

三大經濟體重拳出擊

中國地方掀投資熱，中央明確穩增長

7 月份以來，在經濟增長放緩的大背景下，中國地方政府陸續出臺經濟投資規劃，掀起了一輪地方投資熱（如下圖），其累計規模已遠遠超過 08 年金融海嘯後的 4 萬億刺激計劃。

表 1：部分地方投資規劃

時間	省/市	規模	規劃
7 月 23 日	貴州	3 萬億	《貴州生態文化旅遊產業發展規劃》提出，未來 10 年完成投資 3 萬億元。主要用於交通和醫院等基礎設施。
7 月 25 日	長沙	8292 億	對外宣佈 2012 年重大推介項目 195 個，涉及民生、綜合交通體系、城市設施體系、產業發展等領域。
8 月 7 日	廣州	2000 億	宣佈下半年 2000 億投資計劃，包括重大基建專案建設如地鐵、機場等。
8 月 20 日	重慶	1.5 萬億	“十二五”期間，全市工業將累計投入 1.5 萬億元，工業總產值突破 3 萬億元。
8 月 20 日	山西	2 萬億	通過能博會和晉商大會招商引資 2 萬億，涉及工業、農業等多個行業。
8 月 20 日	廣東	1 萬億	出臺《關於充分發揮海洋資源優勢努力建設海洋經濟強省的決定》以及五個實施方案
8 月 22 日	浙江	1.2 萬億	編制總投資超過 1.2 萬億元的海洋經濟發展建設重點專案規劃。

另據 9 月 6 日媒體報導，保守估計發改委在兩日內集中公佈批復的專案總投資規模逾 1 萬億元，通過加大基建投資力度實現穩增長的政策取向進一步明確。受此消息影響，上證 A 股在 9 月 7 日大漲 3.7%，創下近 8 個月以來的最大單日漲幅。同時在 9 月 11 日，溫家寶在第六屆夏季達沃斯論壇開幕式和企業家座談會上答問稱，7 月底還有一萬億元的餘額，歷年結餘的還有一千多億元的中央預算穩定調節基金，將適時把這些作為預調微調的措施，以推動經濟穩定增長。

從以上種種措施可以看出，在當前經濟面臨下行壓力時，中國政府仍然是依靠投資的傳統思維和手段來穩定增長。誠然，相比於消費和出口，投資對推動增長能夠更快出效果，但是我們仍然對

這些措施提出些質疑。第一，融資來源。經濟放緩以及企業盈利下降，拖累政府稅收收入；土地出讓金又受限於房地產調控政策；銀行貸款則取決於中央的信貸貨幣政策。在中央謀求經濟結構轉型和堅持房地產調控的環境下，很有理由懷疑本身債務較為龐大的地方政府是否能夠按規劃籌集到如此龐大的資金。因此雖然地方政府宣佈如此氣勢磅礴的規劃，但筆者認為最後真正實施的規模將很難如計劃進行。第二，效果和後果。中國此番經濟下行，國外需求放緩是誘因，根本原因是本來結構性問題，原來的投資驅動模式開始失去光環。企業低成本擴張和巨大的市場需求是投資驅動模式成功的兩大基礎。如今原材料、能源、土地、勞動力、環境和技術等成本的持續性上漲，已經令企業高速低成本擴張的時代一去不復返。另外重複建設造成了產能過剩，市場已經無法消化日益擴大的產能。所以，此輪地方版的投資高潮，很難將經濟拉回重新高速增長的軌道，甚至會很可能會造成產能過剩加劇和通貨膨脹的後果。

目前，中國政府尋求經濟轉型，力促消費在推動 GDP 增長中貢獻更大比重。但據中國西南財經大學 2011 年的調查表明，55% 的中國家庭很少甚至沒有儲蓄；而且中國最富裕的 10% 的家庭控制著全國財富總數的 86%，收入占到全國家庭總收入的 56%，可見中國的貧富懸殊到非常嚴峻的程度，亦可知國民收入分配改革已經迫在眉睫。從下圖可知，從 1996 年開始政府預算財政收入占 GDP 比率一直持續上升，至 2011 年已經升至 22%，回到了 1986 年的水準，國進民退的事實已躍然紙上。試問在貧富差距如此懸殊、國民收入分配“國進民退”的背景，消費如何能夠旺盛？更不用談消費拉動經濟增長了。

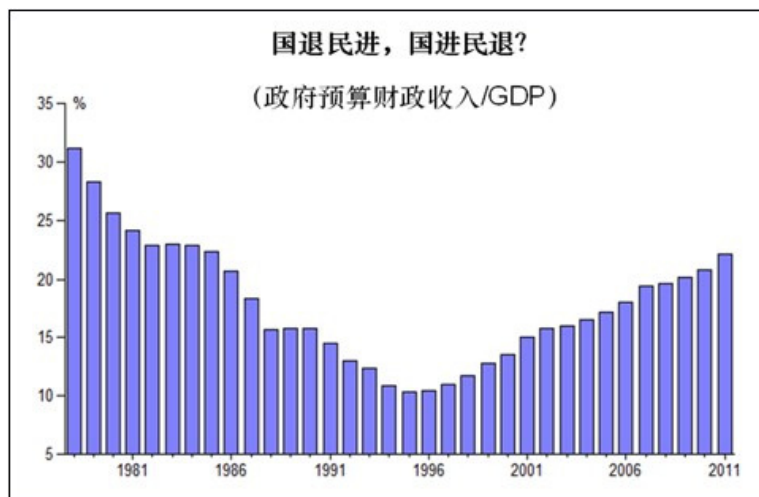


圖 1：政府預算財政收入占 GDP 比率

所以，筆者認為只有真正實行國民收入分配改革，國退民進，縮減貧富差距，消費才能成爲一架動力十足的拉動 GDP 的馬車。同時，實行要打破壟斷，讓更多的民企進入壟斷行業，保護產權，鼓勵創新，經濟才有活力，結構轉型才會成功。因此，對於目前新一輪投資熱潮，筆者並不看好，中國經濟放緩的局面不會由此而有明顯改變。

美聯儲推 QE3，超低利率期限延期

9月13日，聯邦公開市場委員會(FOMC)發佈最新貨幣政策。美聯儲在表決後發表的聲明稱，美聯儲決定每月購買400億美元抵押貸款擔保債券，藉以增加寬鬆程度，沒有說明總規模和期限；美聯儲還將繼續執行賣出短期國債、買入長期國債的“扭轉操作”；同時將把聯儲基金利率目標區間繼續設在零到0.25%之間不變，並同時預期該超低利率的水準將會確保被至少維持到2015年年中。新一輪寬鬆政策(QE3)在預期中出臺。美聯儲主席伯南克稱，QE3的根本目標是為促進就業，如果經濟形勢不見好轉，美聯儲將繼續執行債券購買計劃。伯南克的聲明，表達了美聯儲降低失業率和促進經濟復甦的決心，對提升投資者信心有積極作用。



圖2：伯南克“變”出QE3（轉載自新財富雜誌）

分析前兩輪寬鬆政策可知，QE1期間，美國失業率不降反升，2009年10月升至最高點10.2%，隨後略有下降，但仍保持在9.7%以上，遠高於QE1剛推出時6.7%的水準；QE2期間，前期美國失業率持續略微下降，但2011年4月份後連續反彈，保持在9.0%以上。美國2011年10月失業率開始從9.0%的水準連續下降，但距離QE2結束已有4個月時間，而同時美聯儲於2011年9月推出“扭曲操作”，因此美國失業率降至9.0%以下，很難確實是QE2的功勞。另外，美聯儲從2008年12月起就將基準利率維持在0~0.25%區間，至今仍然不變，甚至預期至少至2015年年中都維持在該低利率水準。在利率長期接近於零的環境下，QE的刺激作用會遞減。綜上所述，筆者對QE3促進就業持懷疑態度，認為QE3對促進就業、降低失業率的效果很可能不明顯。需要指出的是，QE對大宗商品和貴金屬價格有推升作用，這已被QE1和QE2清楚地驗證，所以QE3無疑對大宗商品和貴金屬是個重大利好。

歐洲央行啓動 OMT，德國態度有所改變

9月6日，歐洲央行行長德拉吉稱歐央行將啓動“直接的貨幣交易”計劃(OMT)，歐洲央行理事會已在購買主權債務計劃方面做出決定，央行決策者們已同意無限制購買國債方案，以緩解受到債務問題困擾的歐元區國家借貸成本不斷攀升的壓力。而IMF主席拉加德對該計劃表示贊同，並稱全力配合歐洲央行。同時9月12日德國最高法院批准歐洲新紓困基金，消除了解決歐債危機道路上的一大障礙。14日，德拉吉稱債券購買計劃已經初見成效，歐元區信心正在上升。在這些重大利好的刺激下，歐元兌美元持續較大幅度上升，創下了近4個月新高。歐洲央行的OMT計劃無疑使重大利好，顯示歐洲決策層在解決歐債危機上邁出了實質性的一步。而德國最高法院批准歐洲新紓困基金，顯示歐洲頭號經濟體對解決歐債的態度已有所轉變。這段時間，德法兩國再次表態相信希臘不會退出歐元區，而IMF亦鬆口表示或會給希臘更多的調整時間。由此可以預期，歐債危機引發的緊張情緒暫時可以得到緩解。

中美歐三大經濟體組合拳出擊，市場憂慮暫緩，投資信心回升，投資者可以謹慎入場。在美聯儲推QE3的背景下，建議投資者適當關注有關貴金屬及大宗商品基金行情。