

watch|上证观察家

真实反映 GDP 状况的股票应具有高估值

□刘煜辉

在几位经济学家“估值过高”和“出现泡沫”等言论的鼓噪下,中国沪深股市连续出现了大幅调整,上证综合指数一周跌幅超过7%。这是过去8个月里该指数出现的最大单周跌幅。中国市场的投资人一下子陷入了集体迷茫,2007年的中国股市到底会如何演进,似乎又进入了难以决断的分水岭。

要解开目前出现的这层谜团,首先必须对中国股市的基本面,即中国经济的总体状况有一个准确的把握。当今世界经济形势主要看美国的消费和中国的投资,而中国的投资很大程度上又依赖于美国的消费需求。所以主要还是看美国经济今年是否会呈现逆转——美国消费需求是否会呈现明显萎缩?

2006年尽管房地产业出现了下滑,但美国的消费不可能出现明显放缓。随着能源价格的下跌和出口的改善,美国的贸易赤字连续4个月下降,甚至美国的经济学家认为,美国的贸易状况已经开始根本好转,使得美元从基本面获得支撑,联储在此状况下,没有必要通过加息来维

在对中国经济形势有了一个总体把握,对流动性泛滥也有了客观的认识后,我们就可以认为,对目前的股票市场被指为存在大量泡沫,并不是一种完全符合事实的说法,至少没有看到今天中国股市的基本面已经与以往几次所面临的基本面有很大的不同。市场必须恢复应有的价值发现的功能,其中真正反映中国国民经济状况的股票,就应该被赋予高估值。我们预计,经过一定的调整后,未来市场仍将循着健康向上的轨道前行,指数会上升,个股的走势则出现分化,而这种格局的确立,恰恰是一个市场开始成熟的标志。

系美元,甚至可能转而降息,美国10年期债券收益率已经从3个月前的峰值5.2%下降到4.6%左右,这些都有利于股票市场的上扬,使得财富效应得以延续。

既然美国经济2007年不会出现大的变化,那么与其高度关联的中国股市又会出现什么问题呢?中国经济仍能保持自2005年以来的高速增长格局,虽然内外失衡越来越严重,但这种失衡只可能通过体制和机制改革、经济转型加以调整,这是一个需要5-10年的长期过程,不可能集中在今年一年内完成。

现在经济学家对我国金融领域流动性泛滥的状况很担忧,流动性泛滥对于整个金融格局也许有它的不利之处,比如它会增加市场的投资冲动,客观上也会影响股市。那么,这种格局

是否能在近期出现改观呢?

在中国和美国经济基本没有发生变化的情况下,流动性泛滥在相当长时间内是一种常态,这是当下全球国际货币体系和全球经济格局所决定的。而货币当局对此往往无能为力。故,在内外失衡的格局下,投资保持较高的增速是必然的,这不是行政上的主观意志所能改变的。

通过紧缩流动性(加息和提升准备金率),或许短期内能将过快的投资增长控制下来,但显然消费需求在短期内无法形成内需替代,而中国进口基本取决于国内的投资需求,因为进口的90%是投资品,包括技术,原料和能源等,基本日用品进口比例已经下降到很低。所以投资需求受到抑制必然导致进口需求减速,而在外部需

求依然强劲的情形下,顺势增加只能加速,此时投资消费的内部失衡就转化为国际收支的外部失衡,也就是说,宏观调控直接效果在一定程度上转化为人民币升值压力。随后必然是热钱更快涌入,整个金融体系流动性泛滥,货币市场利率低迷,房地产、股票等资产泡沫开始急剧膨胀。

显然,在内外失衡的格局下,流动性泛滥、投资率高企是一个“死循环”。而要跳出这个“死循环”,只有通过一系列体制和机制的改革来实现经济转型,大力发展资本市场,提升中国金融体系的整体效率无疑是重要战略之一。

在对中国经济形势有了一个总体把握,对流动性泛滥也有了客观的认识后,我们就可以进一步来考察分析中国股票市场

目前的基本状况。

判断中国股市目前的基本面,我们可以从以下5个方面来进行分析。其一是企业税率下降的可能性,中国是全球现行税率比较高的地区之一。加之对外资政策的调整,取消超国民待遇,两税合一的法案有望在今年两会得以通过。

其二是在美国经济不出问题的情况下,中国投资是否能够下得去?而投资一半左右是房地产,房地产投资下不去(事实上,房地产投资刚性地下去了,中国面临崩溃的风险可能性更大),那么钢铁、水泥这些周期性行业的盈利水平就能够持续下去,三五年内可能不会有太明显的变化,因为转型牵涉到诸多体制和机制方面的改革,这需要时间。

其三是经济转型的改革使

得装备制造和消费类行业的前景变得可以憧憬。

其四是本币升值的强预期下的资产膨胀造成公司价值重估。

其五是奥运和世博会一些短期刺激因素的影响。

正是通过这5个方面的考察分析,我们认为,对目前的股票市场预期为存在大量泡沫,并不是一种完全符合事实的说法,至少没有看到今天中国股市的基本面已经与以往几次所面临的基本面有很大的不同。当然,前一段时间“鸡犬升天”的状况必须修正,市场必须恢复应有的价值发现的功能,其中真正反映中国GDP状况的股票,就应该具有高估值。显然,在这轮暴跌中,以金融地产为主的一线蓝筹股的大幅下调,虽有技术性市场因素,但相当程度已经属于非理性的范畴。我们预计,经过一定的调整后,未来市场仍将循着健康向上的轨道前行,指数会上升,个股的走势则出现分化,而这种格局的确立,恰恰是一个市场开始成熟的标志。

(作者为中国社会科学院金融所中国经济评价中心主任)

为什么国外股市没有那么多唱空的“权威声音”

□邓聿文

新近出台的“泡沫论”是新一轮唱空内地股市“大合唱”中的最响亮音符。2007年1月中旬以来,“泡沫论”以一种强势姿态进入了中国股市的舆论中心。先是谢国忠撰文,提出要警惕内地股市出现泡沫;紧接着,经济学家吴敬琏在港指出,A股火爆的主要原因在于国内流动性严重过剩,并认为热钱有30万亿美元;几乎与此同时,多家外资投行如摩根士丹利、汇丰、德意志银行等相继发布研究报告,提示A股的泡沫风险。1月24日,美国人罗杰斯在中央电视台大呼小叫中国股市泡沫过大。可能嫌这还不够,1月底,一位政府高官又借在海外接受采访的机会,对目前的市场作出了否定性的结论,终于引发中国股市出现了大范围的暴跌。

2006年中国股市走出了波澜壮阔的大涨行情,凭借130%的年度涨幅勇夺全球主流资本市场涨幅第一桂冠,彻底告别了长达四年的漫漫熊市。伴随着股市的大幅上涨,财富效应日益显著,场外资金加速入市,股民、基民日益增多,股市再度成为人们狂热追捧的地方。但股市的上涨也带来了股市泡沫的争论,一些著名的经济学家和分析师直指这是非理性上涨,并用传统的价值投资理论教导股民理性的上涨应该如何进行,国际市场上平均的市盈率、市净率标准应该是多少,如果中国股市再继续上涨,日本十几年前的泡沫经济就是前车之鉴,等等,就像过去历次上涨后出现的争论一样。

情况真的如此吗?抛开这些学者的言论是否在理论,我们会发现一个有趣的现象,只要中国股市出现大幅度上涨,伴随而来的,一定是一股唱空中国股市的声音,这似乎成了中国股市特有的规律。我们在国外的股市——无论是发达国家的成熟市场,还是发展中国家的新兴市场——却看不到这种情况。

笔者认为,原因可能出在中国股市“新兴+转轨”的特点上。发达国家的成熟市场自不必说,那里有一套健全的发行、审核和监管制度,股市的功能首先是发现,即发现优质企业,所以在股市起作用的是市场而不是政府。其他新兴市场由于规模相对较小,没有那么多国企上市,也好监管。中国股市则不一样,既有新兴市场的特征,又有转轨时期的特殊情况,再加上中国经济规模的庞大,国企上市公司较多,所以有着自己独特的性质。中国股市成长的初始推动力不是来自企业和投资者的市场自发力量,而是来自

政府的行政推动力量。因此,作为国家制度安排的结果,股市在功能、结构、交易规则以及市场运行的信用基础方面与市场内在运行有着本质的冲突。政府既是监管者,又是上市公司的最大股东,政策对股市具有非常大的影响力,特别是在股市中所扮演的高峰和低谷时期,政策的影响更是极其重要,它可能改变价格的运行方向,从而使价格产生较大的波动。总之,政府在股市中所扮演的监管者和上市公司最大的股东代表的双重角色,使其调控政策变化不定。

去年和今年1月中国股市有较大幅度上涨,但如果把它与中国经济的发展进程整体联系起来,就可以得出一个实事求是的结论。2001年6月14日,沪市就达到了2245点,从2001年到2006年,中国GDP从95933亿元上升到209407亿元,增长118.3%,而在这同时,股价指数即使到现在才2900点,去掉新股上市虚增的400-500点,股价的上涨才只有200多点,五年多只涨了10%左右;1993年2月10日,上证指数就达到了1528.51点,从1500点到2900点,沪市整整经历了14年时间。由此来看,这样的涨幅一点都不快。再从投资证券市场的人数看,截至1月23日,包括A股、B股和封闭式基金在内的个人开户数量突破8000万户,达到8053万户。以每户4口计算,参与证券投资的人数接近中国总人口的25%。而在发达国家,这个比例通常在60%以上,美国则有85%的人直接或间接投资于证券市场。所以,也根本谈不上全民炒股。

投资股市就是投资未来,因为股市靠的是信心和预期,没有信心,也就没有希望。中国股市的这一轮牛市来之不易,它是中国经济长期高速发展和股权分置改革所带来的积极成果,不能也不应把牛市当作中国股市的异己力量。那种牛市没来盼牛市,牛市来了怕牛市的“叶公好龙”心态是不行的。股市发展到今天,我们交了太多的学费,应该更多尊重股市自身的规律,让市场运用无形之手自然调节,不要再继续在人为判断股市泡沫多少的基础上,依靠有形之手,人为地推高或者打压股市。中国经济的发展需要有一个长期的牛市,因为只有在牛市的环境中才能解决股市积压下来的深层次问题;二来也只有牛市,才能实现中央提出的大力发展直接融资的任务。中国股市的发展表明,像政治、经济、文化一样,股市也必须走一条中国自己的模式,那种推高助长、东施效颦、妄自菲薄的行为和方式,并不有利于中国股市成长。

失业保险金闲置不利再就业

□珑铭

失业保险是一种社会保障制度,即通过建立失业保险基金的办法,使职工在失业期间获得必要的经济帮助,保证其基本生活,并通过就业培训、职业介绍等手段为他们重新实现就业创造条件。失业保险有两大功能,一是保障生活,二是促进就业。因此,人们在股市中所谓“减震器”或“安全网”。

近年来,我国失业保险基金收入的增长远远快于支出,资金结余越来越大。2004年末全国失业保险基金累计结存386亿元,到2005年末结存达到511亿元,而到了2006年末,这一数字变成了708亿元。由于大量资金处于闲置状态,我国失业保险基金的应有作用远没有完全发挥出来。

以广州市为例,近年广州的失业率稳定在2%左右的低水平,失业保险金进多出少,已累计53亿多元。广州财政局一位负责人说:“在目前的情况下,即便广州停止征收失业保险金,也够用15年。”失业保险基金的使用原则是“以收定支,略有结

余”,如果大量结余必然造成浪费。

目前,我国失业保险制度存在着几个方面的问题。其一,保障范围过窄。1993年发布的《国有企业职工失业保险规定》把失业保险所实施的对象分为七类,基本上限于国有企业职工,大多数非国有企业的员工还没有纳入失业保险的范畴之内。加上一些地方出于政绩考虑,掩盖失业率,夸大就业率,实际上只有少数人能够拿到失业救济。以2002年的数据为例,该年我国城镇登记失业率为4.0%,而同期的欧盟失业率为7.6%,美国为5.6%,加拿大为7.6%。我国对失业率的定义使一部分失业的人被排除在救济范围以外。失业保险金应逐渐扩大到全体国民,这样既有利于劳动者的流动,也有利于社会和谐。

其二,被救济人员领取的失业救济金过低。国际上,被救济人员平均领取的失业救济金一般为在职职工工资的50%以上,像德国达到了69%,而我国远远低于这一水平,只有20%左右,有的地方甚至还不到10%。失业救济金过高,容易使失业者产生



依赖和惰性心理,而过低,则无法解决失业人员基本的生活问题,更谈不上通过教育、培训来实现再就业。

其三,管理费用过高,浪费严重。根据规定,失业保险基金管理费用的提取标准为2%,但实际数据显示,我国管理费用在失业保险基金中的比例高达20%以上,远远高于国际上3%-4%的水平。失业救济金的大量闲置使得管理费用过高的现象在一定程度上被遮掩。要提高失业保险金的使用效率,必须降低管理成本。

第四,以户籍划分救济范围的做法制约了再就业。世界上许多国家对失业者的

地区流动大开绿灯,有利于人才更加公平、合理的配置,像日本等国甚至向失业者支付搬迁费,以便于其在更大范围内寻找机会,更方便地找到工作。

我国失业保险金的筹集渠道本来就比较狭窄,失业保险金额尽管增长很快,但与需要失业救济的人群相比,依然有很大差距。即使这样,仍有大量资金闲置,无法得到充分利用,显然不利于我国解决失业者的再就业问题。因此,必须对目前失业保险金制度中存在的一些问题进行总结,及时加以解决,以使失业保险金最大限度地发挥作用,惠及失业者。

数字电视推广不能损害公众利益

□周金海

最近,一些地方的电视用户对当地“强制关闭模拟信号”的做法表示不满,不安装机顶盒的用户只能看到很少的几套节目。针对这一问题,广电总局日前要求,实施有线电视数字化整体转换的地区,必须保留至少6套模拟频道,转播中央、省和当地电视台的主要节目,供没有机顶盒的用户接收,以切实维护有线电视用户的合法权益。

“保留至少6套模拟频道”能够“切实维护有线电视用户的合法权益”吗?目前,有线电视频道可以收看几十套节目,在笔者所在的城市,可以收看70多套节目,“6套”仅相当于它的一个零头,这种做法实际上剥夺了观众的可选择权,无异于逼迫消费者“就范”。与国外不同的是,我们的一些电视节目是靠公共财政维持运转的,本身就为纳税人服务的责任和义务,直接纳入商业频道范围等于损害了

纳税人的利益。

事实上,就连科技非常发达的美国,在其数字电视的推广过程中也没有敢做得如此强硬,而是采取了很多措施维护模拟频道用户的权利。比如,美国规定,用模拟电视机的用户如果暂时不想更换成数字电视机,可以购买一个机顶盒,将数字信号变成模拟信号,也就是说,数字信号的资源是对模拟信号用户开放的,人们依然可以分享这部分资源。

在数字电视的普及过程中,美国政府始终是一个服务者的身份出现的。美国的利益集团曾经推动议会出台了一个临时决议,确定1998年开播数字电视,到2006年完全停播模拟电视。但该决议其实根本无法兑现,因为它有一个限定条件——85%以上的家庭接收数字电视,而来自市场调查公司eMarketer的数据显示,2005年美国数字电视用户数约为5900万,传统电视用户数有1.9亿,相差两倍多。估计到2010年的时候,传统电视用

户数为1.17亿,数字电视用户达到1.16亿,数量基本与传统电视用户数持平。因此,模拟电视根本无法在2006年停播。

随后,美国议会又决定在2009年2月18日停播模拟电视,全部过渡为数字电视,但不想用数字电视的用户依然可以通过机顶盒,将数字电视信号变成模拟信号,收看的电视节目数量不仅不减还会增加。而且,美国政府担心,到最后期限到来仍有许多美国人没有新电视机,也没有可接收数字信号的转换器,为此,美国研究补贴计划,为人们收看数字电视提供帮助。据悉,美国政府将拍卖模拟电视停播以后空余出来无线频段,并从拍卖所得中拿出10亿美元补贴低收入家庭。

美国的数字电视是在循序渐进中稳步推进的。相比之下,我们的许多地方在推广数字电视时,几乎是一步到位的,直接就停播模拟信号,也根本不向公众提供数字信号向模拟信号的转化这种服务。

一些消费者为何不愿意选择数字电视?数字电视的好处不需要烦劳有关部门费心,在资讯发达、信息丰富的今天,许多人很快都能了解到它的优势所在。关键在于,处在垄断之下的数字电视收费过高,一个成本低廉的机顶盒售价动辄几百元,数字电视的使用费用也远远高于现在的有线电视。正是暴利因素让一些消费者望而却步,同样也是由于暴利,让有关部门和企业不断采取各种措施逼迫消费者就范。

有关部门凭借垄断地位强买强卖机顶盒,甚至采取停播模拟频道的做法逼迫消费者使用数字电视,一步步强化了垄断,损害了消费者利益,这与市场经济准则和我国相关法律相违背。“保留至少6套模拟频道”根本无法维护有线电视用户的合法权益,相反,有关利益主体的利益得到了确认——它们只需拿出6套无关紧要的频道即可应付了事。

前些日子,一位领导曾提出,分红功能应该是证券市场的五大功能。这是很有见地之语。忽视分红的股市,实际上就是一个鼓励投资者热衷市场炒作以博取差价的股市。这对投资者注重价值投资,有弊而无一利。从这个意义上说,对已经失真的上证综合指数的议论,少些再少些;对市场基础性制度建设,“上证红利指数”,宣传得再多些,并不折不扣地践行,这才是功德无量之事。

voice|上证名记者

更要关注“上证红利指数”

□诸葛立早

本报1月31日“观点·评论”版刊出的《解决上证综指失真已成当务之急》,读后颇受启发。恰如该文作者所言,上证综指作为以上海证券交易场所挂牌上市的全部股票以计算范围、以发行量为权数的加权综合股价指数,在指数计算方法上存在若干问题,结果造成了“虚涨”的弊端。然而,时下不少人,包括一些专家学者却没有看到这一点,反而以失真的上证综指作为评判A股市场的风向标,于是乎,拿了一把不怎么准确的尺子,又偏偏自以为聪明,到处发表讲话对市场指手划脚,这种主观主义的做法难免跌入陷阱,甚至误导投资者和市场监管者合理判断A股市场的波动趋势。

对上证综指“虚涨”所造成的负面影响,有识之士提出建议,用能够反映上海A股市场总体走势的成分股指数取代上证综指,或者将成分股指数与上证综指一起并列显示,从而让投资者和监管部门真正认识A股市场的真实情况。我举双手拥护这个建议,期盼相关部门赶快把它提上议事日程,免得一些人明明“盲人摸象”还自以为“众人独醉已独醒”。

在不少人热闹地争论上证综指的问题时,有一个现象不容忽视,那就是整个市场冷落了“上证红利指数”。这是一个极大的悲哀。众所周知,上证红利指数是挑选在上证所上市的现金股息率高、分红比较稳定、具有一定规模及流动性的50只股票作为样本,以反映上海证券交易所高红利股票的整体状况和走势的一个指标。这个指数是当前市场上唯一将客观的价值衡量标准(现金股息率)作为样本排序筛选首要指标的指数,更能客观地体现长期投资价值所在。随着股改的顺利完成,上市公司大股东利益与普通流通股股东利益趋于一致,上市公司应该越来越注重通过稳定分红回报投资者。上证红利指数目前最重要的作用是为整个市场提供了价值投资的一个新的参照标准,其示范效应是引导和鞭策更多国内上市公司成为价值创造的真正源泉。记得上证红利指数刚刚问世时,不少市场人士对它寄予厚望。他们认为,以红利为标的的投资,代表着价值投资的一个重要的方向,特别是对于保险资金等长线投资者具有极为重要的意义。随着红利指数的推出,其成分股有望很快和上证50指数的成分股一样,迅速成为机构投资者配置投资组合时重点考虑的对象,有望为投资者提供更多的可持续发展的盈利机会。可悲的是,时下不仅市场冷落了它,甚至一些对“泡沫论”研究颇深的专家学者也冷落了它。投资者目前还是把差价收入作为自己主要的盈利来源,是否与冷落红利指数的市场风气有关,我看是值得探究的。

这种探究,在上市公司也轻视红利指数的背景下,更凸显其现实意义。尽管有种种迹象显示,2006年沪深上市公司业绩有望大幅提升,沪深净利润再创新高,但上市公司高盈利、高增长的背后却是慷慨不一。据统计,在已经公布年报的30多家上市公司中,提出派现分红预案的一半还不到。有的上市公司在实现不低的盈利的条件下,分红时却像个“铁公鸡”。有心人曾做过统计,近年来,上市公司选择以现金红利方式回报投资者的情况颇不理想。2003年,上市公司选择分红派现的,占当年上市公司总数的48.08%;2004年则占53.9%(为近年来最高);2005年则占44.02%;今年,对已公布年报公司的统计,大约占45%左右。标普指数委员会委员主席曾指出:“稳定、逐步增长的分红在传统意义上被公司的管理者用来向大众传达他们对自己公司产品的信心,投资者认为长期分红记录是一个公司成熟、增长和强大的标志。”对派现分红的漠视,实际上也是一种对投资者的误导,使他们形成某种思维定势,投资收益的来源,只能是市场差价。

前些日子,一位领导曾提出,分红功能应该是证券市场的五大功能。这是很有见地之语。忽视分红的股市,实际上就是一个鼓励投资者热衷市场炒作以博取差价的股市。这对投资者注重价值投资,有弊而无一利。从这个意义上说,对已经失真的上证综合指数的议论,少些再少些;对市场基础性制度建设,“上证红利指数”,宣传得再多些,并不折不扣地践行,这才是功德无量之事。