

人民币升值压力短期内难以消除

迄今,导致人民币升值压力的两大主要影响因素仍未消除:一是内外部经济失衡导致了人民币升值压力,这主要表现为经常项目和资本项目的大量、持续的双顺差;二是我国贸易部门劳动生产率相对于非贸易部门劳动生产率的提高(或增长)幅度要高于其他国家,也导致了人民币升值压力。所以说,目前人民币升值还远未到位,人民币升值可能是一个长期过程,人民币升值也有利于我国的经济增长。

○吴培新

自汇改以来,人民币对美元汇率已累积升值了21%。但最近,出现了美元走强和人民币对美元汇率下跌的市场迹象。那么,人民币升值是否已经到位?或者说,人民币升值趋势是否会发生逆转并进入贬值区间?

在笔者看来,人民币升值压力是由我国的经济、金融等基本因素所决定的。

第一, 内外经济失衡导致人民币升值压力增强。在近年来人民币持续升值的背景下,我国的经常项目和资本项目仍保持了巨额顺差。2005年至2007年,经常项目顺差分别为1608、2499和3718亿美元;资本和金融项目顺差分别为630、100和735亿美元;

2004年末至2007年末,外汇储备由6119亿美元增长到15280亿美元。

其实,外部失衡是内部失衡的延伸和反映。按照国际经济学基本原理,国内储蓄投资的差额等于经常项目的差额。另从宏观和历史的角度来看,一国的人口年龄结构是决定该国储蓄、消费和投资行为的最根本因素。而人口赡养率较大幅度的下降将导致储蓄率较大幅度的上升,但投资增幅相对较低,当储蓄大于投资时,就会出现经常项目顺差。

从我国的情况来看,人口赡养率已从1989年的50.3%下降到2002年的42.3%,这一因素导致了我国自上世纪90年代以来储蓄持续大幅增长,经常项目出现持续的巨额顺差。根据世界

银行预计,我国的人口赡养率在未来一段时期内仍将继续下降。可以预期,未来我国经常项目仍将保持顺差,顺差额所占GDP比重将先上升后回落。

再从资本和金融项目来看,我国作为新兴市场国家的典型代表,拥有巨大的投资机会和潜在的消费市场,资本和金融项目顺差似乎也会继续保持增长态势。1994年汇率并轨以来我国的实际情况也验证了这一点。

显然,长期的经常项目的巨额顺差以及资本和金融项目的顺差,将使人民币汇率处于持续的升值压力之下。

第二, 部门间劳动生产率差异也导致了人民币升值压力。改革开放30年以来,我国经济保持了高速增长,我国工业部门的劳动生产率增长期大于其他部门增长,成为带动全社会劳动生产率增长的引擎,且这种劳动生产率的差异有进一步扩大趋势。由于贸易品大多集中在工业部门,非贸易品集中在服务业部门,工业部门相对于服务业部门的较高劳动生产率的增长反映了前者相对于后者的较高劳动生产率增长。

由于各国间非贸易部门的劳动生产率水平相差不大,且与经济增长关系较小;贸易品部门的劳动生产率水平相差较大,且与经济增长的关系密切。所以,各国间的贸易部门与非贸易

部门之间的相对生产率差异主要体现在各国间贸易部门的生产率差异上。同时,一国经济增长及参与国际市场竞争对其贸易部门的生产率有较强的促进作用。

这样,经历高速增长的国家严格意义上说,该国经济增长率高于按贸易国的贸易额加权的经济增长率),其贸易部门的劳动生产率提高较快,会导致实际汇率升值。这就是巴拉萨-萨缪尔森效应。

正如巴-萨效应所揭示的那样,在一个经济体中,如果贸易品部门较非贸易品部门的劳动生产率提高得更快,那么相对于贸易品的非贸易品价格就会上升。

在本国不具备国际市场定价能力的前提下,实现非贸易品价格上升的渠道有两条:一是货币对外升值。在贸易品的国际市场价格给定前提下,本币升值将降低出口品、进口品、进口替代品等贸易品的国内价格,非贸易品价格相对贸易品价格会上升;二是货币对内贬值,在名义汇率不变且贸易品的国际市场价格给定情况下,本国价格水平上升将由非贸易品承担,非贸易品价格相对贸易品价格上升。这两种渠道都意味着实际汇率的上升。

但是,由于我国在汇改前实行人民币盯住美元的汇率制度,这种汇率

制度导致汇率调整的压力没有转化为实际的汇率调整。自1994年以来,人民币汇率就面临了持续的升值压力,恰好在1994-2002年期间美元处于升值周期,美元升值在一定程度上缓解了人民币的升值压力。但在2002年以后,美元持续贬值,这与人民币升值的趋势相反,由此凸现了人民币汇率的扭曲。

这表明,一是内外部经济失衡导致外汇供给与需求失衡,过度供给的外汇导致了人民币升值压力。这主要表现为经常项目和资本项目的大量、持续的双顺差;二是我国贸易部门劳动生产率相对于非贸易部门劳动生产率的提高幅度要高于其他国家,也导致了我国与其他国家之间的双边实际汇率升值,即巴拉萨-萨缪尔森效应。

笔者认为,鉴于导致当前人民币升值压力的这两大影响因素仍未得到消解,以及基于我国的经济和人口等基本面因素影响,可以说,当前人民币升值显然还远未到位,人民币升值可能是一个长期过程。从这个角度分析,目前人民币汇率机制的改革和人民币汇率水平的调整是我国经济增长的一个内在要求。反过来说,人民币升值也将有利于我国的经济增长。

(作者系经济学博士、金融学博士后)

■今日看板

A股深幅下挫 投资机会渐现

○乐嘉春

A股市场出现如此异常波动,确实远超过大部分市场参与者的合理预期。鉴于近一年来A股市场的累积跌幅已超过三分之二,目前A股市场上部分公司股票已显现投资价值。

为什么这么说呢?事实上,预期未来中国经济将发生重大周期性调整,即看淡中国经济增长前景,这是眼下看空A股市场的重要理由之一。因为,看淡我国经济发展前景,从而也形成了对上市公司盈利增长水平将明显下降的悲观预期。

正如笔者一直坚持的看法,当前中国经济已具备了来自经济内部的自我调节能力,已完全有能力应对经济中出现的各种挑战,并将这些挑战化为新的发展机遇。

例如,广东省政府早先提出了“腾笼换鸟”的产业调整决策,即筹划将珠三角地区的大批低端制造业转移到粤东、粤西和粤北地区,腾出空间,再引进投资规模大、产业关联度高的高新技术产业,重新将珠三角地区打造成高新技术产业和新兴产业的生产基地,确保经济增长,以避免因产业大迁移而产生的不利影响。

从另一角度分析,将大批低附加值的劳动力密集型产业转移到经济相对落后的内地省份和地区,对后者来讲就是一次难得的发展机遇。它们通过承接发达省份或地区转移来的加工制造企业,可以把新的投资、新的项目转化成经济发展的新动力,由此也成为推动经济相对落后省份或地区经济发展的一个重要契机。

中国经济本身具有内在的自我调节的灵活性,使得我们不必过于看空未来中国经济增长前景。正因为如此,上市公司盈利水平也能顺应经济发展而保持适度增长。所以,我们也没有必要过度看空A股市场。

从目前A股市场情况来看,即便治理A股市场的一些制度性建设仍可能会滞后,但经过大幅下跌调整后,A股市场的投资机会已经出现,特别是部分上市公司的投资价值已经显现。

例如,今年上半年,银行类上市公司仍保持了较高的盈利增长,再结合其市盈率及市净率水平分析,银行股已具备了中长期的投资价值。因为,只要未来中国经济仍能保持较高的增长水平,那么银行业将会继续受益,这意味着银行类上市公司仍将维持较高的盈利增长能力。

还有其它一些行业所属上市公司也具投资机会,如金属类上市公司的市盈率水平大都跌进10倍水平。在经过大幅下跌后,这类公司股票具备了一定的投资价值。当然,美元走势的不确定性可能是影响这类上市公司业绩波动的一个外在因素,这个因素仍需密切关注。

这表明,尽管当今盛行的趋势性投资潮流暂时淹没了支撑上市公司向好的基本面因素,但这些基本面因素最终会显现其潜在的或现实的投资机会。

只要我们不再拘泥于趋势性投资的束缚,只要我们不再为股指的跌不休而烦恼,静下心来研究一下上市公司就会发现,目前已有一批公司股票具备了价值投资的投资机会。

■特别报告

我国证券投资基金如何克服羊群行为

中国证券投资基金存在显著的羊群行为,在一定程度上造成了股市价格的过度波动,而从行为金融理论的角度来看,这一非理性行为主要源于基金经理在投资时相关的认知和情绪上的弱点以及制度缺陷为其认知和情绪弱点提供了发挥空间。本文为此提出相应对策建议,以促进中国基金业及股市的稳定健康发展。

○张栋

我国基金业近几年来得到了较快的发展。基金产品种类不断丰富,基金数量不断增长。基金对于稳定市场,拓宽中小投资者投资渠道起到了重要作用。不过,在基金行业一片繁荣背后存在一定的隐忧。这主要体现在基金投资过程中存在学习与模仿现象,从而导致他们在某段时期内买卖相同的股票,这种行为导致了个股的暴涨暴跌,也引起了大盘的巨幅波动。基金投资者需要决定选择哪些投资风格的基金,在不同的投资风格中如何配置,在每个投资风格中具体选择哪个基金。这样投资者可以分散风险,构建具有合意的风险-收益特征的资产组合。如果不同的基金都投资到相同的股票,那么无论投资者如何选择都会导致投资品集中,与投资者的初衷就会背道而驰。针对这些情况,我们必须要对基金投资的“羊群行为”防患于未然,防止其破坏作用的发生。

基金羊群行为现象和影响

近年来,国内已有不少学者对中国证券投资基金羊群行为的存在性和表现进行了不同角度的实证检验和分析,并得出较为一致的结论,即中国证券投资基金存在显著的羊群行为。虽然这几年我国的基金规模迅速增大,但是,基金经理在选择股票时,仍然高度集中于数目较少的股票,到目前为止也没有突破400只,2003-2007年平均关注的股票为240只,受重点关注的股票40只以上基金持有平均仅为40只。在10只以上基金持有的股票数目占进入基金投资组合中上市公司数目的比例中,C/B,2003年到2007年比例几乎没有变化,尤其是在2006和2007年火热的行情中,这个比例还有缩小的趋势。这种“扎堆”行为就是典型的“羊群效应”。

羊群行为具有的学习与模仿特征使众多基金经理的行为具有一定的趋同性,削弱了市场基本面因素对市场价格走势的作用。当许多基金在同一时间买卖相同的股票时,对该股票的超额需求曲线将会向下倾斜,从而导致单个股票的价格大幅波动,破坏了市场的稳定运行。

2007年底的数据显示,有100只以上的基金持有万科A、浦发银行、中信证券,有高达208只基金持有招商银行。再看看这些股票的行情,年底股票分别是年初股价的1.86倍、2.46倍、3.22倍和2.48倍。这些权重股的暴涨,怎么能不带动大盘指数暴涨呢?而经过

来,大盘指数也随之暴跌。

行为金融对羊群行为形成的解释

行为金融学通过对投资者投资行为的心理偏差的系统分析来描述羊群行为。当证券市场面临着众多不确定性和不可预测性时,投资者在进行投资决策时,其心理因素会随着外界环境的变化而发生着微妙的改变,人类固有的行为模式会不知不觉地主宰着投资者的行为。每一个投资者开始总是试图进行理性投资,并希望规避风险。但是,当他发现由于自己能力有限而无法把握投资行为的可靠性时,便会向政策的制定者、媒体、专家或自己的感觉、经验等寻求心理依托,投资行为的前景愈不明朗,这种心理依托感就会愈强烈,人类特有的认知偏差的弱点就会显现。

在我国,社保基金一直被视作和政策的制定者最靠近的投资机构,导致了广大的投资者包括基金都将社保基金的动向作为风向标。最近社保基金披露新开权益类投资账户24个,这就被解读为政策趋暖或者方向生变的信号,于是在最近的大跌中,基金连续呈现净卖入状态。这个“不允许亏钱”的社保基金,在我国资本市场的领头羊效应也许还要持续很久。

行为金融的研究表明,投资者在进行投资决策时常会表现出以下一些心理特点:

一,过分自信。投资者总是相信自己的能力和判断,这常常导致他们低估证券的实际风险,进行过度交易。二,重视当前和熟悉的事物。人们总是对近期发生的事件和最新的经验以及熟悉的东西更为重视,从而导致人们在决策和做出判断的时候过分看重近期事件和熟悉事物的影响。三,回避损失和心理“会计”。对于收益和损失,投资者更重视损失带来的不利影响,而这将造成投资者在决策时通常会按照心理上的“盈亏”而不是实际的得失采取行动。例如,过快卖出有浮动盈利的股票,保留有浮动亏损的股票。四,避免“后悔”心理。投资失误使得投资者产生后悔心理,对未来可能的后悔将会影响到投资者目前的决策。因此,投资者存在减少后悔的倾向。这会导致追涨杀跌等从众行为。五,相互影响。社会性的压力使得人们的行为趋于一致。

正因为这些心理的存在,证券价格变动不同于现代金融理论和有效市场理论的推断。金融投资过程可以看成一个个动态的心理均衡过程,包括对市场的认知过程、情绪过程和意志过程。认知过程往往会产生系统性的认知偏差,情

绪过程和意志过程可能会导致系统性的或非系统性的情绪偏差,意志过程则可能受到认知偏差的影响,有可能受到情绪偏差的影响。这些偏差由于金融市场可能存在的群体偏差或羊群效应而导致投资或投资组合中的决策偏差。投资决策偏差就会使资产价格偏离其内在的价值,导致资产定价的偏差。而资产定价偏差往往会产生一种锚定效应或框定效应,反过来影响投资者对资产价值的判断,进一步产生认知偏差和情绪偏差,这就形成一种反馈机制。在这个“反馈环”中,初始羊群效应使得偏差得以形成,而强化羊群效应使得偏差得以扩散和放大。

这就是“狂热,进一步狂热;悲观,进一步悲观”的根源。我们从市盈率来看,当市场处于狂热阶段时,羊群效应的扩大无视市盈率的快速提高,也就是对市场风险的漠视;而当市场处于悲观阶段时,却强化了市场风险。即使面对着去年5-30的暴跌,投资者也并没有引起足够的重视,在所谓的专家、舆论等观点目标的蛊惑下,在高高的市盈率面前,市场依然涨势如虹。进入今年以来,沪综指连破几个千点大关,此时的市盈率和彼时的市盈率又能相差多少呢?然而目前依然哀鸿遍野,市场信心几乎丧失殆尽。

在此基础上,从基金管理者角度可能产生的原因是:

(1)委托-代理关系下,基金经理道德风险的存在和风险厌恶是导致羊群行为的多层次原因。在证券投资基金中,投资人是委托人,基金管理公司是代理人。投资者无法准确了解基金经理的素质,无法区分基金赢利是否由基金经理工作的努力程度所致。而对基金经理来说,他比投资者拥有更多的信息,更清楚自己的素质、能力和努力程度。他会想方设法利用自身种种优势减少努力程度,从而有可能损害投资者的利益,即产生道德风险。同时,基金经理对风险的厌恶使他在减少自己努力的同时认为与其他经理保持一致是最优选择,从而出于利益和声誉的考虑而选择羊群行为。

(2)基金经理关注声誉超过对盈利的关注是基金经理羊群行为的主要驱动力。基金经理可分为“能力强”和“能力弱”两种类型。“能力强”的可以从各种信息渠道观察分析得到关于投资对象的有用信息,而“能力弱”的观察后得到的是噪音信息。在作投资决策之前,基金经理和投资者均不知道他们属于哪种类型,只有通过决策后的结果得知。由于基金经理对自己的能力并不清楚,也就不知道自己观察到的是有用信息还是噪音信息。所以他可能会模仿其他经理的行为。因为,如果自己采取与其他经理不同的行为而事后证明自己错了,即证明自己“能力低”,而如果别的经理错了,自己和他们一样,并不能说明自己“能力低”,可以把错误归于不可预测因素。

(3)基金经理关注同性的市场信息,采用相似的经济模型、信息处理技术、组合及对冲策略,在投资行为上具

有较高度的同质性。

于是,不仅不同基金公司的基金经理投资风格趋同,以追求行业的平均利润,就是同一基金公司下的基金经理,为避免业绩差距过大,投资风格也高度相似。根据联合证券的一个统计,从2007年年初到2008年2月底,大部分基金公司旗下基金相关系数都在90%以上,其中交银施罗德、景顺长城、投摩根、易方达、银华、海富通、招商等公司旗下基金的相关系数在95%以上。交银施罗德旗下所有基金的前十大重仓股有6只相同。再如银华基金,旗下银华优选和银华优质有8只重仓股相同。

另外,基金投资者也会通过申购赎回行为对于基金产生影响。

结论与建议

中国证券投资基金存在显著的羊群行为,在一定程度上造成了股市价格的过度波动,而从行为金融理论的角度以及以上例子来看,这一非理性行为主要源于基金经理在投资时相关的认知和情绪上的弱点以及制度缺陷为其认知和情绪弱点提供了发挥空间。为此,笔者提出如下建议:

(1)改善证券投资基金的市场外部环境。一方面要规范上市渠道,尽可能地扩大市场的容量,并重点提高上市公司的质量,另一方面要加快发展金融衍生工具市场,使基金在选择自己的投资组合时有更多的选择余地及足够的风险对冲工具,为基金投资创造一个良好的市场外部环境。

(2)建立科学适用的基金评价体系标准,鼓励更多高质量的独立的证券中介机构从事基金评级、证券分析等业务,逐渐改变投资者对基金只看收益不看风险的选择标准,引导基金向建立自身独特投资风格以吸引投资者的方向发展。而不仅仅像目前这样,只重视基金的排名。

(3)进一步规范信息披露制度。一方面要加强我国股票市场信息披露的及时性、完整性和准确性,降低各种信息成本,控制内幕交易;另一方面要适时在基金界引入市场约束机制,建立形式和内容规范统一、全面、及时、准确的信息披露与报告制度,以加强基金信息披露的有效性。

(4)构建科学合理、有效的基金经理的薪酬激励体系。在基金经理层面,确定合理的业绩激励措施,在衡量业绩时还要衡量多方面的能力,如考虑创新性、设置工资水平下限、对赢利者设置额外奖金,以避免委托-代理的激励不相容;在组织运作层面,特别是对于公募型基金管理公司,激励机制应该考虑对于关键人才的长期激励和职业生涯的发展,从建立柔性的组织文化入手,建立良性的心理契约。

(5)加强宣传,使得基民明白投资风格概念。不同的基民选择不同的投资风格,否则在逆向选择中吃亏的是基民。

(作者系民族证券投资经理、经济学博士)

■名家观察

巴菲特不会有“老鼠仓”

○常清

最近出台的刑法修正案对证券期货的“老鼠仓”进行了界定,并且规定“老鼠仓”行为最高可判十年有期徒刑,这一消息对于广大股民未可谓是大快人心,因此也称为舆论界的一个焦点话题。这几天,记者朋友采访不断,我主要回答的是关于期货的老鼠仓问题。受记者的启发,我在思考一个更深层次的问题,为什么我国的证券市场“老鼠仓”如此之多,成为大家最痛恨的一件事情,而从来没听说过像巴菲特这样的大投资机构在投资时有“老鼠仓”的存在。

为什么巴菲特不做“老鼠仓”呢?我给很多记者提出了这个问题。大家有很多解释,有的认为是由于美国的信用社会有道德约束,巴菲特在投资的时候不能超越道德底线;有的认为美国的监管非常严厉,作“老鼠仓”有很大的风险,我们这次修改刑法就是要彻底根除“老鼠仓”行为。

我觉得在证券市场上存在着“老鼠仓”行为光靠刑法来震慑很难说是有效的。我记得马克思曾经讲过,当利润超过一定幅度时,道德底线将会动摇,当能够获巨额暴利时,有人会践踏人间的一切法律。这是马克思对资本本性的一种描述。认真思考起来,我认为要从经济制度上进行完善,从根本上消灭“老鼠仓”。

从我国的证券市场的实践来看,“老鼠仓”的产生有如下几个经济原因:

其一是“庄家”现象的副产品。在国外成熟的证券市场上,“庄家”现象是罕见的,那些巨无霸的投资基金,会根据证券市场的变动而调整投资组合,即使某一个企业的股票表现非常优秀,他们也不会坐庄,而在国内许多股票都有“庄家”,“庄家”可以决定该种股票的价格,所以说“庄家”的工作人员有条件作“老鼠仓”。

其二是国外的机构投资者如巴菲特的哈撒韦公司的体制是民营的。

国外的机构投资者基本上都是私有的,不是公有制的,因此机构的所有者对于他们的工作人员会有严格的约束,这些从业人员不用美国政府去管理他们,他们也得按照国内的惯例和公司的规章制度办事。作为从业人员来讲,在资本主义条件下,谁都想发财,他们也会有做“老鼠仓”的动机,但是没有必备的条件,所以说没有“老鼠仓”。

其三是操作人员本身的资产都投入到他们所操作的基金当中。

美国的机构投资者主要是那些各种各样的基金,这些基金的工作人员大多都成为基金的购买者或所有者。巴菲特就是哈撒韦公司的股东之一,他的资产都投入到该公司。所以说他不用去做“老鼠仓”。操作人员与机构是一体化的。而我国的从业人员和机构只是一个雇佣关系,从业人员的资产并没有投入到该机构之中。

我国的证券市场迅速发展,需要大量的机构投资者,非常遗憾的是改革发展到今天,我们仍然是老的思路,机构投资者都是公有制的,而没有大力发展民营的机构投资者。公有制下的机构投资者按照眼下经济学的理论是没有所有者,任何人都只是雇员,无论“老鼠仓”都是从领导开始做,谁知道的内幕情况越多,谁做的“老鼠仓”就越多。从形式上看有各种各样的规定在管理着从业人员,实际上这些规定只是形式。

我们是应该很好的思考一下为什么巴菲特不做“老鼠仓”。

我们应该很好的思考一下为什么公募基金加上投摩根的基金经理唐建会有“老鼠仓”。

(作者系中国农业大学期货与金融衍生品研究中心主任、教授、博导)