

国泰基金吴向军：电改如果借鉴全球市场经验

上周全球金融市场好忙！先是美联储宣布结束 QE3（第三波量化宽松）。就此，美联储早已经提醒过大家很多次了，所以股市和汇市都没有什么反应。但是美元对其它货币仍然大涨，黄金价格暴跌 4.7%，并且跌破了每盎司 1200 美元的重要支撑位。紧接着周五，日本的安倍政府出大招，将央行每年的基础货币刺激目标从 60-70 万亿日元增加到 80 万亿日元，相当于每年从市场上购买价值 7000 亿美元的资产。日本央行的基础货币刺激也就是日本版的量化宽松 QE。美国刚刚结束 QE，日本又增加 QE。这一点完全出乎大家意料（日本央行内部投票也是以 5：4 惊险过关）。周五在日本的刺激下，全球股市大涨。日本周五股市大涨近 5%，一周上涨 7.3%。美国股市周五上涨超过 1%，标普 500 股票指数也一举冲破 2000 点，并收于 2018.05 点，再创历史新高。

最近 3 周，全球股市暴涨，美股标普 500 指数从底部上涨 11%。欧洲股市平均上涨幅度也差不多，在不同程度上收复了 10 月初由欧洲经济数字不好引起的恐慌性下跌。上涨的一个原因是欧洲经济问题由来已久，现在并没有真正明显的恶化，10 月上半段的暴跌大多数对冲基金炒作引起，没有太多基本面支撑。第二个原因就是近期一直在重复的，美股 3 季度季报比较好。美股 3 季报大半已过，接近 80% 的公司利润超过预期，从基本面对股市反弹创造了条件。第三个原因就是日本出人意料的增加量化宽松 PE。另外，欧洲央行是否会在今年年底以前施行首次的量化宽松 QE？我认为很有可能。欧洲央行明显已经试过所有其它的刺激经济的方式，甚至已经把央行存款利率降到了零一下，仍然没有用处。现在看来只有直接购买欧元区国债（即量化宽松 QE）唯一的方法。美联储退出量化宽松 QE 之后全球流动性没有减少，反而很有可能不断增加。

美国股市会不会在今年剩下的两个月内不断创新高？标普 500 股票指数已经在 2000 点左右徘徊了小半年了。我认为大方向应该是继续向上，毕竟从公司盈利、估值、宏观流动性各个方面来看，美股都有在今后 1-2 年继续上涨的动力。但是 2000 点这个点位对于投资人的心理的影响实在是太大了，并不排除美股在 2000 点左右持续盘整一段时间。当然，如果这次 2000 点的心理阻力位突破以后，美股有可能再有一波迅速上涨。

今天我想在这里聊些别的。我们知道，今年 A 股股市上涨的一个重要动力就是国企改革。如果我的理解是正确的话，国企改革一直都应该向市场化方向进行。引进市场定价，引进市场竞争，以及引进市场投资。上周四，一则电力体制改革的新闻造成各大电力公司涨停板。电力板块从长期无人关注的板块突然成了热点。

中国电力板块一直不受人待见的最大问题是没有煤电联动，电力企业的盈利与自己经营无关，完全被煤价控制。对于中国的电力企业来说，固定电价一直是眼中钉、肉中刺。中国绝大部分电力企业都是使用煤做燃料，而煤价早已经是市场驱动的了。电力企业承担了所有煤价波动的风险。这对电力企业来说不公平，对于整个行业的发展也没有好处。因为电力企业无论如何努力提高效率，面对煤价的波动来说都是微不足道的，那么电力企业就没有激励做好自己的本职发电工作，反而一窝蜂去兼并煤矿。固定电价对于整个电力行业弊端非常大。

中国电改方向应该会向市场化转向，在一定程度上应该会借鉴全球主流模式，也就是欧美模式。全球主要国家的电力运营模式主要输电和发电分离，燃料和电价联动为主。欧美电力模式主要宗旨是燃料价格波动由终端用户承担（所谓煤电联动），市场发现价格和政府监管相结合。具体模式如下：

1) 发电和输电资产分开。这一点当然最好是发电和输电企业完全分离。但是最重要的是终端用户用电账单上的也会体现发电和输电两部分价格。输电价格是固定的，发电价格是随能源价格随时浮动的。

2) 由于电网天生的垄断特性，输电价格应该受严格监管，一般是按照电网的资产基础上给一定的回报率计算出来。资产基础和回报率在一定时间段内固定，这样，输电资产就类似固定收益资产。而输电公司也有动力提高效率，实际回报率会提高。美国所有输电行业由联邦能源监管委员会来监管（FERC）。FERC 决定输电企业的投资回报率。现在输电企业的资本回报率（ROE）平均为 11.14%，自 2006 年开始都没有变过。由于这种固定的资本回报模式非常类似于固定收益产品（也就是债券），输电企业的股价和长期债券的走势非常相似，即国债利率下降则证券（这里是输电企业股票）价格上升；国债利率上升则证券价格下降。美国股市中，输电行业是为数不多的逆周期的行业之一。

3) 浮动发电价格有两种决定模式：a、完全市场竞价。这种完全市场竞价模式是最有效的方法，政府只有监管，没有干涉。其实发电企业关心的并不是电价，而是电价和能源价格的差。煤电企业关心的是电价和市场交易煤价的差，Dark Spread（暗价差）。而天气发电企业关心的是电价和市场交易天然气价格的差，Spark Spread（亮价差）。各国各地区都有电价交易所可以交易，也有衍生品交易。投机交易也很多。美国这样的大国几个地区的电价分开交易。而像欧洲一般有几个相邻国家结成电网，电价也在一起交易。b、受监管的浮动发电价。发电价=市场燃料价格+发电厂资产固定回报率决定的价差。而发电厂的资产回报率为当地政府。这样发电厂的运营模式就和电网一样，也是类固定收益的股票。美国的电价是由市场定价还是监管定价，由各州政府决定。人口较稠密、经济较发达的沿海州一般是市场定价，而内陆州一般是州监管部门定固定回报率间接定价。

4) 政府立法要求输电商采购一定量的新能源。新能源价格和供应商同样由市场决定。

中国电网和电厂的分离早就开始。但煤电联动迟迟没动。全世界主要国家固定电价的已经很少了。原来韩国的电力模式也是固定价格模式（煤电不联动），也是在前几年变成联动的了。类似的，原来中国国内市场的成品油价也是固定的，造成各大炼厂大幅亏损，中石油和中石化都不愿意建炼厂或提高炼厂的品质。现在成品油价格随原油价格浮动，给炼厂一个稳定的回报，炼厂才有动力进行扩张并且提高品质。电力企业也是一样。