

watch|上观观察家

# 股市大调整:会伤害谁又伤在哪里

迅速暴涨的股市在受到一些负面传闻的冲击后,往往会做出过激反应,但是,当人们认清消息的本质后,对股市的信心会较快恢复,股市强劲反弹的动力也较大。理性的价值投资者常能看清风险和调整的本质,而成为股市的脊梁,成为股市中最大的赢家,在支持企业发展的同时,一般都能分享到经济增长的丰硕成果。在中国的股市上,如果这样的投资者更多一些,那么中国股市将会更加坚强,对中国经济发展的贡献也会更大。

□袁秀明

对此次股票交易印花税调整,股市做出了强烈反应,沪深A股市场大幅放量调整,指数连续数天巨幅下挫。面对股市调整,无论投资者或是投机者都非常恐慌,好似一场瘟疫袭来。而今,股市逐渐回调走稳,市场人气也不断恢复,投资者情绪也有所平静。按常理,在股票市场发展中,调整是常有的事,而此次沪深A股市场的调整,其幅度之大确实较为罕见。

当遇此时,不少投资者对股市的发展开始产生怀疑,股指将怎样走?应该如何从事自己的投资行为?显然,要想对股票市场的未来做出合理的预测,继而做出适当的投资决策行为,认清股市调整的本质是必要的,搞清楚都是哪些情形会导致股市调整,调整后果又怎样。应当看到,不同的消息面造成的股市调整,其后果是完全不同的。

## 经济可持续发展需要壮大中间层

□魏也

中国社会科学院发布的《中国当前的发展和民生问题》指出,2006年中国约有29.1%的调查者认为自己属于社会中下层,24.5%的人认为自己属于社会中下层,即53.6%的人认为自己属于中下层、下层。

以中等收入者为主体的“橄榄型”社会结构,被公认为是最理想的社会形态。从发展经济的角度来看,消费激活所产生的强大推动力是促使经济可持续发展的不可替代因素,而中等收入者是最稳定的消费群体。因为,在高收入者、中等收入者、低收入者三者中,高收入者人数较少,且其消费能力基本上得到了释放,而低收入者消费实力较弱。因此,世界上但凡消费对经济发展贡献比较大的国家,基本上都是中等收入者占据绝对多数的国家。比如,美国、日本和欧洲许多发达国家都属于这种结构。

但是,我国中等收入人群迟迟未能形成规模,高达53.6%的人认为自己属于中下层、下层的调查,隐隐透露出人们对自身生存状况的担忧。这种顾虑源于现实生活中的生活压力,此前已有研究报告指出,我国中等收入者属于“易碎”群体,“易碎”到什么程度?一场大病甚至为了接受良好教育所支付的学费,都可能使中等收入者成为中低收入者,甚至低收入者。

研究表明,一个拥有“相对同质的中产阶级社会的国家,会有较高的收入水平和经济增长;这些国家有较高的人力资本和基础设施建设的积累,社会动荡较少,并且城市化水平也较高”。因此,2002年11月召开的党的十六大报告明确提出:收入分配以共同富裕为目标,扩大中等收入者比重,提高低收入者收入水平。

扩大中等收入者比重,需要从制度设计层面入手。比如,目前按揭买房成为许多人的负担,这些负担与医疗、教育一起,位居人们负担的前三名。而在西方发达国家,政府提供免费或低成本收费的医疗、教育服务,分担民众的压力。而在买房方面,对于按揭买房的实行“利息挂钩”,即纳税义务人在交纳个人所得税前要扣除每月承担的银行利息。这种做法显然有利于减轻纳税人负担,有利于中等收入人群的形成。

当股指被炒得相对较高,股价普遍高估的情形之下,投机者对任何消息都非常敏感,一旦有关股市的负面消息传来,累积一定风险的股市很可能会做出过激的反应,这个消息也可能成为刺破泡沫的导火索。但是,问题的关键是,不同的消息面,对股市的影响不同。在同样火热的股市条件下,有的消息传来,猛烈冲击股市之后,会使股市一蹶不振,从此步入漫漫熊途。而有的消息传来,重重地打击了股市之后,股市却可能很快恢复元气,再振雄风。因此,弄清和区分不同的消息面,对认清股市调整本质是非常重要的。

该如何区分不同的消息面呢?一般来讲,可以将股市的消息面分为系统性的消息和非系统性的消息。系统性的消息包括加息、上市公司负面传闻、经济基本面的负面消息以及重大利空政策出台等。非系统性消息包括任何与股市有关或无直接关

## “互不竞争”合作容易损害公众利益

□李会霞

中国电信和中国网通为了规范市场行为,开展理性竞争,避免恶性价格战,签署了合作协议,主要内容是:双方停止在非主导区域的所有项目投资;双方在对方领域停止发展公众用户,甚至停止发展新的企业政府客户。

所谓“互不竞争”合作协议引起消费者的担忧。竞争是市场经济的灵魂,它是打破垄断壁垒,让消费者权益和公共利益得到保障的最重要前提,同时也是促使企业加快革新、提高管理水平进而使竞争力得到大幅提升的最强劲动力。一旦竞争的前提和动力不复存在,原本处于竞争状态的双方各自安稳地在自己“地盘”中发展,消费者权益和公共利益将很难得到保障。

有关方面辩解称,过去几年里,为进入对方领域,电信和网通历经艰辛,相互之间的竞争不断升级,设备投资不断加重,价格战也屡屡发生。北京邮电大学一位教授甚至认为:“这种竞争态势有过度的倾向,甚至可以用惨烈来形容”,“最终必然影响消费者的权益”。

## 券商上市:借壳还是IPO?

□周俊生

海通证券借壳都市股份获得上市资格,终于得到中国证监会的批准。这家国内资本规模最大的券商,即将成为证券行业的上市公司,从而成为证券市场上A股市场上券商类上市公司偏少的局面。可以预期的是,这一消息的公布,将使A股二级市场上的“券商概念股”进一步炒热,一些有券商资产注入可能的上市公司股票,将得到提升。

证券公司作为证券市场的“主力军”,对上市一直抱有很高的热情,但由于前几年证券市场的业务一直比较低迷,证券公司的业务创新能力又比较差,无法有效规避市场风险,因此无法满足IPO必须保持连续三年盈利纪录的“硬指标”。在这种情况下,一些急切希望上市的券商改道通过借壳来实现自己的愿望,也是一种明智之举。但是我们必须看到,在借壳上市的潮流中,存在着一定的问题,应该引起有关方面注意。

其一,券商借壳上市的模式,不可避免存在着一些非市场因素。券商所用的“壳资源”,通常

系的其他消息。当然,不是所有的系统性与非系统性的消息都会对股市产生重大影响。比如,目前看,央行实行的小幅加息政策,对中国股市似乎难以产生较大影响。

那么,什么样的消息会导致股市一蹶不振,促使股市步入漫漫熊途呢?总的来看,依笔者之见,系统性的消息面容易促使红红火火的股市步入这种状态。比如,多次加息之后的再次加息或加息幅度过大、上市公司收益大幅下滑或者呈现负增长、上市公司或基金公司接连爆出丑闻、经济基本面恶化、经济呈现衰退迹象,以及重大利空政策出台等等,这些系统性的负面消息都会严重打击投资者信心,从而对股市造成致命的伤害,使股市难以在短期内恢复元气,而经历一个长期的调整过程。

而非系统性的负面消息,尽管有些对股市造成的影响很大,有时也会使股市巨幅调整,但是

一般不会伤及股市的根基,如美国1987年10月股市的大调整以及这次我国印花税调整造成的股市巨幅放量调整等。迅速暴涨的股市在受到一些负面传闻的冲击后,往往会做出过激反应,但是,当人们认清消息的本质后,对股市的信心会较快恢复,股市强劲反弹的动力也较大。所以,非系统性的负面消息一般对股市不会有致命打击。从理论上说,我们将这种消息传闻称为“太阳黑子”,以此来形容其无规律性和偶然性。理性的价值投资者常常不会对这种传闻和消息给予过多关注。

因此,不同的消息和传闻尽管都可能会导致股市调整,但其后果是不同的,认清了这一点,就可以分析股市调整的原因,从而做出适当的投资决策。显然,中国股市当前的调整绝不是系统性的消息和传闻影响,而是偶然性因素的作用,故对股市的打击是有限的。但是,应当看到,有



这似乎使“互不竞争”的协议有了一定的合理性。然而,事实却是,以价格战为代表的竞争升级远没有达到“恶性”的程度,竞争在被人以耸人听闻的言辞夸大。不然的话,中国的消费者也不会承担着位居世界前列的电信负担,消费者利益受到损害的投诉也不会位居前列。至于竞争“最终必然影响消费者的权益”的结论更是违背起码的经济学常识。

中国电信内部人士的解

释:近一年来两家公司一直有停战、减少内耗的打算。在这里,人们惊讶地看到“内耗”也大,市场中原本处于竞争地位的两个主体,竞争是必然的,怎能以“内耗”称之?有关方面惧怕竞争、逃避竞争的心态昭然若揭。

网通有关部门负责人说,固网建设本身具有天然的垄断性,是典型的资本密集型产业,整体投资非常大;而后进入者则需要另行建设网络,但如果没有相当规模的用户支撑,重建网络将无

## 券商上市:借壳还是IPO?

都是些已上市的绩差公司甚至多年亏损公司,其中有不少面临着摘牌退市的可能性。地方政府为了保住这些牌子,习惯于动用各种行政资源,其中有些手段其其实是不合市场原则的,这在经年不衰的我国资本市场上可以找到很多实例。本来,按照监管部门的规定,券商上市有很高的“门槛”,但在一些非市场因素的作用下,这些“门槛”事实上已被突破。这种情况如果大量出现,很容易导致证券公司的资产质量下降,从而给这一让投资者产生很高期望值的板块带来投资风险。

其二,券商借壳上市所产生的成本很高,也是一个不容忽视的问题。如前所述,券商所选定的壳,通常都是质量不高的上市公司,按照市场交易的平等、公平原则,券商为了通过借壳实现上市目的,必须对借壳公司的不良资产、债务等承担下来,而这很容易会成为券商一笔沉重的负担。以往一些通过并购手段进入上市行列的机构之所以并未改变原有借壳企业的面貌,以至于不得不借助“二次重组”甚至“三次重组”来求生,其根源就在于此。当然,一些通过政

府介入,动用非市场手段进行并购的券商可以不考虑这样的因素,券商可以用很低廉的价格取得“壳资源”,但其实这种不良资产只是被转移到了券商之外,需要全社会来承担其成本。

其三,券商借壳上市一般都要经历漫长的谈判过程,信息保密很难善尽善美,其间极容易在二级市场产生内幕交易。就在海通获批之前不久,证监会高调公布了广发证券借壳过程中有关人员涉嫌内幕交易的案例,虽然广发证券借壳上市是否能获批还未有最后定论,但事实上广发的申请已因此而暂时搁置。

广发证券高管曾经通过媒体表示,公司在整个借壳过程中没有违规,只是一个人出现了问题。这种说法是否能成立,我们暂且可以放在一边,但我们看到的现实是,在广发长达一年的洽谈过程中,其主要接触对象吉林敖东和延边公路两家公司的股价都出现了异动,而广发证券有关人员也不讳言,除了这两家上市公司,他们还接触了四五十个壳公司,每接触一个,这个公司的股价就会有波动。很显然,如何做好信息保密工作,对希

## 券商上市:借壳还是IPO?

□周俊生

望通过借壳实现上市的券商,是一个难题。当然,解决这个问题最简单办法是将壳公司停牌,但是由于洽谈的时间很长,洽谈结果存在不确定性,这种长期停牌对不明真相的散户股民其实也是不公平的。

在我国加入WTO以后,境外券商进入我国只是一个时间问题,国家不可能对本土券商长期实行保护政策。我们看到,我国的银行业改革通过商业银行上市,已经在相当程度上壮大了实力,取得了与境外商业银行竞争的基础性条件。相比之下,我国的证券公司实力还很薄弱,至少在目前的条件下,还无法与国际证券界巨头展开有效竞争。因此,券商上市,是壮大我国资本市场的一条不可绕过的道路。但是,券商借壳上市只能视为我国资本市场发展特殊过程中出现的一个景观,无论从哪个方面来说,都不能作为解决券商上市问题的最重要的通道。券商上市,更应该走的还是IPO的道路。IPO可以有效排除券商上市中的非市场因素,减轻上市公司成本,杜绝内幕交易,让真正的优良券商在我国资本市场上脱颖而出。

voice|上证名记者

## 第一视角:趋势改变了没有

□诸葛亮早

市场真是一张“孩儿脸”,说变就变。由印花税上调引发的股市大震荡,利时改变了人们的心态。与以往人们喜欢预测还能涨多少点相反,不少人迅速把目光聚集在还会跌多少点上。“被弥散的恐惧”成了一种“传染症”。

其实,从根本上说,对市场上涨或下跌的点位上的任何预测,都是“哥德巴赫猜想”还要尖端的问题。投资大师巴菲特说过,他从来不去预测明天市场涨多少跌多少,这是常人不可能解答的。巴菲特关注的市场的趋势,是牛市还是熊市,以此决定自己的投资行为和策略。这是一个理性的投资大师的经验之谈。

它给予我们的重要启迪就是,不论遇到什么问题,在股市里“玩”,第一视角必须是认清,目前中国股市的牛市趋势改变了没有?改变了,“打包走人”;没有改变,坚决“留守”。我的看法是,没有改变。

何以见得?首先,支持中国股市市场继续走牛的中国经济发展趋势没有改变。一系列调查数据表明,连续三年经济的超过两位数的快速增长态势在2007年可能发生转变,但不会出现大幅下滑,只不过增长速度可能降低一些。大多数专家的研究分析认为,2007年增长速度依然会保持在9%-9.5%。海外一些研究结构则乐观地估计,中国的宏观经济仍将保持两位数的增长。在全球范围内,只要中国经济社会还处在从价值被低估向价值复归的上升通道中,那么,中国股市的继续走牛,势所必然。

其次,支持中国股市市场继续走牛的资本市场的体制与机制环境没有改变。2006年,现在已被公认为中国股票市场发展的转折之年。形成这种共识的最根本原因,是这一年基本完成了史无前例的股权分置改革。而股权分置改革之所以重要,则是因为它彻底改变了中国股票市场的激励结构和信息结构。股权分置改革后,由于上市公司价值的提升将直接提高大股东的财富值,因此,在股价升值这一点上,大股东和中小投资者成了紧密的利益共同体。这种机制会大

## 信息闭塞导致农产品价格大起大落

□冯光明

在各地猪肉价格飞涨的同时,海南香蕉价格却持续暴跌。人民日报记者在徐闻县龙塘镇香蕉交易场了解到,目前最好的香蕉每公斤仅售0.4元。差一点的,每斤价格只能卖上3分钱。而去年同期的香蕉甚至卖到了一公斤3.2元,今年3月20日之前也曾卖到了每公斤3元。有的蕉农把成熟的香蕉当成猪料喂猪。有的蕉农干脆让成熟的香蕉烂在蕉园里,这样可少赔收后上市的工钱。

无论是猪肉涨价还是蕉价下跌,其暴露出来的风险化解机制的缺陷,都使得农民自己不得不无奈地承担全部损失,这必然会损害到给公众利益带来伤害。猪肉今年大幅涨价,源于去年许多地方养猪农户大面积亏损,由于没有一种机制来自分承担风险,所有的风险都由农民自己承担,许多人不敢再继续养猪,这导致生猪供应量的骤然减少,许多地方饱受肉价上涨之苦。可以想象,今年的香蕉大幅下跌引发的亏损效应,将使农民种植香蕉的积极性大为降低,明年香蕉涨价的局面将难以避免。

猪肉涨价和香蕉下跌,都暴露出农民对市场信息一无所知的弊端,这就是农产品价格大起大落的根源,也是农民最大的风险所在。倘若农民提前能够了解到相关市场信息,依据这种信息来指导自己的种植和养殖选择,那么,他们就能和市场保持大致相同的节拍,既能最大限度地规避风险,也基本上能够实现利润的最大化。比如,当前年养猪户增多的时候,倘若一部分农户知道这一信息,就有可能主动退出转而进行其他投资,以规避风险。

遗憾的是,我们目前却缺少这样一种信息收集和传播机制,本来就分散的农户处在一种孤立的状态,各自凭借自己的经验和对市场的感觉来决定种植和养殖的品种,等于将其与市场的真实需求完全割裂开来。而在发达国家,尽管农民集约化发展已经多年,政府依然在

大激发广大中小投资者和机构投资者参与股票投资的信心和积极性。现在出现的牛市行情,是一种“合力”。何况,近年来,资产证券化所需要的系列制度框架的构建在明显加快,有些甚至是一种短期内突变量的制度变迁。比如,《物权法》的推出,使得私有产权界定开始清楚,使资本化进程有了比较可靠的产权保护与契约执行架构。制度变革的突然加速,为长期处于非市场化状态的庞大资源和资产加速实现资本化提供了条件,也创造了需求。很难想象,一个改变牛市趋势的市场,将来能够顺利迎接中电信、中移动、中石油等一批大蓝筹的回归!

最后,支持中国股市市场继续走牛的上市公司这块基石愈来愈被夯实。在全新的制度基础和良好的宏观经济发展背景下,我国上市公司业绩将长期持续快速增长的趋势不会发生任何改变。已经有研究机构预期,在相当长时间内,我国A股上市公司年净利润增长率将保持在20%左右,从而为我国上市公司投资价值奠定坚实基础。在人民币升值背景下,我国利率水平不存在大幅提高的空间。因此,未来较为明确的上市公司业绩增长预期和较为稳定的利率水平,又为我国上市公司内在价值的稳定提升提供了基础。如果把游离在市场之外的存量资产注入上市公司,更会引发拥有大量存量资产和资源类公司的股价大幅上涨。如此等等。基石夯实,何愁市场不继续走牛!

业内一位有识之士说,“中国股市现在走的是超级大格局,所谓的黄金十年可能出现大家意想不到的超级大行情,其中最主要原因是这一次的十年大牛市是反映过去二十五年的高速增长,同时反映出中国金融力的快速茁壮成长,以及对于未来资源力的期待。中国股市肯定是不小看的。”这是站在大格局上看市场的发展趋势的判断。当务之急,需要我们冷静、理性,也需要市场各方,不仅是投资者,而且包括政府部门、监管机构、中介机构等,大家一起来倍加珍惜证券市场来之不易的大好局面,共同维护牛市的发展趋势。

## 信息闭塞导致农产品价格大起大落

市场信息的收集和整理方面做了大量的工作,以尽可能地地为农民提供最近市场真实的参照。

为了确保农产品市场信息的客观、公正,美国政府通过立法授权形式,将农产品市场信息收集、发布工作纳入美国农业部的政府职能,美国政府每年用于农产品市场信息调查和搜集的年度预算达到2200万美元,按品种分为牲畜和种子、蔬菜和水果、棉花、奶类、家禽、烟草等6个项目,由农业部农产品销售局相应的6个处分别执行。全国各地市场新闻办公室将每天收集、整理的信息报送美国农业部总部,同时,直接将这些信息在Internet上发布,以确保信息的时效性,提高使用效率,这使得各地的农业经营者有了一个明确而具体的决策参考。

由于相关信息是由美国政府收集和发布的,排除了相关利益集团通过散布虚假信息干扰市场,人为制造风险的可能性。而我国海南香蕉价格此次大跌,就与相关虚假信息传播密切相关。有媒体报道说,香蕉大灾感染了巴拿马病毒,这种谣言使得很多人误以为吃香蕉会得癌症而拒买,海南香蕉销量急剧下降,价格暴跌。

面对谣言,当地政府却保持着沉默,直到中国热带农业科学院、华南热带农业大学博士生导师郑服松教授站出来进行澄清,谣言才渐渐散去,但此时已经错过最佳良机。原来,得“巴拿马病”的香蕉植株在结果前就已经死亡,即使能结果,其果实也很小,根本不能成为商品果。反过来推理,海南品质优良的香蕉根本不可能感染巴拿马病毒。倘若政府及时地找农业专家询问,并及时地将信息发布出来,香蕉每斤售价3分钱的悲剧或许就可以避免。

信息闭塞使得农民无法把握市场,而信息的不畅通又为谣言提供了土壤,政府应当吸取这些教训,尽快建立起信息收集和发布机制,以化解由于信息梗阻而导致的农业风险,避免农产品价格的大起大落,为处于弱势地位的农民增加更多保障。