

Opinion

■上观观察家

供求关系逆转将对股市产生深远影响

随着限售股解禁、新股发行、H股回归及再融资的扩张,A股的供求关系正在悄悄发生逆转。中国股市下跌幅度远远超过深受次级债困扰的美国股市,正是A股市场供求关系逆转的直接结果。在此情况下,应该及时采取相应的措施,预防供求关系逆转所带来的不确定性变化。

◎冯玉国

2008年或可能成为我国股市发展的一个重要分水岭。2007年,对股市降温一度成为监管和调控重点,原因很简单,当时A股市场流通股供应量不足,而民众对资本市场投资的需求却突然释放出来,供不应求导致了股市的持续快速上涨。A股虽经“5·30”印花税税率提高的打击,依然在2007年10月16日创下6124点的历史高点。

但是,随着限售股解禁、新股发行、H股回归及再融资的扩张,A股的供求关系正在发生逆转。无论是监管层还是投资者,都应该对这种逆转保持清醒的认识,相应的,在市场监管和投资决策方面,也应作出相应的调整。

限售股解禁潮正在使流通股数量迅速增大。从2008年起,在未来的三年,A股市场将迎来“解禁”高峰,合计“解禁”规模有望达到90319亿股。其中,2008年达118127亿股,2009年达66374.2亿股,2010年达121321亿股。从解禁规模来看,2009年最多,这一年,流通股的数量将使A

股的供求关系发生彻底逆转,但是,考虑到资本市场的预期效应,从心理层面来看,A股的供求关系在2008年就已开始发生逆转。

2007年的中国股市迎来了一轮H股回归热潮。截至目前,央企旗下大型H股公司的回归基本完成。据计算,2007年已经回归A股市场的H股总市值,已经占沪市总市值的50%以上,完全改写了市场权重结构。H股的回归在提高上市公司整体质量的同时,也带来了巨大的供应压力。根据WIND资讯的数据显示,算上H股回归,2007年沪深A股新股的发行规模超过了447083亿元(美国同年新股发行规模不到400亿美元),新股IPO募集资金量是2006年的2.7倍。A股成为2007年全球融资最大的市场。

再融资的扩张成为改变A股供求关系的又一重要因素。从融资金额分析,截至12月27日,共有188家公司实施再融资,实现募资约3657亿元,包括非现金资产1008亿元,是2006年融资额1106亿元的3倍,超过2001至2006年六年间的再融资总额。此外,2007

年已公布增发再融资预案的上市公司还有242家次,再融资规模的迅速扩大使得市场压力陡然增加。因此,当“中国平安或创A股史上最大再融资”的新闻见诸报端后,股市以持续暴跌作出了回应。

中国股市下跌幅度远远超过深受次级债困扰的美国股市,正是A股市场供求关系逆转的直接结果。倘若认识不到这一点,只是把A股的下跌当成一种短暂的调整,或者所谓市场自发挤压泡沫的调整,那么,就有可能失去提前应对风险,确保股市健康发展的良机。

在A股供求关系发生逆转的情况下,应该及时采取相应的措施,预防供求关系逆转带来的不确定性变化:

首先,不断地完善上市公司的退市机制,尤其是主动退市机制。退市制度是促使上市公司质量提高,确保资本市场健康发展的基础。在供求关系发生逆转的情况下,退市制度又是平衡供求关系的一种良性机制。我国的《公司法》《证券法》虽然对上市公司退市有明确规定,但退市制度仍过

于宽松,并且,可操作性较差,只有连续亏损一种情况可以操作。而在西方发达国家,大都以上市公司的股票市值作为退市的重要标准,连续亏损只是其中一项次要参考。

比如,美国纽约证券交易所规定,如果上市公司股东少于600个,持有100股以上的股东少于400个;社会公众持有股票少于20万股或其总市值少于100万美元;连续5年经营亏损;总资产少于400万美元,且过去4年每年亏损;总资产少于200万美元,并且过去2年每年亏损;连续5年不分红利,即要被勒令退市。我们应该实行更严格的退市制度,以促使上市公司整体质量的大幅提高,重塑投资者信心。

其次,应把握IPO节奏,并对上市公司再融资作出更为严格的规定。由于市场供求关系发生逆转,应把握上市公司IPO的规模,注意股市的真实承受力。

我国的再融资规定过于宽松,并且上市公司常常改变再融资资金的用途。从上市公司数量看,2007年,公告变更募集资金项目投资计划的上市公司有81家;从上市公司公告变更项目数量看,2007年共有192个项目。在81家变更项目投资计划的上市公司中,从绝对额上看,超过亿元的有40家,占到50%。

这说明,上市公司再融资门槛亟

需提高,对再融资用途的规范有待进一步严格。更重要的是,再融资的时间间隔太短。中国平安A股IPO尚不足一年就再次推出巨额增发计划,在成熟的资本市场是难以想象的。在美国证券市场,上市公司挂牌交易后要等18年后才有资格进行再融资,除此,还要符合非常苛刻的相应条件。面对如此严格的再融资规定,投资者就不用担心再融资的无节制扩张成为股市的难以承受之重。

另外,要对解禁股的抛售作出更严格的管理。根据相关规定,“小非”的禁售期一般承诺为12个月,期满后即可抛售,在法律上不受任何限制。“大非”在规定的期满后,通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股股份,出售数量占该公司股份总数的比例在12个月内不得超过5%,在24个月内不得超过10%。但在24个月后,“大非”的抛售即不受限制。2008年之后,相关时间限制逐步解除,倘若“大小非”迫不及待地抛售股票,必然给投资者信心造成重创——股权分置改革后的股票飙升所带来的诱人收益是“大小非”抛售股票的巨大动力所在。监管部门该如何树立“大小非”的信心,或者如何通过完善制度对这种减持行为作出规范——在股市供求关系发生逆转的情况下,这已经成为不得不重视的问题。

从制度和政策上确保消费需求的发展

◎邓聿文

今年1月份的贸易顺差是2007年5月以来月度贸易顺差首次低于200亿美元。虽然随着美国的连续降息和布什总统刺激经济的计划出台,因次贷危机受拖累的美国需求会有所回升,但次贷危机造成的影响短时期内难以彻底消除。更为重要的是,人民币升值,加上国内能源资源与运输价格上升、资金供应偏紧、劳动成本增加、出口政策调整的后遗症等各种不利于出口继续高速增长的因素,中国企业会因此降低出口竞争力。

因此,1月份贸易顺差的缩小或许只是个开始。在这种情况下,要使得中国经济的增速不因国内需求下降而受到拖累,必须适时启动内需,把发展的重点从依靠投资和出口转到依靠消费需求上来。

首先,最重要的是,千方百计增加居民的收入,特别是提高农民和城市低收入者的收入水平。在增加城市居民的收入方面,当前要充分利用建设新农村的有利时机,彻底改变农村经济社会面貌,切实提高农民的可支配收入,尽早把农村巨大的潜在需求转化为有效需求。另外,增加城市居民包括城市打工的农民工的就业机会,进一步完善创业环境,降低创业门槛,全力支持民营经济发展,建立健全工资正常增长机制和支付机制,促进各类企业职工工资水平随着经济增长和企业效益提高而同时提高。

其次,深化收入分配制度改革。收入分配的不合理是长期以来我国内需不振的一个重要因素。改革收入分配制度,需强化政府的收入再分配调节职能,进一步加大收入分配调节力度,确保国民收入分配格局中,居民个人收入比例不断提高,确保居民可支配收入特别是工资收入逐年增加。此外,还要整顿规范收入分配秩序,合理调节过高收入,扩大中等收入者比重,提高低收入者收入水平,进一步规范国有企业单位特别是垄断行业和企业的收入分配,逐步形成两头小、中间大的橄榄型收入分配结构。

第三,加大政府转移力度,加快社会保障体系的构建与完善。在如何扩大有效需求这个问题上,政府最直接有力的措施是加大转移支付力度,进一步完善社会保障体系,从而改善居民消费预期。目前城镇居民储蓄中,有相当部分是预防性储蓄,如果民众的后顾之忧消除了,城镇居民可用于消费的收入就会大大增加,积累与消费的关系就会此消彼长。所以,政府要着力解决诸如教育、医疗、就业、社会保障等民众最关心、最直接、最现实的利益问题。另外,要进一步完善社会保障体系,可以将国有企业上缴的红利和垄断行业的垄断所得中的一部分或大部分充实到社保中来,使社会保障成为居民消费的最有力后盾。

第四,稳定物价水平,这在当前尤其有必要。要提高消费水平就必须稳定物价水平,把物价增长控制在一定的范围内,使物价升降不至于产生太大波动,同时也起到抑制通货膨胀的作用。而当前,正是我国通货膨胀创下近10年来高峰的时候,稳定物价水平,抑制通货膨胀对于促进消费有着特殊的作用。

此外,着力改善消费环境,发展消费信贷也能够鼓励人们去消费。

物业税难产的理由令人费解

◎杨毅

备受关注的物业税估计在短期内难以开征,国税总局相关负责人近期表示,目前正在进行“房地产模拟评税试点”的北京等城市在近两年内都不可能开征物业税。理由是,物业税涉及的方面太多,“现在房地产部门、金融部门和税务部门都没有完全联网,根本无法进行信息共享,开征物业税从何谈起?”

这一报道颇令民众惊讶。从2003年开始,我国就在北京、辽宁、江苏等10个省市分两批进行“房地产模拟评税试点”。这些省市的物业税试点虽然都属于“空转”,没有实际收税,但一切工作步骤都和真正收税一样。倘若“根本无法进行信息共享”,这些地方的试点工作是如何进行的呢?信息共享机制即被缺位,早在2003年也应该发现并着手解决了,经过长达五年多的时间,信息共享机制为何仍然没有建立起来?

物业税征收需要一个重要的条件,即完备的房屋产权信息体系。早在1998年1月,《城市房地产产权属登记管理办法》即已经开始施行。该办法为建立完备的房屋产权信息体系创造了条件。但是,我国房屋产权登记制度存在着一些明显缺陷,土地登记在土地管理部门,房产登记在房地产管理机关,



这种分开登记的做法既不利于当事人查阅登记以获取全面的交易信息,也不利于对民众不动产权的保护。但是,这种信息的割裂并非不能解决。在网络高度发达和普及的今天,相关信息的对接和共享并非难事。

并且,已经颁布实施的《物权法》,以专门章节对不动产登记制度作出了详细规定。《物权法》明确规定建立统一的不动产登记制度,统一登记的范围、登记机构和登记办法。同时,《物权法》明确了不动产登记效力,确定了不动产登记程序,健全了不动产登记类型,还规范了登记当事人和登记机关的

住房等现象,都因为不动产信息共享机制的缺陷而得以隐藏下来。

不动产信息并不属于某个部门,这种信息属于公共信息,任何部门没有拒绝让其他部门及民众分享信息的权利。当今社会已经步入信息共享时代,软硬件的发展为实现信息共享创造了良好的条件,加之法律障碍的解决,有关部门之间在信息对接方面的错轨,显现出来的其实是一种不作为。

现在要做的,不仅是政府部门之间信息的对接与共享,还应包括相关信息与民众之间的对接和共享。事实上,凡是建立完备的不动产登记信息登记制度的国家,不动产信息都是透明与公开的。这种完全的信息共享机制的建立,不仅有利于在民众的监督下剔除虚假信息、确保信息的真实性,同时,也有利于整个社会财产透明度的提高。这不仅可以帮助我们解决一直困扰我们的腐败难题,也有利于政府部门的保护,当然,也有利于政府部门及相关机构效率的整体提升,可谓一举多得。

因此,面对“现在房地产部门、金融部门和税务部门都没有完全联网,根本无法进行信息共享,开征物业税从何谈起?”的说法,公众有理由知道,有关部门之间的“完全联网”与“信息共享”何时才能实现,政府有必要给出一个时间表。

■周志华 专栏

黑天鹅·雪灾·永动机



整天在反对数量模型的数量金融专家泰立布认为,金融市场是由意外的突发事件即“黑天鹅”主导的,因为那些可以预料的事情早就在市场中消化了,但是金融市场上的人们总是倾向于忽略或者忘记代表灾难的“黑天鹅”。所以,不要迷信那些估值报告和行业发展研究文字,因为所有大家看得到的模型和研究报告都是有关白天鹅的,而你的命运或许实际掌握在黑天鹅那里。

这个冬天,持续的暴雪袭击了我国南方的大部分地区,导致了地方交通、电力和通讯中断。这场突如其来的自然灾害造成了巨大损失。看着电视里的报道,我特别担心我的故乡湖南,那里所遭遇的冻雨结冰的恶劣天气几乎是百年不遇的。

这场自然灾害使我想起不久前泰立布出版的新书《黑天鹅》。此君思维方式特别,在2001年“9·11”悲剧之前大量买入期权价格很低,看似毫无价值的认购权证,用一种独特方式做空美国股市,直到恐怖分子劫持飞机撞向纽约世贸大楼,泰立布由此成名。我看过他

后来写的有关不确定性的书,他大谈人类对于自身认识规律之外的事物是无能为力的。据说,此次美国次级债危机爆发之前,他又先知先觉重仓做空,大赚一笔,于是退身,闲下来写写回忆录,打发富裕的退休时光了。

我曾经将泰立布称为华尔街的“独孤求败者”。因为他的基金公司实在另类了:买下那些别人看起来永无翻身之日的期权,然后大家就出去滑雪,听音乐,从不研究基本面和技术面的问题。他总是在耐心地等待什么意外的发生,一次谁都没有意料到的暴跌来成就他的财富梦想。

泰立布喜欢讲一个黑天鹅的故事:17世纪之前,人们从来没有想到过世界上除了白天鹅还有其他什么颜色的天鹅,直到澳大利亚发现黑天鹅为止。人们认识天鹅的视野才打开。其实,在许多方面,人们过去认识的规律和判断都被证明是错误的和片面的。可惜的是,在金融市场上,人们总是相信有规律可以遵循,因而学者们不懈地努力去构建各种模型以追求利益。最近,华尔街的投资银行开始对VaR模型进行反思,如果可以构建一个模型来预测未来波动范围的话,其实无异于构建了一台合法的印钞机,可以源源不断地从市场上赚取交易利润。而这台印钞机稍加改进就可以成为一台物理学上的永动机,这两台机器可以一劳永逸地解决人类关于财富和能源的问题。人类制造永动机的努力早就被证明是徒劳的,一劳永逸地解决财富和能源问题,显然更不可能。

我每次听到泰立布的黑天鹅故事,都不自觉地要反思我自己的金融理念。最早是在2002年,我在美国塔克商学院的老师玛吉教授的丈夫,保罗·沃尔福森教授把一本介绍他人其事的《纽约人》杂志给我看,我知道了这位数量金融专家居然整天在干着反对数量

模型的事。他认为金融市场是由意外的突发事件主导的,那些可以预料的事情早就在市场中消化了,因此,你无论买什么股票,收益率和风险都是配比在同一水平上的。与此同时,金融市场上的人们总是倾向于忽略或者忘记代表灾难的“黑天鹅”,因此,金融市场对于防范突发事件的交易品种的定价一定是偏低的,基于这个原则,泰立布买入那些低估的资产,等待“黑天鹅”。其实,他的这个投资策略在沪深股市也有过类似的例子。“5·30”事件就属于投资人无法意料的突发事件。政府为了打击股市的过度投机,果断地提高交易印花税,在其后的几个交易日内,原来没有多大价值的招商银行认沽权证暴涨。

黑天鹅并不可怕,可怕的是人们总是忽略黑天鹅的存在,并且埋头观测白天鹅的活动以期找到其中的规律,结果是黑天鹅飞来时,我们措手不及。毕竟,这个世界上白天鹅多的是,我们平时观测到的数据都是有关白天鹅的,由此得出的天鹅作息规律也是关于白天鹅的。直到黑天鹅飞来,使我们以往的努力都化作泡影。

其实,从更广泛的意义上讲,今年春节前的南方持续雪灾也是黑天鹅事件。我们事先只知道有关暖冬和全球变暖的规律,南方大部分省份的政府机构对于抗洪救灾还比较在行,而对于突如其来的雪灾则无法立即实施相应的对策。我们的已知世界是白天鹅,我们的

中国银行业 莫为市值坐大遮望眼

◎章玉贵

根据 Bloomberg 日前的数据,由工商银行领衔的中国国家控股商业银行已在全球银行业的市值排名中,将花旗等长期以来在业界偶像抛在身后,令中快感,谁在体受,不言自明。

尽人皆知,中国银行业的市值坐大并非反映资产规模以及经营实力,而是基于股价估值过高所致。工行、建行和中行的市盈率比花旗和汇丰等高出两三倍,而营业额却只有对方的三分之一,是典型的规模与市值不成比例的银行。虽然次级债危机拖累以花旗银行为首的全球性银行,但中资银行要想取而代之至少在短期内还不可能。

在全球化的竞争框架下,决定中外银行业存续与发展的最后筹码不在于一方获得外力支持以及市场价值的大小,而在于银行内生的竞争优势的大小。

目前中国银行业的高利润主要是由利率管制下的高利差保证的,未来几年利率市场化进程势必加快,利差将会大大收窄,银行要想获得超高的利润增长基本不可能。另一方面,尽管获得了政府的巨额注资,工行、中行、建行的显性风险即不良资产率大大降低,资本充足率普遍超过10%。但自去年第四季度以来,国有商业银行不良贷款率出现反弹,显现其内控水平仍在低位徘徊。况且政府对国有商业银行的注资已被质疑为一种获取溢价收益的投资以及可能的负激励。

而中国银行业的真正危险还不在于原本数额极大的不良资产,真正的危险在于制度缺失,在于中国的国有控股商业银行迄今尚未按照现代商业银行制度明晰产权以及建立有效的公司治理结构和内控制度。

尽管上市普遍被认为是四大国有商业银行在过渡期内增强竞争力的最优安排,但如果中国银行业不在体制上加大改革力度,而一味忙着提高资本充足率以及把资产规模做大以稀释不良资产,最终通过上市圈钱甩包袱,结果不是自欺欺人就是饮鸩止渴。中国银行业的改革者应倍加清醒:在国有商业银行的内在机制未作根本性改造前,实际上是打通了银行与股市的风险通道,银行与股市的风险就可以相互传递,就会大大提高经济运行中的风险系数,也即加大整个经济变量的制度风险。

当然,中国迄今为止在银行业方面的改革令市场人士充满期待,但中国的银行业要达到最佳国际标准还有很长的路要走。例如,政府控股银行管理高层的最终任免权仍掌握在政府而非银行董事会手中。从更广泛的角度看,中国银行业需要花时间去建立起一种真正的信贷文化,即贷款决策应建立在借款人的信用可靠性以及对贷款风险的评估上,不能仅靠银行与贷款人的关系或政府的政策。

另一方面,银行改制与上市不能毕其功于一役。银行改革的关键不在于银行不良贷款率是否因为政府注资而减少,而是银行是否建立了一套防止新增不良资产的有效机制。

所以,尽管有关部门在以前所未有的决心发动一场银行革命,但是中国的这场银行变革短期内不容易使疾病缠身的国有银行的竞争力发生脱胎换骨的变化。

尽管政府这次借鉴国外商业银行的治理模式来推进国有银行的市场化改革,作为改革主体的银行也深知这是最后的救赎。但从尊重市场规律的角度,从催生世界级商业银行的高度出发,政府就必须忍痛切断与银行之间的脐带,给予银行作为市场主体所应有的商业空间,使其真正获得内生竞争优势。无疑,一个具备合理的股权结构、有效的激励约束机制的真正适应市场化的金融企业在严厉的监管制度下不仅可以有效履行作为国家主要商业银行所应发挥的社会职能,还可以成为花旗、汇丰等国际顶级商业银行所敬畏的竞争对手和合作伙伴。

欢迎惠赐稿件

本版欢迎紧扣热点、观点独到、文风独特的财经时评。优秀稿件,稿费从优。来稿请寄:plb@ssnews.com.cn,请勿一稿两投。