

Opinion

■上证观察家

# 莫把股市当作中国经济过热的病兆

### 股市似乎已经被当作中国经济过热的一个病兆,每每经济被认为高烧难退,股市就首当其冲开始吃起退烧药。股市正在拐大弯,是因为中国经济正在拐大弯……

○叶檀

股市走入拐点,不是走入牛熊拐点,而是走入生存方式的拐点。

为股市降温,实质是为过热的中国经济降温,以防止结构性失衡转变为全面失衡。股市的调整是中国经济主动调整的重要衍生现象,也是中国经济结构调整的探路者。每每经济被认为高烧难退,股市就首当其冲开始吃起退烧药。看来,股市已经被当作中国经济过热的一个病兆,似乎成为关系中国经济全局的溃疡,以其体量之大,影响面之广,受到越来越沉重的关注。

近三个月以来热得发烫的经济数据说明,以货币政策会进一步收紧。10月份的CPI增长6.5%,城镇固定资产投资增长30.7%,房地产投资增长39.7%,这份数据似乎还

未显出调控成效。立竿见影的窗口式指导层出不穷,为了防止货币乘数效应放大,央行甚至提高存款准备金率后意犹未尽,直接祭出控制信贷增量的做法。反观资本市场,基金的申购与分拆与直接控制信贷可谓异曲同工。

在短短半个月,温家宝总理两次主动提及股市,提到防止资产泡沫,防止股市大起大落,以及政府还应该加强监管,监管主要是通过经济和法律的手段,使股市能够做到公开、公正和透明。股市基调呼之欲出。即将召开的中央经济工作会议将定下2008年经济工作的基调,温总理在新加坡的“三防”讲话,即防经济增长过快、防物价全面上涨和防资产泡沫,将是主基调。越是难调越是要调,否则中国经济的结构性疾患将向全局延伸。

明年中国经济面临的挑战包括:央企如何利用资本市场在内部治理结构的基础上继续做大做强;适当扩大人民币汇率上升幅度,一个重要信号是国家统计局局长谢伏瞻近日在清华大学演讲时,直接将汇率当成治疗中国经济结构性失衡的主药方;为应对汇率上升,出口与经济增长速度可能放缓而进行的财税配套改革。所有这些改革都是围绕货币改革的庞大系统工程,一个从喧闹突然转向沉寂的资本市场是货币改革的信号。

就像车辆行驶拐大弯时,必须要降速以求平稳一样,经济增长方式拐弯时,经济也必须降速、平稳。从信贷、投资到资本市场的集体过热显然增加了拐弯的风险,而那些将中国资本市场与日本泡沫期所进行的不伦不类的对比则加深了心理层面的暗示。以严厉的手段为投资降温,正是为了减少高速运行的惯性,在短时间内将资本市场调适到管理层认可的合适的轨道上来。

股市正在拐大弯,是因为中国经济正在拐大弯,先知先觉的社保基金以及巴菲特等人心领神会,他们把一只脚放在股市大门口,另一只脚踩在目前低估的次贷市场,准备随时抽身

而退、随时重新回场。换了更严厉的行政调控手段,换了一种生存方式,中国经济、中国资本市场的质地没有变。国资委官员虽然屡经澄清,仍在各种场合强调三年之内央企整体上市的重要性,二级市场虽然愁云惨雾,但一级市场的打新股仍然如火如荼。

饱受冲击的新股发行机制与新股发行市盈率说明了什么?说明这是一个有意制造的水库落差带,目的就是这些落差带产生资金激流。通过30倍、40倍市盈率,资金之水被人为引导至此,主要是为了那些还将不断IPO、不断并购重组的上市公司能够在资本市场的暂时冻结期还能得到源源不断的资本市场活水,从中石油到中铁,吸引的打新股资金之多,说明资金暂时蛰伏,并且通过无形之手的引导,在该出现时出现,该闪光处闪光。

此时盯着股指4500点,还是5000点,还有什么价值呢?此时听100种理论论证A股市场市盈率失真有什么意义呢?既然指数有失真之嫌,既然中国经济与上市公司的基本面并没有在一夕之间面目全

非——通过并购重组对产业进行整合的预期没有变,推出更多的衍生产品的预期也没有变,人民币升值的概念同样没变。变的是生存方式,人民币升值对房地产业等带来的收益被强大的行业调整政策暂时人为抑制,资本市场的热点发生了轮换,从石油金融地产暂时转到煤炭、军工与消费。

国外基金在香港市场再次动用巨资增持中资股,虽然国际投行把A股市场的泡沫说得十分恐怖,但QFII仍然在要求增加A股的人场券。而亚洲股神李兆基雄心万丈出资“扫货”,满载而归。

如果还想投资,请不要看股指,仔细分析经济数据,判断经济政策,以及下一个大宗商品的热点,在目前A股的股市炒股,最重要的是对宏观经济的判断。睁大眼睛审视每个报告,每条新闻,市场把每个投资者逼成了宏观分析师,连退休之后老人都言称CPI,如此壮观的景象,也算是资本市场结出的硕果之一。

请盯着你手中的股票,如果质地不佳,如果符合来年的资本运作趋势,就请捂住,静候风暴过去吧。

## 中投公司认购中铁是一个不错的选择

○皮海洲

目前,中铁H股的发行工作正在按计划进行。据报道,中投公司将斥资1亿美元认购中铁H股,成为中铁H股9位基础投资者之一。这是中投公司自今年9月成立以来首次涉足香港市场;也是继入股美国黑石集团之后,中投公司的二度出手。不过,与第一次对美国黑石集团的投资不同,这一次中投公司的投资目标是内地一家大型国企。

提起中投公司,人们对中投公司对黑石集团的投资刻骨铭心。今年5月,当时还在筹建中的中投公司就投入30亿美元的巨资,以每股29.605美元的价格,认购黑石集团1.01亿股无投票权普通股。而目前黑石集团的最新股价已经跌到了21美元附近,这也意味着中投公司的这笔投资目前浮亏已经达到了约65亿人民币。

在外汇储备过大的压力面前,中国资本走出去的必要。但除了战略性的投资之外,投资时机的选择是很重要的。从现阶段的情况来看,美国等发达国家的资本市场,并不是进入的有利时机。一方面,是经历了四、五年的大牛市之后,上市公司的价格被推高,价值被充分挖掘。另一方面,像美国市场活跃着黑石、凯雷这样一些专门从事股权投资私募基金,那些适合投资且价格又较为合适的投资机会早就被这些私募基金们占了先机,哪有多少机会在等待中投公司这样的后来者?而要投资黑石、凯雷这样一些私募基金本身,面对这些投资领域的高手们,像中投公司这样的菜鸟又如何占得到便宜呢?

并且,由于美国市场上本身没有了多少适合投资的对象,黑石、凯雷这样一些私募基金把目光盯上了包括中国在内的国际上的一些新兴国家的市场,如黑石收购蓝星集团20%股份就是例证。在这种情况下,如果中投公司把投资的目光始终盯着美国等发达国家的市场,遭遇投资黑石集团这样的失败将是不可避免的。我们也不妨把自己投资的目光转移到一些新兴国家的市场中去,甚至把一部分投资投向国内市场。

中投公司认购中铁H股显然是一个不错的选择。中铁股份是我们自己的内地企业,对于这样的企业,我们如根知底,不像黑石集团那样,深不可测,掉进去就是万丈深渊。所以投资中铁股份的风险将要远远小于对黑石集团的投资。而且,中投公司认购中铁H股,这也是对内地公司在香港市场发股的大力支持,此举显然有利于中铁H股的顺利发行。不仅如此,中投公司对中铁H股的投资,这可以视为是中投公司进入香港市场的第一步,由于有了这第一步,那么中投公司投资香港股市的大门也将会随之打开,这对于增加香港市场的吸引力,促进香港市场的发展也是有利的。此外,中投公司通过投资H股的形式来投资内地的大型国企公司,既支持了内地公司的发展,同时也利于减轻外汇储备方面的压力。

当然,中投公司对中铁H股的投资来看,中投公司的投资行为不妨更加内地化一些,即把投资的目光也关注一下内地的B股市场。只要B股市场也有合适的投资机会,中投公司不妨把自己手中的外汇也投入一些进去。此举即可以给中投公司带来一些低风险收益,又能促进B股市场的发展,何乐而不为呢?

(作者系财经专栏作家)

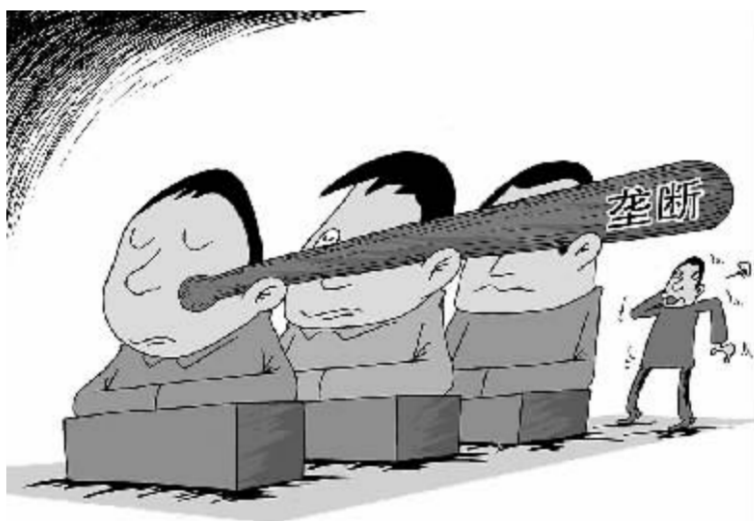
## 承认垄断才能身怀感恩之心

○傅新

近来,随着反垄断法的颁布,中国石油、中国移动、国家电网等在世界500强榜上有名的公司遭受非议,民众指责这些公司的巨额利润主要来自垄断,并列举其凭借垄断地位损害消费者利益的种种行为,认为“垄断国企”的壮大并非幸事。就此问题,中国石油、中国移动和国家电网公司首度公开回应了公众的质疑。

与以往的沉默相比,这些国企巨头的回应具有一定的积极意义,并且,也的确让公众明白了一些之前不知道的内情,使民众对这些企业多了一份理解。但是,这种沟通依然是有限的,因为在最至关重要的垄断问题上,几个大公司几乎都拒绝承认。而承认垄断与否,无论对于国企巨头的定位还是对消费者的利益而言,都绝非一个小问题。

国企垄断首先就体现在市场准入方面。市场准入制度是国家对市场主体资格的确立、审核和确认的制度,它是国家对市场基本的、初始的干预。政府对市场的准入管制形成了垄断特权,垄断特权可以保证垄断者获得垄断租金,而政府是这一切的决定者。国企作为政府主导下的企业,在市场准入方面获得的政策优惠是令人羡慕的。因此,西方国家为了促进市场经济的健康发展,基本上都对国企限定在一个很小的范围之内,以免政府与国企之



漫画 刘道伟

间发生寻租行为,使政府的中立和公正发生偏移,损害市场经济的健康发展。

在我国,无论是中国石油、中国移动还是国家电网公司,他们所处的领域都存在严格的准入限制。准入限制为规避了竞争对手,使得价格无法通过竞争达到最优、最合理状态,消费者利益很容易受到损失。以成品油市场为例,目前,我国石油巨头是成品油供给的源头,他们可以以成品油供应紧张为由通过减少或停止对民企供油,导致市场中一个竞争主体的消失,使这个原本就高度垄断的市场进一步被垄断巨头掌控,进而取得对价格

更强的控制权——通过收紧供应环节迫使政府定价发生改变。

甚至,不仅在成品油供给领域,甚至在风险采购领域也被打上了垄断的烙印。2002年,我国正式启动石油进口风险采购机制,中国石油有限责任公司和中国国际石油化工联合会获得第一批参与国际石油期货交易的企业,而这两家企业实际上是中国石油和中国石化两大巨头的下属企业。研究专家认为,只有获得牌照的企业独立于国内油企才能真正起到化解风险的功能,否则,一旦他们在风险采购中遭受损失,相关成本可能通过价格工具转嫁给国内的消费者,从而,使

风险化解功能受到抑制。

经济学原理告诉我们,如果一个行业在准入政策支持下获取垄断地位,扼杀竞争,很容易导致低效率,破坏社会生产力,同时,垄断企业利用垄断权力操纵市场会导致社会福利的损失。当然,政府为了防止垄断企业滥用垄断权力,也往往会对垄断企业进行一定程度的干预,比如价格管制等等。但是,这种“调控”作用所能产生的效果往往并不尽如人意,相关措施容易被垄断企业化解。

垄断导致的效率降低是一个规律。以中国石油为例,2005年的数据显示,中石油实现的利润只有美国埃克森美孚石油的7.4%,资产额为43%,职工人数却是8.73倍。而根据2007年的世界500强企业统计,中国石油2006年的营业收入不足埃克森美孚的三分之一。另外,中石油去年日产290万桶油当量,而埃克森美孚日产420万桶油当量。

我们不否认垄断国企通过自身努力提高效率和效益的努力,但是,上述数据说明,倘若没有垄断地位,垄断国企要发展到市值超过世界最强的同类企业的程度是不可能的。承认垄断不仅是一种姿态,它更是一个原则,只有承认了这个原则,有关企业才能对民众为其发展作出的牺牲心怀感恩之心,也才能以更加认真、更加务实和诚恳的态度对待自己所应承担的社会责任感。(作者系财经专栏作家)

■专栏

## 美元全球定价与中国A股未来

### 美国一手控制国际油价定价权,制造流动性泛滥;一手控制世界粮价定价权,以图引发世界性通货膨胀。中国目前正处于上游商品价格、股票价格、期货价格都在暴涨的局面,央行正苦苦通过各种市场和行政手段控制流动性以抑制价格失控。在当前条件下,沪深股市还会持续繁荣,但能否维持黄金十年,似还得冷眼旁观之。

○李国旺

一、国核心竞争力整体表现就是一国的商品、资本或者货币有无国际定价权。当一国的实力能够“定价”世界经济、政治、军事和文化的“价值”时,它的商品就是世界商品,它的资本就是世界资本,它的货币就是世界货币。二战以来的美国就处于这种历史地位上。当一国的实力还不能定价世界时,投资者的信心就会受强力定价世界的国家的力量影响。中国资本市场眼下正处在这种情况。

自1971年美元与黄金脱钩后,占有世界货币地位的美元币值十分不稳定,商品竞争让位于货币竞争,货币因此成为国际间最重要的“商品”。为了让世界各国对美元树立信心,美国找到了金银替代物——现代经济、特别是现代工业的血液“石油”,使之成为美元的“内在

价值”。石油成了决定国际经济和美元内在价值的灵魂。

谁控制了石油,谁就掌控了各国经济的发展方向,谁就是世界经济的主人,为此,30多年前美国和沙特阿拉伯签订了一系列“不可动摇的秘密协议”,将美元作为出口石油唯一的定价货币。由于沙特是世界第一大石油出口国,欧佩克其他成员国逐步接受了这一协议,美元与石油“挂钩”成为世界的共识,任何石油进口国家不得不把美元作为储备。美国正是通过美元垄断石油的交易媒介地位来维系和巩固美元的国际储备货币地位。

因为美元有如此完美的“内在价值”,山姆大叔当然可以为所欲为地使用“美元武器”横行世界:

一是通过美元贬值政策,向全世界倾销货币,通过美元贬值实现全世界财富向美国转移,从而逐步注消其双赤字

下对美国人民和世界人民的巨额债务。

美国联邦预算赤字达5000亿美元,经常项目赤字8000亿美元,占国内生产总值的7%。这个国家每天都要筹集数十亿美元来填补这个窟窿。你想,美国不想尽办法使用各种手段来维系美元的国际地位,通过货币倾销来抵消赤字欠账吗?

二是通过世界银行和国际货币基金组织等美国控制的机构,通过货币有规律的放松和紧缩,引发周期性的经济危机和金融危机,从而实现了对世界各国的优质资源和优势资产的低价收购,从而获取资本的超额剩余价值。2001年后先用极度宽松的货币政策,最近两年利用连续的提息,促发了“次贷危机”,从而为货币倾销提供了借口和理由。

三是如果无法和平实现对超额剩余价值的掠夺,就通过战争来实现,无论是反恐还是反独裁,都不过是以美国为首的霸权国家实施其向世界输出货币,挖取剩余价值的借口。美元占到全球官方外汇储备的三分之二,在很大程度上受惠于石油美元计价机制。对于所有石油进口国来说,如果你缺乏石油,你就必须购买石油;如果你到国际市场上购买石油,你就必须持有美元。对于想通过一篮子货币来抵消美元贬值风险,但又需要大量进口石油中国来说,除了操作成本提升上,能否真正能够“保值”,真

还值得讨论。

中国加入WTO已经五年多了,金融领域已逐步向国际市场开放。外国银行、投资银行、保险等机构开始深入到中国的金融体系。由于现代金融机构通过信贷功能可以创造信用进而创造出货币供应,实际上外资金融机构已在中国金融体系内部不断创造出“流动性”。这种流动性的创造加上三十年来中国人民辛苦积累的外汇储备在现有结汇体制下集中于央行,必然出现美元倾销而贬值,央行因为出口增长而不断放出货币。放出的货币经过商业银行的循环又不断创造新的流动性。虽然2007年央行通过央行票据发行和提高存款准备金率已经回收2.5万亿货币,从而对流动性泛滥程度有所缓和,但因为金融制度原因,没有根本改变流动性泛滥的本质。

流动性泛滥的本质是国民经济运行中的货币大大超过了经济增长所需要的货币量,其结果是这些货币扑向资源、能源、地产、金融和垄断性行业,造成上游和垄断产业价格暴涨。这必然表现为上游和垄断产业的利润增长,这些产业或者行业的利润增长,为中国资本市场的牛市创造了条件。市场牛市,必须创造出人为的信心,业绩增长、信心的提升和人口的积聚,共同为牛市提升创造条件。但美元定价全球资产的作用不会因

此而停止步伐。石油之外,还有粮食。二战后,世界粮仓已经从北非、东南亚等地转移到欧美等发达国家。谁控制粮食价格,谁就能创造世界性的通货膨胀,谁就能影响各国货币政策,而世界粮食价格的标志性定价权就在芝加哥交易所。

这个框架至此越来越清晰:美国一手控制国际油价定价权,制造流动性泛滥;一手控制世界粮价定价权,以图引发世界性通货膨胀。中国目前正处于上游商品价格、股票价格、期货价格都在暴涨的局面,央行正苦苦通过各种市场的行政手段想控制流动性以抑制价格的失控,但能否实现货币政策的预期目标,就得看美元与人民币之间的博弈了。

美元化的人民币泛滥,必然导致央行不断强化紧缩性政策,这种强化力量一旦聚集到一定程度,必然出现货币政策的“馒头效应”,即形成货币政策的政策效应,被动而逐渐加大调控力度的政策有可能先通过虚拟经济破裂,进而迫使实体经济硬着陆。结果很可能是,再经过两年多的政策积累效应,股市、期货市场商品价格暴跌,已进入中国的外国资本此时刚好张开大口,非常便宜地吃下优质资产。因此,沪深股市在当前条件下还会持续繁荣,但能否维持黄金十年,似还得冷眼旁观之。

(作者系资深证券研究人士,专栏作家)

## 怎样看“寒流”中的“韩流”

○倪小林

国际资本流动因为美国次级债的拖累变得难测,英国《金融时报》报道,市场对跨国公司忧虑正在加深,促使分析师进一步下调金融和消费类企业的收益预期。加之美国经济预期减速,全球股市上上下下起伏跌宕,近两周的表现,更是犹如这寒冷的冬季里的一股寒流。

正因为此,巴菲特转购韩国股票的事情就十分惹人关注,人们关心这位投资大师进入韩国股市,会不会引发国际股市“韩流”到来,成了市场资金流向的未知数。

从2006年开始的股市热浪持续至今,印度、巴西、非洲包括本国也无一例外,虽然各国情况不一样,但是全球同时出现人们追捧股票的现象,可见流动性过剩问题以及与其相关的财富增值问题的确找到更有效的途径解决。

投资大师巴菲特前一阶段卖掉中石油股票,现在又转而进入韩国股市选股,其实是在为手中的财富寻找更好的栖息地以期获得更大的利益。巴菲特的选股经验之所以成为全球经典,主要是因为他一贯坚持价值投资理念。当他转向韩国的时候,他同样有着自己的宣言:巴菲特上月访问韩国时表示将继续追捧韩国蓝筹股,“这是一个伟大的公司,而伟大的公司的价值会越来越大。”除浦项制铁外,巴菲特还购买了韩国其他一些公司的股票。

笔者没有考证巴菲特曾经将全球多少公司奉为“伟大公司”,但是从他的一贯主张来看,他投资过的公司应该在他入选时都是被列入“伟大公司”或者“有价值公司”之列,包括他抛售的中石油股票,因为他自己也承认中石油的股票抛早了。其实,我们不可否认巴菲特这位投资家为全球财富创造提供了经典范例,但是毕竟投资是一种商业行为,投资者的选择和买卖也完全是一种交易行为,谁也不可不在商言商。当人们在追捧巴菲特的时候,必须很冷静地看到资本的逐利始终是第一位的。也就说国际股市中的“韩流”出现,肯定是投资者在开辟新的投资领地,企图分享全球稀有的高额利润回报机会,虽然人们也看到巴菲特看好的韩国股票背后有很多中国公司的影子,那只是中国市场是韩国企业发财最好的场所,即使巴菲特引起全球投资转向形成“韩流”,我们依然只是分享了制造和享受韩国产品的部分,巨大的财富增值部分还是那些异国敏感的投资者获得了。

那么为什么巴菲特要转向韩国股票?除了因投资风险偏好赌韩国货币升值共通的理由之外,他对公司的选择条件是很值得玩味的。有分析认为:自1997年亚洲金融危机以来,韩国引入全球企业标准,有效地增加了市场的透明度。以往韩国市场交易缺乏透明度的情况已经有了明显改善,至少在排名前40至50名的公司已经很少存在类似问题。

如果巴菲特看中韩股的理由之一是这个,那就值得我们重视了。我们在反思亚洲金融危机十年,相当多的时候是在为危机祭奠,对于经历危机国家的崛起和在制度上的改善却没有那么重视。其实国际资本市场投资流向,很大程度上受制于当地经济发展,更重要的是当地拥有“伟大公司”的数量。笔者当然以为韩流即使形成也难撼动全球流动性过剩,毕竟一国股市的吸纳能力是有限的。但是我们不可不重视的是在目前全球资本市场复杂多变的环境之中,公司治理到位,优质公司的独立运作以及为优质公司提供的软环境都是各国资本市场竞争的重要筹码。转回到本国公司那些被全球投资者放弃或被减仓的公司股票,是不是正因为以上问题不到位而导致的呢?因为泡沫对于公司而言,主要症状就是股价不符。最近,国资委表示要坚持上市公司的独立性,这非常之重要,如果我们在公司治理问题上迟迟延宕,资本市场的竞争力将无从体现。“韩流”固然不可怕,但是这是值得警惕的信号。

特别说明

评论版投稿邮箱从今天起改为 plb@ssnews.com.cn,请各位作者继续惠寄稿件。