

Opinion

■上观观察家

万科降价会否引发楼市多米诺效应

倘若房价拐点迹象日益明显,那些先顺势而为者一定是受益者。在房价远远超出民众实际购买力水平的情况下,在有效供应增加的情况下,开发商逆势而为只会引来更严厉的调控措施,多米诺效应很可能在内外力交加下出现,而那时受损最大的必然是后知后觉者。

◎贾国

当王石发出他的拐点论时,他遭到了同行的否定甚至嘲笑。但王石仍然有条不紊地祭出了降价大旗。去年12月9日,位于广州康王路的万科金色康苑正式开盘,不到两个小时即全部售罄,“原因在万科开盘定价13000元/平方米的均价,远远低于之前透露的20000元/平方米以上的价格”。今年元宵,万科在上海的诸多楼盘,如白牡丹园、四季花城、假日风景等等优惠5%,在一贯以上涨为主旋律的上海楼市,一家房企旗下的多家楼盘统一打折,实属罕见。

与以往不同的是,万科的降价行动引起了同行的响应。上海绿地的老板张玉良,这家上海房企的领军者,紧逼万科,将旗下项目孝贤坊折扣10%销售。在广州,售价低于限价房的商品房次第登场,直接导致两百多套限价房弃购。并且,今年1月份广州市十区一手住房成交均价为9766元/平方米,比去年10月广州房价(11574元/平方米)有所降低。降价现象不仅意味着王石有了促使

楼市拐点日渐清晰的盟友,更意味着,越来越多的房地产商开始重新评估房价走势,作出顺势而为的理性选择。这或许引发多米诺骨牌效应。

需要指出的是,在多米诺效应中,骨牌倒下的能量是叠加的而非均衡传递的。当一张骨牌倒下,其重力势能转化为动能并转移到第二张牌上,第二张牌将第一张牌转移来的动能和自己倒下过程中由本身具有的重力势能转化来的动能之和,再传递到第三张牌上……如此,每张牌倒下的时候,它所具有的能量都比前一张牌大,因此它们的速度一个比一个快,也就是说,它们依次推倒的能量一个比一个大,进而产生累加效应。大不列颠哥伦比亚大学物理学家怀特海德指出,按照一张骨牌倒下时能推倒一张1.5倍体积的骨牌推理,第13张骨牌倒下时释放的能量比第一张牌倒下时整整要扩大20多亿倍。如果根据这一原理制作一套骨牌,摩天大厦就会在一指之力下被轰然推倒。

我们不妨根据多米诺效应来分析一下房价走势。倘若房价拐点迹象日

益明显,一定是先下手者为强,即那些先顺势而为者最先受益。其一,他们是在相对较高的价位售房。当降价风潮真正掀起,后降价者的商品售价更低。其二,先降价者竞争最小,房屋销量最好,资金回流最快,效率的提高相当于间接提高了单位资金收益,而后降价者则相反。除此,还有顺势而为所带来的企业形象的提升。而那些因资金压力、价格下行压力、销量压力等被迫降价者,则可能陷于被动。尤其是当降价潮引发人们对未来房价下行压力的明确预期时,很容易形成多米诺骨牌效应。事实上,在多个国家的房价下降周期中,房价初露下降端倪时,远没有下降通道形成后的降幅深、降速快。这与上行通道中的房价大涨情形原理是一样的。

应该认识到,王石坚持拐点论的重要依据在于需求的变化,这里面包含着两种情形:

一是因房价远远超过居民收入所导致的实际需求能力的下降。房屋的本质是消费品,而消费品的价格是由居民的实际购买力来决定的,任何背

离甚至严重背离居民实际购买力水平的商品的价格走势,都不可能持续下去;二是由保障性住房供应的增加所导致的对商品房需求的减少。诚如王石所言:“未来的福利保障系统要分两层,一类是低收入人群,另一类是为了吸引人才,增加城市竞争力,就是把高科技人才也纳入到城市福利保障系统中去。”王石对社会保障性住房的推测是比较具有前瞻性的。事实上,在高房价对高科技人才的挤出与阻碍效应产生之后,将高科技人才及其他对提升城市竞争力意义重大的人才纳入保障性住房已经是大势所趋,而由此所减少的对市场所供应商品房需求的减少,势必影响到市场对房价未来走势的预期。

不仅需求在不断发生变化,商品房的供应环节也在发生明显变化:

一是商品房投资的持续扩大。央行2月22日公布的《2007年第四季度中国货币政策执行报告》显示,2007年,全国完成房地产开发投资2.5万亿元,增长30.2%,增速比上年提高8.4个百分点,高于固定资产投资增速5.4个百分点。其中,商品住宅完成投资1.8万亿元,增长32.1%,占开发投资总量的71.2%,占比较上年增加1个百分点。直接供给的增加在满足市场需求的同时,也强化了人们对未来房价走势的悲观预期。

二是有效供应的增加。我国房价之所以快速上涨,与商品房有效供给的不足有关。所谓有效供给与理论上可形成的供给是相对应的,由于土地被大量囤积在开发商手中、部分商品房囤积在炒房者手中,导致理论上可形成的供给无法变成实际的供给(即有效供给),加之住房的结构性失衡所造成的市场有效供应严重不足,助推房价上涨。但是,自去年下半年以来,国家收缩银根,使开发商逐渐失去囤积土地的资金保障,征收土地闲置费和“征缴增值地价”,挤压了开发商囤积土地的收入,并加大了其囤积的政策风险和法律风险;加息、提高二手房贷款门槛等信贷收紧措施,使炒房成本和炒房的难度越来越大。加之政府对炒房行为的其他抑制性措施及保障性住房范围的扩大,房屋的有效供给正在增加。

房地产的暴利时代已经过去,开发商应该走出暴利惯性出来的思维定势。中央调控房价的政策是非常明确的。在房价远远超出民众实际购买力水平的情况下,在有效供应增加而实际购买力下降的情况下,开发商逆势而为只会引来更严厉的调控措施,多米诺效应很可能在内外力交加下出现,而那时受损最大的必然是后知后觉者。顺势而为,加快资金的周转,提高单位资金收益率,远比逆势死扛要明智得多。

股市稳定
健康发展意义重大

◎倪小林

面对新一轮产业结构调整,面对行业整合在即,股市的作用越来越明显。最近,证监会主席尚福林谈到,要鼓励上市公司参与行业整合,发挥资本市场配置资源的功能,支持企业做大做强。另有消息说国税总局已定今年将研究支持国有企业重组上市的税收政策,推进国有企业股份制改革。种种迹象表明,今后我国产业结构调整,对于资本市场的依存度将大大提高。

不过,股市要担起此项重任,稳定健康发展必须视为第一要务。前不久,市场人士将股权分置改革分为前后两个时段,认为后时段就是我们正在经历的市场,要实现全流通大小非解禁的冲击是必然的,股改进行时的大考犹如悬在市场上的达摩克利斯之剑,令各方都在为市场顺利过关而建言献策。令人意外的是,一波大考未结束,新一轮已经开始,伴随世界经济不确定性增加,国内企业再融资风起云涌。最近又出现高管过问套现,一些公司的高管可辞职也要把股权变现。

新华网登载了一份调查,中国平安再融资项目受到97%网民的反对,这是投资各方对于目前再融资的态度。公司上市便由封闭运行变为公众公司,接受市场公开质询,甚至是严厉的质询天经地义。素来资金肯定没有白用的道理。最近,美林银行质询一家公司首席财务官的文章出现在网络上。美林银行的眼光审视公司时用的提问方式是这样的:你们认为何时公司能够产生收入?你们的收入确认的过程到底是如何?2007年第四季度毛利率下降的原因?为什么下降?2007年底公司的人员数有多少等等。那种连珠炮式的质询公司,目前国内投资人很难有这样机会,即便媒体的批评也没有如此咄咄逼人。不夸张地说,我们现在的上市公司也很难坦诚地对待市场直逼要害的质询。笔者以为市场对于公司的质询近年来越来越密集,这一定是市场力量聚集的结果,也是股市健康发展的基础。但是,我们的很多公司迄今对此依旧视而不见。

不久前,一名记者感叹有家上市公司的老总心情很复杂地说,企业现在这么多资金我真不知道干什么用。如果此话当真,那么这家公司的市场价值就值得投资人重新审视了。上市为了什么?融资又为了什么?目的应该很单纯也很明确,就是为了企业的发展和扩张,做大也要做强也要,一定有自己的追求,那能融资后不知所措?我们很多企业曾经有过为圈钱而圈钱的教训,在这个问题上如果企业还没有认识上的进步,盲目的融资与过去的圈钱就完全没有差别!

企业融资为了什么?做企业又是为了什么?无论你是谁性质的公司,只要是上市公司,虽然有选择再融资的权利,也有任何时候再融资的权利,但是不尊重市场随心所欲套现、圈钱,对于市场各方都是极大的伤害。尽管,市场监管部门不断发行新基金千方百计给股市输血,股市近期的表现似难经受过不断的“大考”,对于我国产业结构调整也有诸多不利。市场博弈是股市的精髓,即使用在商言商,如果公司单方挑战市场,把融资当作“提款机”,把变现当作进入股市的目的,稳定健康的市场也实难渐行渐近,融资行为也同样会受到市场规则的制裁。

多套标准并行有利于中小企业融资

◎王力

创业板终于迎来春天。据报道,创业板上市发行办法征求意见稿的最新版本显示,原本发行条件的两套标准已经变成了三套标准,只要达到其中的任何一套标准,就可以申请上市。调整后的创业板上市门槛更低。

现在,中小企业已成为国民经济稳定增长和协调运行的基础性力量,它们是技术创新的生力军,推动科技尽快转化为生产力的“实验田”,同时也是技术进步的重要载体。创业板的推出无疑将给中小企业带来更为直接的融资途径,给那些处于创业初期、无法到主板上市的企业提供一个成长契机。

创业板门槛的高低意义重大。在一般人印象中,这个准入门槛越高越好,这样可以提高登陆创业板企业的整体质量,有效降低市场风险和投资风险。但是,倘若提高门槛,达到和中小板同等程度,创业板就可能失去了应有的意义。事实上,即便在著名的纳斯达克,其准入门槛也远没有一些人想象的那么高。

2006年10月30日,作为第一家登陆纳斯达克的中国软件企业,富基旋风在纳斯达克资本市场上市,虽然仅仅融资600多万美元,但在一个月之后,富基旋风的股价从6美元飙升到最高时的49.9美元,并



且在年终以出色的市场表现,成为2006年美国资本市场最佳IPO。富基旋风CEO颜春感慨道:“大家觉得像我们这样规模的公司(2005年销售收入仅有3900多万元人民币)根本不可能到美国上市,其实去纳斯达克上市没有想象中那么困难。”

在美国纳斯达克,上市标准共有三套,既有“110万的公众持股”、“每股买价至少5美元”、“至少有400个持100股以上的股东”、“须满足公司治理要求”这样的共同标准,每一套标准又有各自不同的条件。比如,第一套标准要求“股东权益达1500万美元”;“最近一个财政年度

或者最近3年中的两年中拥有100万美元的税前收入”;“公众持股的价值达800万美元”;“3个做市商”。三套标准只要满足其中的一套标准,即达到了上市要求。纳斯达克的低门槛、严监管做法,或值得我们借鉴。从国际范围来看,目前,企业融资模式主要有两种:一种是以英美为代表的以证券融资为主导的模式——证券融资约占企业外部融资的55%以上。一种是以日本、韩国等东亚国家及德国为代表的以银行贷款融资为主导的模式——银行贷款融资约占企业外部融资的80%以上。我国是以银行贷款为主导的模式,只不过是,由于融资增多,大部分中

小企业对资金的渴求无法得到满足。即使创业板推出,由于中小企业总量过于庞大,仍只能满足数量很少的企业融资需求,绝大多数的中小企业还是无缘创业板,仍然需要依靠银行贷款来解决融资难题。在这种情况下,我们尤其需要加强创业板上市公司的筛选。但是,真正具有成长性和发展前途的企业,未必就能符合苛刻的上市条件。如果标准过于严格,反而可能将这些企业提前排挤出局。因此,美国AIM市场干脆不设最低上市标准,除对会计报表有规定外,无规模、经营年限和公众持股量等要求。

我国创业板将两套标准变成三套标准,增加了中小企业的选择,降低了上市门槛,这种做法既符合国际惯例,也符合我国国情。从盈利能力的条件来看,第一套标准要求企业连续两年盈利且累计不低于1000万元。第二套标准要求最近一年盈利且净利润不低于300万元。而第三套标准只要求盈利但没有数额要求。这实际上增加了双方的机会。从中小企业角度来看,它们更容易登陆创业板圆梦。而从监管层和交易所来看,标准可以覆盖更多的中小企业,他们有了更多的选择对象,可以通过比较,让更具成长性和发展前途的企业上市。这显然更有利于创业板融资等功能的发挥。

■周志华 专栏

银行理财产品零收益率说明了什么



我国目前资本市场上可供交易的品种太少,只有股票作为主要投资对象,没有自己的备兑权证市场;不开放国内投资银行集合理财产品投向A股市场以外的机会,银行无法推出更具有创造力和吸引力的理财产品,难为银行去做“无米之炊”。而发展理财产品,也不是中国资本市场的根本前途。

就如同侦探小说爱好者喜欢看《阳光下的罪恶》之类的推理片一样,我喜欢研究银行新推出的理财产品,分析其背后的头寸构成是件快乐的事情。所以,稍早时候浦发银行理财产品“汇理财2006年第九期F2计划”收益率为零,近日浦发发展“聚财宝飞跃计划2007年1号股票篮子挂钩型理财产品”也遭遇零收益的报道,不能不引起我的高度关注。

此前,我对中国银行的理财产品“日进斗金”很感兴趣,它把黄金价格约定在一个范围之内,计算其有效计息天数。我还设计过一个理财产品:“付息储金”,向那些把纸黄金存于银行的客户提供低于活期存款利率的利率,使黄金不仅可以保值还可以生息,其主要原理是捕获美元波动率和黄金波动率之间的利率差。看报道,浦发银行的理财产品大致

情况是这样的:选择H股市场上4个有代表性的公司股票,中国石化、中银香港、招商银行、中国移动,计算其各自在一年内的涨跌幅度,然后套用公式:16%-(最高涨幅-最低涨幅),如果括号内的数值大于16%,购买该理财产品的客户就获得零收益;如果括号内的值为零,那么客户就可以获得最高收益率16%。其结果是:这四个股票中的涨幅最高的招商银行年涨幅约为90%,远远高于涨幅最低的中银香港年涨幅,导致括号内的值大于16%,客户收益为零。

任何一个理财产品都要确保银行本身无风险,同时又使得客户相信自己有利可图。我猜测,浦发银行构建这个理财产品的大致方法可能是这样的:将大部分委托理财的资金用于购买国债,确保到期本息的安全;然后将一小部分的资

金委托海外投行进行一系列复杂的操作。具体而言,主要有两个部分:以上这四个公司都有备兑权证的交易,投行的主要工作就是把表现股价涨跌的波动率转化为理财产品收益。我估计浦发雇佣的海外投行没有购买这四个股票的期权,而是进行了更复杂的交易。任何时刻,一个股票的期权都隐含着此时此刻市场预期为该股票未来一段时间内的波动范围,这就是期权交易中的隐含波动率(Implied Volatility);但是,该股票未来的实际走势却未必如当初人们所预期的那样,有可能出现超出隐含波动率所描述范围的波动,这就就会出现期权的实际波动率(Realized Volatility)高于期权的隐含波动率的情况。

浦发当初设计产品时,这四个股票期权各自的隐含波动率之间的差远远必是在16%以内的,而最终股价却远远超过了这个范围。浦发的海外投行伙伴可能是做空了波动率的利率差,他们希望四个股票出现同比例同方向的涨跌幅度。具体做法可以是:同时持有“实际波动率”的空头和“隐含波动率”的多头,由此来捕捉这两个波动率之间的利率差。遗憾的是,他们寸寸正好放反了,如果他们同时持有的是“实际波动率”的多头和“隐含波动率”的空头,就可能给浦发行的

客户带来高额收益,当然,在这种情况下,这个产品本身也需要重新设计。需要说明的是,以上产品剖析的内容完全是我根据相关报道所做的主观推论。

浦发、深发展银行的问题不是孤立的,各外资行的理财产品也曾经出现过类似的情况。我的一个朋友用港币买了某外资行的理财产品,结果不仅收益率为零,还错过了沪深股市的牛市,更令他恼怒的是,在这段时间里,人民币兑港币升值了,他的实际财富已缩水。无论是浦发银行、深圳发展银行,还是外资银行的零售产品部门,他们其实都是在为海外投行的衍生品销售交易部门打工,他们通过类似浦发银行这样的国内合作伙伴集合了更多的理财资金的委托之后,就可以参与更多的衍生品交易,并从中赚取更多交易佣金,此外,做市商的大额报价和浦发等国内银行之间的做市商之间也可能存在价差,从而有可能为海外投行提供更多利润。

现在市场上的大多数理财产品,就是把某个标的资产的波动率转化为理财产品利率,各个银行都在普遍应用这样的思路。我认为我国构建多层次资本市场不需要这样捆绑理财产品,我一直主张政府尽快开放由国内投资银行主导的“结构性融资”产品,这样就可以解决资本市场上需

上市公司该不该炒股?

◎郭凤霞

上市公司炒股现象再度引起人们的关注。某上市公司日前公布的年报显示,去年其炒股就赚了3亿元,手中一只重仓股市值超过3亿元。但是,这家在二级市场上“泼墨挥洒”的公司,去年实现净利润5.08亿元,用于研究发展费的现金支出却区区不足1000万元。孰轻孰重,两相比较,自然引起了人们对该公司是否有些“不务正业”的怀疑。

上市公司利用自有资金多渠道进入股市已不是什么秘密。随着去年股市火爆行情的延续,向市场公开发布公告,要利用闲置资金参与申购新股和其他证券投资的公司不下百家,一度成为交易所公告板上的一大景观。据Wind资讯对1496家上市公司的三季度统计发现,前三个季度所有上市公司的公允价值变动净收益总额达到了271.14亿元,平均每家上市公司贡献了1812.41万元;交易性金融资产总计达到了4302.58亿元。另外,前三季度A股上市公司共实现投资收益1814.31亿元,占净利润总额的32.16%。公允价值变动收益大增和交易性金融资产大幅增长,投资收益占比过高,说明上市公司入市热情高涨,已是不争的事实。

去年曾有多家财经网站对“上市公司该不该炒股”展开了十分激烈的辩论。一方观点认为应该,上市公司积极抓住证券市场进入良性发展的时机,充分利用资本市场这个交易平台,进行有益投资,炒股也是为了赢利,获取投资收益的最大化,参与新股配售、直接炒股获取价差收益,这本身就是一种市场行为,没什么错。另一方观点认为不应该,上市公司在股票市场募集资金后,原先计划中的投资项目变来变去,迟迟落不到实处,实际上,它们已经将大把的资金再回流到股市。同时,不排除个别公司利用股票市场进行“洗钱”活动,造成股市虚假繁荣的泡沫。另外,上市公司过多地涉足股市,其资产必然会发生从实物资产到虚拟资产的变化,从而大大加剧公司的经营风险,而最终的损失都会由投资者买单。

作为市场主体,上市公司积极入市并不是一件坏事。随着股权分置改革“收官”阶段的到来,大量收购兼并、重组整合、资产注入、整体上市的活动都需要上市公司的积极参与,需要大资金的有效运作,这种有益的投资是证券市场进一步繁荣和发展的基石。但是,人们反对的是利用资金优势在二级市场上直接炒股获取价差收益,与民争利,甚至是促使股价上蹿下跳“兴风作浪”的幕后推手行为;更加反对的是,公司管理层把主要精力花在炒股上,一味追逐短智的经济利益,而荒疏了自己家里的“一亩三分地”,懈怠了主业的发展,变得“不务正业”,将炒股收入作为公司主要的业绩支撑。作为一家上市公司来说,是不可能长期以炒股来维持“生计”的,在股市火爆之时,以股票投资获取收益,可能远比实业投资容易得多。但是,一旦股市下跌,那么灾难也就接踵而来,十多年来,中国股市的风险案例已经不胜枚举。

在波澜壮阔的牛市背景下,部分上市公司不专注于做好主业,而将巨额资金投入到低风险程度很高的证券市场中,这种情况显然已经引起了管理层的高度重视,深圳证券交易所在去年新发布的上市指引中就明确规定,上市公司不得把发行股票所募集的资金和银行信贷资金用于证券投资。要求上市公司合理安排、使用资金,致力发展公司主营业务。上市公司主营业务利润的比重在很大程度上决定了公司盈利的稳定性与持久性。如果像上述那家公司,对其与主营业务紧密相关的研发投入如此“吝啬”,仅仅投资1000万元,占其净利润不到百分之二,占其销售收入则更少了,那么这家公司主营业务的后续发展和未来竞争力不免会让人担心。企业不能过于短视,做大做强主营业务才是硬道理。只有上市公司的实业基础做实了,核心竞争力做强了,一个市场、乃至一个大国赖以维系健康运行的经济基础才能坚实。

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。