

功夫在诗外：股市冷清之政治经济学分析

发布日期：2011年8月2日 分析师：夏敏仁 电话：010—85130203 执业证书编号：S1440210030012

要点：

- (1) “换届综合症”下地方政治精英大多忙于“换届”准备，“无暇”顾及其他、导致发展动力衰减、经济数据“冷清”。
- (2) 调整经济结构增长方式，为地方官员的暂时不作为提供了极佳的缓冲期，一度疯狂的“GDP大跃进”暂时失却动力、人为“压缩”GDP数据的地方政府并不鲜见。
- (3) 加之紧缩政策本身已经使得地方经济发展显得力有不逮，经济数据渐次下滑就在情理之中。
- (4) 经济数据不断“恶化”，股市焉有不冷清之理？
- (5) 依照常例，地方政府的党政换届还处在“进行时”，官员们进入经济工作的“战斗”状态还需时日，期待经济数据变得“亮丽”起来的投资者看来还得保持些许耐心。
- (6) “换届综合症”何时大体告一段落，换言之，GDP何时重或激活？十月是个重要时间窗口。

前言：

从政治周期而言，今年正值省市县乡大换届，从经济周期而言，2011年中国又处于中周期繁荣的起始阶段，无论是经济周期还是政治周期，2011年都将进入到一个重要的过渡期，在这一特殊时期，政策与市场都会带有过渡期鲜明的特点：平稳过渡、波澜不惊。

因此，研究A股的走势，仅仅像过往单纯去“挖掘”数据，还不足以洞察其规律，还得研究经济层面以外的中国政治现实与舆情民意，才能对大势有较为准确的把握，此所谓“功夫在诗外”。

为此，笔者自7月中旬起至7月底，陆续对闽赣渝贵等地的地方政要、商界人士、学者百姓进行走访调研，考察观感如下：

“换届综合症”与地方增长动力缺失

2011是个不平凡的年份：“十二五”规划闪亮开局，适逢中国共产党成立90周年。与此同时，一项影响深远的“工程”也已在各地启动——从年初开始，全国省市县乡四级党委将集中换届。

每逢换届选举时期，干部思想状况活跃而复杂，各种情绪纷繁交织。既有改革促进发展的主动认识，又有发展倒逼改革的被动心态；既有接受换届挑选和改革考验的思想准备，又有因改革触及现有利益格局刚性部分的不适应心理。简言之，这时期，往往是干部焦虑、彷徨、烦躁的多发期，进与退、上与下、去与留，都是干部必须面对的现实选择。

何谓“换届综合症”，其症状有何体现？如果用几个字来简要表述，就是“稳”、“软”、“懒”、“散”、“跑”。换届之年，人心不稳，部分年纪大县市党政领导，考虑到“年龄过杠”，自身已是“船到桥头车到站”，等着不出错而安稳地换届退下来，不求政绩而求“稳”，从而得过且过，工作没激情，无动力，各项工作处于事实上的“停摆”；部分年富力强的领导，考虑到自身尚有进步可能，还得关心自己换届后到哪里干啥工作，于是势必出现一部分基层领导干部开始原地踏步、不思进取，一小部分人开始跑关系，谋职位，心不在焉，个别地方的基层党委政府整体不在状态，管理松散、工作不力。

更有甚者，少数官员一心想“升级进档”，进而跑官要官、行贿受贿；有的或不满“提拔无望”，转而放松要求、平衡享受；甚至“没有功劳也有苦劳”，继而心存怨言，或消极怠工或故意拆台。诸如此类，多发与换届时期官场种种现状，谓之“换届综合症”。

“换届综合症”下地方政治精英大多忙于“换届”准备，“无暇”顾及其他、导致发展动力衰减、经济数据的“冷清”自然就不奇怪。

调整经济结构增长方式，阶段性冲淡地方官员冲高 GDP 的热情

长期以来，地方 GDP 的大干快上，在此特殊时期也暂时失却动力。如何解释？

众所周知，中国 GDP 的数据经常出现“1+1>2”，即地方 GDP 的数据之和经常大于国家统计局公布的 GDP 数据，以往常归之于统计口径的差异，实则非也，公允地讲，国家统计局在统计 GDP 数据中水分较少，省级统计机构也尚可，在与地市统计部门的同学朋友交流中，他们坦诚地相告，县市级的 GDP 数据，大多看主要领导的意图，在“合理”的范围内，经常“调整”、“修正”。通常是注水的情况较为普遍，但也有例外，就是看 GDP 的对主要官员的政绩“边际效应”。

目前，中央在“十二·五”规划中，经济增长的重心开始转向调整经济增长的方式，不是不要 GDP，而是，在“十二·五”规划开局之年，从高层到学界，从民间民意、网络舆论，都开始淡化唯 GDP 论的政绩评价方式，因此，地方官员人为“调升”GDP 的动力也弱化的（虽说热衷 GDP 的官员仍不在少数，相对减少而已），这种弱化累计的效应就是各种经济数据短期集中“失色”，何况客观上的紧缩政策，外围经济不稳，叠加起来，加上特殊月份（干旱、水灾、电力供应不足、拉闸限电），经济数据焉能不冷清？！此即市场担忧的“硬着陆”征兆，由此而来的股市冷清就在情理之中。

“换届综合症”何时可以得以缓解？

这个问题应该好回答，既然是“换届综合症”，换届完了，其症候自然会得到缓解。但是，有人会问？地方党委、政府换届日期并不统一，何能划出一个确定的日期？事实确如此，但是，从常态来看，在明年的党的“十八大”召开前，今年有一次很重要的“全代会”要开，还有就是年底的中央经济工作会议。按既往的惯例，一般来说今年的全代会开会的月份应在十月中下旬份，也即说，在十月以前，全国大范围的换届即将告一段落，在中国的政治现实下，人事问题解决了，什么都好说，这个时候，干劲重又上来了，追逐“政绩”的热情将普

遍的重新激活，那么，什么可以体现政绩？在当下的中国，这个结论不难得出。

紧缩政策的实质松动将会在什么时候？松动的幅度？

笔者在深入到政界、学界、商界、市井坊间调研时。一个明显的感受是经济下行的压力越来越大，从刚刚公布的 PMI 数据也反映了这一趋势，但是，高层对于紧缩政策的表态依然是：坚持。我认为理由主要是，其一，这一政策基调在年初的规划中早已明确，不宜动辄改变；其二，经济虽在承受压力，但高层的判断，目前压力在可控范围之内；其三，物价控制没有明显的好转，而物价引发的稳定风险仍未消除。故而紧缩政策的基调近期不会松动，估计全年在表述上都不会有大的改变。

但是，基调不改并不意味着没有松动，笔者认为触动松动的条件在渐渐增多，基调不改实质松动的机会在悄然增加。理由是：

一是高层十分关注的物价问题已经步入拐点，即将调头向下，更为关键的是，民众对于高物价的忍受度在提高，也即未来一个相对长的时期，物价都将在高位运行，这在民众中已经形成普遍的认知，高物价的“合理性”及无奈感增加了，相对的，其压力也就对应的得到部分的宣泄，高层的物价承压有所减弱。另外，笔者在北京、厦门、重庆与部分开发商朋友交流，这些开发商有大型的、也有中小型的，有非上市企业、也有上市公司。据他们透露，在资金头寸严重受制的情形下，大多开发商在新盘定价时，看似保持价格刚性（一般的作法是提价 2%—5%，幅度控制在国家监控的幅度内，为此市场的价格预期，这样造成不至于房价预期一致向下而导致连锁反应），实质在“所谓金九银十”销售旺季到来之前，以期改善资金状况，都在隐性降价，有的幅度在 15% 以上。因此，房价的暂时压制也使得整体价格压力减弱不少（渡过难关之后有反弹欲望，但保障房的集中上市，估计对房价上升会是持续的压力，况且、紧缩政策对此估计不会松懈）。

二是增长下行在目前虽说可以承受，也可以解读为调结构的结果，但如果持续的下滑，估计就会动摇高层的判断，调研的结论是，下滑的趋势已然明显，影响高层判断的数据在全会前会密集显现。

三是紧缩对拟制物价的边际效应也在减弱，但对增长的冲击在不断上升，其结果是，中小企业的融资压力不断上升，企业运转日益艰难，有的不得不关门歇业，中小企业“倒闭潮”虽未免夸大，但一味紧缩下去，失业压力将越来越大，这个问题可能转化为比物价更为头疼的政治压力，在与重庆、贵州、江西的地方官员、企业老板交流中，大家对于失业人数的增加感到明显的担忧，稳定就业在下次全会上会上升为主要的议题。

与省市商业银行的交流中，感觉松动的暗流在操作层面已经悄悄开始，但是影响二级市场预期的显性松动估计要在十月之后。

跟踪迹象：一般在经济下行开始，高层往往采观察的态势，持续几个月后，如态势未改，中央智囊机构的调研密集起来，稍后是中央宏观部门、相关部委、再接着就是中央领导也开始亲自调研；同时，主流媒体宣传同步密集，其调子会有所改变，这中调子的微妙变化最值得关注。

其时间窗口，九月底，十月初。松动的方向是有利于就业增长，中小企业、微小企业的融资改善将是重点，连带的效应是：整体企业的绩效会有所改善，二级市场的资金面会有所改变。股市向好是大概率事件。也许，二级市场的预期会稍早于这一窗口提前反应。但是，由于紧缩的大环境及外围经济体的状况依旧低迷，其对股市的利好不宜被夸大，二级市场的反应级别估计不会太过乐观。



分析师介绍

夏敏仁：中南财经政法大学博士，财政部财科所博士后。专注于在基本分析框架中融入中国特色的制度与政策架构对宏观经济趋势的影响，并据此得出资本市场的趋势性关联。获“中国首届（2008）管理科学奖”，第12届“孙冶方经济奖”。2010年《新财富》宏观组入围。

基金研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街188号4楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道201号渣打银行大厦601室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。