

# 股市逆转或需静候通胀压力减轻时

通胀压力在今年下半年可能有一个突然下降的过程,当“排在第一位的物价问题”得到解决,股市作为整个调控链条中的一个环节,就可能被松开缰绳。无论从这个角度来看,还是从资本市场运行规律来看,都可能意味着股市的转机。

◎杨薇

从去年10月16日到今年3月7日,上证综指从6124.04点一口气跌到了3411.49点,跌幅达到了44.29%,去年年底入市的投资者,普遍亏损比较严重。

周洛华先生曾写了五篇评论,论证通胀无牛市,笔者深以为然。从去年年底至今,全球股市都步入了调整阶段,而同时,全球各国都在饱受通胀压力之苦。在金砖四国中,2007年,巴西通货膨胀率达到了4.46%,比2006年上升1.32个百分点;俄罗斯通货膨胀率达到了11.9%,超过政府8%的控制目标;从2007年开始,印度的通货膨胀率一个月比一个月高,到今年3月初达到5.92%,令印度政府忧心忡忡。相对应的是,这些国家的股市都处于调整阶段。中国的情况自然也不例外。但是,相比较而言,中国股市调整幅度仍属于最大的,而牛市持续时间则是最短的。比如,在金砖四国中,巴西股市是在保持了16年的牛市后开始步入调整阶段的。这一点难免令投资者感到遗憾。

如果通胀无牛市的原理得以确立,那么,通胀缓解是否就意味着股市的逆转?至少,这一点是非常值得期待的。

在今年的两会上,国务院总理温家宝在政府工作报告中提出,2008年,要将CPI(居民消费价格指数)居民消费价格指数涨幅控制在4.8%左右。为什么是4.8%?2007年全年,我国CPI比上年上涨4.8%,依照4.8%确定今年的CPI控制目标,至少说明,政府确信今年的情况比去年要好。诚如温总理所强调的:确实存在众多问题中,排在第一位的是物价问题。我们提出了今年CPI确定为4.8%左右的预测目标。主要出于两点:第一,它表明政府的决心,要把控制物价和抑制通货膨胀作为今年政府工作的首要任务。第二,它稳定老百姓对物价的预期。在物价上涨较快时,物价的预期比物价上涨本身更可怕。

既然排在第一位的是物价问题,那么,防通胀无疑是重中之重的大问题。

一般而言,股市的上涨尤其其持续上涨所带来的赚钱效应,会刺激消

费。2007年,消费对GDP的贡献7年来首次超过投资。初步估计,在11.4%的GDP增长中,消费、投资、净出口分别拉动4.4、4.3、2.7个百分点。如果对照一下中国2005年到2007年这波壮观的牛市行情,就不难理解消费何以突然超过投资,成为GDP的主要推动力了。因为我国消费的外部环境并没有发生变化。比如,社会保障体系的完善使预防性储蓄偏好转变为消费偏好的现象,在我国根本就不存在。事实也是如此,股市的每轮赚钱效应产生以后,就会有一些人将钱投入到楼市,推动房价的上涨,诸如此类的例子不胜枚举。

因此,早在去年9月份,就有官员对股市与房价及整个物价的联动性表示出担忧,这或许正是当时为股市降温,调控股市的原因之一。那么,一旦通胀压力减轻,无论是从资本市场运行规律角度,还是从调控的角度来看,股市摆脱困境,重新走牛都变得顺理成章。在这种情况下,股市的逆转实际上与通胀压力的逆转之间发生了重叠,这使得通胀压力减轻后,股市变得更值得期待。

我国今年CPI的回落会发生在什么时候?我们不妨从几个因素入手探讨这一问题。

从时间上来看,我国CPI是从去年7月份超过4.8%的,当月的CPI达到了5.60%,那么,到今年7月份,CPI与去年同期相比的增幅就会有一个突然下降的过程,这会增加决策者实现控制目标的信心,感觉到调控目标实现的可期。

去年CPI上涨过快主要是由于粮食价格上涨推动的(包括猪肉价格的上涨,从源头上来看,亦跟饲料用粮价格的上涨有着直接关系),一方面是由于自然灾害引起的,一方面与我国当年粮食出口的大幅增加有关。海关总署发布的数据显示,2007年1至10月份,我国出口小麦1,846,877吨,同比提高206.5%。而同期进口小麦78,739吨,同比降低85.5%。小麦出口数量是进口数量的23.46倍。

因此,从去年12月20日起,我国取消了小麦、稻谷、大米、玉米、大豆等原粮及其制粉的出口退税,并对粮食出口采取限制措施。同时,中央加大了对农业的扶持力度,相关政策不断出台。3月26日,国务院又决定立即采取增加农资综合直补、增加良种补贴、提高粮食最低收购价格等一系列综合措施,加大对农业和粮食生产的政策支持力度。从立即采取”这

样的用语,可以感觉到决策层的紧迫感。这种政策本身就在提高人们对粮食供应将增加预期,对减轻人们对粮价上涨的预期具有非常大的影响力。

从国际情况来看,黄金、石油等大宗商品价格正在逐步从高位回落,美国政府对弱势美元政策随时可能作出调整,投机者开始正视继续炒作大宗商品的风险。这使得成本推动型通货膨胀和输入型通货膨胀的减弱变得可以期待。

次债危机虽然对我国的出口有一定影响,但从缓解通胀压力的角度来看,这种影响并非完全负面。因为出口的减少实际上意味着国内供应的增加,可以在一定程度上填补供求之间存在的缺口,有利于舒缓国内通胀压力。同时,顺差的减少意味着流动性的减少,这同样有利于通胀压力的缓解。因为造成流动性过剩的根本原因是我国连续的高速外贸增长所带来的不断上升的外贸顺差,为了收回美元,国家只有不断投放人民币,从而造成流动性过剩的问题日益突出。

因此,通胀压力在今年下半年可能有一个突然下降的过程,当排在第一位的物价问题”得到解决,股市作为整个调控链条中的一个环节,就可能被松开缰绳。无论从这个角度来看,还是从资本市场运行规律来看,都可能意味着股市的转机。

## 股市涨跌绝不单是股民之喜与忧

◎倪小林

股市下跌最痛的是投资人,而且是中小投资人,这一点没有错,因为资金数量有限,经不起过大的下跌风险,所以市场总在喋喋不休地提示要保护中小投资者利益,在全球任何一个股市都是如此。但是,我们不能把这个观点推向极致,而变成股市涨跌只有股民的喜悲。这样会把一个很严肃的投资问题,变得过于世俗化甚至导致决策上的误判。

不久前,一家电视台财经评论员在点评中国股市下跌行情的时候,用了一个设问:中国股市才多大,中国的经济总量多大?全国有两万多家企业,股市上不过才一千多家,占比也就5%左右。这一段话听起来很耳熟,在几年之前我们经常听到这样的评价,因为股市公司少,市值小,涨跌涨跌与国民经济关系不那么密切。这样的分析在今天看来显得非常牵强。上市公司占比小,但是它们在中国经济中的权重是不可小视的。

最近有媒体报道,中石油因为市场下跌,失去了世界大公司排名第一的宝座。但是,我们也看到后来的5个月,中石油A股最大累计跌幅超过60%。如果我们把中石油的回调作为一个案来分析,其中确实有很多偶发因素,但是笔者以为中石油在这个问题上只是一个代表。资本市场发展到现在的规模,涨跌绝不是股民欣喜与悲哀的问题,那些关系国计民生的重要行业的重要企业已经是资本市场的生力军。有媒体在去年末大盘点2007年,在中国公司队伍中一个明显的变化就是以“中国”命名的上市公司日益增多,两市总计达到了22家之多。中国股市如今很难说涨跌与国民经济关系不大或者影响甚少。

即便我们换一个角度来看,认为股市涨跌仅仅只是投资游戏也会导致对市场的误判。股市好坏与公司质量有直接关系,那么好公司变成不好的公司其中一个标志就是在股市的表现,这是已经被市场证实的真理。剩下的事情就是在现代经济资本为王时代,全球的大公司没有一家不是依靠资本市场的洗牌并购做大做强。有时候我们对于做大有着很认真的自我约束,坚持一定做强再说做大,这没有无可指责的。就中石油来说,要做强比这这次排位上升到第一的埃克森美孚的排在利润上还有很大提升空间,需要做强还必须努力。但如果我们只把做强作为自谦的代名词,而忽略资本市场的一般规律,市值和规模的连锁效应,那么不愿做大只愿做强是很难的,起码在全球化的时代很难。

如果我们再进一步研究,这些大公司在市场乘“电梯”真的无所谓吗?其实,上市公司本身对于自己在股市的形象是很看重的,由此,引发人们思考的问题就更加深了,有专家认为市场上的种种迹象说明,企业的改革还没有完成,尤其那些相关企业自主权和资本自主权的问题,还没有真正落实,以至于在降低市场下跌风险的时候,企业几乎无能为力,以至于把风险全部押在市场上。此时,市场不断发出“救市”的声音,其中有很多是因为企业和投资人的无奈。但是,如此庞大的市场规模,以及改革中要解决的难题如此集中,仅仅靠在技术上磨合一定是远远不够的!

## 加大农业扶持力度才能防止国际“暗算”

◎石胜利

3月26日,国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议,研究扶持农业生产的政策措施,会议指出,加强农业,对于保持经济又好又快发展,抑制通货膨胀,维护大局稳定,具有关键性的作用。为了更好地调动农民种粮积极性,保证农副产品供给,会议决定,立即采取增加农资综合直补、增加良种补贴、提高粮食最低收购价格等一系列综合措施,进一步加大对农业和粮食生产的政策支持力度。

从这些扶持性政策的内容来看,中央这次对农业的扶持力度是非常大的,笔者认为,这有利于鼓励农民种粮,提高我国的粮食供给,同时,还能增强我国应对化解国际投机力量借农产品价格操纵对我国进行“暗算”的问题。

现在,笔者用大豆的例子来具体说明这一点。

去年以来,我国CPI(居民消费价格指数)持续攀升,与食品类价格上涨有着直接的联系(食品类价格在我国CPI权重中占三分之一),而食品类价格上涨主要是两大因素推动的,一是猪肉价,二是食用油。而这两者都与大豆有直接联系。大豆(其副产品豆粕)是主要猪饲料之一,大豆价格上涨提高了养猪的成本,而这成本要通过传导机制反映到价格



当。同时,大豆主要用于榨油,其价格直接决定着食用油的价格。

大豆的刚性需求决定了,一旦国内大豆产量下降就容易受制于人,而这恰恰是我国的一个软肋。在1995年以前,我国是大豆净出口国,但是到2000年以后,我国大豆年进口量首次突破了100万吨,并成为世界上最大的大豆进口国。到2006年,我国大豆净进口2827万吨,进口依赖度达到64%。对国外大豆的依赖性越强,价格越容易被对方操纵。如果不改变大豆过于依赖进口的状况,价格被操纵的命运就不可能扭转。

这只是一个具体的例子。其实,不仅大豆,在许多农产品方面都如此。

从去年开始,整个世界都在遭受通货膨胀的困扰,追根溯源,基本上都与粮食价格的上涨有关。随着全球粮食需求的提升和供应的减少,农业发达国家对粮食价格的左右能力将越来越强,国际炒家对粮食价格的操纵能力也越来越强。

面对粮食的减产和国际粮食价格的快速上涨,美国今年却加大了生物能源的生产。据美国农业部披露,今年美国将用27%的玉米用于乙醇生产。到2012年,美国将用更多的土地去生产制造乙醇所需要的玉米。这无疑将进一步加剧对粮食供应的恐慌心理。美国是世界上发达的农业大国,它本身对粮食价格就具有主导权。当它加大用于乙醇

生产的粮食比例的时候,对它自身而言实际上是一举两得的。一方面,解决了一部分能源问题,可以缓解能源供应紧张状况。另一方面,可以增强对粮食价格的操纵能力,通过抬高粮价就可以抵消它用于乙醇生产的那部分粮食成本,相当于美国发展新能源而让世界为它买单。

我们应该正视这一信号背后的危险性。由于自然灾害等原因,粮食供应的紧张态势在短期内难以缓解,粮食安全问题的未来可能变得日益紧迫。在这种情况下,加大对农业的扶持力度几乎是唯一的选择。事实上,美国之所以成为世界上农业最发达的国家之一,也与其政策对农业的扶持有关。比如,美国有着非常先进的农业基础设施,美国的大型灌溉设施都是由联邦和州政府投资兴建,同时,美国还不断加大农业的补贴力度。去年底,美国参议院以压倒性的优势通过了《2007农场、营养学以及生物能源法案》,不仅维持了目前对于如玉米、小麦、大麦、大豆等农作物的补贴,还将补贴范围扩大到了其他专业农作物,如水果以及蔬菜等。

在粮食安全形势日益严峻的今天,通过政策扶持,鼓励农民种植积极性,促进农业生产,提高粮食产量,减少对外农产品的依赖性,才能防止各种力量的“暗算”。这既是当务之急,也几乎是唯一选择。

■专栏

## 国际热钱在中国,不在同一级别上的博弈

这次沪深股市非理性暴跌的成因甚为复杂,一方面,美国次贷危机没完没了的灾情让几乎所有的盲目抄底者尤其是缺乏国际投资经验的中国投资者成为前赴后继的套牢者,另一方面,实际上已成全球最具投资价值的中国股票却被那些国际资本持续唱空,又为国际资本提供最佳的抄底机会。这两者一而二,二而一,不啻一个相辅相成的圈套。所有这些,难道不值得深思吗?

◎黄湘源

下海已超过4成的沪深股市一次又一次跌破了那些所谓的防线,在多种多样的评论分析中,笔者还较少看到对国际热钱动向的细致考察。笔者因此在此提请大家特别留意,有多种迹象表明,这次沪深股市非理性暴跌的成因甚为复杂,那些刚从美国次贷危机中撤出的那些国际投机热钱,或许就是在那里瞪大眼睛早早候着抄底。

沪深股市虽然目前尚不存在与美国股市的联动机制,但是,在美元的暴跌逼人民币升值和美联储的加息挑战中国央行加息的背景下,实际上已经成为全球最具投资价值的中国股票却在被那些国际资本持续唱空,这难道不值得深思吗?

与华尔街素来不联不动的沪深股市,因为A、H股的关系跟香港股市有所联动,而香港股市向来是看华尔街脸

色行事的,于是沪深股市也就变得跟华尔街似乎有联动起来。现在看来,这正是华尔街国际资本大佬做空香港股市的动机所在。在去年香港股市的历史上,在去岁香港股市的行情中,国际资本反手做空,三波次冲击波,香港股市非但一波也没逃过,一波比一波跌得更凶,而且比美国股市跌得更猛。恒指自去年10月底近32000点高位回落以来,至今累积跌幅逾33%,其间国企累计跌幅更达46%,而美国道指同期累计跌幅不足15%。上周美股跌了一百多点,而港股居然下跌一千多点,明显有被过度做空之嫌。

醉翁之意不在酒”。做空港股所针对的与其说是港股H股,不如说是沪深A股。在新加坡和我国香港上市的中国股指期货被当成了做空A股的工具,香港股市的中资股尤其是含A股的H股更是成了重点打击对象。在A股和H股走势不同步的情况下,H

股单边暴跌一度拉开了A、H股的股价差距,在今年年初恒生A、H股溢价指数历史性突破200点整数关口,意味着A、H股之间的整体价差已超过一倍。而到了3月12日,恒生A、H股溢价指数收报165.38点,相对于高位大跌了36点或18%。其中中国中铁A股的大跌造成其对H股溢价2%,成为自去年7月24日以来首度出现负溢价的个股。而特别值得注意的是,许多含H股的A股均为权重股,例如中石油,对于相关A指堪称“牵一发而动全身”。国际资本就是这样通过打压H股把A股拉下了水。

热钱涌入中国,已经是央行也不再回避的现实。那些以套取高额利润回报为目的的国际短期资本,按照去年的统计口径测算大约有250亿美元,相当于当年我国实际利用外资527亿美元的50%。加上冲销外逃资金等那些隐含的“热钱”,有人估计实际的热钱规模可能在350亿至400亿美元之间。不过,所有这些统计估计显然都不能对那些通过各种渠道暗中潜入中国股市、楼市的热钱即俗称所谓“过江龙”做出合理的解释,其规模有人说的是1000亿,有人则认为起码有3000亿。如果这一切并非虚构,那么,这些

## 中信证券“逃劫”的启示

◎郭凤霞

美国第五大投资银行贝尔斯登被摩根大通低价收购的事件,最近成为全球舆论风暴的中心,几乎每天都有各种消息传来,从2美元/股收购价被提高到10美元/股,从600名员工被解雇,到400名股东同摩根大通CEO激烈交涉……像好莱坞大片一样悬念迭起。当然,在我们这儿,人们最关心的还是曾经想与贝尔斯登“牵手”的中信证券。

根据中信证券与贝尔斯登去年11月2日签署的战略合作协议,中信证券将以10亿美元的价格买下对方9.9%的股份,价格差不多达到100多美元一股。仅仅相隔数月,贝尔斯登因旗下两家对冲基金前期倒闭出现了大量挤兑,推到今年3月16日被吸干最后一滴血的时刻,次贷危机自去年下半年集中爆发以来,给美国为首的许多国家的金融机构造成了巨额亏损,到目前为止还远未见底,从前几波金融风暴来分析,一波比一波更为凶险,一个比一个更为严重,在险象丛生、底部不明的时候,中国企业就贸然前往“抄底”,是很容易受伤的。特别是在处于次贷漩涡中心的美国,还有多少黑洞张开大嘴准备吞噬一切到手的猎物,谁都不知道。中信证券此次差点掉入陷阱,就很可能说明问题。

事情虽然过去了,教训却是深刻的。中信证券逃过了一劫,但目前还有不少正在准备或已试水国际资本市场的企业,是否也会碰到同样的问题呢,现在还是个未知数?因此反思中信证券的“逃劫”,会给我们不少有益的启示。

其一,不要贸然出击。宁慢一分,不抢三秒。借这个交通常识来比喻再合适不过了,特别是在路况复杂的时候,多设一些路障是必要的,监管的作用在这关键的时刻就凸现出来了。次贷危机自去年下半年集中爆发以来,给美国为首的许多国家的金融机构造成了巨额亏损,到目前为止还远未见底,从前几波金融风暴来分析,一波比一波更为凶险,一个比一个更为严重,在险象丛生、底部不明的时候,中国企业就贸然前往“抄底”,是很容易受伤的。特别是在处于次贷漩涡中心的美国,还有多少黑洞张开大嘴准备吞噬一切到手的猎物,谁都不知道。中信证券此次差点掉入陷阱,就很可能说明问题。

其二,不要以为外国人的钱好赚。中国社会科学院世界经济与政治研究所所长余永定去年曾说过一句警言,“想赚外国人的钱,谈何容易?”今天看来,这句话颇有几分道理。何谓“谈何容易”?理由有三,基本功不足,中国的交易员们连最基本的语言关都还不过;竞争规则是人家设计的,胜权操控在人家手上,连日本人在国际金融市场上行走几十年都依然被打得落花流水,螳螂捕蝉,黄雀在后,中国1.4万亿美元的外汇储备是国际资本梦寐以求的猎捕对象。因而,在这种情况下,要想学会到发达国家资本市场上去打拼,恐怕先要学好如何保护自己。

其三,不要忘记血的教训。远的有中航油总经理陈久霖,在新加坡呆了六七年,就以拥有国际资本市场丰富经验,竟然以豪赌金融衍生品来做大做强企业,最后造成巨额亏损,直到前不久公司才刚替他还清债务。近在眼前的,还有精明无比的西方人士,也照样掉进万劫不复的陷阱里。美国富豪约瑟夫·刘易斯,据说身家有25亿美元,他从去年7月份开始投资贝尔斯登,短短半年多,在不同点位先后不断加仓,共投入126亿美元,持有1214万股,平均成本价为10389美元,现在摩根大通即以10美元/股的收购价成交,刘易斯的个人财产至少也要缩水一多半。这样惨重的代价,实在让人唏嘘不已。

其四,不要轻信对股东的承诺。发展是硬道理,对一个正在成长中的企业尤其重要,在中国融入全球化的过程中,中国企业走向世界是必由之路,也是不可逆转的事实。关键是要做到“情况明,决心大”,情况明是一切决策的基础,只有对次贷危机的影响和国际资本市场前景多做调查研究,认真听取来自各方面的意见,包括来自中小股东的意见,吸收其中合理部分,运筹帷幄要本着对股东负责的精神,决策千里要有利于企业未来。只有上下同心,才能做到“其利断金”。如果相反,仅仅把上市公司当作完成自我扩张欲望的提款机,最后必然是搬起石头砸了自己的脚。

中信证券“逃劫”成功,很大程度上是一种侥幸。接下来能不能都逃过去就很难说了,当然,交一定的学费还是必要的,但至少不希望再看到像陈久霖这种拿股东的钱去豪赌的事再度发生。

相比于平安,中信证券失手于美国的贝尔斯登反而成为逃脱陷阱的幸运,否则,当初的10亿美元也就被2亿美元给套牢了。但这件事情的背后似乎还有蹊跷。那个以每股2美元出手收购贝尔斯登的摩根大通通常被称为“小摩”,叫“失摩”的另有其人,也即此前不久得到中投公司入股50亿美元的摩根斯坦利。虽然此摩不是那摩,但“失摩”“小摩”本是同门,都源自美国近代金融史上最出名的金融巨头约翰·皮尔庞特·摩根 John Pierpont Morgan Sr.),却是地球人都知道的事。怪中投公司资助人家抢了自己人的生意,或者难免搞冤冤相报,但如果说在投资黑石上亏了钱的中投有意帮自己同胞躲避一场大风险,恐怕也够牵强附会的吧!要知道,中投公司自身进入富通之所以被视为很划算的买卖,已经很难用长期投资就能解释得通的。

一方面,美国次贷危机没完没了的灾情让几乎所有的盲目抄底者尤其是缺乏国际投资经验的中国投资者成为前赴后继的套牢者,另一方面,沪深股市却又为国际资本提供最佳的抄底机会。这两者一而二,二而一,不啻一个相辅相成的圈套。无论如何,我们千万得加倍警惕了!

那么,国际热钱来抄我们的底,是不是意味着我们也能去把原来属于他们的地盘甚至大本营去抄他们的底呢?据笔者所知,至少金融、证券业内,持这样念头的人不少。或许在这些人看来,没准这还是一笔很划算的交换呢!但是,事情究竟如何呢?中国平安第二次进入富通之所以被视为很划算的买卖,无非是同前一次进入富通的代价相比,可是,且不说此富通并非那富通,21.5亿欧元购入的50%股权和18.1亿欧元购入的4.99%股权并不具有可比性,新的投资回报一厢情愿的预期说得再好,也未必弥补得了上次那一笔的巨额亏损,就是未来在中国保险市场跑马圈地的“平安富通”,究竟是姓的“平安”还是“富通”谁又能说得清呢?