

經濟觀察家

重啓全球化前進動力——寫在達沃斯論壇召開之際



達沃斯論壇日前開幕，中國國家主席習近平呼籲建立公平包容、平衡普惠的發展模式，促進全球化發展成果人人共享

在世界經濟復甦乏力、地區衝突持續加劇的背景下，2017年1月17日達沃斯論壇正式開幕，旨在更新、重塑國際合作體系，推動全球合作，振興全球經濟，努力實現可持續發展目標。中國國家主席習近平首次出席達沃斯論壇，發表題為《共擔時代責任，共促全球發展》的演講，表明中國堅定推進改革開放和自由貿易投資的立場，呼籲建立公平包容、平衡普惠的發展模式，促進全球化發展成果人人共享。

中銀國際首席經濟學家 程漫江、宏觀分析師 葉丙南



受益於信息技術革命和經濟金融自由化浪潮，自上世紀80年代開始的全球化進程，極大推動了全球範圍內商品、服務、資本、技術、人才和信息的跨境流動，全球經濟已經超越國界，通過對外貿易、資本流動、技術轉移、服務供給、人才交流等形成有機整體，各國經濟聯繫和相互依賴度日益提高，內部經濟規則不斷趨於一致，國際經濟協調機制逐漸完善。從微觀角度來看，以跨國公司為代表的超主權經濟主體快速膨脹，以利潤最大化和成本最小化為動機，推動產業鏈跨境布局和生產服務國際分工，帶動商品、服務、資本、技術和人才的跨境流動，加速了各國經濟與全球市場的融合。

民粹主義思潮高漲

經濟全球化是社會生產力發展的客觀要求和技術進步的必然結果，是要素資源市場化配置的自然延伸，技術進步和制度改革通過持續降低跨境交易成本推動全球化過程不斷延續。經濟全球化有利於發揮各國資源稟賦的比較優勢，刺激商品和服務國際貿易，促進資本、技術、人才和信息跨境流動，提升不發達地區經濟發展水平。整體來看，持續多年的全球化進程促進了各國專業化分工和自由貿易，提升了主要國家生產率水平和社會整體福利；但也需客觀承認，全球化對不同地區、不同階層和不同群體的影響並不均衡，對經濟勢力薄弱和技術水平落後的地區，全球化使其面臨更加激烈的市場競爭和更加嚴峻的風險挑戰，對勞動技能或要素成本處於競爭劣勢的人群而言，全球化可能引起就業機會的轉移和收入增長的停滯。

次貸危機發生後，主要國家經濟陷入百年一遇大蕭條，儘管經濟復甦周期已延續多年，但內生增長動力依然疲弱，收入不平等程度進一步擴大，人們對全球化態度發生了改變。各國政府迫於短期壓力普遍採用貿易保護措施，全球貿易和投資陷入停滯，已持續低於全球

經濟增速，英國脫歐和特朗普當選美國總統反映了民粹主義思潮和反全球化力量興起並達到新的高潮。Mallaby在《重啓全球化》中指出，冷戰結束後的二十年全球化迅速發展，資本、商品和人力的跨境流動空前繁榮，1989年柏林牆倒塌之後到2007年全球金融危機爆發之前，資本流量從全球GDP的5%上升到21%，貿易量從39%上升至59%，移民人數增加了四分之一以上；但2008年次貸危機之後，國際資本流動驟降，貿易停滯，只有移民潮還在繼續。美國新當選總統特朗普表現出孤立主義傾向，在關稅及移民等問題上立場較為強硬，悲觀主義者甚至認為特朗普可能開啓一個新冷戰時代。

這些變化是否意味一個新的去全球化時代正在到來？歷史上，受第一次世界大戰和20世紀30年代大蕭條衝擊，19世紀末快速全球化在20世紀初轉為去全球化，二戰後西方世界的全球化過程再度回升，但在冷戰時代並未實現跨越美蘇在世界範圍內的全球化，直到20世紀80年代末冷戰結束後，全球化迎來新一輪爆發式增長階段。

時至今日，主要國家經濟經過全球化過程已深度融為一體，美國作為全球高端人才的聚集地，始終保持科技領袖地位和佔據全球產業鏈最高端，德國與日本依靠技術和人力資本優勢在全球高端裝備和技術服務市場中佔據重要地位，有效緩解了人口老化所帶來的內需不足問題，中國憑藉要素成本優勢和開放扶持政策承接全球產業鏈中勞動、資源和部分資本密集型產業的轉移，實現了經濟快速增長的奇跡。

產業轉移再次開啟

中國已成爲第一大商品出口國，對美國保持較大規模的貿易順差，但中國很大程度上憑藉要素成本優勢扮演了全球出口商品的組裝中心角色，而核心零部件和高端技術、高附加值產品仍需要從美國、德國、日本等國家進口。據世貿組織（WTO）和經合組織（OECD）基於全球產業鏈最新測算，2011年中國製造業出口中，來自國內的生產貢獻

佔60%，來自國外生產貢獻達40%。

全球化促進了主要國家專業化分工協作，形成了更有效率和競爭優勢的全球供應鏈體系，儘管政府政策可以影響全球供應鏈體系動態變化，但產業鏈分工格局的演進具有自身規律，短期內打破現有格局的成本較高。

從歷史經驗來看，美國製造業工作機會向墨西哥、中國等發展中國家轉移是產業梯次轉移的經濟規律所推動，新一輪產業轉移可能已經展開，勞動密集型 and 原料依賴進口型產業鏈條已經從中國向成本更低的印度、越南等國家轉移。同時，持續科技進步和生產率提升逐步替代了簡單重複勞動，導致此類就業機會減少。

事實上，美國製造業產出在持續擴大，但就業人數趨於下降，反映了技術進步背景下勞動生產率的不斷提升。美國印第安納州鮑爾州立大學的研究表明，在美國製造業中，只有13%左右的失業應歸因於貿易所帶來的替代，而大部分原因是自動化提高了生產力。

反全球化呼聲凸顯了經濟全球化進程中的不足，但貿易保護並不能解決全球化的負面效應。世界主要國家需要警惕全球化收益集中於部分群體而使某些群體受損的情況，加快內地結構化改革與國際政策協調，建立公平包容、平衡普惠的發展模式，實現全球化發展成果人人共享。

具體來看，一是加快內地結構化改革進程，促進人力資本提升和要素自由流動，使本國勞動力供給能夠適應全球化需求並具有一定轉移彈性，推動收入分配和公共財政改革，提高基礎設施和公共服務保障能力，提升商業運營環境和居民再就業能力，發揮稅收體系對收入分配的調節機制；二是強化金融監管和國際政策協調，完善宏觀審慎監管體系，加強對國際資本尤其是短期資本流動監管，減少跨境資本流動和過度創新投機對金融體系的負面影響，抑制金融危機交叉傳染；三是優化全球經濟治理機制，改善現有貿易和投資的國際協調，適應於全球化發展趨勢和國際經濟格局新變化。（本文為作者個人觀點）

A股震盪向上挑戰3500

西南證券高級策略分析師 朱斌



斌眼觀市

市場上周出現較大幅度回調，滬綜指從3171點回調至最低3044點，幅度達4%；創業板指從1984點下探至1783點，回撤幅度高達10%。從總體上看，主板與創業板指的分化仍在繼續。

關於滬綜指，我們認為依然處於艱難的震盪向上的過程中。從空間上看，這一輪中級反彈有望達到15%左右的漲幅，也即上行到3500點左右；從時間上來看，有望在年中達到這一點位。需要強調的是，這一過程注定是波折反覆的，半年時間從3000點到3500點，只要每個月約90點的漲幅，就能夠實現這一反彈過程。

這一反彈過程之所以能持續，主要機遇三方面原因：首先，經濟補庫存的上行周期仍然在進行中，從以往的歷史經驗來看，庫存周期一般維持兩至三年，而補庫存周期一般維持一年左右，此輪補庫存周期始於2016年6月，這一動能有望在2017年上半年持續；其次，上半年宏觀風險較小，CPI仍然保持平穩，PPI雖然上衝至5.5%，但隨着商品價格回落，PPI漲幅將會逐漸收窄；再次，國家隊基金入市後，滬綜指的穩定性進一步增強。

對於創業板而言，其很有可能處於構築新一個歷史大底的階段。短期或有反彈，但尚未完成充分調整，底部有可能在2017年下半年出現，位置可能在1650點左右。主要考慮四方面因素：

其一，估值回歸因素。創業板的下跌，從表面上看好像是股價利益聯盟的解體崩場所致，但根本原因還是在於移動互聯網紅利接近尾聲，估值泡沫破滅後開始價值回歸。

其二，歷史比較因素。從創業板的發展歷史可以看到，其並不是一直高估值的。實際上，即使到了2013年中，創業板中30倍以下的公司數量仍然佔總數的四分之一，而當下符合這

一條件的公司佔比只有不到4%。

其三，風格輪換的時間因素。從歷史經驗來看，創業板與主板之間基本上經歷過三次風格轉換。最近一次是2016年7月至今，主板再次跑贏創業板，這一時間段只持續了半年不到，按照歷史周期起碼還有半年左右。

新股擴容擠泡沫

其四，IPO持續擴容對市場也有很強的擠泡沫效應。當前新股發行的平均市盈率在25倍左右，這對不同板塊的估值衝擊是不同的，對於主板而言，當前市盈率在12倍左右，新股發行甚至有破發的風險，並不會對主板估值造成擠泡沫衝擊，而中小板與創業板則不同，中小板市盈率在47倍，而創業板市盈率在60倍左右，因此這些板塊會因新股上市而估值承壓。

總體來看，上半年大小分化的格局仍將持續。從配置上看，這一階段配置估值較低的各個行業龍頭預計將有不錯的超額收益。



▲上半年宏觀風險較小，CPI仍然保持平穩

滬綜指過去一年走勢



寧要物業不要美元

中原地產亞太區住宅部總裁 陳永傑



樓市智庫

事，2017年的投資，依然是唯我獨「磚」買樓，金磚銀磚當然也可以。強勢的美元，只是過眼雲煙，信不得！

近期美匯指數一度狂飆上103.82水平，各國貨幣全部低頭。日圓及馬元成為領跌貨幣，跌幅相當顯著；人民幣雖然勝過許多貨幣，但與美元相比，還是難逃一跌。

其實美元近期的升勢，着實有一個竅妙，不應以一般貨幣升跌視之。去年10月份，中國大幅減持美債按月減少413億美元，持債量降至1.1157萬億美元，債主龍頭地位拱手相讓予有1.1319萬億美元的日本。中國10月份大量減持美國國債，11月份美元竟然可以升到恰似脫韁之馬，令人目瞪口呆，沽美元正常情況匯價應該下跌，這下卻狂升，值得細味。

10月份中國減持美債，11月份美元卻暴漲，中國有無在這個美元大升浪進一步減持美債，未幸罕。但筆者認為減持是合理的，並繼續長期看淡

美元。因為美元美債都是印刷品可無限量供應，價值易跌難升。

筆者指美元之所以下跌，並非空談，而是有真憑實據。近期美元的反彈只是「間中有驟雨」現象，不會持久。1971年美國總統尼克松宣布美元貶值，不再規定每盎司黃金兌換35美元，截至去年底每盎司金價升至約1152.27美元，美元兌黃金45年貶值幅度約97%，購買力只剩下約3%，而黃金兌美元則升值約32倍。

長揸現金輸死人

美孚新邨第一期在1968年落成，當時新盤開售價格每個單位在3至12萬港元之間。如果以中間數平均計算，再連同期後價格及通脹升幅，假設在1971年價格約10萬港元。根據去年底美孚新邨平均每單位售價為640萬港元，即是說樓價在過去四十五年中上升63倍。

至於美孚這類住宅為例，可以自住、出租及作長線投資，又可節省租金開支甚至有另外一筆豐厚租金收入，回報與美元現金相比，一個天一個地。儘管美元近期反彈有力，長線來說都是不值得持有，所謂強美元只是一個假象。

現金不宜持有太多，因為長線必然貶值，長揸會輸死人。