

细化综合配套措施 把握房产调控力度

□尹中立

房产新政实施几个月以来,各大中小城市房屋销售价格涨幅趋缓,但回落幅度仍不明显,而央行调查又显示居民购房意愿下降,这些信息促使人们思考“国六条”及配套政策的效果究竟如何。本文认为,只要“国六条”及配套政策措施能落实到位,预期调控会对房地产市场产生深刻影响。



徐汇 资料图

从近期公布的一系列数据看,居民的购房意愿已显著下降,全国 70 个大中城市房屋销售价格的涨幅已连续 3 个月小幅回落,但回落的幅度并不明显。由此,人们对“国六条”的房产新政是否会像“国八条”那样无法取得预期效果而疑虑重重。那么,“国六条”政策效果是否会“无功而返”呢?这是市场关注的一个焦点问题。

在我看来,“国八条”之所以没有起到预期的效果,主要有以下两个原因:一是部门之间的博弈和地方政府的阳奉阴违使房地产政策难以落到实处。不仅不同部门之间的利益很难协调,而且不少地方政府在执行房地产新政时也阳奉阴违。这是导致房地产政策失效的关键原因之一。

二是人民币升值预期使金融政策无法得到有效施展。在房地产调控中,金融手段包括利率、信贷、首付比三个方面,但在资金过剩的背景下,这三个金融调控手段对调控的作用十分有限。例如,从 2004 年 10 月至今,央行三次上调利率,但人民币升值的预期对利率有很大的制约,利率的操作空间是十分有限的,通过大幅度提高利率的方法来遏止房价价格是有难度的。还有,受银行的利益驱动及国外游资的进入等因素影响,也难以通过限制贷款来调节房地产市场。

现在的问题是“国六条”对房地产市场调控是否会成为又一次“空调”?我们注意到,“国八条”出台的宏观经济背景是房地产投资过快,但受“国八条”的影响,房地产投资增长速度从 2005 年 4 月份后就逐渐下降,到 2005 年 12 月份,房地产投资增长速度已经降到 20%以下。从 2006 年第一季度度的统计数据看,城镇固定资产投资增长速度为 29%,而房地产投资增长速度只有 20%,房地产投资增长速度已经降到合理的区间。如果对房地产行业的调控力度过大,房地产投资增长速度会下滑过快,对钢铁等行业的产能过剩行业会产生严重的影响。因此,“国六条”出台的宏观经济形势与“国八条”相比有很大的差异。

正因为宏观经济环境已经发生了明显的变化,因此政府再次调控房地产市场也面临了不少难度。例如,在既强调房地产行业存在问题的同时,又强调房地产行业发展的必要性。我认为,“国八条”的核心包括了控制房地产投资增长速度速度和房价上涨速度的双重目标。但是,在投资增长速度已放慢的情况下,控制房价又是一件非常棘手的事情。因此,调整住房结构成了“国六条”除控制房价外的另一个重要选择。我们注意到,在“国六条”实施细则中,对调整住房结构有大

量的量化指标。例如:强调重点发展满足当地居民自住需求的中低价位、中小套型普通商品住房,并把该原则落在政府编制住房建设规划中;同时规定,自 2006 年 6 月 1 日起,凡新审批、新开工的商品住房建设,套型建筑面积 90 平方米以下住房(含经济适用住房)面积所占比重,必须达到开发建设总面积的 70%以上;对过去已审批但未取得施工许可证的项目,凡不符合上述要求的,应根据要求进行套型调整。另外,在税收政策和信贷政

策上同样也侧重于调整住房结构。按照“国六条”的实施细则规定,从 2006 年 6 月 1 日起,对购买住房不足 5 年转手交易的,销售时按其取得的售房收入全额征收营业税;个人购买普通住房超过 5 年(含 5 年)转手交易的,销售时按其售房收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税。如何计算 70%的户型是国六条的精神能否得到执行的关键。从建设部出台的 165 号文件看,计算方法是全市平均(而不是每个项目都要求 70%以上的户型为

90 平方米)。既然是全市平均,这个指标实际上就有可能成为一个没有意义的指标。因为没有人能准确知道所在城市每年的户型结构是多少(除负责城市建设的市长和局长外),而且上级领导还无法督促和检查。因此,国六条以及之后的旨在调整住房结构的政策是无法得到很好的执行的。但是,这并不意味着政府不会想尽一切办法来控制房价。不过,调控房地产市场还应该充分重视税收政策的作用与影响。因为,与金融手段相比,税收

政策有明显的两大优点:一是可以做到精确打击。在打击房地产投机机的同时,既不会使其他行业无辜受到牵连,也不会让一般老百姓的正常生活受到影响;二是税收部门与房地产行业没有直接的利益关系,税收政策容易得到贯彻实施。

从国外的经验看,在抑制房地产价格时也十分重视税收政策。我们有理由相信,税收政策在中国房地产市场的调控过程中也会发挥重要的作用和影响。预计未来可能会出台的政策包括不动产税和消费税,也有可能修改所得税法,对房地产转让实行累进的税率。如果这些政策能够出台,那么这些政策将会对房地产市场产生明显的影响。

事实上,完善我国住房保障制度更应当成为调控房地产市场的政策重点。国八条和国六条的核心都是打击投机、调整住房供应结构,希望通过市场的途径使住房市场的供给与需求的结构得到平衡。但国内外的实践表明,依靠市场的力量是无法使住房市场得到均衡的。完全的住房市场化必然会出现住房市场的结构性矛盾:有限的土地资源会配置到收益较高的高档住宅上,而中低收入阶层无法得到他们所需要的住房。不断高涨的房价和越来越多的城市人群无法购买住房,这会使住房问题从一个经济问题演变

成为一个社会问题。在设计住房制度改革思路时,我们也应充分借鉴西方国家在完善公共住房保障制度上的努力与探索。根据国务院于深化住房制度的相关规定,在我国推行住房分类供应制度,即对高收入者供应商品房,对中低收入者供应含有一定住房保障的经济适用房,对最低收入者供应含有较多住房保障的廉租房。这是符合我国国情的正确选择,但在后来的实践中,我们有意无意地偏离了该指导思想,企图用完全市场化的方法来解决我国的住房问题。

从住房制度的实践看,经济适用房在操作中面临分配的难题,受到了市场各方的强烈谴责,廉租房比较适合中国的国情。我估计,在未来的政策调整中,政府会通过大幅度增加廉租房供给的方式来缓解住房市场的结构性矛盾。如果该政策出台,将会直接冲击住房市场的供给,尤其是中低档住宅的价格,并对整个住房市场产生巨大的影响。

所以,如果“国六条”及其配套政策措施能实施或落实到位,那么“国六条”必然会对中国房地产市场发展及发展趋势产生显著的影响,当然这种影响并不会立竿见影的。(作者单位:中国社会科学院金融研究所)

投行创造价值:新股发行成为股市向好动力源

□国泰君安证券研究所

(一)限制新股发行并非真正“保护”投资者利益

限制新股发行、惧怕新股发行的市场注定是一个不健康的市场。一级市场的新股发行与二级市场的股票交易,是完整的资本市场资源配置链条的两个部分。通过一级市场,发行人筹到了所需资金,而投资人则购买了股票成为公司股东。新股发行作为整条资源配置链的首“资源供应者”,为相关方提供了更多的投融资渠道,既实现了储蓄向投资转化的资源优化配置,又为二级市场的交易注入新鲜血液,起到了活跃市场的作用。新股发行的滞步,不仅难以从根本上改善市场下跌的状况,而且使市场缺乏必要的资源流动空间,从而严重影响整个资本市场的融资能力。

2000年—2001年中期,我国股市处于强劲上涨阶段,新股发行融资额也相应增加。此后,股市步入长达四年左右的熊市阶段。考虑到投资者存在“新股恐惧症”,出于“保护”投资者的利益的初衷,管理层放慢了新股上市的步伐,新股发行数量与融资额度比此前大大减少。但观其结果,减少新股发行的举措并没有起到促进股市上涨、或者阻止市场下跌的效果。从 2001 年到 2005 年四年期间,上证指数从最高点 2245 点下挫至 998 点,跌幅超过 50%,流通股持有者的市值减少 8499.7 亿元,投资者除了要忍受资产的缩水外,同时还要忍受长达四年的煎熬。对证券市场的中介——券商而言,由于委托理财业务出现亏损和融资承销的萎缩,四年中有三年出现了整体亏损,包括南方、华夏、大鹏在内的一批大中型券商相继破产或重组,使国有股东的利益受到损害。而同期香港 H 股市场在不断发行新股的同时,指数却上涨了 228%。可见,减缓新股发行并没有真正保护投资者利益。

随着我国资本市场的逐步完善,目前市场已经开始具备检验上市公司质量的能力。新股发行将给市场注入优质资产,增大资源流动空间。投资者将从优质新股中获得更多的投资机会与收

益,因此发行优质新股上市才是保护投资者利益的真正确举措。

(二) 优质 H 股公司与内地擦肩而过,丰厚回报尽入香港股东囊中

过去沪深股市是具有制度性缺陷的市场,不理性的市场行为导致管理层时常对新股发行视为洪水猛兽,在市场下跌期间尤其如此。在此情况下,很多企业纷纷被迫选择赴港上市,其中大多数公司为成长性突出、或者关乎国计民生的大型行业龙头企业。由此,内地投资者将投资优质企业的机会拱手让与香港投资者,错失获取新股成长所带来的收益。

根据我们的测算与分析,赴港上市的内陆企业具有大型、优质、高派息特征。这主要表现在:第一,融资规模大。H 股和蓝筹股单个企业的平均发行股本、融资金额、流通市值、资产规模都远大于沪市 A 股。第二,业绩优异。股息率高。H 股和蓝筹股的加权平均盈利、股息率均高于 A 股。

以香港国企指数为例,目前香港国企指数共包含 38 只成分股,其中,前 10 大成分股占指数的权重接近 80%,这 10 只在港上市的内陆企业近三年的盈利能力(每股收益、净资产收益率)均高于沪深 A 股市场的平均水平,而近年来的股价涨幅更远超过上证指数的涨幅。大型优质企业舍近(内地股市)而求远(香港股市)的直接后果,是香港投资者取代内地投资者的股东地位而从中企业的成长中获取丰厚回报(见表 1)。

我们以中石油为例进一步分析。根据其公布的 2005 年年报,去年中石油的净利润为 1334 亿元,这是继 2004 年达到 1029 亿元的历史创纪录水平后,净利润又增长 28%,超过日本丰田,再度成为亚洲最赚钱的上市公司。企业的成长必然带来股价的上涨,中石油的上市发行价为 1.27 港元,而截至 2006 年 8 月底,股价已达到 8.8 港元,上涨了约 6 倍,香港市场投资于中石油的股东获得丰厚收益。与之相对,对中石油做出利润贡献的国内投资者却不能享受到企业成长所带来的收

益。据统计,根据汽油、柴油及航空燃油的上涨幅度进行测算,去年中石油的内地企业近三年的净利润贡献达到 600 亿元。

(三)机构投资者偏爱优质大盘蓝筹股

香港 H 股市场的投资者对新上市的内陆企业的投资获得丰厚回报,而内地 A 股市场的机构投资者近年来也逐步加大了对优质大盘蓝筹股的投资,并且取得了较好的收益。以内地市场最大的机构投资者证券投资基金为例(见表 2)。表 2 列出了 2006 年中期基金所持十大重仓股(利用股票市值占基金持股市值比例度量)及其财务数据。

由表 2 可见,基金前十大重仓股中,大市值股票占据相当比例。这十大重仓股多所在行业的龙头企业,从各项财务指标看,业绩优异而且成长性突出。此外,这十大重仓股在 2006 年第二季度的市场表现也相当出色。可见,对优质大盘蓝筹股的投资带来了不菲收益。

质蓝筹企业成长所带来的收益。

(四)投资新股正当其时

随着股权分置改革即将完成,内地股市将进入崭新的变革时代。在健康发展的股市中,股市功能将正常发挥,优质企业的上市不会再引起投资者的恐惧,新上市公司业绩与成长性将成为投资者关注的焦点。伴随着企业的

成长,投资者将获取稳定的分红回报与长期资本增值。过去几年内地企业赴港上市后给当地投资者带来的丰厚回报,无疑给出了最好的例证。

目前,中国工商银行“A+H 同步同价”上市方案已于 7 月 20 日获批,预计年内将在两地同时上市。此外,兴业银行、H 股公司中国人寿也极有可能年内于内地

上市,内地股市将迎来历史性的发展机遇,可以预期,未来将有更多大型优质企业上市,或 H 股公司陆续回流。这些企业在繁荣中国股市的同时,其良好的业绩与成长性也必将带给投资者以丰厚回报。用前瞻的眼光来看,新股投资正当其时,长期来看,持有优质新股给投资者带来的收益必将令人刮目相看。

表 1 香港国企指数前十大权重成分股的相关指标(2000.1-2006.8)

股票代码	股票简称	EPS(港元)			ROE(%)			每股派息(港元)			上市时间	发行价格(港元)	当前股价(港元)	涨幅(%)
		2005	2004	2003	2005	2004	2003	2005	2004	2003				
857.HK	中国石化	0.75	0.59	0.4	28.28	26.48	20.68	0.338	0.263	0.178	2000-4-12	1.27	8.78	591.3
2600.HK	中国铝业	0.64	0.58	0.34	23.33	27.6	20.73	0.214	0.176	0.096	2001-12-13	1.37	5.66	313.1
728.HK	中国电信	0.34	0.36	0.18	16.38	18.08	9.15	0.078	0.069	0.069	2002-11-19	1.47	2.67	81.6
2628.HK	中国人寿	0.35	0.27	-0.07	12.67	11.12	-2.29	0.05	0	0	2003-12-18	3.59	13.96	296.1
2318.HK	中国平安	0.68	0.56	-	13.81	15.15	18.83	0	0.14	-	2004-6-24	10.33	25.55	147.3
1088.HK	神华能源	0.937	-	-	37.77	42.7	18.27	0.125	-	-	2005-6-15	7.5	14.02	86.9
3328.HK	交通银行	0.22	0.06	0.26	13.69	4.58	32.05	0.08	-	0.04	2005-6-23	2.5	4.92	96.8
939.HK	建设银行	0.24	0.26	0.12	19.5	25.63	12.04	0.015	-	-	2005-10-27	2.35	3.38	43.8
902.HK	华能电力	0.4	0.44	0.45	12.77	15.16	16.87	0.25	0.25	0.25	2005-11-4	4.4	5.17	17.5
沪深 A 股平均		0.21	0.24	0.19	7.87	8.77	7.24	0.104	0.104	0.086	2000-4-12	1.8073	1655.19	-

资料来源:国泰君安证券研究所,锐龙行情软件,wind 资讯;注:沪深 A 股的平均指标采用加权平均法计算,价格相关指标的单位为元(人民币)。为便于比较,表中给出了 2000.4.12-2006.8.30 日的上证指数区间点数。“-”表示缺失数据。

表 2 基金所持前十大重仓股及其财务数据(2006 年中期)

股票代码	股票名称	基金持股市值占其基金投资市值比例(%)	2005 EPS(元)		2005 ROE(%)		净利润同比增长率(%)		总股本(亿股)	流通市值(亿元)	2006年二季度涨幅(%)
			2005	2004	2005	2004	2005	2006中期			
G 招行		4.20	0.38	15.93	25.01	31.11	122.80	362.85	20.35		
G 茅台		3.20	2.37	21.97	36.32	25.89	9.44	143.42	74.60		
中国石化		2.14	0.46	18.35	22.57	14.60	867.02	175.00	24.47		
苏宁电器		2.06	1.05	29.99	93.50	109.02	3.60	57.60	77.16		
大商股份		2.05	0.83	10.30	73.04	31.84	2.94	71.03	80.41		
G 伊利		2.03	0.75	12.92	22.69	18.17	5.16	84.53	88.26		
双汇发展		1.99	0.72	20.54	24.36	27.21	5.14	62.89	73.36		
G 五粮液		1.84	0.29	10.75	-4.43	39.19	27.11	129.86	105.29		
G 沪机场		1.69	0.72	15.25	7.55	12.76	19.27	129.80	25.09		
G 海工		1.67	1.48	24.94	60.10	21.89	7.92	71.97	56.51		

数据来源:国泰君安研究所,wind 资讯。注:总股本和流通市值数据取 2006 年 6 月 30 日收盘数据

表 3 2006 年中期基金十大重仓股在沪深 300 指数中的权重

股票代码	基金持股市值占基金投资市值比例(%)	在沪深 300 指数中的权重(%)	在沪深 300 指数中的权重排序	差值(%)
G 招行	4.20	3.50	1	0.70
G 茅台	3.20	1.66	7	1.54
中国石化	2.14	5.01	8	-2.87
苏宁电器	2.06	0.68	26	1.38
大商股份	2.05	0.67	27	1.38
G 伊利	2.03	0.87	18	1.16
双汇发展	1.99	0.59	34	1.40
G 五粮液	1.84	1.46	9	0.38
G 沪机场	1.69	1.28	10	0.41
G 海工	1.67	0.67	29	1.00
合计	22.87	16.39	1	6.48

数据来源:国泰君安研究所,wind 资讯。注:十大重仓股在沪深 300 指数中的权重取 2006 年 6 月 30 日收盘数据

表 4 保险公司 2006 年二季度持有股票市值占前十位个股

代码	简称	2006年二季度持股市值(万元)	2006年二季度持股家数	持股占流通股比例(%)
600036	G 招行	196376.03	4	5.41
600019	G 宝钢	171103.17	3	8.30
600009	G 沪机场	118703.84	3	9.14
600028	中国石化	97100.63	2	5.55
600900	G 长电	96596.25	3	5.19
600000	G 浦发	89900.68	3	7.75
000063	G 中兴	64016.01	2	5.95
600016	G 民生	54903.67	3	3.07
600050	G 联通	51869.76	2	2.58
000002	G 万科 A	49921.79	2	3.02

数据来源:(偏爱价值投资 保险资金百亿挺蓝筹) 上海证券报 9 月 8 日