

■大历史·新观察

中国基金业与国计民生关联性加大

仅仅十年,我国基金资产规模令世人瞩目地飞速发展到三万亿元,基金持有人开户总数达到九千万户,基金实际持有股票占A股流通市值的27%,这已经超过了美国当前共同基金的股票市场占比23%的水平。中国基金业开始真正关乎国计和民生。

◎付强

在中国资本市场加快走向成熟的历史进程中,有一股力量开始为越来越多的人所关注,这就是作为市场机构主力之一的基金业。然而,基金业难道只是理财的工具?没有更大的影响力?答案显然是否定的。

在我们透视基金业的社会影响力时,不妨看一段历史。1924年3月21日,一个春分之日,世界上第一只真正意义上的开放式基金美国马萨诸塞投资信托基金成立,时隔七十四年,1998年3月27日,同样是在春天,中国首批两只证券投资基金“基金开元”和“基金金泰”诞生,仅仅十年之后,我国基金资产规模令世人瞩目地飞速发展到三万亿元,基金持有人开户总数达到九千万户,基金实际持有股票占A股流通市值的27%,这已经超过了美国当前共同基金的股票市场占比23%的水平。量变必然引发质变,中国基金业开始真正关乎国计和民生。

任何国家的资本市场发展之初,

几乎都以个人投资人为投资主体,并相应地具有高投机性和低效率性,市场趋势严重为“噪音”所左右,脱离宏观经济和上市公司基本面,资源配置无法得到优化,我国资本市场在其发展初期一定程度上也不能“独善其身”。虽然市场的发展与成熟有其自身的规律,但以证券投资基金为代表的机构投资者的崛起却大大促进了市场发展的步伐。

证券投资基金的诞生与发展首先直接改变了证券市场的投资人结构,将其由个人投资人占据绝对主体的格局转变成机构投资者举足轻重的格局,时至今日,我国证券投资基金已实际持有27%的A股流通市值,成为最大的机构投资者。而这仅仅是证券投资基金给市场带来的数量化、形式性的改变,其更内在、更实质的意义在于改变了市场的投资理念或投资文化。假如没有这些年证券投资基金的发展,我们很难想象“价值投资”、“价值发现”、“合理估值”等这些成熟市场上的投资术语在我们这里已成为一般投资大众耳熟能详的词汇。投资理念或投资文化的嬗变其结果必然是市场效率的提高。有关监管部门曾主持了“机构投资者发展与市场有效性及稳定性研究”,研究表明,以基金为代表的机构投资者有助于提高市场有效性;机构投资者持有比例比较高的股票的波动性也相对比较小;机构投资者对降低市场整体波动性有帮助作用。

假如证券投资基金不能对实体经济产生明显的积极影响,而只是在虚拟经济中驰骋,那么它存在和发展的意义将大打折扣,而我们看到基金业对实体经济而言同样是那么关乎全局,意义重大。

经济增长的双轮是投资与消费,证券投资基金对两只轮子的转动起到越来越明显的作用。一方面,基金事业的发展有利于储蓄转化为投资。1998年至2007年中,认购与申购非货币市场基金的资金共达到27694亿元,这些资金绝大部分被用来购买股票和债券,成为实体经济的重要资金来源。2006年以来,随着基金业大发展,我们看到同时发生的一个现象

是多年来不断膨胀的居民储蓄存款突然改变了运行的轨迹,增速明显下降,并且出现了2006年10月、2007年4月、5月和8月四个月储蓄余额下降的罕见现象,再联想到基金发行引发百姓排队抢购的情形,我们有理由相信基金在引导储蓄流向市场。另一方面,证券投资基金历年来优良的投资业绩所带来的财富效应也在不小的程度上促进了社会消费。1998年至2007年中,证券投资基金累计分红1656亿元,未分配投资收益达到7041亿元,巨大的财富效应推动了基金持有人的消费行为。

经济又好又快的发展离不开恰当的宏观调控政策,在这方面我们又看到了证券投资基金的身影。在财政政策上,国债的发行与流通是很重要的一环,当前证券投资基金所持有的国债占其余额的2%左右;在货币政策上,中央银行票据是近年来缓解流动性过剩的重要手段之一,当前证券投资基金所持有的央票占其余额也在2%左右。而在对外经济政策上,基金管理公司发行管理的QDII基金起步跃然,已发行的QDII单只都达到了40亿美元的额度上限。

证券投资基金注定是个关乎民生的行业。美国有一半以上的家庭拥有共同基金,十亿美元的基金资产中87%为个人所持有,它是个名副其实的家庭理财工具。中国基金业大发展

背后最大、最直接的推动力就是家庭金融资产结构的转型。除了作为家庭理财的主流工具之外,证券投资基金未来还将在退休养老、子女教育、买房置业等家庭长期财务目标上发挥日益重要的作用。

当然,我们也需要正视和解决中国基金业未来发展中的突出矛盾,这主要体现在:一是基础市场的深度和广度,包括股票市场总体规模及蓝筹股市场的进一步发展,以公司债为代表的私人债券市场的发展和金融衍生工具市场的发展。二是基金管理公司的治理、内控和人才。应该说,中国基金业发展十年中一直在寻求解决,但迄今尚未完全解决好的一个问题就是基金管理公司的利益如何与持有人利益保持最高程度的一致。解决该问题的根本办法一定是制度,主要是基金公司的治理结构和内部控制。同时,在基金业大跃进,同时私募基金大发展的背景下,如何有效地吸引和培养最优秀的人才与基金业发展共进退也是我们必须面对和解决的房地产业问题。最近几年,地价比房价升值速度更快,这使得地价的估值结果更让银行乐观,由于银行自己也有着强烈的逐利冲动,很容易与开发商一拍即合,为开发商提供资金,以分享土地升值的收益。倘若这个漏洞不堵住,不得分期取得建设用地使用权的限制也很难对开发商囤地产生抑制作用。

而且,招拍挂制度为地方政府获取更高土地出让金提供了条件,而此次国土资源部正式发布的39号令,明确规定国有建设用地必须通过招拍挂公开方式出让,也就是说,开发商通过激烈竞争拿地的局面并未有根本改善,在僧多粥少竞争激烈的情况下,地价是很难真正降下去的,而地价下降是房价下降的一个重要前提。

因此,在对黄金期货标准合约修改方面,从黄金是金融期货这一高度出发,让其更进一步体现黄金期货的性质。

首先是改实物交割为实物交割和现金交割相结合。由于黄金数量有限,如全面采取实物交割,很容易发生逼仓现象。其次,市场对黄金的需求较大部分是投资需求和保值性需求,真正的工业化需求比例很低,没有必要进行实物的交割。

正视富豪榜对公众财富观的误导作用

◎吕青

最近,胡润和《福布斯》两大富豪榜的出炉,引起公众的密切关注。碧桂园26岁的董事长杨惠妍以1300亿元人民币的资产位居两大富豪榜首位。在《福布斯》亚洲版2007年中国富豪榜中,40位最富之人中有15位是房地产开发商。

富豪榜对公众的影响,并不仅仅局限于娱乐层面,更大的作用则是对人们财富观念的影响和引导,恰是这一点,令笔者深为忧虑。伴随房地产大富豪的出现,是房价的飞涨,是有关部门房市调控政策被多种因素化解。在这种状态下成长起来的大富豪,给公众财富观带来的将是什么影响呢?这个问题我们是不能回避的。

在去年的富豪榜上,玖龙造纸有限公司董事长张茵成为2006年中国最有钱的人,占据富豪榜第一位。众所周知,张茵的主业是废纸回收再加工。而这项事业于国于民都是大有裨益的。据专家介绍,回收1吨废纸能生产0.8吨好纸,可以少砍17棵大树,节省3立方米的垃圾填埋空间,还可以节约一半以上的造纸能源,减少35%的水污染。如果全国每年1400万吨废纸能够回收利用,就可以生产1120万吨好纸,少砍2.38亿棵大树,节省4200万立方米的垃圾填埋空间。

张茵的经营思路和其财富成长过程,在被媒体广泛报道后,引起强烈社会反响,许多人突然认识到,原来,再生资源回收利用也是可以大有作为的。这无形中推动了再生资源回收利用这一被人们所忽略的行业的发展。这正是张茵占据富豪榜首位的符号意义,这种符号意义胜过了许多枯燥乏味的说教。

再回头看看今年的富豪榜。在《福布斯》亚洲版2007年中国40富豪前十名榜单中,已经看不到张茵的身影,取而代之的是众多靠房地产开发发展起来的富豪,前十名中有6名富豪以房地产业为主业。而许多房地产行业开发的暴利之路本身就被民众质疑。比如开发商通过捂盘惜售等方式推高房价,深圳市的房价今年前5个月涨幅最高接近70%,全国房价涨势,减少,民众忧心忡忡,房价在调控中飞涨也使得政府在解决住房这一民生问题方面,面临着越来越大的难度。

2006年8月以前,美国房地产市场经历过近8年的繁荣,但美国房价8年累计涨幅也仅50%左右,每年房价上涨幅度不足5%。相比之下,深圳市用半年不到的时间,就走完了美国房价的8年繁荣历程。房价的每一次跳跃性上涨,对民生都是一次巨大的伤害。

另一方面,伴随着房价的飞涨,房地产开发企业的纳税状况依然饱受质疑,“财富巨人纳税侏儒”的评价,如影随形地跟着众多房地产富豪们。这对公众财富观念的误导作用显而易见。如果某一行业伴随着对民生的损害、伴随着对国家调控政策的抵触,快速地制造出一个又一个富豪,它有可能造成更多的人不计生民,不顾社会责任感,片面地去追求个人财富。

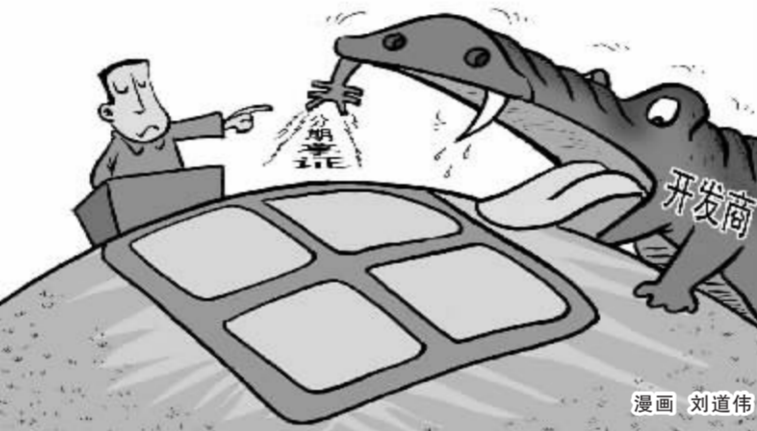
不准分期拿证能否打击土地囤积

◎冯玉国

10月10日,有媒体报道称,国土资源部正式发布最新版本《招标拍卖挂牌出让国有建设用地使用权规定》(39号令),建设用地使用权证书必须在完全付清土地款的情况下才能获得,开发商将不能进行土地“分期付款”。但当天,国土资源部有关部门负责人表示,这种理解不准确,如果不违反合同约定,开发商还可以“分期付款”,但不可以分期拿证。有开发商表示,这一政策不仅规范了拿地程序,还将大大打击部分开发商蓄意囤积土地的行为。

开发商囤积土地是造成房价持续暴涨的根源之一。那么,不准分期拿证能否有效抑制开发商蓄意囤积土地的行为,并对房价产生影响呢?笔者认为,相关措施可能会有效果,但不可过分乐观。道理很简单,开发商之所以敢冒着法律风险和政策风险囤地,地价之所以飞涨,是由两个方面的因素决定的,一是地方政府,二是房地产开发商。作为地方政府,是土地价格上涨的最大受益者,地方政府出于自身利益的考虑,常常为开发商囤积居奇大开绿灯,它们不会像过去那样,用“变通”措施将不准分期拿证的限制给化解掉?

我们知道,我国于1994年实行“分税制”后,土地出让金一直是地



方政府的一项重要收入。土地出让金收入约占地方政府预算外收入的60%以上,这部分资金都没有纳入政府预算管理,地方政府自由支配空间很大。这本身就决定着,地方政府抬高土地价格以获取更高收益的动力非常强烈。

地方政府和开发商在利益方面存在着一定的重叠性。地方政府为了得到更多的土地出让金,会主动给开发商提供一些“方便”,违规支持分期拿证即是一个明显的例子。国土资源部此前发布的11号令第二十三条就曾明确规定:受让人依照出让合同约定缴清全部出让金后,依法申请办理土地登记,领取土地使用权证书,取得土地使用权。

但是在实际操作过程中,一些地方存在受让人未缴清全部出让金但分期取得建设用地使用权证书的情况,不准分期拿证的限制形同虚设。这种“宽容”使得开发商敢于顶着法律、政策带来的压力,投入更多的资金在政府手中高价拿地,这样,地方政府与开发商之间就形成了一种互惠互利的利益链。

能否取得建设用地使用权证书,主要还是取决于开发商的资金状况,对于那些资金充足的开发商,资金不成问题,不得分期取得建设用地使用权证书的限制就难以发挥威力。今年出现的“地王”几乎全被上市公司包揽,至今鲜有非上市公司的身影出现。而上市公司通过股

市得到的廉价资本,足以支持其化解掉资金压力,不得分期取得建设用地使用权证书的限制对这些财大气粗的房地产公司而言,根本不足以构成阻碍。

实际上,即使对于那些自有资金不足的开发商,不准分期拿证也未必会有大的影响。尽管我国对开发商拿地贷款有重重限制,但是,一些神通广大的开发商总能找到突破口,获得银行的资金支持。最近几年,地价比房价升值速度更快,这使得地价的估值结果更让银行乐观,由于银行自己也有着强烈的逐利冲动,很容易与开发商一拍即合,为开发商提供资金,以分享土地升值的收益。倘若这个漏洞不堵住,不得分期取得建设用地使用权证书的限制也很难对开发商囤地产生抑制作用。

而且,招拍挂制度为地方政府获取更高土地出让金提供了条件,而此次国土资源部正式发布的39号令,明确规定国有建设用地必须通过招拍挂公开方式出让,也就是说,开发商通过激烈竞争拿地的局面并未有根本改善,在僧多粥少竞争激烈的情况下,地价是很难真正降下去的,而地价下降是房价下降的一个重要前提。

因此,在对黄金期货标准合约修改方面,从黄金是金融期货这一高度出发,让其更进一步体现黄金期货的性质。

■上证观察家

推出黄金期货与股指期货将影响市场预期

黄金的金融属性大大高于其商品属性,这是由黄金的特点和需求所决定的。我国黄金期货市场的开发在一定程度上而言是对股指期货市场开发的一次预演,同时,期货市场的格局也可能出现戏剧性变化。

◎杨一平

根据证监会的安排,黄金期货将在上海商品交易所上市,黄金期货的上市将对未来股指期货的上市产生一定影响。

黄金期货的金融属性要大大高于其商品属性,黄金期货在本质上是一种金融期货。在上海早就成立上海黄金交易所以及中国金融期货交易所已成立一周年的背景下,黄金期货选择在带有明显商品期货交易色彩的上海期货交易所上市确实有点出乎意料。因为黄金是一种特殊的商品,黄金的金融属性大大高于其商品属性。不少国内外的教材和论著都把黄金期货归类于金融期货,或把它单独独立出来作为一类,而不是归类于

商品期货。黄金的金融属性大大高于其商品属性是由黄金的特点和需求所决定的。在对黄金的需求方面,工业用的对黄金需求占对黄金总需求量的数量微不足道。据《黄金年鉴2007》的数据,2006年,包括首饰行业在内的黄金制造业对黄金的需求全球仅为2918.5吨,其中首饰行业对黄金的需求就有2279.6吨。而国际官方储备对黄金的需求仅美国一家就有8124吨。除此以外,黄金还存在着大量的投资需求,是抵抗通货膨胀和货币贬值的有效工具。黄金的保值性、可贮藏性、稀缺性决定了黄金的金融特性。马克思对黄金有精辟的论述:货币的天赋不是黄金,而黄金的天然却是货币。黄金能成功地担当其包括价值尺度、流通手段、储藏手段、支付手段和世界货币在内的所有货币职能。

纵观国内外经济、政治形势,黄金的下跌空间不大,上涨空间依然可期。从世界经济来看,以美元和黄金为本位的布雷顿森林体系崩溃以来,国际货币的历史就是美元贬值和黄金升值的历史,尽管上世纪80年代由于受到里根经济政策的影响,美元一度强势,1盎司黄金在布雷顿森林体系下是35美元,即1美元等于0.88671克黄金,而目前1盎司黄金价格

已突破700美元。在美联储采取的低利率货币政策影响下,美元的弱势地位难以改变,美元的疲软就决定了黄金的走强,各国纷纷调整以美元为主的国际储备,增持黄金将进一步强化这一趋势。同时,世界经济进入了能源短缺的时代,油价、有色金属、煤炭等不可再生能源和资源高居不下就是一个明证,这决定了黄金作为最重要的不可再生能源和资源最重要的支付手段也将保持强势。

从国内情况来看,一方面人民生活水平提高,增加了对首饰等方面的商业性需求。另一方面,国内出现通胀压力以及包括房地产和股票在内的资产价格的膨胀,为了防范资本价格高估带来的资本市场风险,人们对黄金的投资和保值需求将大大增强。尤其中国还存在对其美元为主的国际储备进行结构性调整的需求,这将大大影响国际黄金的价格。

与股指期货比较,黄金期货对市场更具有吸引力。根据日前上海商品交易所的有关黄金期货标准合约,黄金期货作为金融期货的一种,可能比将要推出的股指期货更对市场具有吸引力。主要原因在于:

一是合约的规模要大大小于股指期货的合约规模。黄金期货的合约规模是

300克一手,以1克黄金等于180元人民币计,一个合约的规模仅为54000元人民币。而根据中金所将要推出的沪深300指数合约,按目前指数点位,合约规模将达到近200万人民币,股指期货合约规模过大大限制了市场的参与度。

二是杠杆比例较大。黄金的保值保证金比例仅为7%,一个黄金期货合约的保证金只需要3780元人民币,而股指期货的保证金高达10%,一个股指期货合约的保证金达到20万元人民币。

三是在目前的情况下,黄金的上升周期相对于股指明确得多,从中长期来看更是如此。而股票市场目前却在经历估值之感。

对黄金期货标准合约的修改出发点应是让黄金期货进一步体现其金融期货的属性。目前上海商品交易所的黄金期货标准和合约还在征求意见阶段。我认为,在对黄金期货标准合约修改方面应从黄金是金融期货这一高度出发,让其更进一步体现黄金期货的性质。

首先是改实物交割为实物交割和现金交割相结合。由于黄金数量有限,如全面采取实物交割,很容易发生逼仓现象。其次,市场对黄金的需求较大部分是投资需求和保值性需求,真正的工业化需求比例很低,没有必要进行实物的交割。

■看法

人民币汇率波幅扩大可能性增强

◎张巍柏

10月9日人民币兑美元汇率较前一交易日大幅走低130个基点,重新回到9月中旬的水准。人民币兑美元波幅的扩大,以及国内市场上的美元变得抢手,使人们对人民币汇率波动区间再次扩大的可能性预期大大增强。

要认清人民币汇率走势,有必要对一段时间以来的政策取向做一番梳理。今年以来,我国资本项开放的速度明显加快,主要表现为外汇管理政策由“宽进严出”向“宽进”与“促流出”的转变。

年初,外管局就表示了今年外汇管理工作的重点之一就是调整“宽进严出”的外汇管理政策。2月,外管局就放宽了个人购汇的额度限制,企业对外投资的限制更是大幅放宽。在QDII的审批上,不仅增加了额度,也增加了更多类型的金融机构。

管理层的这一系列动作意味着在全球流动性过剩的情况下,人民币升值压力越来越大,于是放宽外汇流出成为应对这一压力的主要措施。由于我国香港是距离内地位置最近的国际金融中心,文化和语言又相同,自然成为我国境内流出外汇资金的首选之地。

香港股市在这些消息的刺激下,今年已经从2000点攀高到了28400点的水平。特别是在“港股直通车”政策的刺激下,香港股市不畏席卷全球的美国次贷危机影响,从8月到9月全部收回受次贷危机影响的失地,两月涨幅高达40%以上。

但现在的问题是,由于我国内地投资者目前还无法通过有效渠道规避汇率风险,这使得目前阶段外汇流出渠道的放开,并不能有效地平衡国际收支状况。而香港股市的连创新高,其主要贡献来自于在港上市的内地公司股票的上市。

显然,仅仅让资金流出中国内地,不是治本之道。特别在全球流动性过剩仍在加剧的情况下,在全球资金都开始把香港当成避风港,而香港又有着与内地特殊的资金进出渠道关系的情况下,人民币升值压力实际上仍在持续上升。

最近美国降息,使人民币升值压力在银行间外汇市场表现更为明显。有银行交易员称,“十一”长假前人民币汇率中间价一直没有突破7.5这一大关,与管理层的调节不无关系。

事实上自2005年汇改以来,外管局就开始限制使用外汇借款,并为每家银行“量身定制”了短期外债的额度。这些对美元债务的管制,持续到今年的结果是,中国市场上的美元越来越抢手,使得当前利用美元来对人民币升值进行投机显得无利可图,实际借贷成本远高于官方利率水平。

这一切都意味着管理层放宽外汇流出的政策,只是对人民币升值压力起到了一定的缓解作用,而来自国际上的资金实际上仍在加速涌向中国,使得人民币升值压力有增无减。

其实,解决人民币升值压力的关键,仍是加速汇率形成机制的改革,建设好外汇市场以向投资者提供规避汇率风险的途径,在一切需要做的事情当中,首当其冲的就是继续增加人民币汇率弹性。

不久前召开的央行货币政策委员会三季度例会提出,要“更大程度地发挥市场供求的作用”。这在自2005年三季度即人民币汇改启动当季以来的9次央行货币政策委员会季度例会中,尚属首次。

有意思的是,今年3月,央行行长曾表示,“不能排除在目前人民币汇率浮动区间不够用时,进行扩大的可能性”。到今年5月,央行就宣布从该月21日起,银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由0.3%扩大至0.5%。

人民币升值压力已经很大,这次货币政策会议之后,会不会不久就再次扩大人民币汇率波幅?从现实的压力上看,可能性已经在迅速增大,不排除在可预见的时间内,央行再次扩大人民币汇率波动区间的可能。

(作者系安邦集团研究总部分析师)

(作者单位:银河期货研究中心)