

■上证观察家

# 不能贸然征收资本利得税

连企业所得税都实行盈亏相抵,上年亏损可以在次年结转,但炒股个人所得税申报却是盈亏无法相抵,显然有违税收公平原则。倘若征收资本利得税,继续以税收的方式“抽水”,将使市场更加依赖于资金流入。这与政府所鼓励的长期价值投资理念可能南辕北辙。

◎ 檀 越

征收资本利得税条件尚不成熟,贸然征收,将引发不可预料的后果。

11月15日,国家税务总局公布了2008年1月1日起使用《个人所得税申报表(适用于年所得12万元以上的纳税人申报)》,与现行申报表不同,新申报表对“财产转让所得”一栏进行了细分,股票转让所得和个人房屋转让所得均需分别填报。11月18日,国家税务总局有关负责人表示,修订后的表格只是在形式上作了改动,并没有实质性变化。但这并未打消市场对于不久的将来征收资本利得税的严重担忧。

征收资本利得税属于激励制度的改变,将对中国的资本市场产生长远影响。正如交易所收过高超过上市公司赢利水平,将使资本市场走向资金推动型,资本利得税的征收将使资本市场的波动、交易模式、交易规模发生

长远的变化。

对于资本利得税是否要征收,到目前为止,国税总局的表态都是“暂不征收”,这说明不征收更像是一种临时的豁免权,而不是有法律授权的长期契约。

今年7月11日,我国国家税务总局新闻发言人在回答记者提问时称,资本利得税作为一个独立的税种,目前我国国家还没有,因此也谈不到开征。但严拒法律条款,资本利得税不是什么全新的税种,而是包含在个人所得项下的一个小税目,目前二手房交易缴纳税款中就包括资本利得部分。国家税务总局2006年11月发布的《个人所得税自行纳税申报办法(试行)》,自行申报的11项收入中就包括利息、股息、红利所得、股票交易所得。对股票所得征收个人所得税的办法,由财政部另行制定,报国务院批准施行即可。

申报意味着政府正在做实今后个

人税收基础工作,为改革个人所得税征收未雨绸缪,市场人士的征税预期是理性的。但是,对于大病初愈、面临美国次贷影响、国内资本市场秩序整顿等各方冲击的资本市场而言,目前提出资本利得税是不理智的。

中国资本市场的税负已经不低,大幅提高交易印花税之后,A股投资者的税负已经高于我国香港等地。今年由于资产注入、实行新会计准则、交叉持股等原因,我国上市公司赢利在70%以上,如果按照全年的上市公司盈利6000多亿计,以每天2000亿的交易量计算,每年各种税费达到5000多亿元,按照流通量计算,交易成本与税费远超上市公司利润。

继续以税收的方式“抽水”,将使市场更加依赖于资金流入。股市风景这边独好,其实不过是股市资金这边独多——政府希望通过税收政策鼓励长期投资,因此规定,国债利息收入以及符合条件的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益免税,但不包括持有上市公司少于1年的股权性投资收益——这与政府所鼓励的长期价值投资可能南辕北辙。资金型市场的可怕之处在于,资金撤离之日必然使有竞争力的上市公司同遭池鱼之灾。这绝对不是一个正确的激励机制。如果要全面征收个人所得税各项税目,就必须降低或者取消交易环节的

税费,使资本市场从抽水机市场转变为引水机市场,以鼓励投资者的价值投资取向。

征收个人所得税的初衷是为了实现个人收入领域的二次分配,新申报表的条款却有苛待投资者的嫌疑。如规定当资本达到在一个纳税年度内,个人股票转让所得与损失盈亏相抵后的正数为申报所得数额;盈亏相抵为负数的,此项所得按“零”填写。也就是说,政府只管赢不管亏,连企业所得税都实行盈亏相抵,上年亏损可以在次年结转,但炒股个人所得税申报却是盈亏无法相抵,显然有违税收公平原则。在2006年居民收入构成中,工资性收入占到70%左右,而财产性收入占比仅为2%左右,倘若此时出台资本利得税,到底是在鼓励居民财产性收入,还是让居民减少财产性收入的比例?

从技术上来看,征收资本利得税也是不可行的。申报表的细分显示出国家税务总局希望以低成本的办法全面掌握纳税人的收入情况,但化解炒股所得方法极多,可以在举手之间化零为整或者化整为零,由于税务部门无法一一核实,最终形成对投资者少申报、不申报、少纳税、不纳税的逆向激励机制。一些人提出以资本利得税减少股市信息不对称造成的财富分配的不对称,只能是一厢情愿的幻想,在任何社会,高收入者的合理避

税途径都比中低收入者要多得多。

由于我国面临汇率与利率的双重压力,这两年资本市场前景并不明朗,资本利得税的预期加剧了市场的混乱局面。伴随着通胀压力的进一步加剧,居民财富缩水加快,以目前的名义收入征收个人所得税,过两年就会面临社会呼吁上调个人所得税起征点的尴尬,以今年的12万元人民币作为高收入人士申报的基点,有必要在12万加上通胀系数进行征收,随通胀上升自然提高起征点,这样民众的财富才不至于水涨船低。

以发展中国资本市场为理由延宕税收激励机制的整体变革,相当于以税收、土地优惠制度吸引外资,结果必然是扭曲市场激励机制,自然不可取;但在改变重要的税收制度之前,不进行必要的正本清源工作,以为税收的加法就是正确的激励机制,更是谬误。

我国的资本市场的基础制度正在完善的过程中,从目前来看,资本市场的不同不是因为税收太少,而是内幕交易过多;不是因为对个人所得征税不够,而是中小股东在利益游戏中被边缘化。监管部门正在完善稽查机制,改变证券司法滞后等局面。在沉重的交易决策层,引发他们对调控过暴导致房地产业发展受到损害的担心。决策层显然不希望看到这一幕。他们希望我国房地产业健康发展,既不希望房价快速上涨,也不希望房市从此限于低迷状态。各地地方政府的倾向性可能更为明显,他们对房地产业萧条的恐惧远远胜于对房价过快上涨的担忧。

随后,一些地方即将出台的调控措施“变”了许多,并且,不少政策干脆就没有执行,被搁置起来。缺少效果评估机制的结果是,虚假的脱离现实实际情况的效果评估被普遍接受,开发商等既得利益集团也因此逃过一劫,他们沉默一段时间后便再次拉动房价快速上涨。

房市调控要取得效果,效果评估机制和责任机制是绝对不能缺位的。否则,房市调控就可能因为缺少一个评估标尺和约束性制度而陷入困局。

(作者系《云南信息报》时政部主任、专栏作家)

## 美国出了个“做空中国基金”

◎ 褚葛立早

11月8日,美国纽约证券交易所上市了全球首只做空中国股票的ETF——“超短新华富时中国25指数”基金。由于该基金公开打出了“做空中国股市”的旗号,所以,国内一些精明的投资者认为,以后做股票又多了一个参照系;尤其是对中长期走势的判断上,得看人家是怎么判断的。这也怪不得我们这里的一些精明人。美国股市“打嘴仗”,全世界股市要感冒。这曾经是“股谚”。

一位证券界资深评论人士对此不敢苟同。他认为,事情并非如此。由美国ProFunds Group基金公司推出的这只做空中国股指的基金,不过是一种炒作的手段而已。因为ProFunds Group的首席执行官Michael Sapir已经表示:“空头ETF产品为广大投资者提供了对冲风险、并在市场下跌时仍能有利可图的机会。”他称,如果投资者认为新华富时中国25指数可能下跌,或希望对冲风险的投资者,可以投资这一ETF产品。可见,这只名为做空中国股市的ETF基金,本身并没有做空中国股市的功能,所谓的“做空中国股市”,也许是一种哗众取宠。

我认为这种分析是有道理的。上世纪九十年代初,美国有个布朗俱乐部发出一份危言耸听的报告:21世纪,谁来养活中国人?又是数据,又是分析,言之凿凿,好像天要塌下来,全世界都要为中国的嘴巴“买单”了。我们这里的许多学者又填砖磨,纷纷发起反击。后来才知道,那个布朗俱乐部的“危言耸听”,不过是以“标新立异”来获取美国政府和相关机构的资助资金。“牛皮”吹得越大,“眼球效应”越“刺激”,钞票自然滚滚而来。以“做空中国股市”为大旗,招徕投资人,会不会是“布朗第二”,不得而知。

但这也不是事情的全部。在“做空”的大旗下,也许隐藏着另一种心机。平心而论,时下,世界各地的投资者对金融中国的突然出现的,心态颇为复杂,也充满了矛盾。德国《世界报》11月3日文章说,现在全世界都在关注中国股市的发展。中国股票市场上极端情况一个接一个地出现,让所有人的心都提到嗓子眼,担心它随时可能崩溃给世界股市带来不可预知的后果。

但是,不同的声音却又向投资者发出呼唤。美国“市场观察网”10月31日发表的文章题目就是“老先生,去东方!”对于“现在投资中国是否太迟了呢?”的问题,文章的回答很干脆:虽然你应该预料到会有风险,但中国经济至少在未来数十年内将会继续快速增长。到2050年,中国将会成为一个比美国更重要、实力更强的经济体。一位刚刚从美国访问归来的中国金融界人士说,在华尔街,很多基金经理一面在预测中国的市场会在什么时候大跌,一面又绞尽脑汁地捉摸看,如何在中国市场上大捞一把。表面上,所有人似乎都在说,没有永远上涨的股市,中国也不例外;但暗地里,他们又在千方百计地打探能够在中国获利的消息。“兵不厌诈”,他们不会也玩起我们老祖宗的那一套呢,我们只能拭目以待。

一位华尔街人士说,“以往我们对中国市场的估计如果不是完全错误,那么就肯定是低估。”以我观之,这是真话。

## 房市调控不能缺少效果评估机制

◎ 王力

在11月15日举行的第六届住博会高峰论坛上,建设部住宅与房地产业司副司长张小宏透露,截至目前,90平方米以下普通商品房占到商品房供应总套数的35.9%,比2006年高出1.5个百分点,中小户型供应呈现上升趋势。

根据这个数据,从表面上来看,我国90平方米以下普通商品房占商品房供应的总套数在增加,但是,小户型供应呈现上升趋势”的结论却更像是偷换概念的结果。因为,判断中小户型住房供应增加与否、增加多少的依据应该是“面积”而非“套数”。

我国第二次房市调控政策明确要求: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平方米以下住房面积所占比重,必须达到开发建设总面积的70%以上。

显然,中央政策的着眼点在于“面积”而非“套数”,衡量政策效果的标准也应该是“面积”而非“套数”。我们知道,同样的面积建造小户型住房的套数肯定要比建造大户型住房的套数多很多。莫说套型建筑面积90平方米以下住房面积所占比重,已经达到开发建设总面积的70%以上,即使达到了政策规定的一半目标即35%以上,那么,90平方米以下普通商品房在商品房供应总套数中的比例也不应只占35.9%!

■ 专栏

## 从两大独有因素看A股估值

A股具有的投资价值和H股不同。任何人想掌控A、H股公司的并购溢价因素,就非得控制其A股不可,由于新兴市场并购的机会很多,应该长期存在这样的溢价。而中国大型国企所享受的政府优惠政策、法律鼓励和优越经营环境,是欧美、日本的企业根本不敢想象的。前者使得持有A股的预期收益增加,后者使得A股投资人的风险下降。两者都有助于支持A股的高估值水平。

◎ 周洛华

经过近一段时间的调整,有人说沪深股市的估值已经趋于合理。我素来不对股市涨跌作任何判断,倒是想就中国股市估值的国际特殊性谈两点看法。

有人说港股尤其是H股的估值明显低于同股同权的A股,据此判定A股有泡沫。这个结论有一个小问题:A股具有的投资价值和H股不同。H股是典型的融资性市场,购买H股的投资人之所以被认为是理性的,是因为他们将H股都视作是获得某公司分红权利的凭证。即便有投资人将H股全部买下,他也不能对该上市公司行使重组和并购的行动。因此,



通过对比不难看出,有关人士通过以“套数”来取代“面积”,就把90平方米以下普通商品房供应远未达到政策预期的缺陷轻松变成了成绩!

事实上,即便与建设部披露的其他数据相比,小户型供应呈现上升趋势”的结论也显得非常勉强。根据建设部的信息整合数据,今年1至10月,我国登记成交的住房面积当中,套均面积仍保持在110平方米以上。以北京为例,10月份北京商品住宅预售登记套数9861套,总面积1290642平方米,套均面积130.8平方米。在90平方米以下住房面积占70%的刚性政

策出台近一年半之后,大户型住房依然顽固占据市场主流的状况凸显政策执行的不力。

于是,问题就出来了,我们的房市调整到目前为止,尚且缺少一个公正的效果评估机制。房市调控到底取得了哪些效果,基本上都是由建设部等有关部门总结和发布的,问题在于,这些部门自身就是房市调控的参与者,即便从趋利避害的角度来考虑,有哪个部委愿意直言不讳地谈论问题,客观公正地评估调控效果呢?

由于效果评估机制缺失,导致了相关信息的混乱。比如,在2005年国

八条”刚一出台,许多媒体就发出报道,说房价一天下跌了10%,退房者如潮云。有评论甚至乐观地指出:房市的寒冬骤然而至。加之开发商等既得利益集团叫苦不迭,我国房市仿佛一夜之间进入了萧条阶段。

正是由于效果评估机制缺失,这种夸大其词的声音取代了反映现实状况的评估,而这恰是开发商等既得利益集团所需要的。因为,过分夸大“国八条”效果的结果,容易误导决策层,引发他们对调控过暴导致房地产业发展受到损害的担心。决策层显然不希望看到这一幕。他们希望我国房地产业健康发展,既不希望房价快速上涨,也不希望房市从此限于低迷状态。各地地方政府的倾向性可能更为明显,他们对房地产业萧条的恐惧远远胜于对房价过快上涨的担忧。

随后,一些地方即将出台的调控措施“变”了许多,并且,不少政策干脆就没有执行,被搁置起来。缺少效果评估机制的结果是,虚假的脱离现实实际情况的效果评估被普遍接受,开发商等既得利益集团也因此逃过一劫,他们沉默一段时间后便再次拉动房价快速上涨。

房市调控要取得效果,效果评估机制和责任机制是绝对不能缺位的。否则,房市调控就可能因为缺少一个评估标尺和约束性制度而陷入困局。

(作者系《云南信息报》时政部主任、专栏作家)

## 罗杰斯:从投资大师到娱乐明星

◎ 皮海洲

罗杰斯是一名国际投资大师,这一点是不容置疑的。作为现代华尔街的风云人物,罗杰斯被人誉为是最富远见的国际投资家,是美国证券界最成功的实践家之一。

罗杰斯为中国的投资者所熟悉是在2004年5月。当时罗杰斯对中国股市作出预测:“中国股市还要进行4至16个月调整”,并告诉投资者当时要做的事情就是“卖股票”。结果中国股市真的在2005年6月份见底了,距离罗杰斯预测的时间是14个月。正是由于罗杰斯比较准确地预测了中国股市,所以罗杰斯在中国投资者中留下了不错的口碑,并赢得了大量的“粉丝”。

如果说,2004年5月罗杰斯对中国股市的预测体现出了一个国际投资大师的眼光的话,那么,最近两年,尤其是今年,对于中国股市来说,罗杰斯更体现了他“娱乐”的一面,甚至可以被称为是中国股市里的“娱乐明星”。

作为当今的娱乐明星,至少应该具备这样两大特点。第一是出场率或上镜率要高。如果没有了出场率或上镜率,连续几个星期或几个月都不见踪影,那么,这明星也就被人遗忘了。所以,出场率或上镜率是娱乐明星所必须追求的。第二是绯闻不断。这是为了保证出场率与上镜率的需要。为了达到这一要求,娱乐明星可以制造出各种各样的桃色新闻出来,比如各种走光,性骚扰,甚至与某人约会、拖拍、开房等等,只要能够达到炒作的效果就行。

罗杰斯显然具备了这些特点。比如,出场率,在当今的国际投资大师这一级别的人物当中,罗杰斯在中国股市的出场率无疑是最高的。少则三、五天,多则十天半个月,罗杰斯就会在中国的各媒体上露露脸,其出场频率之高,足可与证监会主席尚福林相比。至于绯闻,在股市里当然就不是走光、性规则之类的了。相对于股市来说,就是睁着眼睛说瞎话,或前言不搭后语,自相矛盾,总之是只要达到炒作自己,提高出场率的目的。而在这个问题上,罗杰斯无疑是中国股市里的佼佼者。

对于中国股市的问题,近年来,罗杰斯基本上是信口开河,想到哪说到哪,仿佛始终都是第一次谈论中国股市,根本就不记得自己以前谈论过什么,以至前后矛盾的事情一次又一次地发生。

投资者应该还记得那是,今年元月下旬的时候,当时的股指还不到3000点,罗杰斯在中央电视台唱空中国股市,认为中国股市风险已大,开始出现泡沫。他表示,现阶段不适合买进股票,他甚至把“中国每天有50000个新的股票账户开户”视为是“市场在泡沫阶段人们采取的冲动”。然而,2月初,罗杰斯在澳大利亚的悉尼接受采访时表示:“目前中国股市尚称不上是成形的泡沫。”而就在不久前,罗杰斯还看好中国股市到8000点甚至一万点,认为中国以外的股票太贵,但刚刚过去没几天,近日罗杰斯又称“没有一个市场的股票值得他去买,中国也不例外”。认为中国股市虽然已经从最高点跌掉15%,但现在并不是抄底的好时机。他表示,若内地A股由现水平再下调40%左右,才是入市良机。总之罗杰斯对中国股市评论的变幻之快,只有娱乐明星才与之相比,投资者根本就无所适从。

还有一项很重要的特点也是能够体现罗杰斯娱乐明星气质的。那就是尽管罗杰斯一次又一次地谈论A股,并表示股指上涨到多少点会卖掉中国股票,下跌到多少点会买进中国股票,但实际上,罗杰斯未必真的持有A股股票。因为从公开的信息披露看,罗杰斯的基金至今还没有在中国成为合法的QFII。一个并未合法地持有A股股票的外国人,却开口闭口要在A股股指多少点买进中国股票卖出中国股票,这本身就很有趣了吧?

正是基于罗杰斯在中国股市上的这种“娱乐明星”的表现,所以投资者大可不必把罗杰斯关于中国股市的言论大当一回事儿。罗杰斯唱空中国股市也好,唱多中国股市也罢,投资者大可像对待娱乐明星们的绯闻那样一笑而过。是做空还是做多,投资者自己的心中有杆秤就行。

超过了100倍。于是不少人就开始议论并担心内地股市已经有了泡沫,尤其是海外投资者,更是认定沪深股市的估值已经偏高。

我从来就相信并认同市场定价,反对用主观意志来衡量股票的估值。我想提醒一下这些所谓的理性投资人,这其实不是在炒股票,而是在炒市盈率。如果认为市盈率低就是安全的,市盈率高就是危险的,那么,这时候投资标的物其实不是股票,不是公司的所有权,而是市盈率。从这个意义上讲,那些用市盈率来衡量股票投资价值的理性投资人其实和那些炒波动率的对冲基金是在应用同样的投资逻辑,只不过一个是在炒市盈率,一个是在炒波动率。炒波动率的对冲基金一直被认为是极度高风险的行业,只有疯子能赚钱的行业。但是在我看来,炒市盈率的理性投资人和炒波动率的对冲基金这两者之间,除了杠杆系数之外,可能并无明显区别。

既然A股市场给出了这样高的估值,想必一定是原因的。我作为一个回避高市盈率的投资者,也想来分析一下沪深股市高估值的政策原因。

纵观世界各国股市,似乎有这样一

条模糊的估值主线。那些社会保障体系很完善的国家,往往要求企业承担许多社会责任,缴纳很重的税收,一旦出现工人的伤亡事故,工会和法院会让企业拿出高昂补偿,政府还会对企业额外处罚。这些国家的法律环境和社会体制越来越倾向于保护弱势群体的。这些国家的股票往往市盈率很低,但是,成交却也很清淡。因为投资人都都不太愿意持有这些国家的股票。相反,那些重商国家的股票,则往往得到一个很高的估值,市盈率相应就很高。这些国家的法律都鼓励创业,鼓励投资,社会环境对企业比较宽容。

我自国从确立了以经济建设为中心的国策之后,各级政府对企业呵护是有目共睹的。这些爱护包括了许多方面:我们的企业在遭遇困难的时候,很快由政府主要领导带领相关部门来现场办公,排忧解难。国有企业还曾经在很长一段时间内,享受着政府的补贴和银行的优惠贷款。直至今日,大型企业也在对外扩张的时候,征地和拆迁工作也都在政府的帮助下进行。考虑到那些企业也确实是纳税的大户,是支持政府财政支出的主体。企业相应获得政府更多的支持也就可以理解了。但这样优

惠的生存条件,在欧美、日本的企业是根本不敢想象的。

为什么中国的大企业,尤其是国有特大型企业的估值最高?因为它们享受的政府优惠政策最多,经营环境最优越。有谁能指责这些企业的高污染?有谁能抱怨这些企业的征地拆迁?从上市的审批速度,到获得银行的优惠信贷,到各级财政的支持,到配套措施的落实,甚至领导亲自为企业立项和营销。

中国既没有反垄断的法律,也没有势力强大的民间环保组织,更没有困扰通用汽车那样的强大、独立的工会组织。在这样优越的生存环境下,大型企业能获得市场较高的估值也就不可以理解了。因此,我将现阶段沪深股市的高估值分解为两个方面的内容,分别是:由于掌握A股可以掌握公司控制权的并购溢价因素;政策和法律鼓励和保护上市公司的环境因素。这两个因素是中国内地市场所独有的。前者使得持有A股的预期收益增加,后者使得A股投资人的风险下降。两者都有助于支持A股的高估值水平。

(作者系上海大学金融学副教授)