

■ 学人随笔 | Writing

油价泡沫迟早会爆破

□贾国文

近几年来,相似的石油价格大涨总共出现过四次。第一次是1973年的欧佩克国家第一次石油禁运引起。第二次是1979年的伊朗伊斯兰革命,一年后伊拉克入侵伊朗导致。第三次是1990年伊拉克入侵科威特引发。第四次就是当今这一次,油价单从去年1月到现在价格就已经整整翻了一倍,油价从52美元一桶飙升到了100多美元一桶。这真是应了耐克的那句广告词:“一切皆有可能”。现在的问题是:这次油价飙升究竟是为了什么?

关于油价不断攀升的原因,市场上有多种解释。有的说是中东危机,有的说是寒冷的冬季,有的说是尼日利亚的动荡,还有的说是持续增长的中国经济所致。但是这些理由没有一个是有绝对说服力的。其实这些都是老生常谈,从圣经进入中东开始中东就没有和平过,尼日利亚的冲突也持续了长达40年,更不用说循环而至的冬天。如果说中国经济高歌猛进带动巨大石油需求的话,那么占世界石油消费40%份额的美国经济衰退所导致的需求减少绝不亚于中国的增加。这种油价的异常上升显然不是由于基本面的变化导致,因为在这一年期间,基本面几乎没有发生任何实质性的变化。而按照供求关系来分析,若隐若现的美国经济衰退还应该促使油价下跌。

那么,油价为什么不跌反涨?答案只有一个:过度投机。既然供求不能解释高油价,我们有理由相信是金融投机者在不断推高油价并可能制造一个堪与千年之交互联网泡沫相媲美的投机泡沫。欧佩克甚至认为,由于美国经济衰退,石油可能会出现供过于求的情况,因此正考虑是否应该减产。这种“供过于求”的情况不但没有导致油价下跌,相反油价却被一股神秘力量拉升并突破了令人眩晕的100美元大关。

石油大王们看起来并不忧虑全球经济的衰退,而是一直洋溢着过年的气氛。埃克森美孚最近公布了2007年的财务报告,净利润高达406亿美元,这创下了世界经济史上的一个奇迹。在历史上还没有任何一家公司在一年时间里能赚取如此之多的金钱。大量的金钱在石油期货合约之间不断地转手。因为随着美国房地产市场的突然崩溃并波及到了资本市场中最大的部分——股票和债券,投资者急于在世界范围寻找新的投资机会。具有相对简单的市场规则和长期看必定上涨的石油看起来是一个完美的分散风险和利润最大化的工具。

位于曼哈顿南端和哈得逊河畔的纽约商品交易所尽管是1978年才引入石油商品交易,但它现在已经是世界石油交易的中心和风向标。它的交易大厅看起来更像罗马竞技场,站在大堂里的交易商们至今仍然沿用着叫喊和打手势这种传统的交易方式。当两个交易商达成交易,他们把基本的成交信息写在一张纸上,然后把它扔进大堂的中心池子里。那里站着外表健壮的交易商雇员,他们戴着防护眼睛以防纸片不小心会飞进眼睛里。他们只要捡起这些纸片的一张后盖上章,N多桶的石油就这样改变了主人。大宗石油交易也是如此。银行、对冲基金和养老基金现在都是通过计算机来完成交易。纽约商品交易所的业务现在已经爆发了。全球每天仅消耗3600万桶石油,而纽约商品交易所每天的成交量竟然是这一数字的15倍还多。这多出来的交易量都是在赌油价下一步的变动方向。在所有的石油合约中,投机者的持仓占到了45%,三倍于千年之交的水平。在这种情况下,很明显,油价被扭曲了。其实,如果油价是由供求决定的话,油价至少要比现在便宜20美元以上。

这些是如何发生的?究其原因,大的养老金基金出于分散投资的需要,持续把资产配置到石油上,从而不断地推高了油价。其实,最新的投资组合理论也认为纵向的分散投资要好于横向的分散投资,也就是说把商品期货与现有股票持仓组合要优于在不同国家之间分散投资。华尔街的大投行高盛也投其所好,特意为这种投资需求编制了一种包含石油的商品指数,这个新指数取得了异常的成功。大的机构投资者不断地把钱放进去了,高盛则不断地购入石油合约,价格也就随之涨得更高。现在,每个人都跳到了这场游戏之中。摩根斯坦利、德意志银行以及其他金融巨头均大幅扩大了他们在石油期货上的交易。像高盛这样的大投行甚至建立了他们自己的石油储备,俨然像一个英国石油公司这样的大能源公司。结果,石油交易量5年内已经翻了三倍,而实际需求年均仅上涨1.9%。

油价已经对供求说再见。油价一直以来都是决定于石油生产和工业国家的消费。但这种油价决定的模式已经一去不复返了。石油现在是每一个大的机构投资者的投资组合的一部分,甚至银行也已经卷进了石油交易。如今,看起来像“美国军舰在霍尔木兹海峡和伊朗快艇意外相遇”以及“某地油管发生破裂”这样不是很重大的消息都可以把油价推高几个美元,油价的扭曲已经见怪不怪。

这是一个不折不扣的泡沫,它迟早会爆破。

■ 财经时评 | Finance Commentary

中国股市十八年

□高上

进入2008年,中国证券市场几个重要的时间窗口发生了重叠。从1990年11月上海交易所成立算起,中国证券市场走过了18年的风雨历程,恰遇改革开放30年,同时,也迎来了基金成立10周年,我们还注意到,此次次贷危机引发的全球金融危机距1997年亚洲的金融危机正好间隔了10年。

新中国证券市场的起航是创世之举,但当时没有人知道这艘巨轮的航向,所以,人们普遍用一种复杂甚至是怀疑的眼光审视它。而当年国企改革遇到了前所未有的困难,不少企业陷入三角债危机。为此,如何尽快建立证券市场,利用民间资本,帮助国企进行股份制改造迫在眉睫。面对质疑,中国证券市场在邓小平“坚决试”的指导思想下,完成了历史上第一次认识上的统一,才有了随之而来证券市场的迅猛发展。

回顾18年股市,中国股市跌宕起伏,始终考验管理层与投资者的智慧。更没有人料到18年后的今天,中国证券市场已经咤咤全球,它创造了全球资本市场的多项第一。

中国股市18年的曲折经历表明,目前中国的资本市场还是一个新兴加转轨的市场,这注定了政策市、全民市、博弈市、震荡市与过渡市是其主要特征。

作者认为,应该看到,当前的中国资本市场大而不强,上市公司治理、投资者自律、系统风险控制以及财富的不合理分配等一系列问题,在新兴加转轨特殊阶段,都会长期伴随中国股市存在。但中国证券市场经过痛苦的蜕变,已开始走向市场化,并逐渐走出“政策市”的阴影。

正是由于证券市场的迅猛发展,助推了改革开放以来中国的第三次财富革命。第一次财富革命核心是生产经营的主体化,第二次的核心是生产要素的市场化,目前,中国正处在以资产的证券化为核心内容的第三次财富革命。

2007年,中国证券市场沪深两市1527家上市公司总市值发生裂变式增长,其中A股市值32.47万亿元,成为新兴市场最大、全球第四的证券市场;2007年,中国经济的证券化率从一年前的42%达到158%,比肩国际成熟市场水平;2007年11月,中国石油回归A股,上市第一天即以7.1万亿元的市值,成为全球最大的公司,超过第二名埃克森美孚近一倍。

当我们为中国石油A股欢欣鼓舞之时,意想不到的是,不到四个月的时间里,全球市值第一大宝座的位置还未坐热的中国石油便被突如其来的市

场调整掀翻在地。2008年的春节,一场突如其来的大雪考验着盛世中国。祸不单行的是,刚开年的资本市场同样出现了一场让人始料不及的大幅下跌。受美国次贷影响,上证综指继上一年的跌势,四个月跌幅高达33%,10万亿市值灰飞烟灭,年线跌穿,也意味着1亿股民一年的投资被套其中。

历史告诉未来,18年的曲折经历表明,中国资本市场还是一个新兴加转轨的市场,这注定了政策市、全民市、博弈市、震荡市与过渡市依然是中国证券市场的主要特征,主要原因在于:

第一,股改并没有结束。中国的上市公司有三分之二的股票还处于限售阶段,股改仅仅完成了对价的支付。未来的几年中,中国证券市场还要经历大量解禁股的“泄洪期”考验,“后股改效应”才真正开始显现。

第二,中国股市与海外市场的联动

性加强。2007年“2·27”、“5·30”行情均引发全球股市共振,成为国内与全球市场的联动的征兆。而随着美国次贷问题的进一步扩大,对中国出口造成重创,港股受到冲击,直接影响了国内证券市场的稳定,在金融风暴漩涡中,处在全球经济一体化的中国很难独善其身。

第三,“两防”成为宏观调控的重中之重。在国内,我们看到,物价、楼价、股价、利率、汇率等指标,也脱离了上市公司盈利增速的基本面现实,势必引发更加趋紧的宏观调控政策和从严的货币政策。

第四,资本市场的风险不可低估。一方面,进入全流通后,由于上市公司市值管理经验的匮乏,导致国有资产的管理风险日益加大,对市场的影响呈现出双刃剑特征。另一方面,投资者漠视资本市场投资风险,对利用资金盲目推高股市可能导致的系统性风险认识不足。

第五,上市公司治理任重道远。有股一股独大的问题依旧存在,利用垄断地位创造的财富,主要还是来自社会的非市场化的不公平竞争。而在企业内部,所有权经营权不分,政企不分现象仍然十分突出。

随着我国经济的迅猛发展,经济结构中的矛盾日益突出,而资本市场走强,给实体经济带来的风险也日益加大。我们应该看到,当前的中国资本市场大而不强,上市公司治理、投资者自律、系统风险控制以及财富的不合理分配等一系列问题,在新兴加转轨的特殊阶段,都会长期伴随中国股市存在。

从世界金融史上看,18年仅是历史的一瞬,但中国的证券市场走过了西方发达国家证券市场上百年的发展历程。如今,中国证券市场经过痛苦的蜕变,股权分置改革从根本上推动了证券市场的发展。可以说,18年前中国的证券市场开始建立,经历了“新兴加转轨”的过程,18年后股市开始走向市场化,将逐渐走出“政策市”的阴影。

察者往,知来者。回望股市18年,我们应该从证券市场的历程中理解中国股市发展规律,体会证券市场正在经历的涅重生。

中国富人当学巴菲特

□皮海洲

“向巴菲特学习”,这是股市里许多投资者共同的心愿。因为巴菲特是“股神”,他在股市里的投资取得了空前的成功。

不过,提倡中国富人向巴菲特学习,这种说法似乎有些叫人感到陌生。虽然在中国有不少富人的财富增加来自于资本市场,但这些富人本身却是不炒股的。所以,炒股的巴菲特似乎与中国富人无关。

其实,这只是看到了巴菲特的某一个侧面。因为,巴菲特虽然是一个“股神”,但他同样也是一个富人。根据《福布斯》最新发布的2008年全球富豪榜,巴菲特以620亿美元的身价成为世界首富,而香港首富李嘉诚以265亿美元的资产,位居总排行榜第11位。在中国内地的富豪中,排名最高的碧桂园执行董事杨惠妍也不过只是以个人资产总值74亿美元排在富豪榜的第125位。所以,从富人的角度来看待巴菲特,巴菲特同样是中国富人们追赶的目标。

当然,笔者主张中国富人应该向巴菲特学习,并非纯粹只是在财富上追赶上巴菲特,而是应该要学习巴菲特的言行,学习巴菲特精神上的富有。巴菲特不只是一个财富上的富人,而且更是一个精神上的富人。

这当然是有所指的。在世人的印象中,富人是最懂得如何逃税的。不过,“股神”巴菲特的一句话却令人铭心刻骨。去年10月,正是美国政府进行一些富有争议的税务改变之敏感时机。布什过去推动约2万亿美元的税负减免,高收入者可因此减去巨额税金。就在这样一个敏感的时刻,当时美国排名第二的富翁、股神巴菲特直截了当地传递给美国布什政府一个讯息“富人应该缴付更多负税”。巴菲特说:“我应该付更多的税。”当时这位身价接近520亿美元的美国富翁,在了解他的员工所付税金之后,抱怨他自己所负担的税金过低。他说:“过去10年以来,税务系统过于向富人倾斜,而远离中产阶级。我认为这并不适当,我认为这应该被提出来。”

其实,巴菲特不仅其“所言”令人刻骨铭心,而且其“所行”同样令人震撼。早在2006年6月,巴菲特就宣布他将捐出全部资产的85%用于慈善事业。这笔高达370亿美元的捐款成为美国历史上最大的一笔个人慈善捐款。并且,由于整个捐赠过程将持续好几年,而巴菲特的个人财富又在不断增加,所以,巴菲特的实际捐款数目将会超过370亿美元,如以目前巴菲特现有的620亿美元的财富计算,巴菲特的捐款将高达500亿美元以上!

反观中国的富人呢?未免令人大失所望。日前,有位中国富人提议要给月入10万元的富人降15%个税,将交纳45%的个人所得税减至30%,同时,将最高累进税率起点10万元/月提高至15万元/月。因为所得税税率太高会吓跑富人,一个国家如果没有贫富的话就不会富强。笔者无意参与到关于此事是非曲直的争论中去,因为这种争论是很难有最后答案的,而且这位中国富人也是“言为心声”,这实际上也是难能可贵的。只是中国富人的“言为心声”与美国首富巴菲特的言行相比,人们不难看出差距所在。如果说巴菲特是真正富人的话,那么这位中国富人最多只能说是财富的拥有者,而不是精神的富有人。仅以此而论,巴菲特无疑是中国富人们学习的榜样。

■ 观潮心语 | Voice

中国能否走出独立行情

□胡晓晓

受美次贷危机的影响,世界经济走势放缓已成板上钉钉,不可避免。已融入世界经济的中国经济体系能否走出独立行情,成为对未来的中国经济走势判断的重要影响因素。

融入世界经济给中国经济带来的影响是深刻的,中国经济运行从此面临着一个与以往完全不同的环境。融入世界与开放经济一个完全不同的区别就是,一国外向型经济发展带来的TFP(全要素生产力)提升由

贸易部门扩展到整个经济体系。此时,宏观经济的表现就是外贸依存度由随经济发展水平提高到逐步变缓;一个健全的经济体其内部的自身循环总是占大多数的,否则就会受制于人,因此随经济进一步发展,一国宏观经济中的外贸依存度进而会下降。开放初期贸易部门发展较快的原因是,对外贸易使行业面临更深更广的市场,从而具有规模经济优势,可以实现更深的专业化和分工发展;面临国内外两个市场上的更激烈的竞争,因而经营企业更有效率。开放型经济对经济增长的带

动作用,在于外部世界对贸易部门的需求,以及贸易部门扩张对宏观经济的带动作用;而融入世界对中国经济发展的促进作用,并不在于贸易部门的需求扩张,更多的是在于融入世界所带来的TFP提升效应。融入世界,使中国的各个经济部门都可以直接和先进经济体系接触,可以更快学习先进技术,更快地得到行业发展信息,更准确地了解和学习先进商业模式。占经济体系更大比重的非贸易部门的发展,将使我国经济对外部需求依赖度的降低,从而表现为外贸依存度的下降。

因此,融入世界使中国经济增长更多地依靠国内经济活力的增加。融入世界所带来的TFP的增长,将使中国经济走出一段相对独立的经济发展行情。

股票简称:粤电力A和粤电力B 股票代码:000539和200539 公告编码:2008-011

2008年广东电力发展股份有限公司公司债券发行结果公告

保荐人(主承销商):中国国际金融有限公司

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

广东电力发展股份有限公司发行不超过人民币20亿元(含20亿元)公司债券已获得中国证监会监督委员会证监许可[2008]233号文核准。

根据《2008年广东电力发展股份有限公司公司债券发行公告》,本期发行公司债券人民币20亿元,发行价格每张100元,采取网上向网上发行日前1个交易日(以下简称“股权登记日”)收市后登记在册

的本期公司债券发行情况如下:

1.向原股东优先配售

原股东优先认购数量为0.067691亿元人民币,

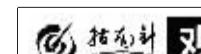
占本期公司债券发行总量的0.34%。

特此公告。

发行人:广东电力发展股份有限公司

保荐人(主承销商):中国国际金融有限公司

2008年3月14日



观察

券基持仓统计 观测阳光主力吸筹拉升全过程

随着市场规模的快速壮大,市场已经从以前单纯的机构与散户对立状态发展为以公募证券投资资金为主、券商、受托理财私募基金、社保资金、QFII、中小投资者等多种资金共存的组成结构。于是在机构博弈时代中需要关注的是主流机构们的共识,真正应该理解的是主流资金背后的运动过程及其趋势。

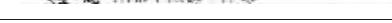
什么是主流资金呢?就目前市场而言,主流资金就是能够影响到股市的趋势方向和板块的市场主要资金,就个股而言,主流资金就是能够影响股价变动的主力资金。2007年上半年公募基金总数为347只,净资产总额约为1.8万亿元,比2006年年底翻了一倍多,而基金持股市值已占整个A股市场总市值的1/4以上。数量和规模上分析,这轮始于2006年的行情基金无疑是最重要的机构参与者。

所以我们关注的主流资金无疑是目前市场最强势的公募基金。因为基金更容易形成“合力”,个人投

资者更多时候表现出的是“一盘散沙”。基金们一旦达成共识对某只股票扎堆持有,无一例外地都导致这些股票从根本趋势上走牛。

赢富数据专家版给我们提供的“券基持仓统计”功能可以真实反映任意一天的基金持仓状况,即基金持仓占流通股的比例;此外还有一个重要功能就是可以分析任意时间段的基金持股变动百分比。

下面我们将以南方航空为例来展示该功能的应用:



指南针 鲁梅亮

指南针 赢富数据咨询电话:4006080088

■ 记者手记 | Reporter's Observation
商品泡沫:
另一颗定时炸弹

□本报记者 贺辉红

新兴市场从高点快速下跌之后,近期一直处于低位来回拉锯。一些投资者认为,有新兴经济体支撑的新兴市场已经见底。不过,令人担心的是,当引发本轮全球股市大跌的地产泡沫破灭之后,商品泡沫又在酝酿当中,而且这个泡沫的破灭带来的冲击可能更甚于地产泡沫,新兴市场真正的底部或在商品泡沫破灭之后才能到来。

一些国内投资者一直认为,全球经济放缓会导致商品需求下降,商品价格将从顶峰回落。但近期商品市场以火爆表现颠覆了这种观点。新兴经济体的高增长仍保持着对商品的强劲需求,中国、俄罗斯、东欧、印度对基础原材料、粮食需求依然非常旺盛,而供给却一直未能有效放大,供求关系持续紧张;历史亦证明,每次美联储加息和弱势美元都将催生一个泡沫。1999年“科技股”泡沫破灭后,格林斯潘的加息催生了房地产泡沫;房地产泡沫破灭后,伯南克的加息也会催生一个泡沫,目前看来,股票、债券、地产产品都不具备这种条件,唯一可能的就是商品包括石油、金属和农产品。

商品泡沫化存在是影响全球股市的客观逻辑。近期,股市与商品市场形成了鲜明的对比,一边是不断创新低,而另一边是不断在挑战新高。两个市场之间似乎存在着较为明显的负相关关系。这一负相关关系背后有一个动因,便是商品市场泡沫化对虚拟经济流动性的吸收。商品市场会从三个方面吸引流动性,其一是推动商品泡沫化本身需要流动性支撑;其二是商品泡沫化必将推高实体经济成本,进而通过实体经济扩大对流动性的需求;其三是商品价格的提高会影响到物价指数,进而触发政府的紧缩调控冲动,大力收回市场过剩的货币。

当商品泡沫形成一个吸收流动性的“黑洞”时,有一个自然的结论就产生了,即:如果房地产泡沫破灭所引发的次贷危机是触发本轮股市大调整的主要原因,那么商品泡沫破灭也许将是市场见底的基本条件。因为,撇开其他因素,单从商品市场泡沫化影响流动性的途径,来分析目前的一系列市场行为,仍能找到股市仍处在“寻底”阶段的理由。

一方面,随着商品价格的不断提高,实体经济对流动性的需求越来越大,导致实体经济的再融资需求,而且这种需求会随着商品泡沫化程度的提高而更加强烈。另一方面,商品价格提高触发了政府的紧缩调控政策,实体经济进行间接融资的成本大大提高,融资渠道也变得相当狭窄。因此,实体经济向虚拟经济谋求资金来源成了博弈主体的占优策略。在这种背景下,再融资冲动是无法用市场的手段抵制的。要避免再融资带来的冲击,等待商品泡沫的破灭也许是一种选择。

当然,商品泡沫破灭之时,也许股市并不会马上见底。因为若美元不发生根本性逆转,