

■上证观察家

美国经济变化或导致国际资金回流

美国经济处于微妙的变与不变之间,按变化可能性进行排序,依次是:美元盘整、美国经济疲弱、美国政策温和,因此中国经济2008年面临较大的不确定性。面对这种不确定性,在战略层面,中国最需要预防的是,美元走出盘整从而增加美元资产的吸引力,导致国际资金回流。

◎陈勇

北京时间5月1日,美国联邦储备委员会决定将联邦基准利率降低0.25个百分点,从2.25%降到2.0%。美联储同时决定将窗口贴现率下调25个基点,降至2.25%。

自2007年9月开始,美联储连续减息7次,累计降息3.25%,联邦基准利率已降至2004年11月以来最低。即使按照最悲观预期0.5%的水平,美国最多还有1.5%的降息空间。理由最为充足,美国暴风骤雨式的降息时期已经过去,经济基本面及市场预期将发生微妙变化:

对次贷危机全局性的救助措施将不再是主流。全局性救助措施淡出,并不意味着次贷危机负面影响的蔓延趋势得到遏制,最新的数据表明,一季度美国GDP季调后年率增长0.6%,4月芝加哥采购经理人指数为48.3,低于50的衰退警戒线,4月非农就业人数减少2万人,失业率为5%。虽然有数据好于市场预期,但经济总

体上走软的趋势并未发生改变。

全局性救助措施淡出,意味着降息将不再是美联储应付危机的主要工具。我们注意到,已经出台的危机救助政策,其深度和广度是上个世纪大萧条以来所少见,这主要表现在:连续大幅度降息,紧急出台刺激经济的一揽子方案,以及全面改革金融监管体系。对于美国来说,全局性政策性措施几乎已运用到极致,力度更大将引起对华尔街道德风险的担忧,下一步要做的只能是相关政策的实施或落实。

但是,美国经济仍未走出衰退阴影,经济面临的不确定性依然较大,市场预期仍然脆弱而敏感。因此,“对症下药”的针对性措施仍将出台,包括,向市场注入以缓解因信贷紧缩和风险溢价上升导致的流动性紧张,对资产负债恶化的金融机构提供支持,对可能丧失住房抵押赎回权的居民进行帮助。

这个时候,经济数据、市场预期和政策反应形成了相对稳定的均衡,一旦经济数据和市场预期突发性地打破

了这种均衡,美国的政策反应也将被动地脱离现有状态以维持新的均衡。为什么一定要保持这种均衡,而不是过渡到更积极的均衡状态呢?我们认为,一次大的金融动荡不会止于本身,一次大的资产价格泡沫将以破坏性方式进行修复。在这种自我修复完成之前,管理层能做的最多是提供“补药”,而不是兴奋剂。

在次贷危机的“震源”,我们仍没有看到“地震”停止的迹象。美国商务部的最新数据显示,3月份美国新房销量降至过去16年以来的最低点,销售中间价也创下过去近40年来的最大降幅。而且,包括次级抵押贷款在内的按揭贷款违约率仍继续上升,风险较大的ARM(可调整利率抵押贷款)将在2008年迎来利率调整的高峰期。违约率上升将导致以次级抵押贷款为标的的产品的次级债券评级下降,价格下跌,导致相关投资者的资产负债状况进一步恶化。

这使我们意识到,虽然利率因素不再使美元延续前期的持续疲弱走

势,但美国经济的基本面决定了,美元短期内也不会明显走强,美元汇率将进入一个盘整期。

短期内两类事件可能使美元走出盘整期。一是市场爆出的负面事件,将使美元重拾跌势,国际大投行的一季报已披露,这类事件最有可能发生在二季报出台期间;二是一个以上的美国重要经济指标连续两个月走强,我们认为这最早发生在2008年底。

当前,美国利率与美元汇率变动对国际经济形势主要有两大影响:第一,美国经济基本面疲弱及美元走软使国际市场上纷纷规避美元资产,这使得,在区域配置上,包括中国在内的新兴市场成为一部分国际资金的避风港。因为存在这种可能,即国际投资在总体规模上处于收缩状态,而在面向中国等新兴市场的区域配置上处于扩张状态,两者可能性交织使得我们难以估计这部分资金的短期流向和规模。

第二,美国低利率和美元走软,使得在资产种类配置上,周期性短缺的农产品和需求日益扩大的原材料和能源产品成为国际资金的追逐对象,国际大宗商品价格被进一步推高,加剧了全球性通货膨胀。而主要国家紧缩经济的努力又被美国的扩

张政策(至少是)部分抵消,这使得全球性的通胀形势短期难以缓和。这类国际资金具有较大投机性,它使得在未来的某个时期,全球大宗商品必然面临跳跃性的变化,这种变化将发生在美元走强的预期形成之时。

上述两个方面对中国产生了重大影响。面对严重的低利率状态,央行迟迟没有加息。2008年一季度,通过各种渠道流入中国的国际游资明显增加,国际大宗商品价格大涨也增加了中国本来严重的通胀压力。

美国经济处于微妙的变与不变之间,按变化可能性进行排序,依次是:美元盘整、美国经济疲弱、美国政策温和,因此中国经济2008年面临较大的不确定性。正因为这种不确定性,我们认为,在操作层面上,2008年,加息将不是一个首选的紧缩工具,在管理层灵活运用政策的工具箱里,直接的、非全局性的、见效快的工具将被优先采用,这包括,公开市场操作、信贷窗口指导、价格管制和相关的财税政策,等等。

面对这种不确定性,在战略层面,中国最需要预防的是,美元走出盘整从而增加美元资产的吸引力,导致国际资金回流。

(作者系海通证券宏观经济高级分析师)

工资上涨不会加剧通胀压力

◎王杰

工资增长与CPI挂钩是否可行?中国劳动学会薪酬专业委员会会长苏海南先生认为,与CPI直接挂钩硬性推动工资上涨可能“听起来让人高兴”,但因为这近似于强制性地提高了劳动力成本,会进一步传导至商品及服务的价格,造成职工名义工资普遍增长,物价上涨更多、职工实际工资并无增长甚至萎缩的局面,并导致形成“成本推动型的通货膨胀”。一旦出现这种情形,工资较低的劳动者生活会受到更大影响。

笔者对这种观点感到诧异,在CPI涨幅过快的情况下,提高工资是果而不是因,这有利于缓解通胀给民众生活带来的压力。目前,中国2月份和3月份的CPI连续保持在8%以上,如果工资不作相应的调整,就可能出现名义工资与实际工资都相对下降的情况,使得民众收入缩水,进而影响到消费。在美国等西方国家受次贷危机影响,消费动力减弱,的情况下,如果内需不振,将给我国经济带来更加被动的影响。

苏海南先生对提高工资的担心,主要集中在两点:

一是,一旦提高工资,“工资较低的劳动者生活会受到更大影响”,但是,工资较低的劳动者的生活问题,应该通过国家提高社会保障标准来解决,而不是通过所有的工资都不提高这种方式来缓解。对于低收入者,应该提高其最低工资标准,对他们直接进行物价补贴、社保补贴等等。苏海南先生的另一个担心是,工资上涨近似于强制性地提高了劳动力成本,会导致形成“成本推动型的通货膨胀”。

这一担忧忽略了两个因素。第一,工资上涨不一定全部传导至商品及服务的价格中去,加剧通胀压力。因为化解工资增长影响的途径也并非单一的。通过提高劳动效率、提高技术含量、提高管理水平、压缩相关费用等等渠道,都可以化解掉部分工资增长带来的成本压力。也就是说,即使工资增长,其向商品及服务的传递是部分传递而非全部传递。第二,工资上涨一般都是滞后于通胀的,并且,工资增长向商品及服务的传递也需要一定的时间,而这种滞后性恰恰为静等通胀压力的缓解提供了时间空间。

据专家研究,目前我国非垄断行业企业平均工资水平占产品成本低于30%,而最低工资者收入所占的成本还不到5%。把他们的工资提高20%,对产品的成本影响只有1%左右,加上企业其他职工工资水平的水涨船高,既使企业人工成本的总水平提高10%,产品的总成本也仅增加3%左右,对物价指数的影响大约只有1.5%。显然,将工资的增长作为导致形成“成本推动型的通货膨胀”的因素,与现有的统计数据相背离。

此前,国家发改委发布的报告指出,从资金流量核算结果来看,九十年代以来,我国国民收入分配出现了向政府和企业倾斜的现象,政府和企业可支配收入占国民可支配收入的比重不断上升,而居民可支配收入占国民可支配收入的比重持续下降。如果在通胀压力持续之下而工资不增长,将加剧这种分配失衡的现状。

首先,从政府层面来看。在不可预期的通胀压力之下,名义工资总会有所增加,这样,将有更多的人达到纳税起征点,从而使政府的税收增加,而公众的实际工资收入却是下降的,这相当于政府征收了“通货膨胀税”。其次,从企业层面来看。在不可预期的通胀压力之下,工资的调整一般都滞后于通货膨胀率,即使在名义工资不变或略有增长的情况下,实际工资也是下降的,这对企业而言,实际上意味着企业利润的增加。

很显然,在通胀压力之下,如果民众工资收入不提高,将使得财富分配进一步向政府与企业倾斜,从而加大我国财富分配失衡的状况。对政府而言,税收的增加,会刺激其开支,而这会进一步加剧通胀压力。对企业而言,利润的增加,会刺激其进一步加大投资,这同样容易带动物价的上涨。因此,所谓工资增长导致形成“成本推动型的通货膨胀”,远不及工资不增长导致的通胀压力大。

工资增长与CPI的关系,不仅仅是经济问题,也是民生问题。现在是压缩政府收入,而向民众收入倾斜的时候了,这不仅有利于刺激消费,也有利于缓解通胀压力。

(作者系高级经济师)

投资者应常怀风险意识

◎石胜利

在有关部门规范大小非减持解禁股及降低印花税率的消息出台后,投资者的信心倍增。中登公司最新披露的数据显示,4月21至25日,沪深两市新开A股账户422938户,B股账户1258户,同期新增基金开户数为31816户。新开A股账户和基金开户数均比前周上升100%以上。

我的几位朋友也加入了新开户行列,问其原因,大致都是:“既然政府救市了,赶快去抄大底。这个时候的钱不赚白不赚。”行情略微一好转,风险意识就跑得无影无踪了。这种现象在A股市场很常见,但也很危险。这是A股市场不稳定的根源之一,因为忽略风险的人更容易招致亏损。实际上,资本市场的风险永远存在,没有任何时候是“不赚白不赚”的。

股市有其自身的运行规律。不可否认,这次股市的反弹与政府规范大小非减持解禁股及降低印花税率有关,但同时,也是A股最大调整幅度超过50%,股市在超跌中实现价值回归的结果,股市已有内在反弹需要。即使政府不救市,A股止跌回稳的几率也已经增大,救市措施最多只是让这个过程提前,让力度变得更大一些而已。而且,A股的这次反弹与美国股市的止跌回升有很大关系。

风险无处不在,无时不在。越是在大家都觉得没有风险的时候,越应该进行风险提示。更何况,现在股市仍然面临着非常的不确定性因素,而这些因素是投资者应该密切关注的。

如果我们承认美国股市对中国的影响,就应该关注一下美国次贷危机的进展。美国次贷危机现在是中途的短暂好转,还是真正的见底?有关这一点,更多的人倾向于前者。代表人物如国际投机大亨索罗斯非常明确地指出,美国股市最终的底部还未出现,美国股市可能会出现短暂的反弹,但反弹过后仍将继续下跌,而这种反弹预计会维持6周至3个月。索罗斯同时表示,美国整个宏观经济正步入衰退。

如果我们知道紧缩政策对股市资金流的影响,就应该关注一下通胀指标的变化。最近,有媒体引述权威人士的话说,即将公布的四月份居民消费价格指数(CPI)可能在8%左右,较三月份8.3%的高位虽然轻微回落,但这仍意味着,从紧的货币政策仍将不折不扣的执行。

除了这些宏观的因素,具体到个股的情况也有很大不同。比如,在印花税率下调的第一天,许多投资者为了“不赚白不赚”,大量买入跌停板的宏达股份,尽管买单汹涌,依然未能改变跌停板的结局。遗憾的是,这些投资者忽略了一个最重要的问题,尽管政策对A股的影响非常大,但政策绝不是能够影响这个市场的唯一力量。

巴菲特有句最重要的投资名言:“成功的秘诀有三条:第一,尽量避免风险,保住本金;第二,尽量避免风险,保住本金;第三,坚决牢记第一、第二条。”投资者只有牢记风险,才有能力避免风险,然后才是收益。如果换个角度来看,在政府规范大小非减持和降低印花税率之后,实际上少了两个威力巨大的筹码,倘若这两大利好因素被消化,市场重新按照自己的规律运行,投资者因忽略风险而面对的风险实际上是增大了而非减小了。

因此,投资者应常怀风险意识,一个拥有风险意识的投资者队伍,才能促进这个市场的稳定发展。

股权激励从严审批是还市场公平

◎王学

据《上海证券报》报道,中国证监会已就股权激励有关事项下发两个备忘录,对多个敏感问题作出明确规定,进一步提高了股权激励的审核标准。备忘录规定,以定向发行方式进行限制性股票激励的,授予价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的50%;上市公司披露股权激励计划草案至股权激励计划经股东大会审议通过后30日内,上市公司不得进行增发新股、资产注入、发行可转债等重大事项。

所谓股权激励,是指委托人(股东)如何激励和约束代理人(公司经营者的行为,以谋求公司与股东利益最大化。实施股权激励的目的,是在企业的所有者和企业的经营者之间建立利益共享、责任共担的利益趋同机制,通过利益关系来完善公司的激励约束机制。

美国股权激励之父凯桑在1958年发表的《资本主义宣言》中指出:“生产要素只有资本与劳动两种,为达到机制上的公平,应建立一种使劳动者兼得劳动和收入,以减少管理与劳动的冲突、抑制工资上升、提高劳动生产率的制度。”这种理论的有效性在实践中得到了证实。如,西方管理学者Mehran研究发现,企业总经理持股比例与企业业绩间存在显著的正相关关系。这个原理在我国同样适用。深圳证券交易所调查数



漫画 刘道伟

据显示,实施股权激励的上市公司2006年每股收益以及净资产收益率水平远远高于深市平均水平。

但是,股权激励必须在一定制度约束下才能产生积极效果。因为在实行股权激励过程中,倘若制约措施缺失或存在漏洞,就可能对“道德风险”,公司高管就可能为自己的利益而牺牲掉股东的利益,甚至通过故意损害股东的利益牟取私利,从而,使激励机制发生错位。比如,有的上市公司因为实行股权激励而导致企业亏损,而更像是因果和主次,而产生了逆向激励。股权激励制度的初衷,是为了解决“委托—代理”之间的矛盾,尽可能使两者的利益趋同或一致,以利

企业的发展。如果公司高管通过股权激励首先确保了自身的利益,这种利益甚至源自于对股东利益的压缩和剥夺,那么,他们又有什么动力去努力做好经营,以帮助股东实现利益最大化呢?

还有的上市公司,高管以低于市价超过70%的价格获得股份,这意味着,只要公司不出现极其严重的问题,高管的利益就能得到保障。这种做法实际上是在明目张胆地捞取个人利益,在这种情况下,股权激励不再是一种激励机制,而更像是一种掩盖利益输送的幌子。因此,用诸如“以定向发行方式进行限制性股票激励”,授予价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价

的50%”这样的规定,来给这种无序的激励机制划出一个底线,无疑是非常必要的。

应该认识到,上市公司高管不仅是经营者,也是相关信心的垄断者和制造者,他们有充分的便利条件为自己牟利。比如,在期权认购之前,通过隐瞒利润,预提费用等方式,制造利空消息,打压股价,以降低期权认购成本,而在行权时,利好消息则一个接一个的出来。这不仅在扭曲股权激励制度本身,也在这个市场制造不公——不仅是对股东不公,也是对整个资本市场的投资者制造不公。所以,“上市公司在履行重大事件信息披露义务期间及履行信息披露义务完毕后30日内,不得推出股权激励计划草案”等等制约措施,显得非常重要。笔者建议将30日的时间段进一步拉长,因为时间越长,在重大利好公布前突击进行激励的难度越大,越有利于确保市场的公平。

股权激励是被实践证明了的,能够促进公司治理和业绩提升的有效机制,我们所需要的,是完善制约机制,确保这种制度真正能够产生激励效果,树立一个公平的市场环境和投资环境。从这个角度来看,有关部门应进一步提高股权激励的审核标准可能还只是一个开始,随着股权激励制度的进一步完善和制约机制的逐步建立,这项制度将能够发挥更加积极的作用。

■专栏

从“五大元素”合力展望夏季行情

引发了全球性恐慌的美国“次贷危机”的最坏时期可能已经过去,在宏观调控的历史条件下,代表中国最先进生产力部分的上市公司如银行等业绩增长依然强健,管理层对A股市场的积极干预富有成效,市场投资心态开始趋于稳定。尽管当前仍然处于高物价时代,宏观调控从紧的货币政策,还会对股市形成一定的压力,但A股行情在夏天出现震荡上行的可能性依然较大。

◎李国旺

去年底以来,笔者根据群体心理变化周期和政策变化周期预测结果,提出了今年主要行情在夏天的结论。当前,A股行情的演变与笔者预测方向相同。现在笔者还想补充一点,还有可能因为内外环境的变化,形成五大因素共同在推进夏季行情。

首先是引发了全球性恐慌的美国“次贷危机”的最坏时期可能已经过去。上年晚秋初爆发的美国这场“次贷危机”在今年春天达到了恐慌的顶峰。鉴于1929年金融危机对美国经济的重创,白宫在“次贷危机”爆发后,迅速采取了“信心恢复”的工程,并与欧洲央行采取了步调一致行动。经过主要发达国家的联合行动,近几个月来,美国股市在其它新兴市场愁云密

布的时候反而出人意料地稳定了下来。虽然种种非议,但华尔街的迅速趋稳,说明在市场失灵的时候,政府积极干预市场的效果是正面的。美国政府积极干预市场的行为表明,在市场失灵特别是无法发挥自组织作用的时候,确实需要政府政策的积极干预,而防止政策失误扩大成社会灾难,政策的积极干预为市场自组织的早日恢复作用能提供最强大的信心保障。市场普遍认为,美国政府通过降息和向市场直接注入流动性的坚决保护市场稳定政策,对市场信心的重聚发挥了明显作用,从而彻底避免了重演1929年大危机的可能。

第二大因素,国内上市公司业绩保持增长。鉴于上年夏天开始的物价不断攀升的局面,政府在宏观政策上采取了从紧的货币政策,投资者一股

预期上市公司业绩可能会出现大幅下降。但上半年过去了,从近期公布的年报和季报看,上市公司业绩分别增长近50%和15%,表明大盘蓝筹上市公司具有强大的生命力,在宏观调控的历史条件下,代表中国最先进生产力部分的上市公司如银行等业绩增长依然强健,能够获得通货膨胀红利和诸如新能源等能够获得政策红利的上市公司业绩增长依然强劲,这为“价值投资”取向的机构重新入市提供了经济基础和信心基础。

第三大因素,政策上出现了“保护市场”的取向,从而扭转了投资者的心理预期。从四月下旬开始,管理层对A股市场的积极干预富有成效,通过对限售股相关政策的完善,根据市场情况调整印花税率,发出了明确的保护A股市场稳定发展的信号。笔者预期,

正如实物市场有批发市场和零售市场一样,通过对解禁股流通的制度化规范,A股市场将有望形成不同投资主体交易的批发市场和零售市场,从而大大减轻对以散户为主体的现有流通市场的冲击成本。如果未来继续出台稳定市场和增强投资者信心的政策,投资者的政策预期将更为正面。比如市场预期的融资融券如果正式开闸,将改变目前投资者融资困难或者单向做多的局面,可以灵活调动社会资源,从而大大调动机构投资者入市的积极性。

第四大因素,由于内外环境的一系列积极变化,市场投资心态开始趋于稳定。在上述几个因素的共同作用下,投资者对市场的失望情绪和恐慌心理渐渐散去,无论是机构还是散户,多买少卖的结果是行情出现了恢复性上扬的态势。如果说,上年秋天在乐观情绪的推动下A股行情有涨过头之嫌,今年春天的行情也是存在因为信心低落而跌过头。道者,反之而动”。在经济规律和心理规律共同作用的资本市场里面,凡是过头的东西,一旦时机成熟,必然会恢复到原来的样子。所以,2008年春末出现的跌过头的行情,必然在政策、业绩和外部市场的共同推动下,在投资者信心逐步恢复的过程中恢复其内在的“价值”。当前正处于政策、业绩、信心共同作用的时候,笔者因此看好夏天的行情,这与笔者半

年前在本栏的预测是一样的。

第五大因素,奥运会举办国在会前总有一段经济社会稳定发展期,股市此时的稳定具有社会甚至政治意义。要办好奥运会,就得全社会保持乐观、稳定的心态,而乐观和稳定的心态,源自对未来稳定的预期。从股票注册账户看,当前A股涉及1.3亿人,如果按一家三口计算,差不多涉及3.3亿相对富裕的居民。这些居民代表着当今中国消费能力的主体,他们不仅是现实消费的主要推动者,也是未来消费升级的引导者。在对外贸易因为本币升值而摩擦不断增加的时候,内需的提高对中国经济的发展具有特殊意义。如果居民中相对富裕的股民能够因为沪深股市的稳定而形成乐观的未来预期,则会出现财富效应下的消费增长,为我国平衡投资、消费和出口,从而避免过度依赖出口推动经济增长,形成良性的经济增长模式提供保障,而它反过来又会为股市的良性发展提供最为广大的群体基础。

当然,投资者在面对上述五种正面力量对市场的推动作用的时候,也时时不要忘记当前仍然处于高物价时代,宏观调控从紧的货币政策,还会对股市形成一定的压力。如果美国股市在夏天出现反复,也可能对A股市场的形成不利心理影响。不过,无论如何,A股行情在夏天出现震荡上行的可能性依然较大。