

Opinion

Observer 上证观察家

房地产价格下跌是经济衰退的结果,而不是经济衰退的原因。一个没有在衰退中下跌到合理价位的房地产市场的存在,很可能会在此时给予寒冬中的经济以最后一击。政府应该改变思路,大胆地让房地产价格痛痛快快地下降到一定程度,然后再来保持价格、稳定信心。这虽然“有悖常理”,但符合当前我国的实际宏观经济环境。

房价现在为什么应该下跌

陈宇峰 郑景昕

房价现在为什么应该下跌?一般的答案是房价过高,超过了普通老百姓的购买能力了。而对于房价与老百姓购买能力的一个国际惯用指标是房价收入比。按照公认的国际标准,房价收入比在3至6之间是比较合理的。而据2008年《中国统计年鉴》的相关数据,2007年我国的房价收入比平均为15,北京为23,上海为17。

但是,2008年下半年中国经济与国际金融危机的不期而遇,使得地方政府对于这本就被认为有泡沫的房价是否应该任其下跌这一问题顾虑重重。实际上,几个大城市的房价一有风吹草动之后,各地方政府便已迅速出手“拯救”房地产市场了。我们的看法是,这种“救市”行为实际上是有碍于经济早日见底。处于经济危机时,房价应该下跌,让经济早日见底,让广大的中小投资者找到对下一轮经济增长的投资信心。因此,房地产市场的“救市”行为结果可能会与其“救市”初衷背道而驰,违背了不可逆转的经济周期规律。

平日里,政府确实有许多“科学的”理由去维持房地产市场的稳定。但是,如果期望能够在经济衰退过程中房地产价格保持在高位进而稳定整个国民经济,那么这种期望就显得太过奢侈而徒劳。事实上,房地产价格的下跌是经济衰退的结果,而不是经济衰退的原因。再说,政府拯救楼市并不能以维持房地产价格为目标而只是作为操作手段,政府救市的真正目的应该在于努力使房地产价格在下行时产生的破坏力降到最小。

房地产的价格只有在稳健的实体经济发展的情况下才能够脚踏实地地走高。过去几年中国的经济快速发展确实为房地产市场的繁荣提供了基础。但是,我国本轮房价上升速度之快、幅度之猛是远超过国民经济发展水平的。一个像中国这样疆域辽阔、地域差异极大的国家,其GDP的增长那么是严重依赖房地产投资拉动,那么这种GDP增长本身就是不健康的,其繁荣的背后必已埋伏下了隐忧。

的确,因为与银行有紧密联系,房地产行业在整个经济中具有特殊性。如果由于房地产市场的挫败从而殃及到银行,那么后果就不堪设想。但这不能是要维持住目前高企的房地产价格的理由。正如本文上面已经论述的,如果房地产价格过高本身是一个错误,并且正在为此为其付出代价,那么我们还必要去暂时掩盖这个错误而犯下更大的错误吗?这个更大的错误就是,维持房地产价格稳定的努力实际上

是正在给今后经济复苏的道路上留下一个“定时炸弹”,在经济体即将触及谷底时炸开。在一个浮肿的房地产市场没有回到其真实价值所允许的底部的前提下,整个国民经济通往谷底的衰退期或被无限期地延长。

从房地产交易量急剧萎缩的数据上可以看出,“有价无量”的房地产市场是不怎么得民心的。房地产的价格实际上是由其交易量依托着的,虽然房价可以保持不变,但是不断萎缩的交易量本身使得房价的倚靠基础越来越不坚实。并且,在急跌的预期积累到一定程度之后,房地产价格最终还有一跌的。

所以,就目前的经济形势而言,房地产价格下跌并不可怕,可怕的正是现在不跌。按照常理,目前应该是房价下降速度较快的一个时段。银行是房地产市场资金的主要来源,同时,银行和其他投资者一样,其对房地产市场价格的预期也是向下的。房价该跌不跌反而使得银行更加看不清未来。虽然,央行可以通过各种货币政策为商业银行营造一个宽松的货币环境,但是背着与房地产市场相关的大量资产,端端不安的商业银行自然而然地会选择惜贷。而银行的惜贷,对衰退中的房地产市场,在不会亚于我们可预见的房地产价格下降会造成的伤害。

然而,银行惜贷只是相应延长了衰退期,如果还是执着地要维持住当前的房地产价格,那么前面所指出的“定时炸弹”便可能会爆发。在这一段衰退期中,在订单与库存的双重压力下,一部分企业会倒闭,剩下的企业在渐渐地消化完库存后便离经济谷底不远了,经济本可以开始复苏。但是,一个没有在衰退中下跌到合理价位的房地产市场存在,很可能会在此时给予寒冬中的经济以最后一击。一旦房市拖到此时崩塌,那么这些以为终于扼到春天里的企业便会因为房地产市场的最后一击而万劫不复。届时,我们也许就开始体会日本人在上世纪90年代的感受了。

所以,笔者以为,政府应该改变思路,大胆地让房地产价格痛痛快快地下降到一定程度,然后再来保持价格、稳定信心。这样做虽然“有悖常理”,但确实符合当前我国的实际宏观经济环境。因为只有在在一个较低的房价水平上,政府发出的信心信号才是可信的。实际上,随着房地产价格的攀升,投资房地产的风险也在加大。所以,虽然前期房地产价格可以狂涨,但是与此相对应的是对房地产的投资却在下降。更何况现在经济形势已经由热转冷,保持高价更是抑制了房地产的投资。

当前是房价快速下跌的最好时期,虽然流行着“买涨不买跌”的格言,但对于中国当前的房地产,只有价格下跌到一定程度后,购房者才会选择进入。房地产开发商尽管会因为房价



俄乌“斗气” 欧洲挨冻

俄罗斯停止向乌克兰天然气管道供气后,乌“被迫完全停止向欧盟国家输送天然气”。6日,罗马尼亚、保加利亚、希腊、匈牙利、克罗地亚、马其顿、土耳其等国均报告说,经由乌克兰输送的天然气管道完全中断。迄今,至少有17个欧洲国家的天然气供应因俄乌“斗气”而受到不同程度的影响。

消费券政策不妨一试



郭田勇

围绕着以发放消费券刺激内需是否可行的问题,近期从学术界到社会各界出现了不少争论。赞同者和反对者均举出不少理由,一时难分高下。其实,笔者对此问题也有不少感触。一个多月前赴台访问时,台湾“行政院”已推出每人发放3600元新台币消费券的计划,而大陆方面则推出了4万亿元以扩大投资为主的刺激方案。记得当时岛上同仁问我对两岸不同的经济政策有何评价,我讲了两个观点:首先,台湾地域较小,而且经济发达程度比大陆要高,各项基础设施配套相对比较完善。而大陆面积广袤,经济发展尚处于起步阶段,尤其呈现出东中西部地区发展程度不平衡、城乡差距较大的特点,亟待加大对公共设施建设、重点工程的投入力度。因此眼下中国大陆要实现拉动内需的目的,扩大投资可作为首选。

其次,从效果上看,扩大投资的实质是“花钱买增长”,而且其效果是立竿见影的。但增发消费券则需要区分不同的人群来加以分析,对于富裕阶层而言,由于边际消费倾向较低,消费券的发放有可能对其原有消费产生挤出和替代,总支出却并未因此而增加。而中低收入人群手中的消费券,却又会因其主要用于购买生活必需品的心理,而不得不拉长消费时间,总支出增长缓慢。因此,基于大陆公共基础设施较为薄弱、基尼系数高于台湾地区的考虑,无论是3600元新台币消费券的计划,还是4万亿元以扩大投资为主的刺激方案,均可

谓因地制宜、符合实情的政策措施。不过,以上观点并不意味着笔者不同意中国大陆发放消费券。而且,笔者还认为,如果从经济的长期可持续发展,以及产业结构调整的角度来细加分析的话,当前在以扩大投资为主的前提下,辅之以发放消费券的政策来共同拉动内需也未尝不可以一试。

理由如下:其一,西方国家需求在金融危机冲击下出现较大萎缩,因此扩大内需、增加内销成为当务之急。然而,扩大投资尽管会带来立时内需的加大,推动GDP增长,但对其未来效果却难以预料。比如,修建高速公路,在建设过程中可能会带动钢铁、水泥、电力等企业的利润增长,但如果居民消费需求不足的根本问题没有得到有效解决,谁又能保证将来不会出现因没有车跑而使公路被“束之高阁”的可能呢?也就是说,对于是否能形成持续性的消费增长,扩大投资的措施效果的确还有待检验,而消费券或将正好解决未来的消费之忧,可以极大地减少产出无销路的状况。另一方面,虽然项目的启动必然会增加就业,工资发放也会刺激消费,但该增量却肯定小于“消费券”的消费带动作用,因为对于意外的财富,人们总是显得更加慷慨,更加乐于支出。固然,如若使扩大内需的政策直接奏效,无论是扩大投资,还是发放消费券均无法完全达此目的,但两者并不排斥,尤其是在目前中央推出4万亿元经济刺激计划的情况下,若能配合消费券的发放,笔者认为,从长期来看内需拉动效果或将更加显著。

另眼看罗斯福新政

倪小林

假如罗斯福在世……他会怎么做?据说一个阶段以来罗斯福新政已成网络点击率极高的关键词。时隔70多年之后,罗斯福应对当年危机的办法,被各国翻版仿效,虽然经济学界对此颇多微词,可危机来势汹汹,现有的办法不能解渴,人们只能从历史借鉴可行之举。罗斯福新政已成危机时期的心灵寄托了。

这不奇怪,因为迄今全球最成功解救经济危机的就是“罗斯福新政”。不过,经过几个月的全球联手救市之后,不少人开始质疑拯救危机的办法,有些言论与当年危机过去之后有人责难罗斯福开错药方差不多,认为政府下如此重的药,市场会失灵的。此刻,笔者以为看罗斯福新政,先要看清楚当时此景和彼时彼景到底有何相干。

认识历史事件的意义,必定要还原当时情景。1929年10月美国股市从最高点位突然下跌不止,时间长达4年之久,伴随这场股灾出现了一件意想不到的事情,当年股指最高时,美国市场物品充足,危机来临之初无人消费的产品堆积如山。4年之后,情形大为改变,企业停产,银行流动性枯竭,经济几乎停止,美国人连最基本的生活用品都短缺了,也就是说,当危机不能自动停止时,再富有的国家,在短短几年内也可能成为赤贫。这是罗斯福新政的背景。

问题是,假如把罗斯福放在21世纪的今天,他会推出如此重磅的新政吗?会有凯恩斯主义成为正统主流经济学的可能吗?可能。眼下次贷危机仅仅还没有一两年时间,此刻美国的企业还没有到完全无法生产的地步,美国的社会福利

能够维持社会基本运转,远没有到大多数数人无法生活下去的地步。诸多与上世纪不同的因素,即使罗斯福在世来处理这场危机,也不会下当年那么重的药。

这正是要另眼看罗斯福新政的核心原因,人类战胜危机是从不知到知之不多,然后到知之甚多循序渐进积累方法的,正因为有了罗斯福新政的参照,才有了今天各国拯救危机提前下药的可能,如果没有罗斯福的当年之举,这场金融危机的灾难,必然会延续到不可收拾的地步才会逆转。

不过,如果我们只看到罗斯福新政抑制萧条的意义,还轻看了历史。这次各国政府解救金融危机办法,形式上很像当年的罗斯福新政:加大国家信用为银行担保、加大财政投入,发行国债,提振消费信心等等。但是,请注意,罗斯福新政的成功,除去经济手段还要重点关注他的改革理念。后人将他的新政称为“复兴、救济、改革”,而恰恰是改革了社会不合理的结构,对于普通人的权益实行更多的保护,新政才真正得到美国社会的认可,最终提振了经济,恢复了信心。

眼下对“新政”也有不少新评价,新政最后没有解决投入巨大和国家干预后的滞涨和垄断问题,是持否定意向者的主要论据。不过,笔者始终以为,解决危机和稳定发展不是一回事,如果把萧条经济学改为萧条危机经济学,恐怕更适应现代社会之需。罗斯福敢于向危机宣战,敢于在困境中改革才是他留给世界的真正财富。多一些对市场的敬畏没有错,如果忽略了对危机危害的关照,经济学家自身不也就成庸医科学了?当代经济学家有幸近观这场危机,当然也该担负起变革理论的重大责任。

Column 专栏

危机次年,我们拿什么画“V”字



田立

岁末年初,不论是哪种文化,“甩掉不快,冀望未来”几乎是永恒的习俗。尤其是经历了股市暴跌、危机四起的2008年之后,人们盼望危机结束、经济反转的心情显得更加急迫了。最近在某报告会上,一位权威人士在展望中国经济前景时说,中国经济将在2009年出现V字型反转,真是让人遐想无限。半年以来,经济形势果真要牛了吗?说实话,初闻此V型反转观点时,我的第一反应不是振奋,而是震惊,因为据我所解的人类经济发展史,还从来没有过如此严重危机时刻的所谓V字型反转曲线。从数学角度看,一条关于时间函数的V字型曲线,在反转那个点上左右导数的符号是截然相反的,也就是这条曲线在该点的导函数不连续,通俗些说就是转折是瞬间的。虽然我们不可以用吉板的理论来描述,但V字型的实际含义一定是最短时间内的反转,这就有了一个疑问:靠什么来快速强变当前的经济运行轨迹?

据我所知,国内很多冀望经济好转的人首先寄望的是美国新政府的救市政策,毕竟眼下这场危机是美国人“制造”的,毕竟美国在全球经济中的引领地位暂时是

不可替代的,把反转的第一股力量先寄托在美国人身上倒也不算错,加之从以往经验来看,民主党在治理经济上确实也有过一些成绩,以此推断“美国经济会快速反转,并带领全球经济,乃至中国经济走出下滑期”似乎也没什么大毛病。但问题是,美国人真有灵丹妙药吗?

从理论上推演,美国新政府最可能推出的救市政策是向美国购房者提供一项卖方期权,以保证这些人在偿还全部房贷之后房产价值不低于这项期权的执行价格,这就以打消房贷市场上的违约激励,从源头上遏制金融危机的进一步扩大。笔者上周在天津电视演播厅参与一档经济类节目时,曾与一位专门研究美国经济的业内人士探讨此事,据他说,种种迹象表明美国人确实要这么干。若真如此,那真可谓美国人的幸事,但这是否可以成为美国经济V型反转的决定力量呢?中国有句老话,叫“病来如山倒,病去如抽丝”,一个人当初由于衣着单薄而感冒,穿上棉衣后感冒会立即消失吗?我想,这个道理人人都明白。

不妨沿着上述设想继续推演下去,美国如果真这么干了,美国经济的运行曲线会是什么样子呢?我不禁想起了期权交易中经常出现“波动率微笑”曲线,这类曲线有些是U型的(不过几乎没有V型的),但也有些不是,用加拿大金融学家赫尔的话说,更多的时候这条曲线描绘了一幅“苦涩的微笑”,一个嘴角高一个嘴角低,有点像圆滑的“U”,即下行之后是一段漫长的水平曲线。把这段描述用在美国经济未来一段时期的运行趋势上,我觉得倒更有可能接近实际。

一个发展快速但综合实力并不强大的经济体,要在一场全球性的危机面前陡然画出一个前无古人的V字,我们缺少的东西还太多。国内很多冀望经济好转的人首先寄望的是美国新政府的可能救市政策,但美国人真有灵丹妙药吗?

再一项类似于保值期权的衍生产品换回房贷市场的信用,这对于修复已破损的信用链条无疑意义巨大。但次贷危机背后的信用危机其实只是眼下这场危机的导火索,真正原因还是经济运行出了问题。经济问题不解决,再多救急手段都只能是发挥抑制作用,而不可能缩短周期,或逆转反转。因此,美国人若真想最短的时间内结束危机,单靠个保值期权是不够的。另有消息称,美国新政府很有可能在新能源和生物工程等领域采取激励措施,这是对的,只不过这种“转型”恐难在短时期内实现。就算一切顺利,最早也要到今年下半年开始发挥作用。

再把目光转向国内,实践证明,过去一年(尤其是下半年)中国经济的下滑趋势,其动因应该与金融危机没有必然关系。即使没有这场金融危机,高速行驶了30年的中国经济列车也已出现能量不足的问题了,减

公司重组须 切实保护异议股东权益

周明浩

在上市公司重组中,异议股东通常处于弱势地位,因此世界各国都立法保护异议股东的权益,明确规定异议股东有股份回购请求权。近几年,在我国上市公司重组实践中,对异议股东的保护一般都采用由第三方提供现金选择权的方式。在实际操作中,对异议股东的认定和异议股东的行权条件都规定得比较宽松。

然而,自从攀钢重组中出现了现金选择权纠纷后,在近期出台的几家上市公司重组预案中,对异议股东的处理方式发生了一些变化。其一是对异议股东的认定,要求必须是在股东大会上投出有效反对票的股东。而以前只要是在现金选择权申报期内成功申报的股东都被视为异议股东。其二是对异议股东的行权条件,规定必须是异议股东从股东大会到实施日期间持续拥有股份的才享有此权利。而以前只要是在现金选择权的股权登记日在册的股份都可以享有这项权利。其三是在现金选择权以外,增加了上市公司收购这一方式。

笔者认为,上述变化增加了异议股东维权的难度,背离了保护异议股东的原则,也不符合相关法律法规的规定。要求异议股东必须是在股东大会上投出有效反对票的股东,这在《公司法》中只适用于有限责任公司。对于股份有限公司,尤其是上市公司,按照《公司法》第143条,只要对股东大会的决议持异议就算是异议股东。《公司法》这样规定是有一定道理的。股份有限公司,尤其是上市公司,股东分散于各地,如果股东大会只能现场参加投票的话,异议股东与会和投票的成本可想而知,不利于保护其权益。在预案中,必须是异议股东从股东大会到实施日期间持续拥有股份才享有权利的规定根本就于法无据。从股东大会上投出有效反对票或以某种方式表示异议的那刻起,异议股东所代表的股份就是异议股份了。异议股东将其股份在证券市场上转让,受让人就将承接该股份所有的权利和义务,自然也包括了异议股东身份行权的权利。市场转让的行为不会改变异议股份的异议属性,剥夺受让人行权的权利,显然不合法。

上市公司在重组预案中做出的这些变化,其目的是为了减轻异议股东集中行使现金选择权所带来的资金压力,但采取这种限制异议股东权利的做法并不可取。围绕现金选择权所产生的种种矛盾,其根源还在价格上,因此只要改变现金选择权的价格形成机制就可以化解这一难题。对于现金选择权的价格,目前普遍的做法是将其等同于重组各方的换股价格,而换股价格通常是董事会决议公告日前二十个交易日股票交易均价,规定换股价格,最主要的目的是确定重组各方的换股比例和新进资产的折算比例,而不是用来确定现金选择权的价格。由于公告日到实际实施日会相隔很长的时间,随着市场的波动,换股价格与实际合理价格之间有时相差很大,这对换股比例的确定影响不小,但对与之挂钩的现金选择权价格影响就很大。如果两者差距过大,就会导致异议股东集中行权,给重组带来巨大的资金压力。因此,笔者认为可在预案中原则规定现金选择权价格参照实际实施日前二十日的股票交易均价制定而不提具体价格。这样在正式实施时,由于现金选择权价格和市场价格相差不大,异议股东行权的冲动就会小很多。对于异议股东来说,在董事会决议公告后,可自行选择在二级市场抛售或等待行使现金选择权,这样就可保护其合法权益。

保护异议股东的权益虽然在我国法律法规中有原则性的规定,但程序性的操作细则并未成文,2009年将迎来上市公司并购重组的高潮,相关部门应未雨绸缪,尽快制订相关细则,切实保护异议股东的权益。

乃至下滑实际上都是经济运行本身的必然结果。这种情况下,要重现昔日经济发展的景象,就必须找出有经济体系存在的问题,找到新的经济增长点。关于这一点,过去3年中的各种讨论已取得了比较一致的看法:经济结构不合理是下一步发展的瓶颈,剩下的问题就是怎么去突破这个瓶颈了。

实现经济结构转型不是一朝一夕之事,既需要内部激励,也需要外部激励,过去一提及内部激励,比重大大的外贸制造业过得好好的,你非要人转型,凭什么呀?然而就在这个节骨眼上,金融危机来了,本来这是一次很好的实现结构转型的外部激励,尽管过程会很痛苦,但总的来说是件好事,至少可以帮助我们打消结构调整过程中来自于外部的负激励。如果此时我们能准确把握形势,抓住机遇顺势而为,用不了太多时间,中国经济完全有可能实现又一次腾飞。然而实际情况却是:经济快速发展模式的惯性思维,地方利益博弈,加上人口结构等原因,使得这样的机遇正从我们身边悄悄离去。

中国经济现在还有很多要解决的问题,还有很多至今我们并未探明的认识领域,一个发展快速但综合实力并不强大的经济体,要在一场全球性的危机面前陡然画出一个前无古人的V字,我们缺少的东西还太多。(作者系哈尔滨商业大学金融学院金融工程研究所所长)