

防通胀不能漏了输入型通胀

“美国在进口外国货物时，并未提供任何相应补偿物，只是向世界经济注入了大量美元。”美国经济学家迈克尔·赫德森一针见血地指出了输入型通货膨胀的源头。因此，目前，在防止需求拉动型、成本推进型和结构性通货膨胀的同时，还需要特别关注输入型通货膨胀，并及时采取措施积极应对。

◎傅新

自去年下半年起，油价连破70、80、90、100、110美元关口；黄金价格涨势空前，一举突破1000美元/盎司关口；铁矿石价格暴涨了约65%……放眼四望，许多商品价格都在快速上涨，无论是发展中国家还是发达国家，都在面对着抑制物价上涨的难题。俄罗斯2007年通货膨胀率为11.9%，超过政府原计划8%的控制目标；巴西去年通货膨胀率达到4.46%，比2006年上升1.32个百分点；欧元区今年1月份的消费品价格上涨为3.2%，突破了欧洲中央银行设定的2%的目标。

而在这一过程中，美元持续快速贬值。美国施行的弱势美元政策，在客观上造成了向世界各国输送流动性的后果，从而，在大范围内造成了输入型通货膨胀的泛滥，导致一些国家所采取的应对通胀的措施无法产生预期效果。

所谓输入型通货膨胀是指，在开放的经济社会中，由于本国与国际市场关系紧密，当国外商品或生产要素

价格上涨时，就会通过本国与国际市场的传导途径传播到国内，从而引起国内物价普遍、持续上涨的现象。我国经济对外尤其对美欧国家的依存度非常高，因而，国外市场价格能够比较快地通过传导到国内，引起国内价格的变化。

所以，研究中国的经济问题，在考察需求拉动型通货膨胀、成本推进型通货膨胀、结构性通货膨胀、抑制性通货膨胀等现象的同时，还需要特别关注输入型通货膨胀。事实上，相关数据已经清晰地反映出输入型通货膨胀对我国经济的影响。

今年2月份，我国CPI(居民消费价格指数)同比上涨8.7%，涨幅比上月扩大1.6个百分点，创下自1996年6月以来近12年来的新高。推动2月份CPI上涨的主要推动力是食品价格上涨(上涨23.3%)和能源、资源类价格上涨(如原油出厂价格同比上涨37.5%)，这一数据与导致美国CPI上涨的因素完全一致。美国的物价涨幅也是受能源和食品价格影响。也就是说，我国的CPI无论是波动的方向还是结构，都与美国同期保持一致。输

入型通胀特征明显。

美国是向世界输出通胀的源头。美国经济学家迈克尔·赫德森撰文指出：“美国官员声称，世界上的美元泛滥已成为推动国际经济发展的引擎。他们问道，假如没有美国的进口需求，哪里会有欧洲和亚洲的今天？难道美元购物没有为其他国家的劳工提供就业机会吗？”这类看似有理的质问没有点出要害：美国在进口外国货物时，并未提供任何相应补偿物，只是向世界经济注入了大量美元。”

美元与黄金脱钩后，让美元成了脱缰的不受制约的野马，美国通过不断发行货币换取其他国家辛苦生产出来的劳动成果——这也是美国敢于成为世界上最大债务国的原因，它通过发行美元就可以“稀释”自己的债务。美元作为全球金融体系和贸易体系的计价单位、支付和储备手段，使得美国具有了天然的向世界输出通货膨胀的便利。

近来，美元持续贬值，而国际大宗商品的价格基本都以美元为计价单位，这迫使投资者纷纷将资金投到大宗商品期货当中，导致这些价格屡

创新高。以小麦期货为例，美国明尼阿波利斯谷物交易所，从1月31日开始，3月份交割的春小麦合约连续11个交易日涨停，并带动大豆和玉米等相关农产品期货的上扬。芝加哥商业交易所终身主席、“金融期货之父”梅拉梅德说，投机是宽松货币政策的结果，“现在不是投机过度，而是货币投放过度”。

美元贬值激发了投机资金进行市场炒作的热情。去年，国际市场石油、粮食、食用植物油、铁矿石等大宗商品价格持续上涨，全球通胀压力加大。无论是新兴市场经济国家还是发达国家，2007年都出现了不同程度的通货膨胀，物价上涨风声鹤唳，世界各国纷纷采取应对措施。

由经济对外依存度高，尤其是对美依存度高，我国成为输入型通货膨胀的主要受害国。以铁矿石为例，我国铁矿石对外依存度非常高，一半以上依靠进口，而目前西方国家已经控制了全球70%的铁矿石资源，由此，铁矿石价格持续上涨。中国进口铁矿石的价格，2005年上涨了71.5%，2006年上涨19%，2007年上涨9.5%，今年则上涨了65%。铁矿石价格上涨，带动钢材价格上涨，而钢材价格上涨，提高了一系列与之相关的产品成本，导致物价上涨压力进一步传导和扩散。

目前，美元贬值的趋势仍然没有根本性改变。对此，温家宝总理在连任后的答记者问时说：“我现在所忧虑的是，美元不断贬值，何时能够见底？美国究竟会采取什么样的货币政策，它的经济走势会走到什么地步？”

更令人担忧的是，美国在缓解次贷危机过程中，不断向市场注入流动性，美元仍在快速贬值，这种做法无异于持续向世界输入通胀，导致在世界范围内物价进一步上涨。作为一个大国，美国应该以负责任的态度，认真对待这一问题。

在目前阶段，我们应该加快社会保障体系的建立，解除民众的后顾之忧，进一步推动国内消费的增长，从而，减少对国外消费市场依存度过高的状况。通过降低出口退税率、出口补贴等方式，防止出口扩大造成国内市场供应不足而引发物价上涨。同时，应通过人民币的适当升值，扩大进口，以避免美元留在手中持续贬值的财富缩水现象，也可加大国内市场的产品供应，缓解国内的通胀压力。同时，继续实行从紧的货币政策，适度控制整个社会的货币供应总量。并且，扩大对石油等大宗商品的进口，尽快建立起能源储备机制。鼓励农业生产，以提高粮食产量的办法，缓解食品类价格的上涨压力。

警惕股市非理性下跌 对价值投资理念造成伤害

◎魏巍

与去年10月16日的最高点相比，截至3月24日，上证综指的跌幅已经超过40%。股市持续下跌，导致投资者的信心受到动摇。而我更担心投资者价值投资理念遭到颠覆性伤害，因为这对我国资本市场而言，将是一种令人忧虑的隐患。

价值投资理念是市场稳定的基石。投资价值是指评估对象对于具有明确投资目标的特定投资者或某一类投资者所具有的价值，亦称特定投资者价值。投资者一般根据上市公司的成长性、股票的静态、动态市盈率、市净率等等，对于上市公司股票进行比较科学的合理估值，当其市场价格低于估值时就买进，长期持有。这就是价值投资。价值投资有利于市场的稳定，而以短线炒作为主的投机则容易加剧市场的波动，放大市场风险。

正是由于价值投资理念对于资本市场的种种益处，在成熟的资本市场，这种投资理念都是监管者所倡导并努力培养的。我国亦不例外。长期以来，我国股市投机严重，而坚持价值投资的投资者少之又少，因此，人们才习惯于把投资股市称为“炒股”。也因此，中国证监会多次下发通知，强调要“牢固树立价值投资理念”，禁止投机交易。其目的非常明确，就是引导投资者从投机向价值投资角色转换，促使我国资本市场的稳定、健康发展。

但是，这次股市大调整，无论是成长性良好的股票，还是市盈率低的绩优股，一律持续下跌。这对价值投资理念带来了巨大困惑，也是一次显而易见的重创。

在这次股市下跌中，跌幅最深的是绩优蓝筹股。以3月24日为例，前十大市值股无一例外下跌，平均跌幅达到5.78%。如果从去年10月16日的最高点算起，截至目前，跌得最深的就是绩优蓝筹股，不少股票跌幅超过了60%，而在这些股票中，有的市盈率已经跌到了10倍以下却还在下跌。

与此同时，那些绩差股、题材股则此起彼伏、高潮迭起。据3月11日的《上海证券报》报道，去年10月中旬开始的大盘深幅调整，实际上是一次结构性大“洗牌”。尽管指数跌幅巨大，但Wind资讯统计数据显示，造成大盘深幅调整的主导力量是一批权重股和大盘蓝筹股，而中小市值的品种基本上不受影响，逆势上涨甚至创历史新高品种比比皆是。沪深两市700多只A股期间不跌反涨，也就是说，近乎A股至少“赚”了2000点指数。而在这些上涨的股票当中，有的的确属于绩优股，但大部分市盈率普遍在100倍以上，有的甚至在1000倍以上。

之所以形成这种局面，与中国平安、浦发银行等权重股的大再融资计划有关，由于市场需求关系发生逆转，再融资意味着遭到投资者的抵制，意味着股价下跌。事实上，也正是从相关上市公司推出庞大再融资计划开始，股市结束反弹，步入了下跌通道。不仅散户投资者，包括基金在内的机构投资者都在抛售权重股，因为，庞大的再融资计划只会发生在权重股身上。由于再融资问题至今未得到解决，相关负面影响一直持续到现在，其结果是权重股，包括那些绩优权重股都成为投资者争相抛售的对象。而在这一过程中，价值投资者的损失往往更为惨重。

由于再融资等因素给市场带来的诸多不确定性，使得资金远离权重股。投资者信心涣散，转而以投机的心态炒作股票，题材股自然受到热捧，与此同时，资金的涌入也使题材股的赚钱效应持续放大，这进一步鼓励了投机。

股市正常情况下的调整，应该是绩差股跌幅最深，而绩优股抗跌，而中国股市现在的非理性下跌，是泥沙俱下，已经不再区分绩优股还是绩差股、题材股炒作又开始盛行。这显示一个明确的信号，投资者信心已经受到了伤害。而政策层面不明朗的态度，也令价值投资者开始迷失自我，在这个市场中找不到方向。

因此，当务之急仍是重塑市场信心，严格制度，确保市场的公开、公平、公正，最大限度地消除各种不确定因素，使价值投资者所遵循的投资理念有一个坚实的后盾和一个清晰的可以把握的脉络。中国股市要健康发展，需要一个稳定的坚持价值投资理念的群体。在股市持续非理性暴跌的情况下，须尽快采取措施呵护它，否则，就可能给我国资本市场的未来埋下隐患。

不宜提价，但可补贴

◎邓聿文

继南方一些省市出现柴油供应紧张状况后，上海杭州近日部分加油站也出现柴油供应紧张情况。与此同时，中石化等公司已向国家发改委提出上调油价的请求，据悉成品油零售价4月可能上调。

在以往石油企业提出调价要求后，我的态度很明确：反对。理由如下：首先，相对于油价，国内民众的工资水平很低；其次，相对于国外，国内汽车的行驶成本更高，除了要交养路费、交强险、车船税外，过路费过桥费等也是中国独具特色的收费；其三，油企尤其是两大石油公司不是一般的企业，而是国家赋予的从上游开采一直到下游批发和零售一揽子垄断权的国有资源垄断企业，国家之所以赋予其垄断权，其隐含的意义是，不仅要讲利润，也要讲社会责任，而且在某些情况下，社会责任要凌驾于利润之上。最后，正因为两大石油公司的这种性质，所以其定价机制并不像国外的石油公司一样，是随行就市的，至少到现在为止，它还受到政府的严格管制。

但同时我们也要看到一个背景，这就是国际油价从今年始已跃上每桶100美元的大关。由于国际油价高企，油价倒挂现象已过于严重，即使继续通过内部调剂恐怕也很难弥补炼厂加工亏损。

所以，我认为在目前国际油价居高不下的背景下，石油企业今次提出涨价请求是合理的。

但是，今年2月份，我国CPI同比上涨高达8.7%。作为一种基本的工业原料，石油对运输、公用事业及工业生产成本都有着举足轻重的影响，因此，油价一旦上涨，将通过一系列的价格传导机制传导至下游产业，最终对消费领域产生较大影响，从而造成国内通胀压力增大。在这种情况下，如果准许油企提价，其所导致的物价飞涨极可能会使国家定下的全年4.8%的物价控制目标落空。

要解决成品油涨价与国内通胀压力的矛盾，从当前可选择的政策手段来说，我认为有两个办法，一是对石油企业的炼油亏损进行适当补贴，二是下调原油进口关税。由于税的调整涉及到人大的批准，是一件严肃的事情，相对而言我更倾向于采用补贴。当然，这里也存在一个问题。国家财政来自于纳税人的税收，用财政的钱去补贴企业实际等于拿全体纳税人的钱去补贴给企业，何况还是垄断企业，另一方面，从补贴中得到最大好处的是那些有车族，而这些人本就是社会比较富裕的群体。这确实是个问题。不过，正如前面提到的，中国的有车族所付的各种税费要比国外要多得多。更重要的是，假如不采取补贴的办法而是同意石油企业提价，其导致的通胀最终将不利于社会的弱势群体。因此，补贴是在现有各种约束条件下造成副作用最小的方式。

要解决中国石油定价机制的缺陷以及由此产生的油价倒挂死结，其最终出路还在于打破垄断、容纳民营、放开价格，但在当前经济过热，物价上涨过快，外围经济不稳定带来能源不安全的情况下，中国的石油市场现状还不太可能完全改善，维持价格稳定、完善市场机制、支持国家战略乃是各方的共同利益。一句话，石油定价机制一定要改，但必须选择合适的时机。

巴黎银行放弃收购兴业银行的启示

◎魏也

法国最大的银行——巴黎银行最近宣布，将不再考虑收购法国兴业银行的计划。巴黎银行在声明中称：“之前我们曾经认为并购会为股东带来财富增长，但现在我们认为我们已经无法实现这个目标了。”

以我们许多上市公司的角度来看，对法国兴业银行的收购还是很有诱惑力的：若巴黎银行收购兴业银行成功，那么在市值方面，新银行将超过西班牙国家银行和意大利联合信贷银行而跃升为欧洲第二大贷款提供商。但是，收购的目的并非在于做大市值，制造眼球效应，关键在于所能给股东带来的回报。这是巴黎银行放弃收购法国兴业银行的根本原因。

在西方资本市场，“股东利益至上”的原则由来已久。股东向企业注入了资产，承担了企业的运营风险，上市公司理应以其利益为重。但是，“股东利益至上”的原则并非忽略其他市场主体的利益，一个只考虑股东利益最大化的公司，会降低或者破坏这个企业的价值。因此，在成熟市场经济国家，企业被视为由股东、管理层、员工、债权人、供应商、客户、所在社区等利益相关者之间的多边契约构成的利益共同体，对这些利益相关者(比如客户)的利益同样高度重视，只有这样才能维护公司运行的可持续性，减少



漫画 刘道伟

不确定性风险——这当然也是“股东利益至上”原则的体现。“股东利益至上”并非是狭隘的。

“股东利益至上”的原则，能够拿来自我们所用？至少，在上市公司的收购行为中，应该遵循这一原则。当然，我国的情况比较复杂，因为在我们的许多上市公司中，控股股东与中小股东之间在利益诉求方面常常背离。在上市公司的一些收购行为中，收购者为一方，目标公司经营管理者为另一方，在争夺中牺牲的是中小股东的利益。

然而，在上市公司收购中，如何寻求各方当事人权力和利益的平衡点，以达到保护中小股东利益的目的，常常成为一大难题。

比如，在某上市公司3月5日就再融资方案的投票中，再融资方案以高达92%以上的赞成票获得通过，而在投票现场，许多小股东态度激进，但他们改变了这一注定的结局。该上市公司总股本为73.4505亿股，其中A股47.8641亿股，当时的流通A股仅8.05亿股，占全部A股的16.818%，占

司总股本的10.96%，即使这些流通股股东全部投反对票也无济于事。而且，由H股股东参与投票决定在A股再融资本身也欠公平，因为H股股东享有权利而不承担责任，它们自然会投赞成票。而这一注定的结局，也成为上市公司及控股股东无视中小股东感受、无视市场承受能力的傲慢态度的根源。

“股东利益至上”的原则，有一个重要前提，即股东利益是一致的。而在我们这里，控股股东与中小股东之间的利益诉求往往是背离的。这使得“股东利益至上”的原则在某种程度上异化成了“控股股东利益至上”的原则，而这必然损害中小股东的利益。比如，上市公司控股股东通过关联交易购销、资金占用、违规担保等手段转移上市公司利润，从而侵占上市公司中小股东合法权益。再如，对中小股东可能因控股股东不当行为引发的股价剧烈波动受损等等。更有甚者，一些控股股东为了自身的短期利益，可能出现损害顾客、供应商等其他利益相关者权益的情况，影响上市公司未来的发展。

由此，引进“股东利益至上”原则，首先需要建立控股股东与中小股东的利益共同体，避免股东之间的利益分化。其次，需要明确并以制度来保障，“股东利益至上”原则乃是基于管理层、员工、债权人、供应商、客户、所在社区等利益相关者形成的利益共同体基础之上的。

因此，当务之急仍是重塑市场信心，严格制度，确保市场的公开、公平、公正，最大限度地消除各种不确定因素，使价值投资者所遵循的投资理念有一个坚实的后盾和一个清晰的可以把握的脉络。中国股市要健康发展，需要一个稳定的坚持价值投资理念的群体。在股市持续非理性暴跌的情况下，须尽快采取措施呵护它，否则，就可能给我国资本市场的未来埋下隐患。

先对其可采储量给出一个估值，然后扣除其生产经营成本，就是合理估值。可惜的是，这个估值方法得出来的数字，与实际银行股的估值差距太大。

如果中国银行业逐渐转向以中间业务为主，那么估值方法就需要相应改变。但市盈率估值法还是不适用，因为那样可能低估了银行的价值。一个可行的办法是采用类似于对电信公司估值的方法，以客户数量和单个客户产生的服务费收入来衡量。瑞士的几个银行都集中做高端客户，他们能够对同一客户销售不同的产品，为客户定制财务方案，以系统的客户资源管理软件为平台，实现多品种的交叉销售。投资银行在并购的过程中，最重要的一条出价原则就是长期签约的公司客户数量。对于以投资银行业务为主的银行，也可以采用类似的估值方法。

谈到这里，读者诸君也许有些泄气，因为很显然，我们现在完全无法根据上面的方法给国内的银行一个比较高的定价。现在对银行的定价基本是依据市盈率和每股业绩增长率来测算的。如果某银行的市盈率在30倍，则可能该银行的每股收益的年增长率就是30%左右。这样的估值方法可能更适合生产制造型企业，而不是银行股。在我看来，沪深股市对银行股的现有估值可能还是偏高了。有分析师认为，随着一个折扣来交易。从这个意义上讲，银行股的定价应该类似于矿产公司的定价，

该对银行业给出高估值。如果现在工商银行的估值已经超过了花旗银行的话，那么，当中国人均GDP达到美国水平时，工商银行的市值就应该是花旗银行的四倍。我以为，这样的估值除了非常具有想象力外，并没有实际意义。

需要特别提出的是，我国银行业在资本市场上享受的高估值是有政策背景和历史渊源的。这也是一种常态：一个国家的银行业估值越高，越说明这个国家的普通企业很难获得资本市场的资源。在中国，银行是受监管最严格的金融机构，也是受保护最多的行业。一般企业和居民很难绕过银行直接和资本市场发生往来，这就使银行牌照成了稀缺资源。大多数企业要获得资金支持，就只能依靠商业银行，其他的高利贷机构都是非法的，因此，那些在国外流行的结构性融资基金在中国现有的法律体系内都属于非法集资，基本没有生存空间。企业无法通过市场化的手段获得资金，而国内居民目前也很难通过认购货币基金来投资国债和央票这两个基本在银行间交易的高于银行同期存款利息的品种。从这个基本国情看，中国的银行业高估值可能还要持续很长一段时间，但是我坚信，只要中国的资本市场的成熟度越来越高，中国银行业的估值应该会逐渐接近它的实际能力。



■周晓华 专栏

银行股估值究竟该以什么为依据

因为银行业经营环境的不确定性，用市盈率来衡量银行股的估值是不适宜的。在现阶段一个比较可行的方法是对银行持有的生息资产进行市场化评估，也可以尝试以客户数量和单个客户产生的服务费收入来衡量。出于基本国情，中国的银行业高估值可能还要持续很长时间，但只要中国资本市场的成熟度越来越高，银行业估值应该会逐渐接近它的实际能力。

可我认为，中国银行业这些年虽然取得了长足的进步，但是尚不足以支持其估值方法有如此大的改变。

首先，银行业主要利润来源仍然是利差收入。这就导致中国的银行业经常增发股票，以满足资本金达到8%的资本充足率的监管要求，然后继续吸收存款，放出贷款，赚取息差。这种经营模式的主要问题是风险不匹配。我们不能指望这些贷款都能够按时回收，否则就不需要银行执行五级分类管理了。在经济繁荣阶段，大家当然可以对大多数贷款放心，可是在经济紧缩阶段，银行的贷款损失就很大了。而贷款损失的增加对银行估值的影响几乎是毁灭性的。最近我们不就看到在美国次级债危机下许多国外

银行纷纷计提大量坏账，扣减股东权益吗？因为我们不能确定银行业的经营环境能始终保持在健康水平上，所以，就不能用市盈率来衡量银行股的估值。想一想，如果中国银行在次级债中损失超过100亿美元，就会抵消全年利润，到时候我们拿什么去测算其市盈率呢？除非采取对冲的交易策略，才能避免这样的不确定性。比如我们发现，在经济减速时，中小企业坏账率高于沪深300指数成分股，那么，我们就可以做空中小板指数，同时做多银行股；以规避经济周期变化给银行股投资带来的损失。或者我们认为经济减速时大公司有能力熬过周期性变化，我们就可以做空银行股，同时做多沪深300指数。

那么，究竟该以何种依据对银行估

值呢？我想，在现阶段一个比较可行的方法是对银行持有的生息资产进行市场化评估，如果现在有公司债交易价格的话，可以对应某具体银行持有的贷款相应的信用等级，按照公司债的价格打个折扣。现在的银行都是一些杠杆系数很高的放贷机构，对其定价就是对其应收贷款本息的安全性作评估，然后打一个折扣来交易。从这个意义上讲，银行股的定价应该类似于矿产公司的定价，