

# 控通胀政策短期难变

□银河证券首席经济学家 左小蕾

第一季度中国经济保持了平稳较快的增长态势。根据CPI上升的结构因素分析和政策效应的逐渐显现,第二季度的通胀应该可以控制在一个可承受的水平上。但因为复杂的国内外通胀压力,控通胀仍然有必要放在突出的位置上,既定的控制通胀政策短期内不会改变。

## 经济平稳较快增长

一季度9.7%的经济增速与去年四季度9.8%的GDP增速基本一致。今年开始虽然连续三个月领先指标PMI小幅下降,我们认为,季节性影响是主要原因,4月份当经济活动恢复正常以后,PMI数据开始回升。所有重要的领先指标都显示经济延续去年四季度的平稳增长态势。其次,9.7%的增长在现阶段潜在增长水平之中。据国家信息中心计算,中国现阶段的潜在增长水平是9.5%—10%之间。潜在增长水平是“长期”均衡增长水平,具有一定的“稳定性”。一季度数据受季节性影响太大,对全年经济形势判断的参考作用大于依据作用,而且国际国内变数太多,根据现在的国际国内的条件和大环境,我们倾向于全年经

## 靠炒股发达少数人的游戏

□张化桥

我上世纪70年代到武汉上大学,以及80年代在澳大利亚读研究生期间,都喜欢给亲友写长长的信。当然,那时候,穷学生是没有钱打长途电话的,也没有计算机。我写信有时候洋洋洒洒好几页纸。我还经常打草稿,再抄写一遍。

我自己的小书《一个证券分析师的醒悟》其实就是把读者当作远地的亲友来写的。后面三分之一写得不好,但前半部分我很满意。我确实有话要说。

当了十几年的证券分析师,我究竟有什么样的体会和醒悟,胆敢让读者为我花钱和花时间呢?

醒悟是一个过程。我现在正处于半梦半醒之中。我把我这今为止的醒悟做了如下的归纳:

第一,古今中外,做生意而发达的大有人在,而炒股票发达的只是极少数。而且,在炒股票发达的这极少数人中,绝大多数是依靠赚取管理费和利润分成而发达的。也就是说,他们发达靠的是别人的钱,他们是卖铲子的基金经理和基金公司老板。单单依靠投资而发达是罕见的。

第二,股民如果想发达,就必须把自己当成生意人,把自己当成真正的股东。这就决定了持股的长期性和选股方法要坚持基本面。这是第一个结论的自然延伸。生意人(餐馆老板、百货店主、汽车维修厂的老板等等)如果没有把企业上市,并不知道他的身价每天的涨跌。他们只管埋头干活,日复一日,年复一年,在很多情况下,一不小心就发达了。他们发达的概率远远高于股民发达的概率。试想,如果他们每天把他们的餐馆或者商店买来卖去,他们能发达吗?除了注意力的分散以外,他们得支付多少费用!

这十年,中国人在房子上赚钱的不少,但是在股票上赚钱的不多(除了生意人和原始股东以外)。你会说,那是因为房价的直线上升。但是,如果房子也像股票一样,只要打个电话或者按一下计算机键盘就可以成交的话,我们会耐得住寂寞吗?我们频繁的交易只会肥了税务局和经纪人,而房主的最终净回报会大打折扣。上市公司的大董事们,因为股票的锁定,或者不好意思卖(形象方面的考虑),而被迫发达。这样的例子很多。

第三,股市里到处是专家(有时敌人竟然也被误以为是专家)。但是,你问问自己,专家们为什么都有那么好的心肠主动把真谛告诉你呢?他们为什么不悄悄地自肥呢?

第四,宏观经济的故事一般都挺有趣,而且学术流派很多,但是它们与投资的关系不稳定,不可靠,不中用。

第五,我们应该认真研究问题和企业,但不要做预测。如果一定要做预测,那就只做长期的、模糊的和方向性的预测。做预测而犯错误的概率正好是一半。每每听到别人预测年底的,甚至下个季度的股票指数,汇价、铜价、金价、股价或者物价指数,我就想哈哈大笑。人们真勇敢!(声明:我多年以预测股价为生,屡战屡战,屡战屡败,直到醒悟。)

第六,股市的丛林中到处是陷阱,怎么提防都不过分。留足空间是关键。我最近还发现了自己给自己设下的“价值陷阱”:因为偷懒,我和很多股市的同行者一次又一次受害于夕阳行业或者不思进取企业的诱惑,亏了钱还慷慨激昂地为那些公司辩护。

(本文不代表作者的雇主观点。)

输入性通胀不是政策能够完全掌控的。只要美联储不改变量化宽松政策,全球流动性过剩的局面就不会改善,大宗商品价格还会继续攀升,新兴市场国家的通胀形势进一步恶化的概率很大。

面对输入性通胀的压力,短期内通胀管理仍需要放在“突出”的位置上,稳健的货币政策和一揽子政策组合的取向不会改变。

济形势保持第一季度的“平稳较快”的增长态势。

## 二季度CPI将有所下降

3月份CPI5.4%的增幅是预料之中。从推动CPI上涨的结构来看,主要还是食品、粮食和居住价格,分别贡献11%和6.5%,基本是各类商品价格中对CPI上涨“贡献”最高的类别。

第二季度CPI的增幅可能会有所回落。第二季度的季节性食品蔬菜供应可能有较大的增长,供应量大规模增加价格会出现明显下降,食品价格的增长可能会低于11%。由于国务院保粮食生产和供给的“国十条”政策的实施,可能改变自然灾害可能导致粮食减产供求短缺价格上涨的预期。实际上,政策效果从近期农业部跟踪

的农产品价格中已经有所显现。我们进口农产品并不是很多,受国际粮价影响较小,粮价的稳定也可以预期。食品、粮价上涨对CPI增长的贡献有望在第二季度放缓。

如果其他非食品和其他商品价格价格上涨幅度不会完全补充食品粮食居住价格上涨幅度下降的部分,如果调控通胀的政策实施到位,第二季度的CPI有望被控制在4.5%—4.8%的水平上。

## 控通胀仍需放在突出位置

通胀形成因素很复杂,不仅有国内的因素,还有输入性的因素,不仅有食品、流动性过剩的总需求推动的因素,还有国内劳动力成本上升、国际油价和原材料价格上涨的输入性成本拉动的因素,对通胀形势应该有

■ 记者手记 | Reporter's Observation

# 三网融合亟需监管体制突破

□本报记者 陈静

国家广电总局副局长田进日前表示,广电总局已经形成国家级广播电视网络公司的基本思路和建设方案,一旦获批,国家级网络公司将作为广电系统参与三网融合的市场主体。但分析人士指出,自2010年1月13日国务院常务会议决定加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合以来,三网融合受制于多头监管而进展缓慢。如果在监管体制上没有突破,未来三网融合进程仍将困难重重。

国家级网络公司——中国广播电视网络公司即将挂牌成立,注册资本金总额超过1000亿元,将作为广电系统参与三网融合的经营实体,成为三大电信运营商之外的第四运营商。但广电总局上述表态并非意味着三网融合得到了实质性推进。从过去一年多

的试点情况来看,与政策安排及业界预期有着相当差距。

根据国务院常务会议制定的时间表,2010年至2012年重点开展广电和电信业务双向进入试点,在试点城市探索形成三网融合的模式和政策体系;2013年至2015年,总结推广经验,全面实现三网融合,基本形成适度竞争的网络产业格局。

工信部官员日前公开表示,三网融合在过去的一年没有实质性进展,现在的部署情况与国务院当初设想渐行渐远,三网融合正面临夭折的风险。

原因何在?三网融合的最大障碍并不在于技术层面的融合,而在于监管体制的变革。以业务双向进入为例,在技术层面,电信的IPTV就等同于广电的电视节目,而广电要提供电信的宽带接入、语音服务等业务,在技术上也

没有太大的问题。最大的障碍是,分业监管的现行体制制约了这种技术的双向进入。IPTV业务推广多年,但受制于广电,目前发展缓慢,原因在于广电担心用户选IPTV而弃有线电视。

目前,电信由工信部管理,已企业化;而广电由国家广电总局管理,政企关系、网台关系、制作与播放关系均未分离,具有事业单位性质。此外,广电运营商过于分散,全国各地有几百家,企业化与市场化程度低。要实现电信与广电双向进入,各自成为全业务运营商,亟须建立统一的监管体制,尤其要对广电业进行较大的体制改革。

业内专家认为,变分业管理为混业管理是一场变革,像英国那样采取大部制管理不失为有效的方法。这在我国也有经验可循,电子部与邮电部合并为信息产业部后,电信网与互联网的矛盾随即消失。

■ 学人随笔 | Writing

# 股神”巴菲特套利模式难复制

□香港中文大学全球政治经济社会学硕士课程客座讲师 黄元山

在很多人心目中,“股神”巴菲特就像一般的基金经理一样,在市场上买卖股票赚钱。二三十年前的“股神”可能是这样,但现在投资股票已经不是他的主要活动。试想他,每年在公开股票市场的买卖只有一掌之数,又怎能单靠这些买卖投资就能累积佳绩呢?在3720亿美元的资产中,只有约600亿美元投资在股票上。单看这600亿美元的股票投资,总体来说是成功的,平均赚了差不多一倍,但也有失败的例子,如被减持了的ConocoPhillips(2008年巴菲特在油价最高峰是摸顶购买)。但有些人不知道,其他非“投资股票”的生意占巴菲特更大部分的资产,而由于这些非“投资股票”的生意大部分是巴菲特全资拥有。所以,一般人要跟着买也没有可能跟,除非买Berkshire Hathaway的股票。

既然和很多人的想法不一样,买卖股票不是巴菲特最主要的生意,什么是他的主要生意呢?巴菲特把自己的生意分成以下几类:

- 1、保险(包括GEICO, Berkshire Hathaway Reinsurance Group, General Re);
- 2、制造、服务、零售营运(包括搞电子零件的TTI,生产船的Forest River,搞农业设备的CTB, NetJets等);
- 3、受监管而资本密集的生意(包括刚收购的铁路营运的BNSF,电力和能源供应商MidAmerican Energy);
- 4、金融产品(包括搞manufactured homes的Clayton Homes);

5、股票投资。根据巴菲特自己的说法,金融产品是最小的业务,而保险业是Berkshire Hathaway最主要的生意,也是过去Berkshire增长的动力。

这个说法,可圈可点:第一,买卖股票不是最重要的生意,而是买卖保险。巴菲特自己反复地说,保险业务吸引的地方是所谓的“float”(他自创的用词)。每次客户买保险时,客户是先付保费,往后的日子,如果有事件发生,公司才需要付保险金。一般来说,如果保费比保险金大,公司赚,相反便赔钱;就算打个平手,由于客户先付的保费,这些保费就像是免息贷款给公司一样,公司可以拿去投资再赚钱,而这个变相的“免息贷款”,就是巴菲特口中的“float”。但他警告,由于很多竞争对手进入这个行业,一般的保险公司为了这个“float”去减价争生意,就算有保费不足以偿还之后的保险金也在所不惜。

其实,我认为怎样使用这个“float”才是关键所在。一般的保险公司为了保守起见,会倾向于把大部分的“float”投资在一些保守的债券市场上,但是巴菲特的策略就相对进取很多。由于“float”是变相的“免息贷款”,一般保险公司通常是“实债还债”,但是巴菲特是“实股还债”(也可以说是“借钱买股”),股票的风险不单只比债券高,而且巴菲特所奉行的策略是“重锤出击”而不是“分散风险”。因此,虽然巴菲特反对对公司本身有太大的杠杆,但是他持有的保险公司的,其营运本身就有一个颇大的杠杆成分。所以,一般人只知道巴菲特是“股

神”,这只是了解他赚钱机器的一半,比较少人了解的另外一半是,巴菲特买股票的资金来源是借回来的,是透过“float”而来的“免息贷款”。

“借钱买股票”是一个高风险的策略,所以巴菲特也坦白地说,如果整体股市大跌,会对Berkshire的股东有重大的影响和使股本减值。但另一方面,巴老说,整体股市下跌对公司有利,这怎么解释呢?其实,这正是float的另一个好处,就是保费还会在未来的日子源源不绝地进来,虽然跌市会使现有的投资减值,但也有利巴老在市场上买便宜的股票,如果最终市场再次上升(除非美国股市出现日本股市的情况),新和旧的投资便可以以水涨船高。

第二,如果保险是过去的动力,未来的动力是什么呢?

在增长期的时候,巴菲特的赚钱模式是“借钱买股票”,现在有了“新欢”,那就是他自己所定义的第三类生意(受监管而资本密集的生意)。他对这类公司的看法是:这类受监管的生意,使巴菲特可以“以本伤人”,利用他自己雄厚的资本,买一些垄断性行业的龙头企业,使巴菲特可以有稳定和长远的回报。巴老有足够的财政实力去买一些一般人买不到的业务;这些垄断性的行业(一般是公共事业),虽然回报低,但可以透过本身的借贷(不用Berkshire上身),增加巴菲特投资这些公司的回报。

Berkshire Hathaway宏观赚钱的布局,从“借贷赚钱”的模式,慢慢转型到新套利交易的模式:锁定长远的资产回报(垄断性回报)和保险公司的长远债项,赚取其中的差价。顺带一提的是,

是资本流入加速的结果。大量投放的基础货币部分会被银行信贷消化,但仍会增加国内已经流动过剩的货币形势,加大货币政策收回流动性的压力,对控制通胀的货币基础是不利的。

其次,以石油为代表的国际大宗商品价格攀升加大了输入性通胀压力。国际相关机构数据显示,石油、有色金属、粮食价格都达到或正在接近历史最高水平。根据一家保守的国际金融机构测算,如果今年国际石油价格从80—85美元上升到150美元,中国的通胀率可能从去年的3.3%上升到5.2%,高于4%的可承受通胀水平。实际上,2008年当国际油价上升到147美元的时候中国的通胀水平达到7.9%。

输入性通胀不是政策能够完全掌控的。只要美联储不改变量化宽松政策,全球流动性过剩的局面就不会改善,大宗商品价格还会继续攀升,包括中国在内的新兴市场国家的通胀形势进一步恶化的概率很大。

面对输入性通胀的压力,特别是面对大宗商品价格上涨的压力,我们认为,短期内通胀管理仍需要放在“突出”的位置上,稳健的货币政策和一揽子政策组合的取向不会改变。

这为近几年我国互联网行业的发展创造了极好的机遇,而如果在监管上将广电网也并入其中,双方利益博弈的动力将随之减弱,也为三网融合消除了最大的障碍。

此外,对于广电系统而言,也应该以成立国家级网络公司为契机,加快市场化进程。

广电系统多年来的事业编制,导致市场化竞争能力弱化,与经过多年市场化竞争磨炼的三大电信运营商有着天壤之别。一位业内人士对此深有感触,现在全国还有1/3的有线电视收费员都是事业单位编制,这样的体制如何与电信运营商竞争?

三网融合的难点在于广电系统,广电的难点在于市场化改革的进程。只有实现了广电的市场化运作,并改变了广电与电信分业监管的模式,才能真正推动三网融合的进程。

香港很多的地产商,就是用同一招数,地产赚了很多钱以后,便进军公共业务,用垄断性的收入去继续壮大自己。

从这个分析可以看到,巴菲特未来的盈利增长不会像过去一样高,原因不是单单因为Berkshire太大而难找投资项目,也是因为Berkshire赚钱的模式已经从根本上改变了。虽然盈利增长较低,但这个套利的模式也有其好处,最主要的就是它的可预期性和稳定性:用源源不绝的保费,投资在垄断性的公共事业上;以公共事业垄断性的回报,去偿还未来的保险金,这也就是未来Berkshire可预期的长远回报。

我认为这个套利模式是巴菲特的一个成功布局,为未来Berkshire打下一个“百年根基”。直到目前为止,巴菲特的继任人名单仍然是很多人猜测的游戏。一旦这个布局完成,我认为继任人未来工作便会相对明朗化。“以保费养公共业务”这个布局,是巴菲特的一个创新模式,没有与其他竞争对手能有足够的资金和经验去抄袭这个模式。

最后,不可不提就是这个终极布局——帐上没有反映的一些负债和担保,保险业的巨人AIG就是因为担保了不少复杂的金融产品而差点倒闭。Berkshire现在的总负债和担保是2320亿美元,相对于股本1500亿美元为高。2320亿美元是一个不算少的数目,但是从几年前,巴菲特收购了General Re之后的一些措施来看,他对一些太复杂的担保敬而远之,只要他和他的继承人能继续奉行这个原则,我认为这个风险是一个暂时可控的风险。

## 美日央行不出手 大宗商品价格难回头

□中国农业银行 大客户部高级专员 何志成

为降伏通胀老虎,中国央行再次提高存款准备金率。今年以来,中国宏观调控层层加码,房地产调控措施更是紧锣密鼓,但全球大宗商品市场不降反升。于是我们要问,大宗商品一再地推升全球通胀水位,这到底是需求拉动还是炒作?

当中国央行10次提准、4次加息之后,再说中国式通胀源于输入、源于国际炒家恶意炒作似乎说服力不强。应该认清,目前国际市场大宗商品市场的涨价之风成因是非常复杂的,既有市场经济国家高速发展的经济拉动,也就是需求拉动,同时也有市场炒家夸大预期的成分。大宗商品已经金融化,任何商品都包含对未来预期的风险溢价。既然金融化是合理的,我们不得不接受大宗商品的高溢价。

全球大宗商品市场在全球央行抗通胀的较量中顽强上涨,很多人会很奇怪。这是为什么?

我们看到,很多国家央行的确在抗通胀,但这些国家央行目前把握的抗通胀尺度往往偏松。说白了,没有一个央行敢于走在前头——不敢大幅度升息,一举纠正负利率,同时也不敢一下子将货币的“冰龙头”关紧。这种态度实际在助长市场对风险偏好资产的追逐,乃至出现加息涨“一寸”,大宗商品涨“一尺”的现象。很多央行的紧缩举动不是在抑制通胀,而是在追逐通胀,甚至有点驱赶通胀的意味。正是因为这种驱赶举动,使得市场中的绝大多数投资者坚信很多商品和资产还要涨,而无惧加息。

在经济全球化的背景下,抗通胀一定需要全球央行一致行动,尤其是大国间应一致行动。而现在全球最大的央行美联储以及全球第三大央行日本央行的货币政策不是紧缩,甚至是在有意识地“放水”。美日放水,中国和欧洲央行加息,流动性泛滥倒流,加息导致热钱流入,通胀更难控制。可以这样判断,如果美日两国不改变对通胀的态度,其他各国央行在抗通胀斗争中必然碍手碍脚,只能采取爬行式升息方式,跟着通胀走。

抗通胀实际是一场战争,全球市场风险偏好情绪指数与采取紧缩政策的央行站在对立面,美日央行在隔岸观火,全球风险资产市场总体仍将保持震荡上涨趋势。

鉴于这种形势,中国抗通胀的方式有待创新。比如,能不能考虑让一些好企业公开招募优先股,这既可大量吸收社会闲散资金,将消费资金转为长期投资,也可解决目前实体经济资金紧张问题,同时通过市场的方式收缩流动性。试想一下,当社会大量转换资金用途,将短期资金变为长期资金,将恐慌通胀的资金变为可以获得稳定回报的投资,是不是可以将“老虎”关进笼子?当然,政府在长周期高通胀趋势已经确定的情况下,必须认真考虑是否需要发放物价补贴和存款利率补贴的问题,这可能比约谈企业更受欢迎。

我们看到,由于美国经济目前仍处在低通胀、稳增长的状态,因此它不会想到紧缩。从美国经济实际表现看,这种稳健复苏的态势短期不会改变,通胀率不会立即跳涨。因此,预计未来半年内它不会加息。如果说美国的宏观调控政策会有所微调,微调的点在于适度地减少国债购氧量,同时不启动第三轮量化宽松。至于加息,那是今年末才会考虑的事情。日本的情况更特殊,不用说现在没有通胀,即使未来有了通胀,日本央行也很可能不会加息。因为它最重要的任务是要确保重建,重建需要极低的利率以解决企业融资所需。

必须看到,输入性通胀对中国是威胁,对发达国家也是威胁,而且是长期威胁。如果我们出口产品对国际提价,输入性通胀就会导致美日两国通胀率的上升,于是发达国家通胀率必然上升,最后不得不抗通胀。只有这样,大宗商品市场价格上涨趋势才能逆转,全球通胀率才能恢复稳定。

目前看,中国央行还会继续实施紧缩的货币政策。预计未来还有加息空间,再度提高准备金率的概率也很大。