

中国股票为何全球最贵?

理财

浣滆

鍙戝竷浜庯細2007/10/22 18:48

沪指悄然越过六千关口,沪深股市的平均市盈率接近70倍,市净率也在六倍以上。股市高位回调的内在需求又在酝酿,随时可能找到借口进行调整。中国股票为什么能够卖出全球最高价?人们都会说是中国的投资人太不成熟!太过疯狂!其实,看一看纳斯达克市场上的中国概念股,这个说法就不攻自破了,因为美国的投资人更有过之:如家上市后股价一度冲到市盈率300倍以上,百度一年内从50-60上升到300-360,市盈率超过了130倍。经济学家汪丁丁在百度股价的K线图下面问了一个非常睿智的问题:投资人是傻瓜?经济学家是傻瓜?正确答案应该是:都是傻瓜!投资人傻得可爱,经济学家傻得可怜。

一些优秀的经济学家之所以在两三千点就看空中国A股,因为他们坚信股票的价值就是公司的价值。这个论断其实似是而非,因为在投资市场上有两个价值概念,一个是公司的价值,对应的是股权投资市场;一个是股票的价值,对应的是股票投资市场。这两个价值如果用两个公式来表达:公司价值=管理团队+商业模式;股票价值=市场情绪+资金推动。两个投资价值虽然长期可能交合,短期存在互动,但在概念上却不是同一个范畴。

经济学并没有研究股票市场,亚当·斯密的《国富论》中几乎没有涉及股票,因为在著名的"理性经济人"假设中,投资人的非理性行为已经被排出了。凯恩斯也是因为炒股大赔大赚之后才论述到股票市场,提出了著名的"空中楼阁"定理,模模糊糊地碰到了行为人的非理性或有限理性。所以,要理解中国股票的估值,必须脱离传统经济学的理论框架,研究市场中的非理性预期。

股票市场的情绪波动来源于人的过度乐观与过度悲观,但是"过度"却源于人性,是经济学在假设前提中排除的"未知变量"。格林斯潘主政美联储多年的努力,建成了世界上最完备的经济数据的采集和分析系统,却在最新著作《动荡年代》中的结论篇中感言"人是非理性动物",所以"泡沫现象会一而再地发生"。从大师们的思路中应该看出,要想揭开中国股市的高价之谜,必须研究中国投资人的行为缺陷。

非理性预期和行为缺陷是市场情绪形成的基础,在谈到中国股市的人口红利时,我把"80前"群体视为中国社会的"婴儿潮",即当代中国投资市场的主力军。这个群体由于是在"一胎化"政策之前出生于多子女家庭,而且经历过"文革",容易在信息的偏导性扩散中产生群体冲动。他们对财富效应的本能反馈是攀比或追随,对政府关注的任何事情也会有直觉的反应,形成独立的判断。这个群体走到哪里,热到哪里,当年的政治热情转化为今天的追逐财富,于是形成了史无前例的中产阶层"发财大革命"。此时,通货膨胀的负利率和财富效应的高收益,就像岩浆入海一样,激发了"80前"群体的投资冲动,启动了大国崛起的万丈豪情。激情燃烧的股市以加速度的攀升证明了投资市场的魅力,进一步抬高了"80前"群体的预期,特别是在入市后发现国有大股东在市场中的垄断地位时更加激动,因为他们再一次被拥入"巨大的怀抱",在股市泡沫中看到了大国崛起的未来。

这种看似非理性的投资冲动却有着坚实的经济社会基础,人们由衷地相信中国股市迟早将会位居世界前列,优质资产注入的预期早已被提前兑现了。因为,高估的股价主要来自于银行股,来自于"中字头"的上市公司,最近又来自于香港市场上的"王者归来":建行回归仅10天,股价上涨逾20%,

神华回归数日,股价上涨近40%,中国远洋回归一个月的涨幅高达160%。从当年国有资产择优入港或出境,到今日的王者归来;从沪东重机重组更名为中国船舶后的表现,到所谓30家央企整体上市的传闻,都显示了投资人的期待。积极者相信国家一定会做强A股市场,消极者博弈股市泡沫破裂的最大输家是国家,所以国家只能选择注入优质资产,化虚为实方能化险为夷,管理层也看到资产注入对各方参与者都是有百利而无一害的。所以,中国股票全球最贵的原因在于投资人的非理性预期,他们在参与中体验到了中国股市中特有的"隐形资产"弃暗投明,预期着通过优质资产注入带来的上市公司"脱胎换骨",而这种投资价值是难以量化的客观存在。