

# 全球通胀将由下降趋势转为上升通道

张莱楠

相比于经济增长,价格水平更加敏感,也更易波动,随着全球新一轮量化宽松(QE)大潮的来袭以及2013年全球经济回暖信号增强,全球的产出缺口将推动全球通胀总水平结束一年多来的下降趋势,进入新一轮上升通道,中国需警惕开始逐步增强的内外通胀压力。

## 全球量化宽松大潮推动物价上涨

今年以来,受欧债危机持续恶化等因素拖累,全球经济出现同步放缓,需求不足导致国际原油价格、基础大宗商品价格一度呈下行走势,包括全球消费者物价指数(CPI)和生产者物价指数(PPI)在内的通胀水平普遍有所回落。尽管如此,发达经济体CPI涨幅依然高于其央行所设定的目标位,新兴经济体通胀水平更是经历了小幅回落后再次上升,其通胀水平处于历史高位,特别是今年三季度后,全球量化宽松大潮进一步推动各经济体CPI和PPI趋势性回升。

面对持续恶化的主权债务局势和世界经济普遍出现的减缓、停滞甚至衰退,各国又重回“保增长”政策轨道。在摩根士丹利跟踪研究覆盖的33个央行中,自2011年11月以来已有16家央行采取

了宽松措施,10个发达经济体中有7个宽松,23个重要新兴市场国家也有9个采取了下调基准利率或存款准备金率的宽松政策。面对债务持续飙升的局面,发达国家央行更是在不到一个月时间里相继展开前所未有的量化宽松竞赛。

两轮长期再回购操作(LTRO)之后,欧央行资产负债表总规模达到了3.2万亿美元;美联储资产负债表为2.9万亿美元左右,预计此轮欧洲央行针对二级国债市场进行无限量冲销式的国债购买(OMT)以及美联储开放式QE4,可能导致2013年底欧洲央行和美联储资产负债表飙升至4万亿美元,而日本央行启动购买资产计划以来第10次追加额度,发达国家量化宽松底线大大被突破。

在国际货币基金组织(IMF)追踪的1929年以来的14轮经济周期中,本轮复苏是最缓慢的,但信贷反弹却是最快的。目前全球央行的资产规模约为18万亿美元,占全球国内生产总值(GDP)的30%,是10年前的两倍。而发达国家深陷债务泥潭都倾向于通过量化宽松等方式来维持债务循环,长期低利率和全球范围内的流动性泛滥成为常态。农产品、基本金属、能矿产品及原油价格在QE1期间分别上涨了14.7%、71.3%、28.7%和47.1%;在QE2期间分别上涨了14.5%、5.9%、25.1%和25.4%。

## 未来推动通胀上升的基本面因素

尽管短期内,世界经济还处于下行周期,全球通货膨胀压力不大,但考察未来又有一些促使通胀上升的基本面因素:

首先,是美国“财政悬崖”的不确定性变为确定性。眼下,距离2013年1月的财政大限近在咫尺,但美国两党为了博得各自利益又一次展开了互不相让的“拉锯战”。从当前双方较为强硬的立场看,在“减赤”和“增税”上达成妥协并不容易,最大的可能性是继续提高债务上限,而一旦美国“财政悬崖”变成财政缓坡,全球的风险资产就可能受到刺激,流动性流向大宗商品和新兴市场中,从而加剧输入型通胀风险。

其次,全球制造业出现回暖的积极信号。11月份,全球制造业采购经理指数(PMI)为49.7%,虽仍低于50%,但达到近5个月的高点,意味着全球制造业经济企稳迹象初步显现。

其三,欧债危机初露曙光:一方面,西班牙和意大利国债收益率目前已重回2011年中以来的最低水平,爱尔兰明年有望重新全面利用债市融资,希腊获得了大规模债务减免,外国投资者开始重新进入欧元区外国国家债市;另一方面,随着欧盟永久性援助基金——欧洲稳定机制(ESM)的正式启动,欧洲主权债券市场最坏的时期可能已经过去,风险情绪可能卷土重来。

此外,美国、欧盟、中国经济复苏信号增强,需求反弹。2012年,新一轮基

建投资带动下中国经济已经步入回升通道;2013年美国、欧盟等也可能比今年有所好转,需求进一步增加将推动全球产出缺口逐步减小、资源价格继续走高,因此,2013年全球依然面临通胀上升的压力。

## 中国将面临国内外通胀压力

从中国国内通胀形势看,也踏准了通胀水平上升的节奏。消费者物价指数方面,11月结束了连续15个月的回落期开始步入上升通道,因此,10月份可以确定为年内CPI的谷底和拐点。虽然11月份中国生产者物价指数同比下降2.2%,尚显疲软,但较10月份PPI同比2.8%的降幅也有所收窄。而且从先行指数PMI看,11月已经回升至50.6,较10月回升0.4个百分点,连续3个月回升,维持扩张态势。生产指数再度成为表现最为强劲的指标,从10月的52.1升至52.5。这意味随着制造业回升和企业补库存启动,PPI价格有可能进入新的上升通道。

随着上游价格上涨的传导,企业经营将受到双重挤压。另外,中国是一个资源品进口大国,也是国际大宗商品的主要买家,对能源、原材料及部分农产品进口严重依赖。国际大宗商品价格上涨,不仅使购买大宗商品所需外汇支出大幅增加,也会使中国面临输入性通胀压力。

(作者系国家信息中心预测部副研究员)

# 正确看待改革对市场的影

应巧剑

改革的核心在于建立一套高效的运营机制,具体到经济层面,主要是建立一套高效的经济运行机制,核心在于建立高效的定价机制。改革不仅意味着继承过去有生命力的事物,更重要的还是改变甚至抛弃一些不合时宜、没有生命力、甚至阻碍社会发展的一些旧事物,并且不断地创造一些生命力强大的新事物。这就决定了改革需要一个过程,并不一定一帆风顺,有阻力、有成本,甚至会犯错。

具体到中国当前具体的社会经济环境,改革必然会对资本市场产生重大影响,这种影响体现在多种方面,包括投融资改革、市场利率改革、汇率改革、市场准入机制改革、医疗体制改革、能源价格改革、多层次资本市场改革等等,并最终体现在市场估值体系和企业盈利能力两个层面。

市场估值体系将会随改革发生变化。市场估值体系主要包括市场估值参照基准和估值体系形成机制两个方面。市场估值参照基准取决于社会无风险利率和风险补偿收益,中国过去由于利率、汇率没有市场化,并且缺乏多层次的资本市场,市场的无风险利率和风险补偿收益定价是扭曲的。而市场化改革的进程,在当前改革仍处于前期的情况下,市场缺乏合理的预期,特别是在经济社会各种不确定性因素较高的情况下,市场对风险补偿收益的判断并不能一到位,决定了估值会出现持续下调的风险,这也是市场估值持续下跌至10倍以下的重要原因。不过,由于市场合理估值是逐步调整的,存在着试错的空间,这也为波段性操作提供了机会。

估值体系形成机制主要取决于市场制度,包括准入制度、定价制度等等。当前,证监会力推的一系列制度建设和创新举措,其目的就在于建立一套公平、公正、高效的估值体系形成机制,这也是中国资本市场能否实现长期健康稳定发展和更好的支持服务实体经济发展的根本。但这更是一个艰难的过程,必将对资本市场产生较大的影响,甚至会付出较大的成本,当前的股市下跌,与这也有一定的关系。

改革直接影响现有上市公司的盈利能力。过去政府主导的投资和出口双轮驱动的发展模式,决定了与政府比较接近的企业是主要受益者,包括房地产行业、建材行业、能源行业等等。从上市公司结构看,国有企业处于绝对领先的地位,加上与政府及国有企业业务相关的上市公司,是市场的主体,可以看成是现有体制的主要受益者之一。而当前及未来

改革对于符合未来发展方向的新兴产业,考虑到巨大的国内市场需求,随着估值回归,部分优质企业将开始涌现,较好的投资机会。随着基于市场化的估值体系和企业运营机制完善,对于投资者,寻找适合自己的投资方式,培养价值投资理念,更加侧重于对基本面的研究判断。

的改革,需要去除原有发展模式不合理的事物,转变到依靠内需消费为主的发展模式,意味着在一定程度上对原有体制的打破,难免会影响现有部分受益者的利益,会导致部分企业的盈利能力出现下滑,由于这一部分企业占市场整体比重较大,因此对市场整体盈利能力的负面影响调整需要一个过程,而新的受益群体培育需要一个过程,加上宏观周期性因素,市场企业盈利能力必然会受到一定的影响,并且这种影响预计还会持续下去,直到周期性因素逐渐消除和改革取得实质性进展。具体到实体经济,最直接的就是去产能还需要一个较长而痛苦的过程,而战略新兴产业的培育发展也不是一蹴而就,对市场整体的盈利能力产生较大影响。

随着改革推进,对资本市场的负面影响还会继续,市场估值体系和企业盈利能力调整仍需要一个较长的过程。考虑到国内仍处于去泡沫过程,各种社会问题面临较大挑战和压力,而且周期性因素仍存在较大风险,全球形势依旧比较严峻,存在较大的不确定性风险,市场估值体系和企业盈利能力仍有下调的空间,因此,就整体而言更多的是把握阶段性机会。而这种阶段性机会主要取决于改革的推进和企业盈利能力的阶段性改善。就短期而言,随着经济企稳回升,企业盈利能力有望出现阶段性改善,而新一届中央领导人近期传递出的对改革的坚定信念,市场将进入反弹阶段。

改革对市场估值和企业盈利能力有较大的负面的影响,是股市下跌的重要原因,而且还会持续一段时间,但是,从长期看,当前的改革恰恰是为国家和资本市场长久发展做准备,而广大股民的长远利益而考虑。客观上,经过30年的快速发展,中国已经成为全球第二大经济体,在技术、知识等方面都有了实质性突破,为改革打下了坚实的物质基础。主观上,全国人民都期盼有更好的生活,为改革提供了强大的动力。而从国际环境看,当前的国际环境为改革提供了良好的倒逼压力。我们坚定信念,相信改革会取得成功。

当前市场整体的估值水平已经处于较低水平,沪深300的估值水平已经低于10倍,市净率只有1.4倍,已经与国际接轨,而前三季度净资产收益率(ROE)11.54%,处于较高水平,并且分红率水平也开始接近国际水平。因此,长期,考虑到中国巨大的发展潜力和改革成功的可能性比较大,中国的股市依然充满希望,当前部分蓝筹股开始进入价值投资区域。而对于符合未来发展方向的新兴产业,考虑到巨大的国内市场需求,随着估值回归,部分优质企业将开始涌现,较好的投资机会。随着基于市场化的估值体系和企业运营机制完善,对于投资者,寻找适合自己的投资方式,培养价值投资理念,更加侧重于对基本面的研究判断。

(作者单位:中国人保)

## ■舆情时评 First Response

# 股市不死鸟”的故事可以休矣

苏容若

2012年12月24日,平安夜,股民的圣诞礼物如期而至。退市制度改革迈出实质性步伐,\*ST创智、\*ST炎黄饮下了这苦涩的“失魂汤”,拉开了新制度下上市公司退市的大幕。令人欣喜的是ST族股市不死鸟的故事可以休矣,令人期待的是,随着第一张多米诺骨牌的倒下,之后应有更多改写的股市篇章。

12月25日,圣诞节,A股收报2214点,上涨2.53%。聊天间一位重仓了银行股的朋友按捺不住欣喜之情,感慨着市场在年底的价值回归所带来的大红包,与此同时,他还期待着退市新制度下市场资金对具有优良资质的上市公司的回归。

这一声枪响已被期待良久。自从退市制度之变提上议事日程,有如其他许多变革措施,它因利益攸关而牵动着局中人的心弦,因期待之巨而饱受能否顺利推进的担忧。毕竟,距离上一单退市的\*ST联谊已有5年之久的“空窗期”。

ST股的投资逻辑,曾有着华丽的保底预期、沉甸甸的制度溢价。在退市制度实质性缺失的背景下,非经常性损益的调节,一而再、再而三的重组洽谈,乌鸡变凤凰的海市蜃楼,先知先觉的潜伏资金,是上市公司重组大戏中屡见不鲜的戏码,多年来,你方唱罢我登场,吸引眼球又吸金。

中国上市公司舆情中心认为,这一回,是给“不死鸟”画上休止符的时刻

了。退市之门一旦打通,随之而来的一连串的变化可期。重组故事的光环,如今需要接受反复的打量,保底的“失不了从头再来”的重组谈判马拉松有了终点。陈力就列,不能者止。从个体公司来看,退市不等于湮灭,退市公司有望在全国性市场或者区域性场外市场形成板块;从全局来看,吐故纳新、优胜劣汰的准则得到捍卫,将提升市场的质地,改写许多投资者的投资逻辑。

刺刀见红的退市背后,谁会受伤?退市公司群体自不待言,这是一张迟到的红牌。不得不承认,也许有相当一部分中小投资者将因此遭遇投资损失。这是令人遗憾的一课。这些投资者中,有的是明晓风险甘愿一搏者,有的是信了所谓消息的跟风买入者,更甚者,也许还有买了股票便无暇分神的关注者。

虽然遗憾,却必须承认:股市不应是赌场,但也不是银行。这里机遇虽多,风险自负;风险虽存,回报诱人。试想,如果没有在菜市场和小贩讨价还价的本领,买一颗称心如意的白菜也不是那么容易的事,投资的金额如果数以百千万亿倍,其对智慧的考验倍数提升也当然水涨船高。退市新制度的实施重申而非改写了这一点。

新年就要到来,让该退的退下,让该来的来得更猛烈些吧。

(作者系中国上市公司舆情中心观察员)



\*ST炎黄和\*ST创智将终止上市

退市制度出真招,两家公司先挨刀。溃烂肌肤当切除,污垢市场要清扫。眼下开辟好先例,今后拒绝不死鸟。激浊扬清坚持做,股市前景可看好。

唐志顺/漫画 孙勇/诗

## ■口舌之勇 Sun Yong's Column

# 谁在恐慌?买房者还是卖房者



孙勇

楼市罗生门,今年特别多。时近岁末,波诡云谲的中国楼市又冒出了两类互扇耳光的新闻:A媒体报道,近期,随着地王频出房价回升,北京、广州、深圳等地出现了恐慌性入市购房的苗头,民众通宵排队抢购新楼盘的火爆场面重现;B媒体则报道,近日,在官员财产公示将从试点转为全面推行的预期下,广东、江苏多地出现政府机构人员恐慌性抛售房产的暗流,民众又有了看跌房价的新理由。

回顾一下,从年初至今,这类互为反衬甚至互相矛盾的新闻可谓层出不穷:一

会儿风传决策层将放松楼市调控政策,一会儿又确认中央的楼市调控措施决不动摇;一会儿地方政府出台为楼市托底的政策,一会儿这些政策又被地方政府取消;一会儿银行表示房贷利率可以优惠,一会儿银行又宣称房贷利率从紧把关……这一幕幕怪象,不仅反映了商海博弈的复杂,更折射出政策定位的混乱。在这种情况下,“恐慌性抢房”与“恐慌性抛房”两个新闻同时出台,并各自赢得若干信徒,不足为奇,从某种意义上看,“恐慌性抢房”与“恐慌性抛房”同时传播是此前一系列怪象的“续集”。

A媒体与B媒体在“恐慌性”上的不同表达,既让民众纠结,也让政府尴尬。对此,公共舆论场和坊间少了一番热议,带有官方色彩的C媒体也赶紧上马调查求证。据C媒体报道,A媒体所谓的“恐慌性抢房”纯属子虚乌有,“通宵排队购房”更是少数无良开发商收买房产托制造假象,有关部门已对此严肃查处。至于B媒体所报道的“恐慌性抛房”,目前尚没有第三方媒体予以证伪,其可信度应较高。

中国楼市今天这样一团乱麻的局面,是全能型政府和半吊子市场化磨合所产生的怪胎。政府之手主导经济,土地资源依附于行政权力,由此产生了远离民生、为权贵和投机客所喜的高房价。在政府转型和土地确权没有实现的前提下,中国并没有真正意义上的房地产市场,这就决定了中国楼市必然带有浓厚的政策烙印。应该承认,部分出于居住需求而购买房子的民众,以及部分基于投资考量而买卖房产的民众,其行为属于市场化的范畴,然而,政府掌控土地流转(包括圈地和土地出让)、官员通过权力寻租拥有多套房产、行政事业单位和垄断企业职工购买低价福利房等现象,则显然要排除在市场化的范畴之外。实际上,后者主导了中国房地产的产业定位与价格走势。因此,综合起来看,中国的房地产问题首先是一个政治问题,其次才是一个经济问题。眼下,民众寄望转型中的中国政府能遏制房价走高的势头,实属既定国情下的正当诉求。

十八大之后,政坛反腐出现新气象,新型城镇化也提上日程。这两者必将对中国房地产走势产生深远影响。鉴于城市高

房价与农民市民化的新型城镇化战略相背离,在今后相当长一段时期内,中国政府应会继续实施从紧从严的楼市调控政策。不过,笔者认为,相对于限购和限贷,反腐败是更好的楼市调控政策。酝酿实施的房产信息全国联网和正在试点的官员财产公示制度,一旦落实铺开,将从根本上改善楼市买卖双方信息不对称现象,并戳破中国土地紧缺和楼市供不应求的谎言。抓住了反腐这个根本,限购和限贷这种反市场化、应急式的行政管理措施就可以取消。

目前,政坛反腐初步呈现官民良性互动的格局,上有反腐新规陆续出台,下有网络举报积极呼应,一批贪官在反腐风暴中落马。有理由期望,受阻多年的房产信息全国联网和官员财产公示会顺势推行。如果对中国改革抱有信心,就应该对楼市回归市场、服务民生抱有信心。站在改革乐观者的立场,笔者倾向于相信,目前中国楼市价格的高位运行,是其上演最后的疯狂,购房者完全没有必要恐慌入市,恐慌的压力,应该转移到卖房者身上才是,当然,恐慌的主力不会是拥有少量投资性房产的百姓,而是拥有巨量房产的官员和投机客们。

## 联系我们

本版文章如无特别声明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发电邮至ppll18@126.com。