

watch | 上证观察家

受预期影响 居民个人资产重组加速

中国居民个人财富资产的重构,取决于影响居民个人对资产未来预期变化的相关因素。这些因素不仅指可能带来资产未来现金流入增加的人民币升值、流动性过剩、经济增长等,更重要的还包括影响投资资金来源的居民收入提高等因素。从长期趋势来看,经济增长带动居民收入不断提高以及通货膨胀趋势等,都会对居民财富资产的重构有影响。而居民个人理财意识的不断觉醒,将会使持有股票、地产等资产的趋势持续下去。

◎梁福涛

随着地产红火、股价持续高涨,“资产重组”一词已经充斥整个经济金融讨论领域。自然,关于资产重组缘由的论述也很多,人民币升值、流动性过剩、银行主动货币信贷增长等会导致资产重组,并且多数认为只要这些因素不变,资产重组必然会持续下去。笔者以为,用以上这些因素解释当下中国资产重组并不够全面。

首先,资产重组具体指什么呢?无论是极力推崇资产重组论的作者,还是运用“资产重组”一词指导金融研判的人士,大多对此都未事先给出很好的界定。从本义来说,资产重组应该是一个严谨的会计概念,即企业、单位依国家法律、法规对账面价值与实际价值背离较大的主要固定资产进行重新估价、计价;从资产重组的表面词义衍生来说,

资产重组似乎也有一般资产投资重新定价之意。这两者定义的联系在于前者的资产重组可以推动后者的资产重组,两者定义的区别在于前者具有法律依据,并且是基于账面价值与实际价值背离基础而进行的重估,后者则是指一般资产投资,即投资者资产投资定价。显然,现在充斥市井的“资产重组”指的并非其本义,更多的是表面词义衍生,即一般资产投资发生的资产定价。

理论和实践告诉我们,资产投资定价是投资者对资产未来预期现金流的现值判断,其中现值判断还蕴含着对影响预期贴现率高低的风险判断,各种预期改变决定着对各类资产定价的改变。为此,考察资产重组的趋势关键在于判定预期变化的趋势。而投资者对未来预期的判断,既可能有理性的一面也可能存在非理性的一面。显然,资产投资定

价不存在必然性,资产重组也不存在必然持续性,因为决定预期的因素十分繁多而复杂,且预期本身也始终存在不确定性。

不可否认,从国外的历史经验看,无论是币值升值,还是流动性过剩,都能在一定程度上推动地产、股票等资产价格上涨。当年日元大幅升值,流动性大幅增加,一个东京银座地区的房地产估值,居然可以和美国整个加州相等。这里要指出的是,币值升值和流动性过剩仅仅是推动人们预期未来现金流可能增加的部分因素。在币值升值等因素发生初期,这种预期往往会成为现实,进而会快速地推动投资者财富资产重组,将现金储蓄等低收益资产转换为股票、地产等较高收益的资产,进而使得股票、地产等各类资产价格快速上涨。现在人民币升值、流动性过剩背景下,中国国民财富资产

重组,股票、地产等资产快速重估上涨,正是这一过程的典型体现。

具体来说,银行主动增加信贷以及部分企业资产投资增加,显然也是国民财富重组的一种,但是这仅仅是资产重组的一个方面,中国目前的国民财富资产重组更多地已经体现在居民个人财富资产持续重组。这直接体现在,从去年以来银行储蓄存款增长开始持续下降,到今年4、5月银行储蓄存款余额更是连创历史性下降。与此同时,股票市场上个人持有的流通市值占比自去年底以来持续上升,2007年4月底占比已经提高到63.4%。因此,一定程度上可以说,目前中国资产重组决定于预期推动下的国民财富资产重组,其中居民资产重组尤为重要。

中国居民个人的财富资产重组同样取决于影响居民个人对资产未来预期变化的复杂因素。这些因素不仅

仅指可能带来资产未来现金流入增加的人民币升值、流动性过剩、经济增长等,更重要的还包括影响投资资金来源的居民收入提高、通货膨胀趋势等因素,以及影响投资资产收益风险不断提高的资产泡沫等因素。其中影响投资资产收益风险的因素十分重要。比如,市盈率问题:已经有不少专家学者指出现有的市盈率失真及市盈率有静态与动态之分的区别,但一谈起“挤泡沫”,市盈率就高成为一些人最拿手的“大牌”。但最近听到另一种声音,发现又被“忽悠”了。中央财经大学的一位朋友告诉我们,在一衣带水的邻邦日本,1981年至2006年,东京股市(主板)的平均市盈率为87.5倍,最高为614.1倍(2003年),最低为21.1倍(1981年)。目前是日股市从长期大萧条的谷底刚刚开始复苏的阶段,日经226指数18000点左右对应的市盈率大致是38倍(2007年6月26日)。与美国股市的市盈率相比,日股市的市盈率显然是“泡沫大大”的。但那位朋友认为,因为日本的高储蓄率、国际收支经常项目长期保持盈余、企业间盛行的相互持股制度,促成了日股市平均市盈率的长期持续偏高。只要决定这种市场环境不彻底改变(很难改变),那么,长期持续的平均较高的市盈率即可看作是合理市盈率。他的结论是,中国股市与日本股市有很多相似之处。因此,中国股市的长期平均市盈率水平,不能参考美国股市的标准,而要参照日本股市的标准。不管他的说法对与否,至少说明市盈率不是中国的一个“特色”。

再比如,QFII抛售A股的问题。前段时间,一些QFII基金因为客户的大量赎回,纷纷抛售我们的A股股票。我们这儿的一些人也站不住了。好像人家一定是“洞察先机”,我们不跟着人家,好像就是“乡下人”、“包子”。现在,最新的数据出来了,原来减仓的是指数量基金,是一些人的获利回吐与短线操作;其他主动型的QFII基金的整体规模,在5月中集体上升。其中,较为明显的是,摩根大通基金、日兴黄河II号基金、摩根士丹利中国A股基金、荷银中国A股基金、中银万国蓝泽A股基金等,净值上升规模普遍在10%~20%,明显超过同期指数的平均涨幅。主动型基金规模的稳定增加和指数基金的明显减少形成了鲜明对比。只谈其一不谈其二,是否有点“盲人摸象”?

(作者为申银万国证券研究所博士)

电网建设能否带来“瓶颈”突破

◎李会霞

国家电力监管委员会副主席王野平日前表示,中国将加大电网建设力度和电网改造力度,进一步解决电网“卡脖子”的问题。

目前,我国发电市场虽然已基本放开,但受没有放开的电网在价格等方面的限制,资本投资领域领域的积极性不高。电网垄断不仅是我国整个电力供应缺乏活力的原因,同时也是我国一些地方屡屡发生电荒的根源。据悉,目前,国家电网公司、南方电网公司两家公司约占全国县级电量的89%;输电环节中,两家分别占到全国超高压电网的80%和20%。在电网环节,两大电网公司寡头垄断,约占县级电量的89%。垄断之坚固可见一斑。

国家电监会日前发布的《电力监管年度报告》指出,电力发展“高投入、高消耗、高排放、难循环、低效率”问题较为突出,主要电力企业的劳动生产率不到世界先进水平的1/3。输电建设严重滞后于电源建设。厂网分开后,电网建设速度虽然加快,但相当长时间内仍存在有电输不出的“卡脖子”现象。2004年在全国最缺电的时候,湖北竟爆出了一个令很多人不可思议的“新闻”——恩施州每年3亿度电无法送出惹怒。

垄断不仅对电力体制改革和市场化进程造成了巨大阻力,同时也影响了可再生能源、分布式能源等的发展。现在虽然计划加快电网建设,但这并不意味着现存的问题能够迎刃而解。实际上,加快电网建设可能导致两个完全相反的结果:

第一,垄断进一步被强化。最典型的表现是特高压交流电网的建设,国家电监会要求各省电网公司将500千伏输电骨干网络资产上收至国家电网公司,很多地方如果不被国家电网公司接管,辖区内的变电站就上了电网。这等于把那些还没有被电网公司垄断的地方网一网打尽,形成独占市场,独家经营的绝对垄断地位。电力专家表示,“1000千伏的特高压会使目前区域电网的500千伏网架解列成为配电网,从体制上、技术上彻底堵死了区域电网公司的发展之路,其最根本的目的是维护垄断管理体制。”果如此,电网建设将进一步强化垄断,发展瓶颈将变得更加难以突破。

第二,通过加大电网建设,逐渐形成良性竞争的机制,使电网“瓶颈”问题得到彻底解决。2002年2月,国务院颁发的“电力体制改革方案”(即“5号文件”)中,将“建立竞争、开放的区域电力市场”确定为电力改革的主要任务和原则,电网建设也应该本着这一原则,激活竞争,提高效率,一旦电网的问题解决,将为可再生能源发电提供一个前所未有的发展契机,不仅使我国电力“瓶颈”得到突破,也同时为我国的电力供应逐渐环保化创造条件。

政府应正视民众对房价的承受极限

◎时寒冰

中消协日前联合北京、天津、上海、重庆、大连、青岛、厦门、深圳、杭州、武汉、成都、西安等12个城市消协组织作了一次调查,调查显示:60.2%的消费者认为合理的房价在2000~5000元/平方米之间,其中选择合理价格是3000~4000元/平方米的消费比例最高,为24.1%;其次是2000~3000元/平方米,比例为22.5%;第三位的是4000~5000元/平方米,比例为17.6%。

从以上调查结果大致可以得出这样的结论:在上海、深圳等发达城市,普通民众可承受的房价上限(或极限)为7000元/平方米,而武汉、成都等城市,普通民众可承受的房价上限在5000元/平方米。对于这一重要信息,政府应引起高度重视,因为承受极限所隐含的容忍度,或可视之为对社会和谐与稳定产生重要影响的临界点。

目前,全国几乎所有城市的房价都在日益远离民众的承受极限。深圳5月份新房成交均价已经达到每平方米1.42万元,已经是普通民众可承受的极限的两倍!当房价远远背离民众的承受极限容易导致两个恶果:

其一,住房沦为少数富人的炒作工具,日益背离能够支撑其健康发展的基础,对我国的可持续发展构成威胁。现在,房价虽然在快速上涨,但其成交量却在急剧萎缩。据《经济参



考报》报道,通常每年4、5月份北京的房屋交易最为活跃,但今年这个期间住宅期房网上签约套数较去年4月下降了51%。中大恒基不动产营销有限公司董事长刘益良说:“高档住宅的消化速度并不尽如人意,开始出现有价无市的局面。”另一方面,已售房屋大面积空置。南方某媒体对深圳的调查结果显示,“16个热点楼盘亮灯率仅34%”、“投资客比例超过70%”。

商品房交易量的萎缩反映出来的不仅是住房需求结构与供应结构的严重脱节,还反映出整个商品房供应价格背离民众实际购买力的严重程度。当富人都开始对高房价有防备之心时——这是有价无市的根源——它实际上已可作为整个房地产领域泡沫向破灭阶段发展的一种危险征兆。

善待绩差股是股市治理题中之义

◎羽佳

最近一个多月来,中国资本市场出现了翻天覆地的变化,市场的剧烈震荡使投资者经受了前所未有的考验,引人注目目的是,在这一个多月里,股市大盘已经出现了分化,一部分大盘蓝筹股、绩优股虽然也改变了原先直线上升的态势,但跌幅并不是很可怕。而与之形成鲜明对照的是,大量绩差股经常出现跌停,其股价在这短短的一个月里跌去了三四成甚至被“腰斩”。大量绩差股所形成的低谷已经使市场出现“结构性熊市”,投资者损失惨重,这是一个无法回避的现实。

市场出现的这个变化,似乎验证了市场上经常提起的一个道理,即投资者买卖股票应该遵循价值投资原则,挑选有投资价值股票,它们由于有良好的业绩支撑,因此具有很好的抗跌性。相比之下,绩差股由于缺少这方面的优势,一旦下跌就毫无支撑。近期的市场主流舆论都在反复宣传价值投资理念。在这样的背景之下,绩差股的大幅下跌似乎是顺理成章的事。目前,上市公司已进入披露半年报的时期。可以相信,随着大量半年报的亮相,一批

在今年上半年里有良好业绩的上市公司将成为市场追捧的热点,而一些业绩没有起色的上市公司将进一步成为市场的“弃儿”。

中国资本市场的上市公司已经有1500多家,在这支蔚为壮观的队伍中,良莠混杂是可以想见的。但是,我们必须正视这样一个现实,中国资本市场有其不同于世界市场的独特的发展过程,大量绩差股的出现有其不可回避的历史背景。1990年代末,当国企改革成为我国经济体制改革的中心工作时,资本市场理所当然地成为国企改革“主战场”,大量经营业绩低下、发展无望的国有企业通过进入资本市场,不仅得到了巨额融资资金,也取得了摆脱困境的良好时机。今天,我们回过头来看这些企业,它们的一部分借助这次机遇脱颖而出,企业脱胎换骨后出现了飞跃。但是,股份制改革并不是国企改革的“万应灵丹”,由于在进入资本市场的目的不够端正,大量先天不足的企业只是将企业的牌子换了个名,其他内核一仍其旧,它们虽然得到了资金,但经营思路依旧,经营模式依旧,市场依旧,其得到的结果自然是因循依旧。今天,它们已经丧失了通过资本市场再融资的资格,其股票只能在资本市

场会成为社会的不稳定因素,流动人口犯罪比率远高于固定人群就与此有关。当一个家庭、一个群体都不得为住房忧心忡忡的时候,这个社会和谐的根基很容易被动摇,因为住房安全感的丧失必然会影响人们的敬业精神、精神面貌、生活质量等诸多方面。

尽管中央三令五申,接连两次出台房市调控政策,但不少地方政府和有关部门仍处于不作为状态,因为他们同样是房价上涨的受益者,与开发商存在着利益的同向性,这使得相当一部分调控措施都在被架空,我们看到的更多的则是一些华而不实、不关痛痒的措施。值得注意的是,地方政府与有关部门对税收这种调控工具始终是情有独钟,因为房价即使在调控声中上涨,政府依然是一大受益者。地方政府和有关部门的价值取向与民众的企盼无法事先重叠,是导致住房这一民生问题日益恶化的重要根源。

在民众亮出对房价的承受极限之后,政府对房价的可承受极限又在哪儿呢?民众迫切需要知道问题的答案,开发商们也通过猜测估量自己可获取的利润空间。在房价畸高的今天,政府至少应该对几个方面进行认真评估:民生遭受的危害程度及其蔓延趋势、政府公信力的丧失、高房价对内需拉动的制约等等。

正视房价持续暴涨的危害并及时采取有效措施,已刻不容缓。

无疑是一个值得提倡的举措。随着这些被境外市场称为“红筹股”的企业陆续“海归”,我国资本市场的“两极分化”现象将进一步显现出来,但这有可能对中国资本市场的整体发展产生负面影响。因此,我们在大力培育绩优股、培育市场蓝筹股的同时,还应本着对投资者负责、对市场负责的积极态度,善待绩差股,鼓励所属上市公司在合规合法的基础上大胆创新,积极争取利用重组的手段来求得企业的新生。我们必须认识到,绩差股的大量出现是中国资本市场发展过程中的一个特定时期的遗留问题,今天,当我们的市场进入转折阶段,它们不应该成为市场的“弃儿”,也不应该把板子打在绩差股身上,而是应该把板子打在绩差股身上,而是应该着力加强市场规范化建设,加强对上市公司信息披露的有效管制,加强对内幕交易的监控。

另外,我们还应认识到,防范市场风险并不完全等于消极地回避对绩差股的投资,如果市场管理者能够采取有效措施引导绩差股改变面貌,则可以在根本上降低绩差股的投资风险,这对于广大投资者来说,无疑是一件值得庆幸的幸事。

voice | 上证名记者

“集体误读”与“声音交叉”

◎诸葛立早

一种声音“唱主角”,大家跟着“哄”,人云亦云;一股思潮“汹涌澎湃”,人们裹挟其间,亦步亦趋。结果出现了诸多“集体误读”,类似的事情在这波大牛市中时有所见。

虽然老祖宗早就教导我们:“兼听则明,偏信则暗”,虽然我们经常把老祖宗的这一教导挂在嘴边,但实在是知易行难,“说说而已”的现象,也时有所见。

手头就有一些现成的实例——

比如,市盈率问题:已经有不少专家学者指出现有的市盈率失真及市盈率有静态与动态之分的区别,但一谈起“挤泡沫”,市盈率就高成为一些人最拿手的“大牌”。但最近听到另一种声音,发现又被“忽悠”了。中央财经大学的一位朋友告诉我们,在一衣带水的邻邦日本,1981年至2006年,东京股市(主板)的平均市盈率为87.5倍,最高为614.1倍(2003年),最低为21.1倍(1981年)。目前是日股市从长期大萧条的谷底刚刚开始复苏的阶段,日经226指数18000点左右对应的市盈率大致是38倍(2007年6月26日)。与美国股市的市盈率相比,日股市的市盈率显然是“泡沫大大”的。但那位朋友认为,因为日本的高储蓄率、国际收支经常项目长期保持盈余、企业间盛行的相互持股制度,促成了日股市平均市盈率的长期持续偏高。只要决定这种市场环境不彻底改变(很难改变),那么,长期持续的平均较高的市盈率即可看作是合理市盈率。他的结论是,中国股市与日本股市有很多相似之处。因此,中国股市的长期平均市盈率水平,不能参考美国股市的标准,而要参照日本股市的标准。不管他的说法对与否,至少说明市盈率不是中国的一个“特色”。

再比如,QFII抛售A股的问题。前段时间,一些QFII基金因为客户的大量赎回,纷纷抛售我们的A股股票。我们这儿的一些人也站不住了。好像人家一定是“洞察先机”,我们不跟着人家,好像就是“乡下人”、“包子”。现在,最新的数据出来了,原来减仓的是指数量基金,是一些人的获利回吐与短线操作;其他主动型的QFII基金的整体规模,在5月中集体上升。其中,较为明显的是,摩根大通基金、日兴黄河II号基金、摩根士丹利中国A股基金、荷银中国A股基金、中银万国蓝泽A股基金等,净值上升规模普遍在10%~20%,明显超过同期指数的平均涨幅。主动型基金规模的稳定增加和指数基金的明显减少形成了鲜明对比。只谈其一不谈其二,是否有点“盲人摸象”?

再比如,特别国债的问题。全国人大常委会审议的由财政部发行15500亿元的“特别国债”,成了股市要遭打压的“重磅炸弹”,于是乎,“枪声”未响,一些人就拔脚开溜,股指也是“飞流直下”,弄得有关方面出来澄清,“特别国债”是“中性”之举。但最近有一位叫袁东的朋友“一针见血”地指出,围绕本次“特别国债”的“特别”之争,无非就是为了转变外汇储备管理经营方式,为了更加积极地管理一部分流动性要求不高的外汇储备,进而将这部分外汇储备转到国家外汇投资机构中而已。这是核心与最终目的。那么,由央行将其持有的这部分外汇直接委托给国家外汇投资公司,不就可以了么?为什么非得兴师动众地再借道一次巨额“特别国债”呢?原因是由部门利益牵引的部门不协调的产物;因为不同运作方式意味着国家外汇投资机构管理权限在部门间的不同分配。如此“惊世骇俗”的一家之言,让我们不得不对一些官员的种种阐释,或许也会在脑海里浮现出一个“?”。

过去毛泽东有一句名言:反潮流。他要人们在一种潮流涌来的时候,硬着头皮顶住。这其实是一桩难事。但当一种声音“主宰”舆情时,允许另一种声音的出现,应该是不大会困难的。“声音交叉”,有助于杜绝“单向思维”,有助于克服“集体误读”。

谨防被淘汰污染企业西迁

◎冯光明

一场太湖蓝藻危机让江苏人更深切感受到环保优先的紧迫,江苏省将对太湖地区的化工等行业全面开展专项整治,在2008年年底前依法淘汰2150家小化工企业。

被淘汰的2150家小化工企业到哪里去呢?经济相对发达省市治理环境的背后,隐藏着一个我们不得不正视的问题,即污染企业从发达地区向欠发达的中西部地区迁移的问题。一旦污染企业向中西部地区迁移,等于将污染源头转移到了长江、黄河、淮河等领域的中上游,将导致更为严重的后果。

实际上,每当发达地区关停污染企业,中西部地区的招商引资团就会大举进入。去年,浙江省开展“环保专项行动”,关停部分污染企业,结果,一些其他省份的招商团进驻浙江,开出上好的条件,热情邀请这些高污染企业到本地安家落户。据绍兴的上虞市一位副市长介绍说:“我们这儿几乎每天都会接待来自江西、安徽、河南、山东、江苏一带的‘招商’。他们一过来,就向我们索要准备转移的企业目录,然后开出诸多优惠条件,要求将企业‘过境’到他们当地发展,有时候甚至是环保局长也出来招商。”

一些中西部地区尚未经历过环境污染的阵痛,他们对经济发展的渴望超过了对环境可能遭受污染的顾虑,为了能够吸引那些被淘汰的污染企业,许多地方明确表态,保证让前往投资的企业通过环评。这就意味着,污染企业在迁移到中西部地区之后,不仅将失去环保制约,还将得到地方政府更直接的保护,这些企业污染环境的力度也将进一步加快。目前,我国2006年七大水系V类和劣V类水质占26%,一旦水系上游遭受更严重的污染,下游也不可能幸免于难。

因此,对污染企业不能关停了事,还应该帮助他们找到合适的出路。现在,一些地方把污染企业迁入政府统一建设的工业园区,政府对这些企业的排污集中进行治理,经费由污染企业、地方政府共同承担,政府既避免了因企业迁移导致的税收流失,也避免了污染企业向中西部地区的转移。应该认识到,目前中西部地区尚未有条件对污染企业进行统一治理,发达地区具有得天独厚的优势,应该承担起这种责任。

我们需要的是一个良好的生态环境,不能为了自保一隅置大环境责任于不顾。从某种意义上说,解决污染企业的出路问题比关停污染企业本身还要重要得多,毕竟,一旦污染企业大规模西迁,无论是中西部地区还是沿海发达地区,最终都将是受害者。