

■财经时评

中国房贷也有美国次级债风险特征

◎彭兴韵

受美国次级抵押债的影响，近期全球资本市场都出现了一定程度的动荡。这迫使主要中央银行近日不断地向金融市场提供巨额的流动性，以稳定投资者的信心。在观察美国次级债危机演化的时候，比照一下中国的住房抵押贷款风险，不是一个没有意义的话题。

虽然有人认为，海外投资者夸大了美国次级抵押贷款危机，而忽略了美国整体经济仍然向好，但是，更多人认为，美国的次级债危机蔓延到公司债券市场，也可能危及其他信贷市场，并且损害企业盈利能力能力和并购活动。无论如何，我们看到的事实是，美国次级抵押债危机的影响并不仅局限于单一的次级抵押贷款领域，城门失火，殃及池鱼，至少在短期内，美国的金融市场正在、并将继续经历严峻的信心考验。

不仅如此，次级抵押贷款因金融活动的全球化而蔓延到了美国之外的金融市场。亚洲和欧洲金融市场都不同程度地受到了美国次级债危机的拖累。与美元挂钩的恒生指数跟随美国道·琼斯指数也没有多少安宁，欧洲金融市场除了各

随着中国房地产价格出人意料地上涨，中国住房抵押贷款的风险已经越来越大了；随着央行多次提高存贷款的利率，借款人的偿付压力增大了，他们也越来越难以预测未来偿付现金支出的变化。一旦中国房地产抵押贷款风险暴露，又会对房地产市场、乃至整个宏观经济造成严重的冲击。

大指数创近期的跌幅纪录之外，欧元区隔夜拆借利率一度升至4.7%。一些欧洲金融机构也因美国的次级抵押债问题而面临着紧张的流动性压力。

例如，法国最大银行——巴黎银行最近就宣布，因美国资产证券化市场的某些特定市场流动性完全丧失，使其难以合理评估其基金持仓的市场价值，公司不得不已冻结旗下三只资产支持证券基金的申购和赎回。荷兰投资银行NIBC也曾表示，今年因美国次级抵押贷款至少损失1.37亿美元；汇丰集团德国分公司也宣布，暂时停止旗下2亿欧元的资产证券化基金(ABS)的赎回。

业务。不一而足。

欧洲短期利率的大幅上升和金融机构的流动性困境，迫使欧洲中央银行于8月9日宣布，将从当天开始以4%的欧元区基准利率水平向市场无限量投放现金，以平抑不断飙升的融资成本，维持欧洲货币市场的正常秩序。

从学理上分析，信贷审查、担保和收入证明等都是提供信贷服务的金融机构，防范信用风险必不可少的环节和根本预防措施。然而，美国次级抵押贷款机构忽视了这些基本的信用风险防范措施，臆想房价不断上涨会提高借款者的偿付能力，因为资产价格的大幅上涨仍然

会降低借款者的违约风险。正如熊彼特所说，信贷本身乃是对购买力的创造。大量的次级抵押贷款的增长会对中国房地产市场创造出巨大的购买力，从而推动资产价格的上涨和繁荣，这在一段时间里满足了银行风险管理的要求。

然而，历史事实反复证明，任何一次的繁荣都会埋下紧随其后的衰退的种子。由于次级抵押贷款本身收取的利率较一般抵押贷款的利率高，贷款服务机构又没有严格地审查借款人未来的现金流，次级抵押贷款更容易发生逆向选择。这样，一旦资产价格出现了失意的波动和利率上升，借款人偿债负担超过了临界点时，由于其并没有首付款支持，他们发生道德风险的概率也就更大了。此时，次级抵押贷款危机就产生了。

中国正在经历资产价格大幅上涨的时期，自1998年以来，商业银行也纷纷调整了其信贷资产结构，住房抵押贷款的低风险特性。商业银行在信贷资产结构调整中似乎特别垂青于住房抵押贷款。大量的住房抵押贷款正是造成我国近年来房地产价格快速上涨的重要原因之一，因为信贷的增长增加了房地产市场的

现实的有效需求。

以房价收入比来度量，中国的住房抵押贷款无疑也越来越具有美国式次级抵押贷款的特征，只不过，中国的商业银行迫于监管的压力仍然要求一定的首付比例，这似乎可以在一定程度上弱化借款者违约的损失。但是，不容忽视的事实是，随着中国房地产价格出人意料地上涨，中国住房抵押贷款的风险已经越来越大了；随着央行多次提高存贷款的利率，借款人的偿付压力增大了，他们也越来越难以预测未来偿付现金支出的变化。

另一方面，商业银行对住房抵押贷款的风险准备可能是不足的，监管当局对商业银行住房抵押贷款的权重相对较低，这些使得商业银行一旦被暴露在住房抵押贷款违约风险面前时，其应对的能力就可能会相当脆弱。

由于中国的房地产业对中国经济增长的贡献占有相当的比重，因此，一旦房地产业抵押贷款风险暴露，这又会对房地产市场、乃至整个宏观经济造成严重的冲击。美国次级抵押贷款危机提醒我们，越是在市场繁荣的时期，我们越应当加强风险控制和监管。

“次贷危机”与股市震荡

◎鲁宁

中国经济融入全球经济程度越深，让普通百姓长见识的机会越多。这几天，中国股市宽幅震荡，股民们口口相传一个新名词“次级房贷”，说是老美今年初曾一度引爆的“次级房贷危机”，最近再度升温，引起全球股市普遍恐慌，也连累了中国股市。

市场的议论，多数是从电视股评节目中听来的，率先作此判断的是荧屏上人气旺、却时不时忽悠股民一把的证券分析师们。但我觉得，对“次级房贷”及它如何会演变成危机，还是从认知的角度与股民作些解疑释惑比较妥当。

常言说放贷有风险，各国都对放贷实施风险管理。国外管控一般分四级。中国1998年起也开始引入这个办法，央行把放贷风险管理划分为正常、关注、次级、可疑和损失，比国外多出一级。

顾名思义，申请次级贷款的人，还贷能力相对较低。我注意到国内有人将其阐述为申请贷款人的信用等级较低，这个说法不能说全无道理，但话不能这么说，比较确切的说法是，申请次级贷款的人，其正常收入通常不高，饭碗不是很稳定。若直接将低收入者与信用极低划等号，对低收入者似乎有先入为主的道德歧视倾向。

次级贷款发放风险高，收益也高。所以，国外专做次级贷款的机构很多，正常情况下还做得挺好，吸引很多银行和基金也参与进来。譬如次级房贷，只要楼市持续火爆，放贷机构可通过抵押贷款人的房产来有效防控放贷风险。当贷款人出现还贷违约时，由于其被抵押的房产仍在增值，能有效对冲风险，此时，放贷机构通过收购变卖贷款人的抵押房产，除了能收回本金和利息，甚至还可额外再赚上一笔。

专做次级贷款的机构，其性质相当于“准投行”，它们向银行购买房产贷款，将其证券化，打包成次级房贷债券，再卖给各种基金或保险机构，客观上形成风险大家担，有钱大家赚的格局。2002年至2006年间，老美房产市场一片繁荣，刺激次级房贷市场也呈一片红火。

没想到，进入2007年，老美房产市场跌入疲软周期，一方面导致贷款人违约率上升，另一方面抵押的房产价格出现缩水。双重打压突如其来，直接导致放贷机构正常资金循环链出现断裂，连锁反应随之而起，导致此类债券价格下跌，持有此类债券的基金公司苦不堪言，包括中国国内的几大银行，也因此受到一波舆论质疑甚至斥责与挖苦。

金融风险常以“蝴蝶效应”的方式扩散，实际上，相对于老美包括欧盟的整个债务盘子，次级房贷市的规模相对偏小。因而，不消说次级房贷，即使整个次级债市都染上感冒，其对全球资本市场的流动性影响也是局部性的。至于这几天老美、欧洲、日本及部分亚太国家的央行迅速投放数千亿美元增加流动性的举措，主要是各国央行要稳定金融市场人心。至于它对中国股市的影响，由于中国股市还未与国际股市完全融通，只能说更有限了。

房市调控主导者应有自省精神

◎时寒冰

房价迎着调控政策逆势上涨不仅是诸多统计数据证明了的，也是公众深切感受得到的，是不可争辩的事实。然而，有关部门却意外地抛出了一份成绩单：

房地产市场调控取得初步成效。一是房地产开发投资增长总体平稳。二是住房供应结构调整有了好的开端。据建设部信息系统数据，在全国40个重点城市批准预售商品住房中，套型建筑面积90平方米以下的住房面积所占比重由2006年上半年的19.18%提高到今年上半年的24.31%。三是住房价格总体平稳。2003年以来，随着各项调控政策措施的落实，全国房价总体上趋于平稳，绝大多数城市住房价格涨幅较低，长江三角洲地区一些城市房价一度稳中趋降。

这份乐观的总结是值得商榷的。房市调控有没有达到预期效果首先要看两个方面：一是高房价是否回调、趋稳。二是住房供应结构是否符合调控要求。但恰恰是在这两点上，调控远未到位。不顾实际情况的盲目乐观只会陷入自欺欺人的误区，从而，把今后的房市调控引向歧途。

以住房供应结构为例。第二次房市调控政策出台时中央明确要求：“自2006年6月1日起，凡新审批、新开工的商品住宅建设，套型建筑面积90平方米以下住房(含经济适用房)面积所占比重，必须达到开发建设总面积的70%以上。”紧接着这句话后面还有一句重要的表述：“过去已审批但未取得施工许可



漫画 刘道伟

证的项目凡不符合上述要求的，应根据要求进行套型调整。”

显然，如果中央的这项政策得到认真执行，即使剔除时间差因素，套型建筑面积90平方米以下住房面积所占比重到今年上半年为止怎么可能只有24.31%？发改委公布的数据更清楚地说明了问题的严重性。国家发改委7月31日发布的数据显示，今年1—6月90平方米以下住房完成投资仅占住宅投资的19.5%。大户型仍是主流。对于这种严重偏离中央调控要求的状况，有关部门不仅不自省，反而沾沾自喜地拿出了一份表功的成绩单，委实令人费解。

同样，对于房价的快速上涨，民众无不有深切的感受。一些城市更是创下了离谱的记录。据报道，截至6月21日，深圳楼市均价为15487元/平方米，与2006年深圳市全年平均房价每平方米9384元相比，上涨竟然超过七成！北京的房价更是在有关部门的眼皮子底下上演了一波强势上涨行情。所谓“住房价格总体平稳”的依据源自哪里？

有关部门不仅未能正视阻碍调控的原因，甚至，也未能反省自己在房市调控中一度错位的立场和表现。恰恰是有关部门自己成为挖开房市调控墙脚，把刚性政策软化的主导者。

比如，对于“套型建筑面积90平方米以下住房面积要占开发总面积的70%”这一被高度刚性化的细则，建设部先是下发“解释”，认

为“70%比例要求适用于各城市年度新审批、新开工的商品住房总面积”而不再是某一具体的项目，使得70%的要求因植入整个城市的大背景下而加大了回旋余地。接着，建设部又在1月9日公布的《90平方米以下住宅设计要点》中，把小户型面积标准“放宽”，所幸的是，这一“房宽”意见被国务院紧急叫停，建设部也公开承认其做法“不符合国务院办公厅和建设部文件要求”。一个部委自己犯自己的“文件要求”只是一种偶然吗？还有比这更滑稽的吗？

刻意掩盖问题、缩小问题而夸 大调控效果、夸大成绩，很容易误导中央对房市调控效果的判断和对今后调控政策走向的布局。事实上，有关部门现在连很基本的一些问题都还没有真正弄清楚。比如，对于空置率问题，连空置率的定义都还没有确定下来，遑论空置率？再比如，对于房价的统计问题，发改委、建设部、统计局和地方房管局等部门，统计方法各异，结果自然也相差千里。对于同一城市同一时期的房价，有的统计结果是上涨，有的则是下跌。面对如此乱局，有关部门想对房价的真实走势作出准确判断都非常困难，哪来的心情去表决？

古云，知耻而后勇。房市调控需要自省精神，只有严格执行中央调控政策，不断地正视问题、反思不足，并查找根源，及时研究、制定针对性的措施并认真执行，才能使房市调控逐步步入良性轨道。倘若一味沉浸在虚幻的政绩中不能自拔，只会离调控目标越来越远。

■上证观察家

成品油出口猛增助长油荒的根源何在

◎王革

国际能源署(IEA)8月10日发布的报告预计，接下来两个月世界石油供应可能会减少，中国国内将再次出现汽油短缺。遇到汽油短缺，任何国家都会限制成品油出口而加大进口，然而，在我国却出现了令人匪夷所思的一幕：

海关总署8月10日发布的数据显示，今年1—7月，中国成品油进出口达到2174万吨，同比降低1.0%；成品油出口896万吨，同比增长26.2%。而在今年夏季用油高峰，各地市场已经呈现不同程度的供应紧张。成品油进口降低、出口增长的趋势，将在一定程度上助长我国部分地区“油荒”的局面。

这种反常做法可以说是一再重演。2005年1—6月份，国内成品油供应紧张，但是，6个月内我国却总共出口了759万吨成品油，同比增长幅度竟然高达48.6%。由此导致了我国南方部分地区发生了“油荒”。

在国内成品油短缺的情况下加大出口，将造成两个方面的危害。其一，使国

内成品油供应更加紧张，产生更大的缺口，甚至在部分地区造成“油荒”。其二，我国不得不通过进口补住缺口，不仅将支付更高的价格，更重要的是，容易危及我国的能源安全。美国和日本的实际石油储备规模都远远超过国际能源署规定的相当于上年进口量90天的水平，分别为158天、169天。而我国即使在首批四大石油储备基地建成后，加上全国石油系统内部21天进口量的商用石油储备能力，也仅能形成30余天原油进口量的战略石油储备，与国际能源署规定的标准相距甚远。

由此，成品油不合时宜的出口引发了社会各界对相关企业社会责任感的质疑。全国政协委员郭荣昌在政协大会上高声疾呼：“石油垄断巨头不能忘记了它们不同于一般民营企业的国有垄断企业身份，不能忘记了它们应当承担的公共职能。然而，在公共利益需要的时候，它们并未很好地履行自己的职责，反而严重损害了公众的利益。”郭荣昌委员指出，这说明国有垄断行业监管机制还存在着严重缺陷。如果对其纵容不管，那么这次华南地区的“油荒”极有可能

就是明天其他地区的翻版。

郭荣昌的话不幸成为事实。成品油加大出口凸显石油巨头们社会责任感的缺位。但是，如果统统把责任归结于石油巨头身上恐怕也有失偏颇。既然有识之士已经预警，为何“纵容不管”的现象继续存在？对于成品油出口明显增加的情况为何事先未进行干预？唯利是图是经济人的本性，石油巨头也不例外，成品油出口必经海关，相关数据有关部门可以掌握得一清二楚，监管并非不可为，有关部门是否应该为“纵容不管”承担重大责任？

石油巨头们为什么要大幅出口石油？根源在于逐利，在于国内油价与国际油价之间存在的价差。目前，发改委制订的成品油价格是基于原油成本为60—65美元/桶，但6月至今，国际原油价格多次突破70美元/桶，炼厂出现亏损，炼油越多亏损越大，这必然导致它们本能地减少炼油产量，甚至于民营炼油企业更是纷纷停产，由此必然造成供应的不足。另一方面，国内油价与国际油价之间存在一个价格差，国际油价高，而国内油价由于属于政

府定价，无法迅速而真实地反映市场价格。在上调价格未获批准的情况下，油企通过出口无疑将换取丰厚利润。也就是说，抛却企业社会责任缺位的因素不提，我国油价与国际油价之间的巨大价差，才导致了我国相关企业在成品油短缺情况下加大出口的现象。如果成品油定价机制不能真实、迅速地反映市场价格，成品油在紧缺情况下加大出口的现象就难以消除。

这其实也从一个侧面反映出我国依靠行政手段调整成品油价格的弊端。在市场经济规则下，供需之间往往通过激烈博弈找到一个平衡点，这种平衡不是绝对的，而是相对的。调控价格就应该促使正反两方面的作用找到一个平衡点。遗憾的是，我们的有关部门在调控油价的时候却是反其道而行之。在需求淡季、国际油价下跌时，国内油价拒不下调；在需求旺季，国际油价大涨时，国内油价不上调。这种价格调控有违供需平衡规律，既无法让石油巨头们在石油消费旺季扩大产量、减少出口，也无法在淡季避免消费者利益受损。

因此，不能一味地把问题放在企业社会责任缺位方面，还应从深层次上寻找问题的根源。有关部门应该设计出一个合理的定价机制，使国内油价与国际油价尽可能保持同步，及时调整价格，缩小国内外之间的价差，石油巨头通过出口获利的理由就不复存在，否则，需求旺季成品油出口增加的闹剧恐怕还会上演。(作者系新西兰Massey University大学MBA，财经专栏作家)

■看法

必须容忍、鼓励存款搬家

◎诸葛立早

中国社会科学院金融研究所所长李扬日前的一番议论，叫人思索再三。他说，要发展资本市场，就必须容忍、在一定程度上还须鼓励资金从银行体系向市场流动，对此应有充分的思想准备。在这方面，千万不能像一些人最近所表现出的那样，看到居民储蓄存款增速下降或绝对额减少，就惊呼“猛虎出笼”。另外，股票市场应当进一步完善，债券市场更应当受到重视，应当促进货币类(汇率)产品市场的开发；在衍生金融产品充分发展的基础上，加快金融衍生产品市场的发展等。这些都是急切需要做的工作。李扬还把这个问题提到“发展我国资本市场，有一些理念性、方向性的问题需要强调”的高度。

“在一定程度上鼓励资金从银行体系向资本市场流动”，据说是有助于改善我国金融结构的不合理之处，特别是处理好银行中长期贷款和流动资金贷款的比例关系。这个问题很深奥，有心的读者可以多看看专家学者的相关阐释。就大多数老百姓来讲，改变沿袭几十年“存款拿利息”的传统做法，更直接的动因恐怕是为了在实际负利率的现实环境下，让自己含辛茹苦挣来的“养命钱”保值增值。目前，中国人口已经进入了“低出生率、低死亡率、低增长率”的阶段，人口老龄化问题日益明显。然而，我国又尚处于小康社会起步阶段，缺乏富裕的中产阶层，未富先老成了许多中国人未来不得不面对的大问题。

展望未来，在市场化的条件下，年轻人的理财要求更是愈益突出。于是乎，用基金投资作为让资金保值增值便成了一种现成的选择。与股票、外汇、期货、权证等金融产品相比，基金具有“集合理财、专业管理、组合投资、分散风险”的优势，是大众投资者分享经济增长的一种主要工具，在发达国家早已成为家庭理财投资的首选。据ICI(美国投资公司全国研究会)统计，美国绝大多数家庭都持有各种各样的基金，其中约92%的人把“养老”作为基金投资的动机。由此观之，资金从银行体系向资本市场流动，人家已经完成了。我们呢，想必也要这样“流”。

诚实劳动可以致富，合法经营可以致富，通过证券市场直接投资也可以致富。这一谈不上很深奥的理论创新已经奏响了“存款搬家”的前奏曲。

中石油怎样才能低价发行

◎皮海洲

备受投资者关注的中石油A股发行工作日前又有新进展。在8月10日中石油公司召开的临时股东大会上，中石油回归A股的议案获得通过，这意味着中石油发行A股工作又向前迈出了非常重要的一步。该公司董事长蒋洁敏表示，中石油回归A股将尽量低价发行，以回报A股股民。

蒋洁敏的“低价发行说”确实说到了国内投资者的心坎上。因为一直以来，境外上市公司回归A股时的高价发行，都是国内投资者心中的痛。同样一家上市公司，其A股的发行价格远远超出H股的发行价格，这不仅降低了其在A股市场上的投资价值，增加了A股市场的投资风险，更重要的是造成了国内投资者利益的受损，国民资产的流失。这显然是对国人利益与感情的一种巨大伤害。因此，中石油如果真能以低价发行，将有助于改变市场上长期存在的这种不公平现象。

但如何实现中石油A股的低价发行，却是一个市场必须面对的现实问题。按照蒋洁敏的说法，中石油A股发行价格的确定还是遵循市场询价的原则，在市场定价基础上选择较低的发行价。换句话来说，中石油A股的发行还是按现行的发股方式进行。

然而，按现行的发股方式在当前的市场环境下显然不可能产生出低价的，我们很难相信中石油能够询出一个低价来。某些机构参与询价的目的无非是为了瓜分网下配售的新股份额，然后拿到二级市场上上去赚取一笔差价而已，没有人会相信他们能询出一个低价来。

正是基于这样的原因，所以，要让中石油A股实现低价发行的目的，就必须改变现行的发股方式，采取定价发行的方法。一是按净资产来定价。2000年4月中石油H股发行时就是按净资产为基准来定价的，如今发行A股，同样也可以按净资产来定价。二是按10倍市盈率发行。这一方面可以体现中石油回报A股投资者的目的，另一方面周末H股的市盈率也就是13倍。三是参照H股的市场价格来定价，确定A股的发行价不超过H股历史交易价格平均价或近三年平均价的70%，确定价格偏低者为A股的发行价。