

Opinion



Column | 周洛华专栏

通货膨胀对股市的杀伤是普遍的,因为我们不能找到安全的品种,躲过大跌。通货膨胀其实是企业技术进步能力下降的问题。如果我们企业能够开发出新的廉价的能源,我们还会有如此高的油价吗?还需要担心通货膨胀吗?从这个意义上讲,大小非其实只是放大器,放大了今天的跌幅而已。我们只有指望政府运用多种手段把通货膨胀势头压下去,才能迎来大牛市。

八论通胀无牛市

2006年6月,我在上海证券报上发表了“通胀无牛市”,首次提出了牛市要警惕通货膨胀的观点。2007年12月开始,发表了《再论通胀无牛市》,此后又相继推出了五篇相同题材的论述。这些论述渐渐使得“通胀无牛市”这个论点从最初的无人关注变成了现在的广泛争论,我认为是一件大好事,因为争论有利于我们更好地揭示资本市场的规律。何况我作为一个“湖南蛮子”,从来就信奉“文打官司武打架”的人生哲学,不仅敢于应战,而且求战欲很强,一旦交手就奉陪到底。

我认为,争论的核心问题并不是通货膨胀时期是否有牛市,而是有关估值的核心方法;股票究竟为什么会上涨。把通货膨胀简单地理解为过多发行货币,然后武断地认为过多的货币将推高包括股票在内的资产价格,这是根本违背唯物主义世界观的错误观点。如果多发行货币就可以把股价炒高的话,我们实现现代化的途径就太简单了:我们应该欢迎更高的通货膨胀,这样就可以把股市炒高,使得国内的股票都得到很高的溢价,然后这些A股的上市公司就可以用换股合并的办法收购海外优质的上市公司。在这个美好的幻想下,中国石油只要稀释很少一部分股权就可以吸收合并埃克森美孚石油公司,美孚公司的股东将在合并之后成为A股的小非,当他们抛出中石油的股票时,就相当于发行了更多的货币,从而有利于进一步推高A股的估值,使中石油能够用更廉价的方法收购英国石油公司。照此发展下去,我国很快就会出现强国之梦:用多发货币的办法,我们甚至可以买下全世界。这是多么荒唐的唯心主义者的逻辑!

股价不是由供求关系决定的。多头认为货币供应多就会推高股价,他们宣传什么“跑不赢刘翔要跑赢CPI”,“通货膨胀时期更要对外投资”。通货膨胀其实不是货币供应过多的问题,而是企业技术进步能力下降的问题。如果我们企业能够开发出新的廉价的能源,我们还会有如此高的油价吗?还需要担心通货膨胀吗?从这个意义上讲,大小非其实不是核心问题。大小非只是放大器,虽然放大了我们今天的跌幅,却并不能将股市从牛市转向熊市。

通胀是否提升某些行业的业绩而造成局部牛市?我认为,通货膨胀对股市的杀伤是普遍的,因为我们不能找到安全的品种,躲过大跌。我们可以买多煤炭,做空煤炭股,我们可以实现双倍的交易利润,这就是最好

的证明。

也有人认为,通货膨胀有阶段和程度的不同,由此出现了所谓的温和通胀有利于股市的论断。我们不能在左倾教条主义的冒险路线和右倾机会主义的投降路线之间做出一个“两害相权取其轻”的选择,必须旗帜鲜明地反对“左倾”和“右倾”的错误路线,两者都应该被坚决抛弃。通货膨胀和牛市永远水火不相容。从通胀势头开始显露,我们就发现,沪深两市虽然指数在涨,但是估值水平却在下降。我暂且用市盈率来表现估值,那就是股指上升,而市盈率下降。还有人认为负利率就一定引导储蓄资金推高股市。在这个

错误观念的影响下,已经有股民前赴后继地入场,连续亏损之后,他们没有发现物价继续在涨而股票普遍在跌,等于吃了两遍耳光。

我在“五论通胀无牛市”中提出,我们必须落实好胡锦涛总书记提出的科学发展观,把科技进步作为牛市的主题。现在看来,那些新能源概念的股票不仅没有深度调整,有的还创出了历史新高;那些通讯类的股票,也紧随其后,丝毫不见有熊市的迹象。通货膨胀是我们现有的经济运行模式无法适应和调整到高价石油时代的被动反应,由于A股大多数上市公司现在的经营模式和技术水平都无法应对高价石油的



石胜利

6月13日,沪指出现跳水行情,一举跌破2900点大关,而深成指更是跌破1万点大关,重新进入“四位时代”。截至13日,沪指已经连续8个交易日收阴,而入连阴在沪指历史上仅在1995年和2001年出现过。尽管有分析预测两市本周将触底反弹,但鉴于目前市场人气十分涣散,参与热度持续降低,不确定性风险仍然很大。

正如当股市上涨时乐观的预期占据主流一样。在股市下跌时,悲观的预期又占据主导。

价值永远是市场的基石

相同的是,两个时期都有充分的数据加以佐证。

去年,当股市市值6100多亿(沪指)高位时,有不少研究机构给出详细分析,证明当时深市股票高达73.51倍的平均市盈率是合理的,良好的成长性允许高市盈率。而现在,研究者又给出了另外一组数据。以上周五市场收盘价为基准,全部A股2007年整体静态市盈率为23.41倍。分析者认为,无论与金砖四国其他三个国家相比,还是与发达国家的股市相比,这一估值仍然较高。以6月11日收盘价为基准,巴西圣保罗证交所指数目前的平均市盈率为15.62倍,印度孟买SENSEX30指数目前的平均市盈率为17.14倍,俄罗斯RTS指数目前的平均市盈率为12.27倍。再看看世界成熟市场的主要指数:美国道琼斯工业平均指数目前的平均市盈率为15.21倍,日经225指数的平均市盈率为16.89倍,集合了欧盟最大的50只股票的道琼斯欧元50指数目前的股指水平更是低至10.44倍,而我国香港的恒生指数目前的估值水平仅有13.39倍。

言外之意,A股仍有相当下跌空间。当股市在持续暴涨之时,投资者只看到成长性而忽略泡沫;当股市持续下跌之时,投资者又只是看到高估值的一面而忽略成长性。这本身不就是使A股失去重心,常常在暴涨暴跌中迷失的根源吗?

无论在世界哪个资本市场,价值都是市场稳定发展的基石,而价值的评估永远都是动态的和前瞻性的——这是由股市自身的特点所决定的。虽然,从市盈率来看,我国的股市与金砖四国中的其他三个国家和发达国家的股市尚有一定差距,但是,纵观当今世界,还有哪个国家持续20年以平均接近两位数的数字增长呢?

对价值的迷失最终导致了投资者的迷失和股市自身的迷失,失去价值重心的股市,犹如自

由落体一般的跌落,在实体经济未出现问题的情况下,这种跌势是非常不理性的。实际上,越南即便是在发生金融危机的情下,其股市跌幅也与A股跌幅非常接近;而深受次级债危机困扰的美国股市,其跌幅远远小于中国股市。而中国既未发生次级债危机,也未发生金融危机,它仍然是世界上公认的最稳定且发展前景最好的投资市场。如果把这看作A股的投资价值,那么,这种价值本身应该如何衡量呢?

一般而言,投资者所讲的趋势和波段,都是以价格研究对象,而巴菲特所讲的趋势和波段则主要指价值。价值投资就是在价值被严重低估的时候买入,无论是长期持有还是短期持有,都有更多的机会获利。这就是巴菲特的投资理念。如果以此来衡量,那么,现在,当A股持续暴跌的时候,投资者不应该恐惧,而应该看到其中的机会。当泡沫被挤压殆尽,有快速增长的实体经济作为依托的中国股市,必然迎来一个更值得期待的明天。站在价值的角度,8连阴中蕴含着巨大的机会。

早在4月下旬,摩根大通首席中国经济学家龚方雄就认为,“中国的股票如果从它盈利增长的角度来看,在历史上从来没有这么便宜过。”龚方雄表示,从估值的角度来讲,A股动态市盈率今年已经是21倍,明年是17倍,盈利增长今年是30%多,明年是20%多,所以从盈利增长来看,市盈率已经是相当合理了。而现在A股又创新低,加之对大小非减持和再融资的规范日趋严格,监管层对内幕交易、老鼠仓的清查和打击力度日益加大,市场的交易和运作越来越透明,A股正在迎来一个全新的时期。

谁站在价值的角度看股市,谁就能发现机会。当市场在极度脆弱的时候,尤其要注意寻找机会。巴菲特的这句忠告,在今天看来,仍然意味深长。

■上证观察家

抑制全球通胀需大国负起责任

发达国家在全球性通胀问题上的不作为,不仅有可能使通胀压力进一步向全球其他国家传导和蔓延,并且对那些正在采取抑制通胀措施的国家构成不公。在全球性通胀压力加大的同时,美国应该扮演着积极的角色而不是旁观者的角色,同时,世界各国应携起手来,协调行动,共同采取措施抑制通货膨胀,防止全球性恶性通货膨胀的发生

魏巍

通胀正在成为全球性难题。美国最新公布的数据显示,5月份CPI较上年同期上升4.2%,为今年1月份以来最高涨幅。核心CPI较上年同期上升2.3%。Fed(美国联邦储备委员会)主席伯南克表示,近期的能源价格上涨加大了通货膨胀和通货膨胀预期面临的上升风险。欧盟统计局发布的最新数据,欧元区通胀率已连续9个月突破欧洲央行为了维持物价稳定所设定的2%的警戒线,5月份通胀率更是飙升至3.6%;俄罗斯4月份CPI指数已经达到14.5%,创近5年来的新高;今年5月份,越南通胀率高达25.2%,印度尼西亚超过10%,菲律宾为9.6%,印度超过8%,泰国为7.6%,韩国为4.9%……

全球性通货膨胀成为G8(八国集团)财长会议最受关注的焦点。一些国家的财政部长认为,原油和粮食价格全面上涨引发的全球性通货膨胀威胁,比美国次贷危机要严重得多。全球性通货膨胀可能导致全球经

济出现下滑。G8财长在6月14日公布的会议公报中表示,大宗商品价格上涨,尤其是原油和食品价格给全球稳定增长带来了严峻的挑战,严重冲击了弱势国家,可能使得全球通胀压力升温。

但是,令人失望的是,虽然G8承认,大宗商品价格飙升严重威胁经济增长,但他们并未提出抑制油价和汇率波动的新措施,甚至,G8会议并未讨论汇率或干预汇市问题。中国对发达国家在全球性通胀问题上的不作为,不仅有可能使通胀压力进一步向全球其他国家传导和蔓延,并且对那些正在采取抑制通胀措施的国家构成不公。

发达国家为何拒绝讨论油价和汇率变动?因为这些问题都牵涉到美国等发达国家的切身利益,尤其是美国的利益,解决问题的过程就是让他们作出政策调整的过程,而美国出于自身利益的考虑显然还打算这样做,它甚至不愿意承认油价上涨与美元贬值有关——尽管国际上几乎不约而同地认为,美元的持续贬值

乃是助推油价不断攀升的根源。6月9日,石油输出国组织(欧佩克)轮值主席哈立德再次强调,如果没有美元贬值等因素,国际市场价格应该在每桶70美元左右。

全球性通货膨胀问题的解决,需要各国携手相助,而发达国家表现出来的不作为的姿态,正在给那些竭尽全力抑制通胀的国家构成损害。以中国和印度的情况为例。为了阻止油价上涨加剧通胀压力,中国对发达国家采取的补贴政策,仅2007年,国家对于油价的隐性补贴就超过了2200亿元,占GDP的比例达0.9%。但是,中国的这种财政补贴却让其他国家占了空子。无论是飞往中国的飞机还是开到中国的轮船,都留足空间,在返回时加满油,分享中国财政补贴油价所带来的福利。同时,由于油价低,中国以石油为原料生产的塑料、橡胶制品成本远低于国际水平,中国廉价商品的输出在客观上有利于拉低世界同类产品的价格,有利于缓解相关国家的通胀压力,但这也等于让全世界的消费者分享

中国的财政补贴。印度的情况大抵差不多。瑞士信贷最近发布报告称,印度75%的原油消耗依赖进口。预计2008年印度GDP将增加至1.34万亿美元,如按目前油价水平进行原油补贴,全年补贴金额将高达292亿美元,相当于GDP的2.2%,是2007年的3倍。这种种财政补贴政策客观上有利于降低本国的通胀压力,但是,如果发达国家不采取同样的措施,就会使得相关国家因不堪财政补贴的沉重压力而被迫终止,从而使得被压抑的通胀压力释放出来,加剧全球性的通胀压力。现在,印度炼油厂每周亏损10亿美元,一年下来就需要500多亿美元,这已经成为印度的不可承受之重。现在印度的通胀正在逼近10%,如果油价再上升,有可能出现越南类似的情况。如果印度采取紧缩政策,则可能造成经济预期下降,加快热钱的退出步伐,给印度经济造成重创。

离开了国际间的协作,任何国家试图抵制通胀的做法,都常常面临着左右为难处境。

抑制全球性通货膨胀,首当其冲,需要美国、日本、欧盟等负起责任。尤其美国,应该放弃弱势美元的政策,听任美元贬值只会加快大宗商品飞速上涨的步伐,给全球带来更大的通胀压力。令人遗憾的是

我们更愿意捂住手里的资源或者产品,通过炒作这些原材料反而能够比他们踏踏实实干企业获得更高利润。因此,通货膨胀如果是由过多货币发行而引起的,就错误地激励了企业,不去从事价值创造工作,从而毁灭了牛市的根本。

我现在不怨天,不尤人,更坚定了毕生做一个只信奉唯物主义的金融工作者的信念。我对此还要做更多的调研和思考,将伴着本轮经济周期将通胀无牛市系列探讨继续下去,希望能听到、读到更多的不同意见。此刻,我唯一的遗憾是,如果中国股市不曾受那些错误认识的干扰,或许今天已经前进了很远。

我国B股市场经历了一个曲折的发展历程。当时开创B股市场的初衷是为了吸引外籍投资者投资我国证券市场,强化股市的融资功能,解决我国外汇短缺问题,但近年来B股市场已基本失去融资功能;长期交投不活跃,每天平均换手率极低;由于我国大型企业纷纷在成熟的香港证券交易所上市,外籍投资者也逐渐对我国B股市场失去了兴趣。可以说大家对B股市场进行改革没有争论,争论的焦点是该如何改革。

笔者认为,目前我国B股市场改革的条件已经成熟;人民币持续升值,人民币对应美元、港币的汇价不断创出新高,给国内企业购买B股创造了有利时机;目前我国外汇储备非常充裕,从某种程度上讲已经成为一种负担,国内企业购汇回购B股有利于减轻我国储备压力;目前B股净资产、市盈率都处于一个较低的水平,其股价较对应A股折让较大,企业存在投资B股的逐利动力。

下面从制度层面上对B股市场改革进行探讨。首先,应当允许上市公司的大股东增持B股或者上市公司直接回购B股。目前B股市场不对国内机构投资者开放,B股上市公司的大股东不能通过二级市场买卖B股,但B股上市公司的大股东通过境外分支公司进行曲线增持却早有先例。2008年3月7日中集集团公告称,中远太平洋有限公司自2007年12月10日起至2008年3月6日,以现金约16.65亿港元通过深交所收购中集集团B股共约1.13亿股。如今,同股同权的B股市值远远低于其A股的价格,A、B股公司的价格比(经过汇率换算)平均溢价率接近100%,也就是说,A、B股公司的A股股价平均要高于B股股价一倍以上,甚至与一些上市公司如长安汽车其B股股价一度跌破净资产,平均市盈率不到8倍。股价过低不仅影响到公司的形象,还会影响到A股股价,从而影响到B股上市公司A股股东的利益。可以说B股公司的大股东存在着通过二级市场增持B股的利益驱动力。

B股上市公司回购自己的股份也已经进入了实际操作阶段。同A股相比,B股股价存在着较大的安全边际效益,机构投资者投资B股的愿望强烈,B股大股东也存在着通过二级市场增持的动力。这为推出B股改革提供了一个黄金时期。其次,B股市场应对我国国内机构投资者开放。

我国的B股市场是一个相对封闭的市场,不允许国内机构投资者参与。2001年2月,B股改革虽然开始对内地公众投资者开放,但仍然不允许机构投资者买卖B股。推出B股时管理层限制机构投资者买卖B股的初衷是我国的外汇管理制度有关。由于企业不允许购回外汇,自然不存在投资B股可能;后来虽然允许企业在一定比例内留存外汇,但仍然不允许企业进行外汇资本项目下的投资。

我国长期以来实行外汇汇率管制,外汇储备比较紧张,所以实行了严格外汇管理制度。而我国目前外汇储备较多,且有大量热钱涌入,人民币持续升值,从某种程度上讲,外汇储备已经成为一种压力。此时适时对国内机构投资者开放B股市场,允许企业在严格监管下进行购汇买卖B股,不仅有利于减轻人民币的兑换压力,减缓人民币持续升值的趋势;还为国内企业对B股上市公司进行企业并购整合,提供了契机。

当然,为了金融安全的需要,可以允许国内机构投资者购汇购买B股后设置一定的禁售期,鼓励企业进行长期投资或战略投资。其实,我国B股上市公司仅有100多家,其累计筹资额仅有50多亿美元,B股市场规模较小,相对于我国的A股市场微不足道,即使对国内机构投资者开放,也不足以撬动我国的整体资本市场,没有金融安全之虞。

最后,允许B股公司发行增发A股,恢复企业融资能力。

由于B股市场融资功能的丧失,现今纯B股公司处于一种非常尴尬的境地,不少公司甚至后悔当时想在B股上市融资的选择:如果不在B股市场还可以考虑在香港H股上市或者内地A股上市,不会影响到公司的再融资。而最近晨鸣纸业在香港市场H股的成功上市,可能为其他B股公司的上市再融资提供了可供借鉴的经验。从制度上看,晨鸣纸业是A+B+H上市,其操作与国内上市公司申请H股上市程序并没有什么不同,只是其股份分别在B股及H股市场上交易,且都以港币作为计价根据。监管机构对晨鸣纸业H股上市予以放行,且对B股发行不发达,可能是先行进行试点,酝酿出台相关政策。

当然上述改革方案都是围绕逐步取消B股市场进行思考的。随着我国资本市场对外开放程度的提高,我国也可能重新建立以外币进行交易的证券市场,或者允许外国证券市场的存托凭证在我国证券市场进行交易,故有人主张保留B股市场,待时机成熟。笔者认为,这种观点并不排除外籍企业(包括我国国内企业在境外设立的红筹公司)在我国证券市场上市的可能性,到时我们可以建立新的交易板,构建新的交易制度,且我国现有B股市场并不能完全与之接轨,甚至存在着冲突可能性,以此作为延缓B股改革的事由,其理由并不充分。

在一个法制健全的社会内,任何一个问题都应该是一个法律问题。我国也应该尽快启动B股市场改革的法规规章的制订,让B股改革有法可依。为了保证B股改革的灵活性,可以《改革纲要》或者《操作指引》方式规划B股改革,既能给B股上市公司提供相关原则指引,又能允许具体公司根据自身的情况以制度创新。我国A股股权分置改革成功给我们提供了丰富的经验积累,相信B股市场改革可以借鉴A股改革的成熟经验,相关问题会迎刃而解。

(作者系广州大学法学院副教授)