

Opinion

关注股市 系列谈之四

中国股市没有进入熊市的理由

我国股市从2005年6月走出的这波牛市行情,是对我国股市长期背离实体经济的畸形状况进行的一次大修正,同时也是我国经济20多年持续健康发展成果在股市上映射的结果。在实体经济持续健康发展的情况下,作为实体经济晴雨表的股市没有进入熊市的理由。大调整只会让投资者与监管者更加理性,同时,大调整也带来巨大投资机会。

柯洪波

“中国是不是已经发生股灾了?”“中国股市是不是完了?”作为一位经济学研究者,最近我不断被问到这样的问题。

这次股市的调整幅度的确比较大。与去年10月16日的最高点相比,截至3月18日,上证综指已下跌40%。而且,我国股民投资股票的持仓时间一般比较短,大家更习惯于以短期的涨跌计算自己的盈亏,因此,更容易放大股市短期波动所带来的风险——这既与我国股市诸多的不确定性因素有关,同时也与我国股民的的投资习惯有关。但作为研究者,必须从一个更长的时间周期来看待这个问题,唯如此,才能摆脱短期因素干扰看清问题的本质。

股市属于虚拟经济的一部分,是实体经济映射出来的影子。因此,虚拟经济必须以实体经济为基础、依附于实体经济才能存在。两者的关系是这样的:当实体经济走向比较温和的时候,虚拟经济与实体经济的运行周期基本趋于一致。当实体经济在相关政策的刺激下

或因迎来某个历史发展机遇突然提速的时候,当实体经济出现问题或隐患逐渐累积的情况下,虚拟经济会先于实体经济提前将这些变化表现出来。

目前,无论是根据股市提前反映、滞后反映还是同时反映实体经济变化的特征,都无法得出我国股市已经进入熊市的结论。

我国股市与实体经济的背离现象曾经比较严重。比如,从2001年6月到2005年6月,在实体经济呈两位数增长的情况下,上证综合指数却从2245.43点一直下跌到998.23点,下跌幅度达到55.6%。股市与实体经济如此长时间、如此大幅度的背离现象,在成熟市场是难以想象的。这是由于我国股市的一些固有缺陷导致的。比如,当时的上市公司中存在着非流通股与流通股两类股份,两类股东利益相背离,妨碍了股市基本功能的发挥。再比如,当时国企改革进行到攻坚阶段,股市在很大程度上被赋予了承担改革成本的功能。

但是,如今,国企改革已经基本完成,如中国石化、中国石化这类企业,已经成为国际性的大公司,其实力今非昔比。股市承担国企改革成本的功能

在逐渐淡出历史舞台。另一方面,股权分置改革已经初步完成,上市公司、大股东、高管与广大投资者之间的利益同向性关系已建立起来。

因此,我国股市从2005年6月走出的这波牛市行情,并非一种极端的涨势,而是对我国股市长期背离实体经济的畸形状况进行的一次大修正,同时也是我国经济20多年持续健康发展成果在股市上映射的结果。可以说,从股权分置改革开始,当股市的基本功能得以恢复,我国股市与实体经济的关系就开始了确立。这主要表现在两个方面:一是有关官员担心股市的过快上涨累积泡沫,导致不可收拾的后果,因此不断逆势采取调控措施。二是注重短期效应的投资者蜂拥入市。这使得股市对实体经济的直观反映似乎要在一夜之间集中完成。

尽管这种反映表现得过快,但股市与实体经济的联动性毕竟是一种自然的常态的反映,而非极端的反映——哪怕股市在短时间有着快速的飙升,也是股市常年与实体经济背离之下遭到过分压抑的释放。一旦这种力量充分释放出来,股市与实体经济的周期就会变得趋同且呈现出温和的一面——美国等成熟市场经济国家的股市也都是经过这个过程逐渐成熟起来的——大起大落的现象就会减少,倘若人为进行调控以使指数位于某个想象中的合理位置,只会扭曲股市的本来运行轨迹而陷入一种畸形的路径。

目前,我国实体经济依然在健康发展,其增长速度已经令世界刮目相看。我国目前虽然受到美国次债危机、雪灾、通胀压力等因素的影响,但这些影响毕竟是有限的,即使它提前投射到股市上,也远不至于使股市走出一波超过40%的调整。我坚信,在实体经济与虚拟经济的联动性建立起来的情况下,股市对实体经济运行轨迹的背离尤其是极端的背离不会走得太远。换个角度看,这种极端而过度的反映在股市场带来恐惧的同时,也给类似巴菲特这样的冷静的投资者带来巨大投资机会。

中国股市目前的调整并非股灾,而是非理性杀跌弥漫于市场的结果。历史上的股灾都是在实体经济出现难以克服的隐患的时候发生的,表现为股市与实体经济的交替下滑。而我国目前的实体经济仍然处于健康发展趋势之中。我

认为,这次的股市大调整并非全是坏事。首先,股市的这种调整会让市场更加健康,同时,也让投资者更加理性。由于实体经济是向上的向好的,作为实体经济晴雨表的股市,理应走出一波壮观的牛市。经过这次调整后,投资者今后会更加理性地对待股市的上涨,少一份狂热多一份理性的中国股市将更加健康。其次,这次大调整也将促使有关部门理性地对待股市的涨跌,避免矫枉过正,造成股市的过度波动。

当然,虽然虚拟经济与实体经济的联动性已经形成,我们也应该注意大小非减持等现象对股市利益同向性造成的伤害,如果不对这种减持行为进行规范,有可能因利益的再次分化使股改的部分努力付之东流,并可能使股市与实体经济的联动性受到影响。同时,也应该考虑市场的承受能力,改变一味通过IPO、再融资等扩张资本市场的做法,转而通过严格退市等措施,促使资本市场整体质量的稳步提升,在质量提升之下再进行稳步扩张,以使股市与实体经济的联动性进一步加强——只有在这种情况下,不确定性因素才会减少,投资者对股市的走势才能有明确预期,才能避免追涨杀跌情绪的蔓延;也只有在这种情况下,股市的融资等基本功能才得以正常发挥,建立在实体经济基础之上的虚拟经济才能造福于社会、造福于投资者。(作者系中国管理科学经济学院院长)

美国经济或正在陷入“U”形衰退

哈继铭 沈建光

3月18日,美国联邦公开市场委员会(FOMC)议息会议宣布加息75个基点至2.25%,并再次降低贴现率至2.5%。这是自次贷危机爆发以来美国第六次加息。累计加息幅度已经达到300个基点。美联储在会后声明中指出美国经济进一步放缓,消费和劳动力市场低迷,金融市场面临较大压力,并认为信贷市场萎缩以及房市跌幅加深将在未来一段时间内继续拖累经济。

布什政府目前加息是一种迫不得已的行为。经过分析研究,我们认为美国经济很可能已经陷入“U”形衰退,而非90年代初的“V”形衰退。美国经济在2008年上半年会继续下滑,并会在第一、第二季度出现负增长。但是,我们注意到需要关注美国经济很可能在2009年呈现复苏迹象。

美国经济自2007年底以来,房市深调及金融动荡对实体经济的影响越来越广泛,程度也在加深。市场情绪日益恶化,信贷市场流动性日益枯竭,导致消费者和投资者信心低迷,很可能通过预期自我实现将经济推向衰退。2008年第一季度,制造业显著低迷,服务业亦发生逆转,就业市场急剧恶化。

同时,美国对全球经济和金融市场的影响深远。世界经济再平衡的过程可能并非是有秩序的,所谓的欧日与新兴市场可以与美国经济脱钩(decoupling)的结论正在受到挑战,美国经济衰退成为拖累世界经济全面下滑的主要风险。而美国外部环境恶化,从而对美国出口构成一定的压力。

次债风暴已经演变成几十年来一遇的金融危机。在与历次金融危机比较分析后,我们发现本次次贷危机与美国80年代的储蓄信贷机构危机(Saving and Loan Crisis)有非常相似之处:

其一,二者均使得房贷市场迅速膨胀,只不过前者是通过金融法案推行,而后者是金融创新的结果。

其二,两次金融变革均引发了房市的泡沫并触发金融体系内大量坏账和流动性危机。

其三,政府救市均在危机平复中扮演重要角色。由于美国长达10年的房市繁荣积累了更大的泡沫,加上衍生品中大量杠杆的运用,本次次贷危机对金融机构及实体经济将产生更大的破坏力。

综合起来,我们认为美国经济很可能已经陷入“U”形衰退,而非90年代初的“V”形衰退。经济在2008年上半年会继续下滑,并会在第一、第二季度出现负增长。由于房价调整将是一个漫长的过程,美国GDP与私人消费的复苏也会较为缓慢,预计2008年全年美国经济增长将低于1%。同时,美元贬值推动全球大宗商品价格上涨,尤其是石油价格,美国通胀的风险还将持续。我们认为美国经济可能会在2009年复苏,美联储可能在2009年加息,使美元反弹,能源及大宗商品的高价位将难以支撑。

(作者单位:中金公司)

理财产品或使银行面临信任危机

陈家林

理财产品的信任危机正在逐渐显现出来。据报道,现在,不仅中资银行,花旗、渣打、东亚、华侨等外资银行的理财产品也都出现了低收益、“零收益”现象。一些银行推出的新股申购理财产品,收益率只有0.091%。而目前银行1年期定期存款利率为4.14%,在半个月左右的时间里,一笔1年期定期存款的利息收入也有0.1%左右。理财产品还不如直接把钱存入银行。

这种情况比较普遍。现在,许多新上市与打新股有关的理财产品的收益都比1年期存款利率要低。这固然有投资环境发生变化的因素:一是申购新股的平均中签率在下降,去年1月至11月,申购新股的平均中签率为0.6864%。从去年11月至今,这一数据降至0.2582%。二是新股上市首日的平均涨幅在下降。问题是,银行当初一窝蜂地推出打新股理财产品的时候,为何就没有预估到这种风险呢?由于盲目追风,一些银行已经在理财产品的竞争中迷失自我。

自理财产品推出以来,其赚钱效应被各家银行过分发掘,而银行自身全然不觉这种做法正在对它的信誉构成伤害。在整个2007年,收益率在6%以下的银行理财产品占比高达60%以上,而我国一年期贷款利率已达7.47%,并且2007年是我国股市上涨幅度最大、投资者收益最丰厚的一年。而这,还仅仅是一个方面,随着更多的问题暴露出来,银行理财产品的信任度正在快速下滑,这有可能影响到理财产品的发展。

近日社科院金融所发布的《2008银行理财产品评价报告》称,银行理财产品的自主创新能力不足、信息不透明、收益率过低等问题非常突出。这是一个比较客观的总结。

事实也如此,以“打新股”的理财产品为例,投资者需要缴纳的费率非常高。只要收益率超过了预期收益,银行就将投资者的溢价收益中收取20%-50%不等的业绩报酬,而对亏损则是免费的。再以理财产品的设计为例,一些理财产品要求所挂钩的股票都上涨,且上涨幅度完全一致时才能获取最大收益,而银行选取的几只股票往往是涨幅最可能有较大差距的。

更有甚者,有投资者向银行的理财师咨询相关知识的时候,竟然有理财师当着投资者的面去翻培训教材,这种临时抱佛脚的细节,暴露出理财产品快速扩张下的浮躁病。任何一种产品都应该靠质量取胜,而不是靠投机取胜。在理财产品热下,一些银行对投资者的态度体现出来的恰是投机的一面。

在理财产品标准缺位的情况下,银行滥用了自己的设计主导权。比如,一些外资银行的产品设计越来越复杂,投资者根本难以看懂,唯一能懂的是投资收益低得可怜。中外银行在理财产品的热中,一起扮演了杀鸡取卵的角色。理财产品是我国银行摆脱过分依靠存贷利差生存和发展的一次良机,一旦银行扼杀了这次良机,银行下次走出利息差局限的机会又在哪里呢?

对理财产品的质疑不断见诸于报端和网络,倘若银行无视这些质疑,继续我行我素,有可能使刚刚兴起的理财产品热陷于困局。银行是到了检讨自身问题,正视信任危机的的时候了。

成品油进口关税可降,资源税不可降

姜义云

最近,有报道称,鉴于国内市场价格倒挂的问题,我国石油巨头已向国家发改委提出申请,要求减免成品油的进口关税和资源税,以保证价格平稳。据悉,受国际原油高价的影响,国内炼厂亏损严重,每炼一吨油就要亏损2500元。“以税费减免的方式消化成本压力,不失为解决目前油品供应紧张的一个办法。”

对于减免成品油进口关税的建议,笔者表示赞同,但对于降低资源税的建议,我认为,这不但不能鼓励国内石油巨头进口石油,反而可能鼓励其加大出口,造成逆向激励。石油企业作为市场化的企业具有天然的追求利益最大化的冲动。同时,作为事关国家经济安全的企业,它又承担着社会责任。国家赋予石油巨头们垄断地位就是为了让他们承担社会责任,以足量供应成品油,避免油荒现象发生,维护国家经济安全。

近来,国际油价持续上涨。受美国联邦储备委员会降息及纽约股市走高等因素影响,3月18日,国际油价大幅上涨,纽约商交所原油期货价格每桶收于109美元上方。倘若国际原油价格近期站稳110美元/桶,国内原油企业经济压力势必增大,市场对调价的预期就会加大,成品油供应就会趋紧。

要解决成品油供应紧张问题,



必须对症下药。降低进口关税不失为一个好办法,但是,目前的下调空间已经不大,说得再明白点,所谓的下调基本上等同于取消成品油进口关税。近年来,我国一直在降低成品油进口关税以鼓励进口。去年11月1日,我国下调汽油、航空煤油和柴油进口关税,将税率从5%下调至2%。两个月后,也就是从今年1月开始,国家对能源资源类产品的进口关税再次进行了下调,汽油、柴油和航空煤油的关税税率下降到1%。

这个1%的进口关税取消掉对鼓励成品油进口无疑具有非常积极的意义,但是,资源税万不可降低。一旦资源税降低,国内原油开采成本降低,会在国内成品油与国际成

品油价格之间形成一个价差,当国内成品油价格低于国际油价太多的时候,国内油企出口成品油的动力就会突然加大——这种教训在以往已经非常深刻。

我国石油的资源税率本来就很低,每吨只有30元,而美国石油资源税每桶超过130美元,俄罗斯更是超过180美元。我国的石油资源税不及美国的3%,不及俄罗斯的2.3%,正是由于资源税率过低导致的成本低廉这一优势,使得国内石油巨头们为了追逐自身利益,在国际油价上涨的时候加大成品油出口而减少成品油进口。如:海关总署发布的数据显示,2007年1至7月份,我国成品油进口同比增长高达26.2%。

(作者系资源学硕士、工程师)

上证观察家

荒腔走板 基金代表谁的心

基金正在由人们心目中的护盘“好儿郎”变成砸盘的“坏孩子”,不能不说是中国股市的不幸。它对市场的破坏作用,其实一点也不比美国次贷危机的“外患”小。

黄湘源

几个月前还在大力倡导价值投资、长期投资理念的基金,这些日子因着行情的急剧波动、外部环境的恶化而沉不住气甚至有些手足无措了。坚守理念,何其之难!

被视为市场稳定器的基金,去年创造了炫目的“财富效应”,像磁铁一样深深吸引了无数冀望给养老金增值的投资者,规模也随之达到了3.27万亿。在市场面临巨大压力的时候,经济被寄予厚望,今年初又新批了1000多亿。但是,非常遗憾,这回基金非但没有“稳市”,更遑论“救市”了。据统计,1月14日以来,跌幅居前的全是基金重仓品种。许多基金猛烈减仓,已击穿60%的仓位底线。基金持有人当然也不会料到,今年的收获竟然是“希望变失望”。统计显示,逾九成的基金投资者今年以来出现了

奥莫测的玄机吧?

从近期的表现看,至少在相当程度上,一味跟着国际资本“鹦鹉学舌”的基金,肩膀上长的怕已不是自己的脑袋。国际资本的代言人说:差不多了,赶快脱手吧!于是,基金把每次的反弹都当成了出逃的良机。人家又说,不看好地产,不看好钢铁、银行,他们也就像是使劲大抛而特抛去年底和今年初还被一致看好的金融、钢铁股,致使前不久还被大力推崇的大蓝筹概念股如今成了逃命的重灾区。可是,人家还在说:不看好基金呢,基金又该怎么办呢?

在更多的时候,基金看的或许还是政策市的眼色,就像围绕地球团团转的月亮一样。不是吗?此次基金的砸盘,虽然据说还是“惯性”,其实何如说是对政策市心有灵犀的默契?这种政策市思维下的“造底”运动,牺牲的总是普通投资者的利益。

尽管基金砸自己的盘让外人来抄底,怎么看也有点像是“吃里扒外”,而基金净值一天天缩水,岂不也意味着对衣食父母的背叛?可是,有基金经理却对此作了另类解释:基金规模虽然大了,却需要留出更多资金来应付可能的

申购赎回。”言下之意,风险承受能力低、倾向于短期行为的投资者的占比过高,增加了基金经理的操作难度。这显然是推卸责任的遁词。

其实,基金买“基”不养“基”,变成了炒“基”,这又何尝不是基金思维短期化和基金行为散户化所造成的?但投资组合写入自己的章程,但是,在基金经理纷纷成为“流水的兵”的情况下,这样皇上的条款就不能不靠边了,因为短线投资或者多少还能彰显一点业绩,长线投资的“铁打的营盘”则即使没被“流水”所冲垮,也难免遭遇“黄河断流”之困。股权激励的方法也许暂时拴得住一些人的腿,但如果基金经理一心向往的是私募基金经理的盈利分成,他还会有多少心思放在别人委托的代客理财哪

怕是政策特批的专户理财呢?月亮在围绕地球公转的同时也在不停地自转,公转或是它迫不得已的,自转才是它挣脱地球轨道的根本追求。这,也就是我们的基金的“月亮代表我的心”。对于某些基金经理人来说,与国际接轨,基金持有人和委托人利益,嘴上唱“爱”的真,其实总是不如骨子里对“我”的自恋深。大盘已经跌了40%,一些基金却竟然还在嫌“欠缺”。有人甚至放言中石油跌破发行价才抄底,说不定跌穿了4000点还想跌回到3000点呢!基金正在由人们心目中的护盘“好儿郎”变成砸盘的“坏孩子”,不能不说是中国股市的不幸。它对市场的破坏作用,在笔者看来,其实一点也不比美国次贷危机的“外患”小。

笔者以为,基金的蜕变,有着深刻的制度背景,人才的流失,风险控制机制的欠缺、激励机制的倚轻倚重,都显示了我国基金建设一种后患无穷的体制性弊端。这个问题不解决,不要说对基金、股民眼前的“财产性收入”将构成很严重的不利影响,还将危及资本市场的长远发展。