

watch|上证观察家

泰国金融市场剧震的中国意义

□易宪容

12月19日,泰国证券市场未能承受住新政府18日通过的旨在遏制泰铢汇率上涨、限制外国资本投机的新货币金融调节规则的压力,导致股市突然崩盘,基本证券指数SET狂跌19.5%,尽管泰国政府被迫紧急决定废除限制外资自由流动的决定,股指成功回升5%,但仍在一日之内损失230亿美元,同时引发连锁反应,导致亚洲邻国股市发生程度不同的动荡。

正如《华尔街日报》所指出的那样,今年以来,泰铢在大幅升值,导致泰铢迅速升值的主要原因,是由外国投机资本不受限制的自由流动所造成的。光2006年12月份每日流入泰国的投机资本就高达9亿美元,是11月每日流入3亿美元的3倍。可以想象,如果不对这种现象采取严厉的措施,那么泰国经济很可能重蹈1997年7月亚洲金融危机的前辙。

尽管泰国新政府出台限制外资自由流动的政策对金融市场造成了巨大震荡,但如果能对整个事件发展起到防患于未然的作用,那么眼前的市场震荡将换来泰国金融市场的长期稳定。因此,尽管最近泰国金融市场大震荡所造成的影响还有待观察,但此事

泰国金融市场发生的大震荡对中国有十分重要的借鉴意义。一是中国应警惕并随时准备采取有效的规则来限制外国资本投机炒作中国资产价格;二是政府监管部门应从泰国事件中吸取经验教训,对当前国内资产价格快速飙升要保持足够警惕,密切关注国际热钱涌入中国金融市场,并采取相应措施来改进国内金融市场中存在的缺陷。

件对泰国尤其是对中国都有十分重要的借鉴意义。

首先,随着中国改革开放步伐及人民币国际化进程加快,国内一直有一种意见认为,人民币应该快速升值,人民币资本项目开放步伐也应加快,但如果中国金融体系仍不健全,金融制度仍不完善及金融市场运作机制仍市场化程度不高等,那么中国的资本项目快速开放不仅不利于国内金融市场发展,反而它可能成为外国投机资金掠夺国人财富的天堂。就目前情况来看,在中国的资本项目尚未完全开放的情况下,仍有不少外国资本对中国的市场虎视眈眈,它们随时都可能千方百计地通过合法或不合法的途径进入中国市场,吹大国内房地产及证券市场中的资产价格泡沫,并获利后逃之夭夭。从目前看,这种迹象早已端倪初露。因此,相关的政府

职能部门一定要对这一迹象保持高度警惕,并随时准备采用有效的规则来限制外国资本炒作中国的资产价格。

其次,中国资产价格在一年以来已快速飙升,是否也会步泰国金融市场发展之后尘?或者说,金融体系仍不健全,金融制度仍不完善及金融市场运作机制仍市场化程度不高等,那么中国的资本项目快速开放不仅不利于国内金融市场发展,反而它可能成为外国投机资金掠夺国人财富的天堂。就目前情况来看,在中国的资本项目尚未完全开放的情况下,仍有不少外国资本对中国的市场虎视眈眈,它们随时都可能千方百计地通过合法或不合法的途径进入中国市场,吹大国内房地产及证券市场中的资产价格泡沫,并获利后逃之夭夭。从目前看,这种迹象早已端倪初露。因此,相关的政府

在价值重估者看来,近几年

来国际黄金价格直线上扬,与采掘业相关的所有商品期货及国际大宗商品价格几乎都在直线上扬,世界上所有的纸币都出现了明显贬值,这不仅仅包括美元,也包括正在升值的人民币和欧元。纸币的贬值就是央行通过发行货币向居民的资产池中兑水,商品价格必然会上涨,如国际大宗商品价格直线飙升。同时,也导致了资产价格上涨,如全球房地产市场价格都在上涨,股市和债券市场也在走牛。

对中国来说,其发展也万变不离其宗。与采掘业相关的所有产品价格短期内快速上涨,国内房地产市场价格也进入快速上涨通道。由此推论,国内资本市场价格也得搭上这波国际上资产价格上涨的顺风车。对国内股市的“价值重估”,意味着国内股市需要重新补涨,国内股市价格需要上涨。在这种“价值重估”



的舆论引导下,不仅国内房地产市场维持上涨,而且国内股市价格也屡创新高。甚至有人喊出了“十年牛市”才开始。

其实,按照 Gordon 的经典资产定价理论,股票价格是以股票的收益和利率的未来值为基础的,但这两者又是不可观测的。因此,对上市公司市场价值的重估是根据客观数据以寻找它的均衡价值,但对这些变量未来波动趋势的预测更多反映了投资者的主观情绪,这也是金融市场中资产价格为何容易产生巨大波动的原因所在。因此,目前国内股市价值的重估更多的是投资者意愿的一种投射,也是机构投资者诱导中小投资者进入市场的一种意愿。

例如,在2002年后,以美国高盛为代表的大型美资投资银行大举进入商品市场之后,这些机构垄断性地锁仓了与采掘业相关

的所有商品期货,并导致这些商品的现货交易价格也节节攀升。以罗杰斯为代表的经济学家又制造出中国经济发展对资源近乎无限度增长的一系列神话。而且,以高盛为代表的国际大型投资银行大规模进入期货市场,导致了采掘业产品的重新定价风潮,也给国际市场发出了一个错误信息,即这些产品在市场上供不应求。于是,资金大规模进入,从而导致国际市场中大宗商品价格的直线上扬。目前中国股市的情况,也与此相去不远。

因此,为了保证国内证券市场的健康、稳定发展,不重蹈1997年亚洲金融危机的前辙,并从目前的泰国事件中吸取经验教训,政府监管部门要对目前国内资产价格的快速飙升保持足够的警惕,密切关注这类交易是否涉及违规性与炒作性,密切关注国际热钱涌入中国的金融市场,并采取一些制度方式来改进国内金融市场中所存在的种种缺陷。同时,政府也应密切关注中国香港金融市场变化,严防国际热钱再次冲击中国香港市场,防止由此影响中国香港经济发展及影响整个中国经济发展进程。否则,下一个金融危机会在哪里,答案就很令人担忧。

(作者系中国社会科学院金融研究所研究员)

莫忘二手房征税 助推房价上涨的教训



□吕青

据报道,截至目前,北京今年二手房交易量增长幅度仅有8%,创历史最低纪录。而前几年,北京二手房交易量一直保持着很高的增长幅度。从2000年到2005年的短短6年间,交易量增长了63倍。即便在市场交易基数较大后,2004年和2005年也分别保持了64%和23%的增长幅度。

众所周知,二手房市场是消费格局中承上启下的一个重要环节,是住房消费结构中非常关键的一环。二手房市场的繁荣,有利于促使房地产市场形成梯级消费格局,满足社会各个阶层的住房需求,能够在平抑房价方面发挥重要作用。

因而,世界上许多国家对二手房交易征收很低且有很多减免措施。比如,在美国,倘若是为了自住,政府对这类二手房的交易,实行包括免收、减收和延税在内的多种形式的税收优惠,以鼓励二手房市场的繁荣。统计数字显示,美国二手房与新成交量之比为6比1,二手房的繁荣由此可见一斑。俄罗斯的税收更宽松。2001年1月1日通过的新的俄罗斯税法规定,如果公民出售使用期少于5年的住宅,住房总售价如不超过100万卢布,则不需要缴纳个人所得税。而且,买房公民还可以获得60万卢布的免税额度。

二手房市场繁荣,有利于平抑房价。但是,自从8月1日开始,国内居民在进行个人二手房转让时,被要求按照所得收益缴纳个税,且税率高达20%,抑制了二手房市场的交易,使二手房市场削弱了调节功能,导致房价进一步上涨。11月28日,北京市建

委公布了今年第三季度新建商品房交易市场价格,北京普通商品房预售成交均价为7825元/平方米,在年初基础上已上涨近1000元/平方米;城四区普通商品房成交均价已超1.2万元/平方米。

为了改变这一状况,11月10日,北京市地税局发布新政策:“对于居民转让非普通住宅的,凡居住满五年或五年以上的,免于征收土地增值税。”以刺激二手房交易。

对二手房征收个税的目的,原本是为了调控房价,而结果却与此背道而驰。原因有三:其一,在一个卖方主导的市场,税收很容易被转嫁到买方身上。事实正是如此。由于对二手房所征收的税收被转嫁到了购房者身上,由买方支付,变相提升了二手房成交价格,促进房价上涨。其二,二手房交易成本的提高,抑制了二手房交易数量,使二手房无法发挥调节功能,导致房价上涨。其三,二手房交易成本上升,促使一部分人转而到一手房市场买房,使一手房市场房价上涨。

原本为了调控房价的征税措施,却变成了套在二手房市场的一个巨大的枷锁。然而,这个教训似乎并未引起重视,对大户型住房征收物业税(保有税)的信号又被有关部门发出来。可以想象,一旦物业税开始征收,在开发环节的税收不减少的情况下,公众的负担将大幅提高。更重要的是,目前市场上小户型住房供应严重不足。以北京为例,其新建商品房中大户型占绝对优势,部分地区甚至均面积超过200平方米。在这种情况下,有限的小户型住房价格很可能迅速上涨,引发新的问题。

因而,在房价持续上涨的情况下,应慎重动用税收工具来调控房价。

炒股收益申报须解“两大悬疑”

□李想

猪年还没到来,便有人又盯上这块大剂量注水的肥肉了。日前,国家税务总局为给纳税人释疑解惑,发布了《关于明确年所得12万元以上自行纳税申报口径的通知》,对“股票转让所得”等六项所得的计算口径再度予以统一,即炒股赚的钱加上其他收入的年所得在12万元以上的,第二年首季须“自行申报”。笔者以为,这个《通知》尚存“两大悬疑”待解。

其一,“公正”与否的悬疑。《通知》称,个人股票转让以“一个纳税年度的盈亏相加来计算”,这有点于法相悖、于理不通。因为,按照有关税法的规定,企业当年利润可弥补以前年度的累计亏损额,仍然亏损的不必缴纳所得税,而个人投资者在本年所获的利润却为何不能弥补以前年度的累计亏损额呢?再者,《通知》关于“盈亏相抵为

负数的,此项所得按‘零’填写”的规定,也违背了实事求是的原则,说得不够客气点是弄虚作假。利润额应如实申报,往年的亏损额怎能不如实申报呢?我认为,作为股市的投资主体,无论是企业还是个人,在计算和申报“股票转让所得”时,都应按照“当年的利润可弥补以前年度的累计亏损额”的规定来执行。

例如:1991年至2005年老陈先后投资120万元炒股,实际亏损额100万元;2006年老陈炒股收益10万元,工资所得5万元。那么,2006年度老陈的累计亏损额为:100万(亏损额)-10万(炒股收益)=-90万元;老陈实际亏损额为90万元。2006年老陈炒股收益10万元,工资所得5万元,两项所得合计为15万元,虽已逾自行申报标准12万元之线,但老陈当年炒股收益弥补了以前年度的累计亏损额之后,仍亏损90万元,而工资5万元是由单位缴过所得税后的收益,所

以老陈应该如实申报累计亏损额,而不宜谎报有什么收益。

其二,户头与头头的悬疑。股民炒股赚了,按《通知》规定只能按“零”来申报;要是本年度炒股赚的钱加上工资等收益够12万元以上的线了,就得自行纳税申报。既然是纳税申报,即可视为新税种在征收前期必须办理的手续。股民到底应该如何“自行纳税申报”呢?一个股票户头的炒股所得是一个人的所得,还是全家人甚至更多人的所得?“自行纳税申报”是按一个人头来计算,还是按全家若干个人头来计算呢?这一连串的悬念,势必会此项纳税申报带来操作上的难题。

《通知》给出了一个错误的“公式”:2006年,某人转让股票3次,分别取得收益8万元、1.5万元、-5万元;某人当年工资所得9万元,已扣缴税款。那么,2006年度某人年所得额=年工资所得+年股票转让所得=9万+(8万+1.5万-5万)

=13.5万元>12万元,已达到自行申报标准。但如果这个人股票户头的资金还包含着家庭其他成员的资金,其转让股票的所得也相应地按家庭成员各自的投资比例来分配的话,那么,《通知》给出的“公式”就完全不能成立。

为了便于说明,笔者也列出一个“公式”:2006年,某人炒股收益6万元(因投资额是家庭6人均摊的,所以某人实际炒股收益为1万元),税后工资所得7万元。那么,2006年度某人年所得额=年工资所得+年股票转让所得=7万+1万元(炒股收益的6万元已由某人的父亲、母亲、妻子、儿子、儿媳各分走1万元)=8万元<12万元,尚未达到自行申报标准。

当然,有关方面可以明文禁止一家人共用一个股票户头,炒股收益也规定不允许全家的出资人分享,但这样一来,试问家庭还有存在的必要么?

“黄金十年”大讨论(10)

经济转型期要防止法律边缘化

□杨柳

中国正处在一个重要的经济转型期,其目标是成为一个发达的市场经济国家。转型成功,中国会在现有的基础上进一步腾飞,而转型中如果出现失误,则会使社会进程增加许多曲折,民众增加痛苦。因此,当我们在展望未来的发展进程并以期待的心情将它命名为“黄金十年”的时候,我们必须看到这个问题。

回顾改革20多年来的经历,我们可以看到这样一个现象,凡是出现较多波折、较多争议的领域,往往也是法律难产或法律得不到执行的领域。随着改革的深入和不断攻坚,这种状况在近几年有愈演愈烈的趋势,如果我们对此种现象不予以重视,在未来的发展中,有可能出现法律边缘化的问题,从而使“黄金十年”的期待落空。

从经济转型期对法律的需求来看,转型经济学家们认为,向市场经济的转型会产生对法治的强烈需求,因为市场化会创造一个在政治和经济上都相当强势的游说群体,以促使政府建立促进市场发育的制度体系,而

这个制度体系的核心就是法律制度。市场化的资产越多,产权所有者对法律的需求越多,他们所施加的要求法律改革的政治压力就越大,因法治治理而最终导致价值增值的资产也就越多。但在事实上,转型国家的经验却表明了这一逻辑未必会成立,在俄罗斯和其它的转型经济中我们都还没有看到这种制度变迁方式,主要的原因还在于目前对法律规则的需求存在很大的缺陷。经济社会中的个人对法律规则的需求具有相互依赖性,法治体系是否能建立,取决于需要法律治理的群体的大小,而一个经济人的最优策略取决于其对法律治理的信念,如果他相信需要法律治理的群体很大,那么转型成功的概率和建立法律治理的概率就越高,反之就越低。一个例子是,即便所有人在法律健全的社会中境况会更好,但在私有化进程中有过不光彩的财富积累历史的人却会支持“无法而治”的状态,而当有足够的个人这样做时,法治体系被建立起来的可能性就会大大降低。

有些人认为对于这个问题,采取既往不咎的态度就可以解决,但实际上,这种解决办法也是相当冒险的,它相当于对非法侵占者给予一种差别的优惠待遇,无形中鼓励资产逃逸,因此会阻碍规则治理的确立。经济转型的过程既能创造对法律的需求,又能产生反法治的力量,中国转型期的法治需求状况很清楚体现了这一点。如果没有有效组织起来的法治需求群体或者有力的支持法治的群体,依法而治是不可能实现的。

把我国的法律体系与西方法律体系相比较,可以发现中国的司法通常依循没有清晰界定的一般性原则以及诉讼人之间的妥协,中国法律体系的一般性和含混性使得裁决更易于被操纵,这种“人治”色彩很浓的法律体系是非常脆弱的,也容易使得经济人失去对它的信任。因此,在未来进一步的改革中,我们必须加大法治治理的力度,将所有的经济活动都纳入到法治的环境中。而要做到这一点,最迫切的是需要政府转变行政观念与手段,在完全法治化的环境中,政府的行动可能会丧失一部分自由,甚至一些对拉升GDP有重要作用的行业或企业的发展会受到影响。举个例子来说,最近两年来,有关一些富豪的“原

罪”问题经常引起争论,一些学者认为改革总是伴随着对旧有法律的突破。其实,法律的滞后是一回事,但无视法律的存在却只会使社会出现混乱。如果说以往的改革使一部分富豪背上“原罪”的阴影是身不由己,那么在未来的“黄金十年”中,难道我们还要培养出一批带有“原罪”烙印的新富豪么?

法律作为正式的契约治理机制在发达市场经济国家的关键性作用向来是毋庸置疑的,经济发展的不同阶段和不同的增长模式决定了不同层次的制度与之相适应,处于较低经济发展阶段的国家有很多不同于发达国家中等发达国家的制度需求。经过20多年的改革,我国的经济已经建立了相当高的水平,这也为我们建立健全的法治化社会提供了有效的保障。因此,在未来的经济转型期,面对“黄金十年”的诱惑,我们一定要采取切实措施,加强全社会的法治化建设,尽量避免法律边缘化成为现实,从而使“黄金十年”真正成为经济健康发展的“黄金时期”。

(作者为复旦大学经济学院博士)

voice|上证名记者

拿什么充实 社保基金

□周俊生

随着老龄化社会的压力越来越大,社保基金的重要性越来越凸显,社保基金的缺额问题也越来越受到重视。为扩大社保基金资金来源,社保基金理事会自成立之初就一直在积极推进国有资产划转,对此,国有资产的“大管家”国资委一直表现得很有热情。国资委主任李荣融前两天在国务院新闻办举行的新闻发布会上说,“任何人都会有老的那一天,也都难免会生病,所以,社保基金很重要,国资委坚决支持。”政府高官这种颇富人情味的表态让每一个百姓于民都感到温暖。

就在这个新闻发布会上,透露出一个重要信息,国资委赞同国有上市公司按照融资额的10%缴纳社保基金,并且这一措施已在境外上市国企中施行,境内上市国企是否也要这样,虽然还没有具体的说法,但看来有关方面是很希望将这一措施予以推广的。但是记者面对这样一条新闻,一个疑问却久久不能释去:这样做合适吗?

国有企业在资本市场上进行的融资活动,通常就是发行股票和债券。但不管是什么企业,不管是发行股票还是债券,都必须有与融资额相称的项目开发,这个项目需要多少资金,在多少年里能够实现回报,都是需要融资公司向投资者作出切实交代的。企业将融资额的一部分划拨到非项目开发的其它用途,这按照我国现行的对上市公司的管制制度来说,是一种必须公开披露并得到投资者赞同的重大活动,否则就会影响到公司原来承诺项目的顺利开展,从而对投资者利益构成了侵犯。尽管国资委对国企上市公司有管辖权,但是企业一旦发行股票,实际上就有其他成份的资金进入企业,它们的主人与国有的拥有者在股权上是平等的,国有企业的股权与国有资产是完全不同的两个概念,将融资额的一部分交给社保基金,这不是今后做国企上市公司股东的投资者必须承担的一个义务?

一个普遍的事实是,目前企业股票通常都是溢价发行的,这种做法是符合上市公司的一般规则的,因为公司的原有股东已经因为这个公司作出了贡献,而新进入的股东还是一张白纸,因此他在进入时通过支付溢价来与老股东站在同一起跑线上,这也是说得过去的。但在我国股票市场上,公司发行的溢价一直没有一个科学的厘定,有的公司的发行价高得离谱,甚至一度出现了发行价要“市场化”的错误口吻,使我国资本市场沦为“圈钱”工具,对投资者造成了很大伤害,这方面的教训十分深刻。现在国企上市公司要把融资的一部分交到社保基金,那么我们是不是可以这样设想,一个公司的发行价定得越高,它所能交到社保基金的资金就越多,那么,为了得到更多的资金,我们是不是应该鼓励国企上市公司把它们的发行价定得高一些呢?但是这样一来,公司股票发行定价离科学性的要求不是越来越远了吗?

中国资本市场建立这么多年来,出现了许多波折,最集中的问题就是对投资者不够尊重,有的上市公司在融资时对投资者说尽好话,但资金一旦到手就将其视为天上掉下的大馅饼胡乱花用,让投资者伤透了心,这个问题一直没有得到很好的解决。最突出的是上市公司募集资金被大股东随意占用,管理部门为治理这个顽疾牵扯了不少精力。把融资资金的一部分交到社保基金,虽然有别于以往的一些上市公司胡乱挥霍募集资金的事情,但这仍然是曲解上市公司融资性质的一种做法。社保基金需要不断有新的资金充实,国企上市公司也有必要在这方面承担更多的义务,但记者认为,是什么性质的资金,就该有什么样的用途,我们不能因为目的的正确而放任行为的失范。尽管目前我国资本市场形势很好,但如果在这方面没有深刻的认识和改变,那么,以往那种让投资者丧失信心,发誓再也不进这个市场的场景,很可能在未来的某一天会重新出现。