

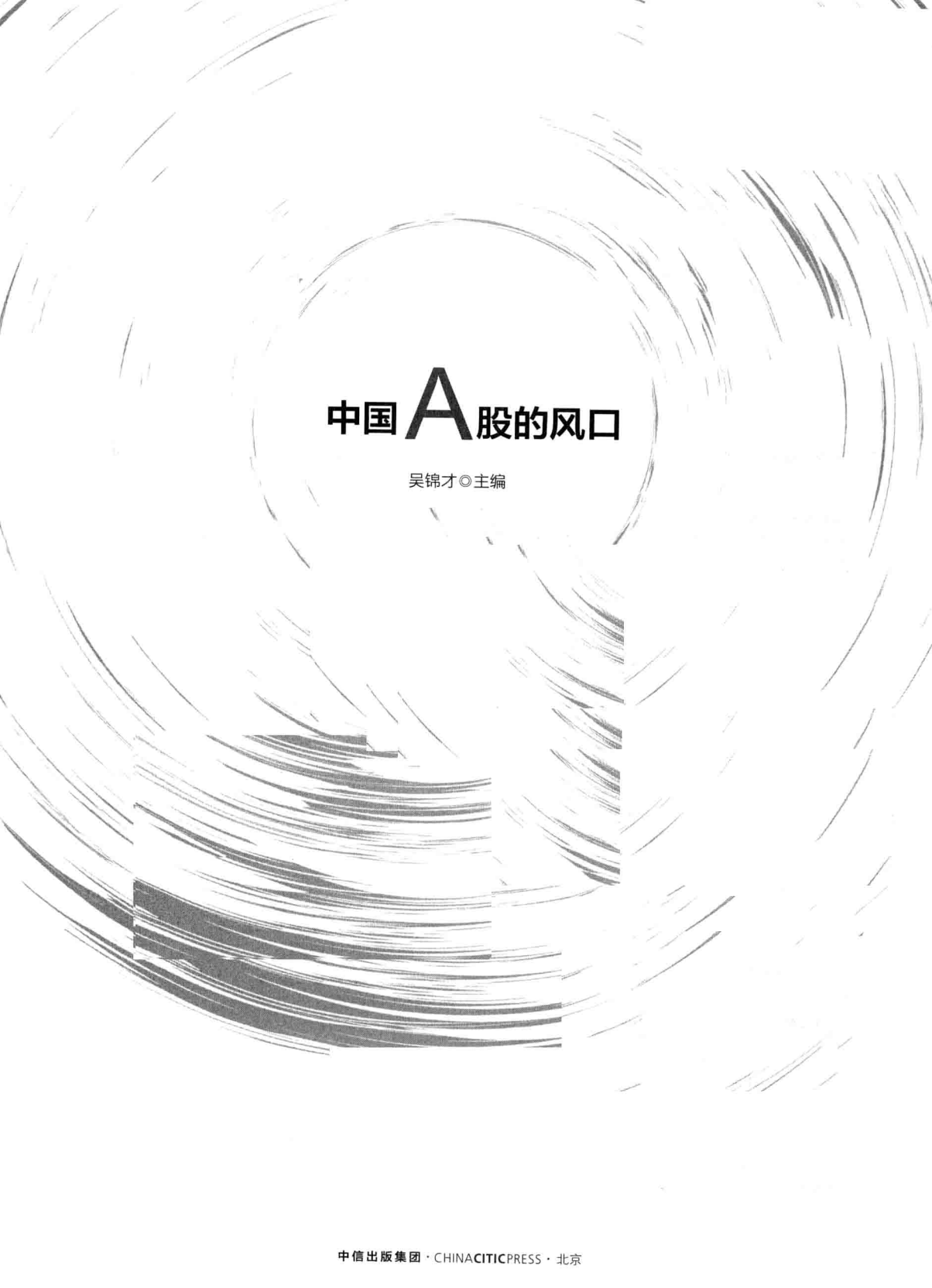
中国 A股的风口

吴锦才◎主编

未来十年：
世界的风口依然在中国
中国股市新版图



中信出版集团 CHINA CITIC PRESS



中国 A 股的风口

吴锦才◎主编

图书在版编目 (CIP) 数据

中国 A 股的风口 / 吴锦才主编. —北京: 中信出版社, 2015.6

ISBN 978-7-5086-5307-5

I. 中… II. ①吴… III. ①股票市场-研究-中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 128649 号

中国 A 股的风口

主 编: 吴锦才

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 中国电影出版社印刷厂

开 本: 787mm×1092mm 1/16

印 张: 20.75 字 数: 226 千字

版 次: 2015 年 6 月第 1 版

印 次: 2015 年 6 月第 1 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-5307-5 / F · 3418

定 价: 48.00 元

版权所有 · 侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

未来十年：世界的风口依然在中国

2014 年读过美国学者伊恩·莫里斯写的《西方将主宰多久》一书，他提出：人类历史其实就是东方文明和西方文明之间相互赶超的历史，文明的背后则是国家治理体系和治理能力。东方文明以中华文明为代表，从秦朝开始，治理体系和治理能力第一次赶超西方；西方文明自文艺复兴时期开始赶超中华文明，19 世纪全面超越东方；过去 250 年，一直是西方在主宰这个世界，然而西方在 21 世纪面临的危机不仅是经济的危机，还是治理体系和治理能力的危机；问题来了，东方能在 21 世纪超过西方吗？从 GDP 看中国已经超过日本，从购买力评价来看 2014 年中国已经超过美国。那么，东方能在 21 世纪全面超过西方吗？

党的十八届三中全会提到的全面深化改革的总目标是完善和发展中国特色社会主义制度，推进国家治理体系和治理能力现代化。习总书记在中央党校专题研讨班上讲话中阐述的“四个全面”包括“全面建成小康社会、全面深化改

革、全面依法治国、全面从严治党”。我的体会是“梦想、改变和人性”——全面小康就是梦想，全面深化改革就是改变，改变才有机会，全面依法治国和全面从严治党就是为老百姓提供安全感，让我们的治理体系更加人性化。

习总书记在南京大屠杀国家公祭仪式上讲话我听了两遍，也很有感触：第一，很自信；第二，很有大国风范。其中有句话是说，“中华民族的发展前景无比光明”，体现了对国家未来的信心。我把这两部分内容放在最前面，是想给大家一个视角，怎么看中国的未来。这也是我后面讲的内容的假设条件：东西方的赛跑，改革是胜负手。如果我们真的大刀阔斧推行改革，如果我们实际做的和说的一样，我觉得国家前景无比光明。

世界的风口依然在中国

风口是一个物理学的概念，气压差才能产生风口。经济上，不平衡才能产生风口。最重要的是，从投资的角度讲，不平衡产生的风口具有高确定性。一个平衡体是往左，还是往右，往往并不确定，但是不平衡迟早要回归平衡、回归均值，这个是确定的。

为什么有信心说未来十年世界的风口在中国呢？

到今天为止，绝大部分人还是对未来十年中国的经济增长有很大怀疑，这不奇怪。中国经济在未来十年还能不能引领全球经济？我个人觉得最重要的一点是要看中国企业的全球竞争力。非常明显，过去几年中国企业的全球竞争力在逐步下降。如果这种情况得不到改变，中国经济不可能引领世界经济。竞争力下降带来的最大影响是外贸。在全球经济增长的版图里有个数据非常重要，就是全球贸易。历史上，全球贸易的前十名一直是世界经济的引擎。特别是发

展中国家往发达国家走的时候，贸易都排在全球前列。日本、德国当年占全球贸易的总量都曾超过 10%，但超过 10% 以后，不能保持全球竞争力，贸易占比就会下来，这意味着外需就没了。

如果贸易上不能保持顺差，仅仅靠国内的消费与投资，长期维持 5% 增长就很不错了。

三大痛点关乎中国企业竞争力

日本 20 世纪 70 年代在经历十年 10% 以上的增长率后，增长率突然直接掉到 4%。我们会这样吗？

我认为，直接影响中国企业全球竞争力的因素有三个，而这三大因素又恰恰是中国经济与全球发达经济体的三大不平衡，或曰“三大痛点”。其实这三个痛点现在是痛，未来都是机会，它们的变化会直接促进中国企业全球竞争力的提升。

第一个痛点，也是最大的痛点，是效率。改革开放伊始我们效率比较低，但有非常便宜的成本，土地、劳动力、环保，成本都低，所以低效率也能打过老外，但是现在没有效率就要出局了。企业效率是全球竞争力非常重要的因素。效率包括两方面，一方面公司本身的效率，这和中国企业管理水平、技术水平、商业模式有关，另一方面和企业外部运行环境，也就是政府行为有关系。这里有两个数据，第一个是物流成本占 GDP 的比重，中国达 18%，特别高，这是企业效率的表现。BCG 曾有报告认为，中国企业可以平均砍掉 28% 的物流成本。第二个是 PM2.5，为什么这也跟效率有关系？这实际上是我们在资源和能源的利用效率上比较差。我们现在效率有很大的改进空间。有人会说以前也存在这样的

问题为什么不改？因为以前我们过得挺好，我们全球竞争力很强，我们的商品全球畅通无阻。但是现在不行了，这是我们整个经济体系里最大的一个痛点。

第二个痛点是金融体系，中国迄今的金融体系还是商业银行主导的金融体系，已经跟不上经济结构的变化发展。中国直接融资和间接融资比重差很大。不和美国、日本比，就和巴西等金砖国家比，差距也是极大的。其实反差就是机会，这种不平衡就像索罗斯做宏观对冲一样，一定会掰过来，所以有确定性。我个人觉得，未来5年这个比重就会发生巨大的变化。

第三个痛点是人口结构。其实经济发展最核心的决定因素就是人口。人口结构我关注三个方面：生活水平、受教育程度和老龄化程度。大家看看中国和全球，我们是什么情况？第一，收入水平。我们比俄罗斯、巴西都低，比印度高一点。我们人均收入是美国的 $1/6 \sim 1/7$ 、加拿大和德国的 $1/5$ ，说明我们人均收入和大的经济体比还有很大空间。而且，中国内部城乡差距也很大，如果要划分的话，可以划分出好几个层次。第二，受教育程度。中国拥有世界上规模最大的接受过高等教育的劳动力大军。中国受过高等教育的人口有1.1亿，全世界排名第一，超过美国的7600万。25~64岁生力军人群中，美国受过高等教育人口为46%左右，受过高等职业教育的为42%；中国在这个年龄段受过高等教育的只有9%左右，受过高等职业教育的只有14%，比重还很小。此外，从1964年到2010年，中国受不同教育程度的人力资源结构变化很快，中国受高等教育的人数从0.48%上升到8.93%，文盲从33%下降到4%。第三，人口老龄化程度。中国现在平均寿命已经很高了，上海的平均寿命是高于纽约的，中国全国人均寿命只比美国低3岁。中国人口基数大，所以非常了不起。更重要的是，中国14~64岁的劳动力大军人群占总人口的73.4%，是所有发达经济体中间最高的，也高于巴西。为什么说未来十年有希望呢？这都是生产力。

总结中国经济的三大痛点：第一是效率，效率低没法和别人竞争，所以全球竞争力下降，贸易条件就会恶化。第二是金融，现在金融体系不支持结构调整，不支持发展新经济、新产业。第三是人口结构，收入和发达国家比差距大，自己内部也有很大不平衡；受教育程度绝对人数及占比与发达经济体比反差很大；年龄结构上中国抚养比没想象中糟糕。所以中国的机会在哪？未来十年，如果三大痛点都有合适的解决方案，这就是我们的机会。

靠互联网提升政府和市场效率

如何解决效率低下这个痛点？第一，政府自身改革。因为企业运行环境就是政府行为造成的。第二，市场的变化。党的十八届三中全会中提出市场在社会资源配置上起决定性作用、去行政化、负面清单模式改革。两年来，政府自身改革这个效应已经体现。政府把空间还给市场后，市场本身如何占领全球？通过互联网。互联网本质上是工具，是更加有利于提高效率的工具。恰好就是这种机缘，在中国很需要效率的时候，互联网诞生了。当前，中国互联网的发展程度，基本可以与美国媲美，互联网极大地提高了中国企业的效率。以小米手机为例，手机是一个很传统的行业，小米手机用了四年时间做到中国第一、世界第三，为什么这么快，本质上就是效率。互联网思维本质是去中间化，是把社会多余的耗损和摩擦去掉。虽然有人说小米手机品质也不咋地，但是不管怎么样，他依靠一种新的思维方式，把企业效率提高到了很高的程度才能达到今天的目标。小米能走多远，我们拭目以待。大家如果看到哪个行业现在是无序的、信息不对称的，又能够通过互联网去整理的，一定有很大的机会。

金融体系亟须重塑

如何解决第二个痛点——落后的金融体系？中国是全球第二大经济体，金融体系还这么古老。商业银行主导金融体系本质上意味着抵押文化。整个人类经济活动包括生产、消费和交换，金融是交换里面最重要的，如果交换的过程只能通过抵押，说明效率很低。

为什么十多年前就讲直接融资比例太低，需要变，到今天也没变？核心因素是房地产。房地产的产业链非常大，而且房地产代表的是硬资产行业属性，所有产业链上的企业基本上都能提供资产抵押，获得银行的信贷。所以，商业银行过去十年推动了整个房地产产业链快速成长。银行挣钱，房地产也挣钱。

但今天不行了，因为现在经济要去房地产化。这个关键时点是2014年二季度末，全社会形成共识：房地产需要调整。从供给和需求两个方面看，金融体系都需要快速变化。首先谈需求，谁对金融有需求？是产业，产业结构不同，需求不同。现在新兴产业没有硬资产，新经济很难做抵押，本质上就要求改变金融体系。供给就是社会资本的供给，就是老百姓的钱。过去老百姓的钱大部分都在房地产和储蓄，其中房地产大概占50%~60%，储蓄大约有20%。这个也一定会变的，过去买房子比银行存款还保险，现在房地产看跌就不得不变了。商业银行主导金融体系，一定要转变成资本市场主导金融体系，才能适应现在整个经济结构的需求，才能适应居民资产配置的需求。

从全球经济发展历史看，资本市场主导的经济体比商业银行主导的经济体通常更有活力。资本市场应该成为市场经济国家最重要、最核心的市场，在配置社会资源方面起主导性作用。更重要的是，一个强大的资本市场不仅是中国经济转型的需要，也是激发全社会企业家能力与国家创新能力的需要。

人口结构变迁带来五个启示

如何解决第三个痛点，人口结构。从收入水平、受教育程度、年龄结构来看，我们的人口结构，既是痛点，也是未来经济增长的保障。我想谈谈未来人口结构变迁的启示。第一个启示是，绝大多数人追求的中国梦还是创造财富、改善生活，这是中国和其他发达经济体的重大区别，也是中国经济增长最重要的动力。为什么？因为对大部分中国人来说，我们还是太穷了。第二个启示是高收入人群追求生活品质的提高，与此对应，消费升级、娱乐、体育、环保、军工、信息安全等都大有空间。第三个启示是人口进一步老龄化预示着，医药医疗的支出进一步加大。第四个启示是受教育程度预示着，教育产业的空间依然巨大。第五个启示，我觉得很重要，年龄结构及受教育程度说明：中国的产业结构可以多元化，既能挑战中高端产业，与发达国家竞争；也能继续中低端产业，与发展中国家竞争，这是全球任何国家都不具备的优势。十三亿人口，一种语言，一种货币，收入水平、受教育程度和年龄结构还存在那么多不均衡，这就是中国最大的竞争力。

总结起来，市场化改革和互联网能大幅提高企业效率，资本市场的繁荣能够极大地激发全社会的创业热情，提高国家创新能力，大多数人的中国梦还是创造财富、改善生活。收入水平的提高又会产生更多的需求，这些都是快速提高中国企业全球竞争力的有效方式。

现在看来，中国至少有两件事可能是其他国家无法相比的：一是我们正在进行着如此大规模、全方位的改革；二是我们正在进行着如此大规模、全方位的创业创新。也正是这些原因，我有信心，未来十年，世界的风口依然在中国。

资本市场 5 年内或破百万亿规模

根据上面的分析，我们可以通过三个维度来寻找中国的投资机会：互联网改变传统行业、人口结构变迁和金融市场变革。为什么说资本市场才是中国未来五年最大的风口？因为前两个都不是最近才开始，也不是未来短期能急剧变化结束的，而金融体系是从现在开始在未来五年会产生极大变化的领域。因为这个点到了，历史上也是。韩国和美国就是在利率市场化以后都实现了资本市场的蓬勃发展。最重要的是，资本市场的变化会改变我们每一个人，改变社会资源配置方式，改变这个国家，这也是国家治理体系人性化的体现。

说到资本市场繁荣，我想说三点。

一是长牛和短牛的问题。我认为是长牛，2014 年初我就说是 3~5 年的长牛，甚至更长。什么是长牛？很简单，因为这次变化是从商业银行主导的金融体系转变成资本市场主导的金融体系。说白了，以前资本市场是配角，以后资本市场是主角。主角是什么？主角就是不能长期被忽视。从这个角度看，本轮牛市会区别于历史上任何一轮牛市。

二是市场能涨多高？我觉得 100 万亿市值是第一个平衡点。我想用资本市场的势能与动能的转化关系来解释这个问题。当前，资本市场有两大势能，一是国内居民资产的重新配置，这里有超过 100 万亿元的规模。二是全球资产配置中国，这是 100 万亿美元的规模，以中国 GDP 比重算，也有超过 10 万亿美元。这两大势能一个已经开始转化，一个还基本没开始。能转化成多少市值？2014 年中国 GDP 是 63 万亿元，按照未来 5 年每年增长 6% 计算，5 年后 GDP 将达到 84 万亿元，那么未来股市的均衡市值应该在 100 万亿~150 万亿，这就是我们的变化，而现在才 30 多万亿。100 万亿~150 万亿怎么来？通过三个渠道，

第一是IPO，第二是内生增长，第三是并购证券化。现在三方面都有空间，所以未来5年会产生70万亿~100万亿的新增市值，是过去我们存量市值的2~3倍，这是非常大的市场。100万亿是增长过程中的第一个平衡点，市场前期由不平衡到平衡，矫枉很可能过正。100万亿以前，应该是快涨、疯牛，100万亿后是慢涨、耕牛。

势能转化成动能，动能在哪？我们可以从三条线来寻找动能，第一条线是无风险收益率逐步下降带来的市场估值水平的持续抬高，也就是低估值高分红的蓝筹；第二条线是创新转型，前面谈到的互联网改造传统产业，人口结构变迁带来的机会，还有一些新兴产业，都属于这一范畴；第三条线就是并购成长，通过并购实现成长，是牛市中最靓丽的风景线。

三是资本市场繁荣的机会在哪？资本市场的繁荣首先有利于创业者，也就是资本市场的供给者；其次有利于投资者，包括私募基金、资产管理机构和普通投资人，也就是资本市场的需求者；当然还有市场的服务者，交易所、投资银行和各类中介机构。我们如果做不了创业者可以做一个有准备的投资者。

上海六禾投资有限公司董事长 夏晓辉

迎接中国资本市场黄金年代

——写在新“国九条”发布一周年之际

2014年5月9日，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》提出，加快建设多渠道、广覆盖、严监管、高效率的股权市场，规范发展债券市场，拓展期货市场，到2020年基本形成结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系。

新“国九条”体现了党中央、国务院对资本市场改革发展的高度重视，从国务院层面对资本市场下一阶段发展进行顶层规划再设计及制度重构，将全面释放资本市场改革红利。

一年来，在新“国九条”的推动下，中国资本市场各项改革取得重要进展：IPO注册制推进取得实质性进展，并有望在2015年推出；新三板市场火爆有力缓解了部分中小企业的融资难问题；沪港通推出；证监会进一步简政放权……

与此同时，沪深两市大幅上涨：上证指数从2011.14点震荡上行至4112.21

点，涨幅达 104.47%；A 股总市值从 26.48 万亿元飙升至 57.61 万亿元，涨幅达 117.56%。

我们看好中国资本市场的长期发展：第一，从融资结构而言，以股权融资为代表的直接融资大发展契合我国融资结构改善，包括 A 股、新三板、债券等在内的直接融资大有可为；第二，从创新驱动而言，股权投资繁荣与创业创新水乳相融；第三，从居民资产配置而言，股权投资还有很大发展空间，股票资产比重有望显著提升。从发达国家来看，居民资产配置以金融资产为主，而我国居民资产配置主要集中在住房和存款。最后，从世界强国发展历史来看，国家的强大与资本市场的强大相辅相成，从荷兰到英国，再到美国，莫不如此。

经济改革奠定牛市基石

A 股市场“改革牛”浮出水面，牛市基因孕育自多方面：既来自于党和国家领导人对于经济新常态下资本市场的高度关注，又有实体经济改革为之奠定的基石；既得益于资本市场自身功能的不断完善，又与资本市场之于实体经济影响力不断提升密切相关。

2014 年 12 月 14 日，习近平总书记在江苏调研时指出，要主动把握和积极适应经济发展新常态，推动改革开放和现代化建设迈上新台阶。他强调，把经济发展抓好，关键还是转方式、调结构，推动产业结构加快由中低端向中高端迈进。要以只争朝夕的紧迫感，切实把创新抓出成效，强化科技同经济对接、创新成果同产业对接、创新项目同现实生产力对接、研发人员创新劳动同其利

益收入对接，形成有利于出创新成果、有利于创新成果产业化的新机制。^①

2015年两会期间，李克强总理在谈到“把改革开放扎实推向纵深”时指出，改革开放是推动发展的制胜法宝。必须以经济体制改革为重点全面深化改革，统筹兼顾，真抓实干，在牵动全局的改革上取得新突破，增强发展新动能。

目前，我国经济呈现三个主要特点：一是从高速增长转为中高速增长；二是经济结构不断优化升级，第三产业、消费需求逐步成为主体，城乡区域差距逐步缩小，居民收入占比上升，发展成果惠及更广大民众；三是从要素驱动、投资驱动转向创新驱动。

新常态带来新挑战，更带来新机遇。我国经济必须通过全面深化改革迎接挑战、把握机遇。我们看到，一年来，“一带一路”国家战略推出、自贸区试点扩围、国企混合所有制改革深化……无论是对外、对内还是宏观、微观，经济领域改革正不断推陈出新。

2015年3月28日，国家发改委、外交部、商务部联合发布《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，“一带一路”规划落地，奠定了未来若干年中国经济与外交的战略支点：对内，“一带一路”有利于解决中国产能富余和传统贸易增长瓶颈问题；对外，“一带一路”发展沿线国家经济，有助于中国在消化富余产能的同时参与构建国际金融新体系，服务于人民币国际化战略，进而增强中国的国际影响力。“一带一路”战略是多赢策略，也将在未来较长一段时期成为资本市场的超级主题。

若将“一带一路”视为资本、产能、文化等的对外输出，设立自贸区则是

^① 习近平在江苏调研，人民网，2014-12-14。

全面改革的对内深化。2013年8月，国务院批准设立上海自贸区，作为中国第一个自由贸易试验区和新的经济试验田。

2015年3月24日，中央政治局审议通过了广东、天津、福建自由贸易试验区总体方案以及进一步深化上海自由贸易试验区改革方案。粤、津、闽三个自贸区可以与沪自贸区形成互补试验和对比试验，充分检验相关改革开放措施的实施效果以及复制推广的可行性，为全面深化改革、扩大开放进一步探索新途径、积累新经验。

微观层面，国有企业改革的步伐也在提速。2013年12月上海市率先公布首个地方国企改革方案，其余各地国企改革方案随后相继出炉；2014年2月中国石化推行销售板块混合所有制改革，打响央企混改第一枪；2014年7月国资委公布首批央企改革试点名单，9月国资改革总体指导意见征求意见稿下发……据中国证券报记者不完全统计，已有超过20个省市出台了国企改革方案，石油石化、铁路、汽车、商贸零售、建筑工程、医药、钢铁等多个领域的国企改革正不断深入推进。值得注意的是，通过提高国企的资产证券化率、提高市值管理水平、改善财务结构，资本市场正成为新一轮国企改革的重要支撑力量。

功能完善提升股市地位

实体经济改革为资本市场做大做强奠定基石。作为实体经济转型升级的助推器，资本市场自身功能亦在不断完善。扩大对外开放、健全多层次资本市场体系、提高直接融资比例、促进实体经济发展，已经成为资本市场深化改革的重要命题。

习近平总书记2014年11月9日在亚太经合组织工商领导人峰会开幕式上

演讲时指出，中国致力于构建开放型经济新体制，放宽市场准入，扩大服务业包括资本市场的对外开放，扩大内陆沿边开放。

2015 年两会期间，李克强总理在答新华社记者问时指出，2015 年要进一步发展多层次资本市场，降低企业的资金杠杆率，使金融更好地为实体经济服务。他强调，要围绕服务实体经济推进金融改革。

加强多层次资本市场体系建设，实施股票发行注册制改革，发展服务中小企业的区域性股权市场，推进信贷资产证券化，扩大企业债券发行规模，发展金融衍生品市场。推出巨灾保险、个人税收递延型商业养老保险。创新金融监管，防范和化解金融风险。大力发展普惠金融，让所有市场主体都能分享金融服务的雨露甘霖。

两会期间，证监会主席肖钢表示，股票发行注册制改革，是资本市场改革的一项重要内容，也是监管转型最重要的突破口。推进注册制改革，实际上是要构建一个宽进严管、放管结合的体制，所以和监管转型、转变职能结合得非常紧密。如果注册制改革能够顺利推进，证监会监管转型就会取得很好成效。

不难看到，宏观层面，资本市场的改革不断深化：

IPO 注册制加快推进。4 月 20 日，证券法修订草案提请人大常委会一审，注册制改革被列为 2015 年证监会的头等大事。当前金融结构以银行间接融资为主，注册制将降低企业上市门槛，提高企业直接融资规模，优化社会融资结构。此外，注册制激发创新创业活力促转型。注册制改革中明确提出，取消股票发行的持续盈利条件，现阶段无法盈利但拥有潜在高成长性前景的企业将受益。

沪港通正式推出。2014 年 4 月 10 日，两地证券交易所和监管机构宣布开启“沪港通”。2014 年 9 月 26 日，《上海证券交易所沪港通试点办法》发布，由此确立了我国资本市场对外开放互通的重要机制。目前海外投资者持有 A 股总市值