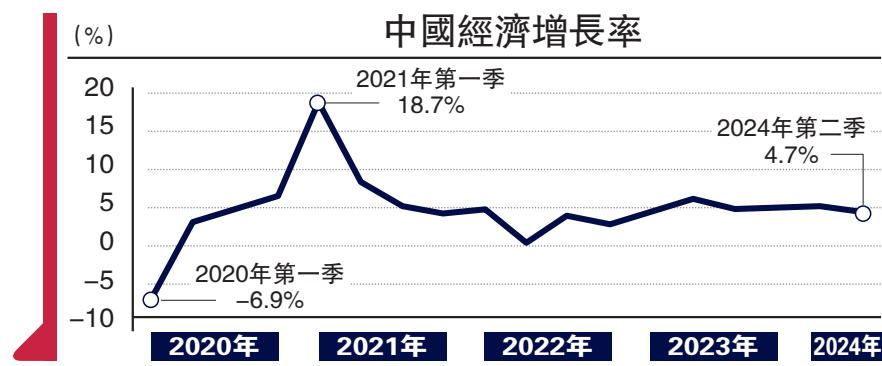
另一種更具主流性的觀點是擴大消費。認為總需求不足是投資過多消費不足，在具體做法上，一種流行的主張是仿效發達國家進行「直升機撒錢」。用消費券等方法促銷無可厚非，但普遍發錢的辦法，億萬富翁也可能拿到。即使把錢發到低收入人群，但這部分人吃穿飯衣等溫飽問題基本解決了，拿到錢多買幾個麵包並不能解決他們面臨的真實難題。就城市以農民工為主的低收入階層來說，他們面對的是住房、上學、醫療、社保、養老等難題。在這些難題面前，通過撒錢拿到的那點收入無疑杯水車薪。

擴大內需靠投資，還是靠消費的問題本身就具有誤導性。不存在有投資無消費、有消費無投資的經濟。真實的問題是，在中國現階段人均收入水平下，內需不足的重點何在，原因是什麼，如何才能實質性地擴大內需，這樣我們才能在深一個層次上理解和解決擴大內需問題。

改革開放以來，中國經濟經歷了三十多年的高速增長。東亞成功追趕型經濟體，如日本、韓國、中國台灣等，都經歷過類似增長。但這類增長是有終點的。2010年第一季度開始，中國經濟在達到一個高點後開始減速，由高速逐步轉為中速。這種變化可以表述為增長階段轉變。如果與日本比較，中國目前處在中速增長的後期，應該還有五至十年的中速增長，增速應在4%至5%之間。

### 推動消費結構升級

在此過程中，有兩個概念非常重要。一個是歷史需求峰值。也就是在工業化城市化幾十年上百年的進程中，需求增長最快或需求最大的那個點或區間。到了這個點或區間，經濟增長就開始減速。另一個是需求結構。需求結構背後是收入結構，簡單地說，就是中高收入群體與低收入群



體的分佈結構。

歷史需求峰值決定了高速向中速的轉折點，而需求結構決定轉折點後中速增長的持續時間。在轉折點前，經濟增長的主要約束是供給不足，在市場供求關係上容易出現通脹，這一時期主要是供給能力形成階段。轉折點之後，主要約束成為需求不足，事實上，需求相對下降正是增長減速的原因。通脹壓力轉為通縮壓力，或價格上升壓力轉為價格低迷壓力。

現階段中國的基本情況是，中等收入群體大體佔三分之一，4億人左右；在此之下有9億多低收入群體，佔三分之二。基尼系數多年來保持在0.4以上，有些研究認為在0.45或更高的水平上。當前面臨的需求不足，與這種需求結構直接有關。

增加有效消費需求，首先要區分生存型消費和發展型消費。包括低收入階層在內，以吃穿和其他日常基本消費為主的生存型消費趨於穩定，或者說已經基本解決了溫飽問題。消費總量擴大體現為結構升級。消費增長更多由教育、醫療衛生、保障性住房、社保、文化體育娛樂、金融服務、交通通訊等發展型消費拉動。

消費實現方式的差異也很重要。生存型消費以個體消費方式為主；發展型消費較多採取集體消費或公共服務方式，如醫保社保採取互助共濟方式，學校教育是集體學習方式，與政府的基本公共服務均等化水平直接相關。擴大發展型消費僅靠個人努力是不夠的，需要政府搭枱子、建制度、出資金，是政府消費支出與居民消費支出的組合。

基本公共服務均等化水平滯後，直接拖累發展型消費增長。現階段，城市居民抱怨或憂慮較多的是教育、醫療、住房「三座大山」的壓力。近3億農民工、近2億外出進城農民工基本公共服務欠賬更為突出。4億中高收入群體與9億低收入群體之間的收入差距，相當大部分源於基本公共服務分享水平的差距。所以擴大消費要找準痛點：一是以基本公共服務為依託的發展型消費，二是以農民工為重點的中低收入階層。

基本公共服務短板與城市化水平直接相關。城市集聚效應降低公共服務供給成本。在傳統農村地區，現代基礎設施、基本公共服務成本過高，很難觸達。與發達經濟體相同人均收入水平時相比，中國城市化率偏低，常住人口城市化率為66%，戶籍城市化率為48.3%，而發達經濟體通常在70%以上，有的超過80%。

隨着中國經濟由供給約束轉向需求約束，釋放結構性潛能的改革相應

轉到需求側。在繼續推動必要的供給側結構性改革的同時，重心將會轉向需求側結構性改革。筆者建議推出一攬子刺激改革的經濟振興方案，具體包括10萬億元刺激規模、兩大突破口和一個重要目標。

### 增加中等收入群體

經濟刺激規模：

2008年搞了「4萬億刺激計劃」，當時的經濟總量是30多萬億元，重點是基礎設施建設等投資。去年GDP總量達126萬億元，可以考慮按GDP總量10%的比重，確定刺激計劃的規模。與2008年不同的是，這次重點是補上基本公共服務的短板。這一刺激計劃在微觀層面重點帶動消費，同時也在一定程度上帶動房地產、基建、服務業等領域投資，實質性地擴大內需。在宏觀上則可提升總需求水平，縮小與總供給的缺口，帶動GDP平減指數轉為正增長。

兩大突破口：

一是大力度提升以進城農民工為主的新市民在保障性住房、教育、醫療、社保、養老等方面的基本公共服務水平。短期重點是由政府收購滯銷的住房，轉為保障性住房，向新市民提供。

二是加快都市圈範圍內中小城鎮建設，帶動中國的第二輪城市化浪潮，形成以城鄉融合發展為基礎的高質量可持續現代化城市體系。中國城市核心區建設已達到較高水平，還出現了一定程度的擁堵。從國際經驗看，城市群、都市圈範圍內的核心城市通常佔城市人口的30%左右。核心城市之外的中小城鎮還有巨大的發展空間，可容納60%以上的城市人口，其中既包括原有城市疏解人口，更多是農村和其他城市的流入人口。同時也適合製造業和中低端服務業的集聚。在這個範圍內，房地產、基建等還有一定的發展空間。

一個重要目標：

就是以這次經濟振興方案實施為契機，力爭用十年左右時間，實現中等收入群體倍增的目標，由現階段中等收入群體4億人口增長到8億至9億人。提出並推實現這一目標，對盡可能延長中速增長期，打破需求約束對經濟增長的不利影響有基礎意義。

提出並實施上述經濟振興方案，短期有助於較快在邊際上補上總需求不足缺口，帶動經濟增長進入擴張性循環軌道，同時用刺激改革方法，花錢建新制度，也將為中長期經濟社會高質量可持續發展創造條件。

（作者為中國發展研究基金會副理事長）