

■上证观察家

别指望热钱推高中国房价

在房价的所有利好题材都遭到恶炒,严重透支的情况下,面对远远高出国内民众实际购买力的房价,国际热钱还敢接接力棒,继续向上恶炒吗?由于政策限制带来的风险、房价累积涨幅过高、投资习惯及国外金融市场流动性高度紧张等原因,热钱不会选择在这个时候进入中国楼市。开发商应该顺势而为,及时降低房价,让利于民。

◎贾国

近日,笔者参加了一个研讨会,我注意到,许多开发商表示,目前低迷的房价只是一个假象,所谓的“拐点”也只是房价的“假摔”,随着热钱的涌入,中国楼市一定会迎来一波波澜壮阔的涨势。其理论依据是:

其一,人民币的升值效应。根据国际经验,以本币计价的土地和房屋的资产价格必然随着本币升值预期的不断增加而愈发具有投资吸引力,因为投资者能够获得人民币升值和房地产增值双重收益,目前我国的资产价格由于人民币升值正处于增值周期。

其二,中美利差倒挂。3月18日晚,美联储宣布降息75个基点,中美利率倒挂的局面进一步加剧。国际热钱不仅受到升值收益的吸引,同时还受到利差的吸引,汇差加利差所形成的综合效应,将吸引国际热钱进入中国楼市,从而,推动我国房价再上一个新的台阶。

早在去年,类似的这种观点就已令人耳熟能详,甚至有相关数据证明热钱

在涌入。去年,有媒体报道称,“境外资金非正常流动课题组”报告显示,目前有3000亿元人民币热钱在中国炒房。

笔者找到了报道的原文:广东专家受命成立的“境外资金非正常流动课题组通过问卷等方式,向30多家地下钱庄的主要参与者发出调查。“受访者”给出的答案令课题组惊悚,通过非正常途径入境的3000多亿美元资产中,正有相当大的比例的资金在深圳、广州、上海等地暗自潜行,并且“弃股炒楼”的迹象明显,进一步把高企的房价推上新高(见《市场报》2007年9月17日)。

老实说,看到这则报道,我对“地下钱庄主要参与者”的诚实非常感慨,他们不仅接受调查,还主动坦白热钱流到了楼市,并且,指出热钱流到的具体地点,以便有关部门调查取证提供方便。同时,我也非常感慨广东相关专家的勇气,他们竟敢用问卷的形式去向地下钱庄的主要参与者发出调查,以掌握热钱流向。

不妨让我们一起看看这些地方的房价走势。热钱流向广州、上海、深圳

楼市的报道,出自去年9月,当时被众多媒体热炒。而差不多正是从那个时候起,广州、深圳的房价开始步入调整阶段,就全国范围而言,截至目前,广州、深圳的房价下降幅度最大、下跌速度最快。也就是说,随着热钱大量涌入广州、深圳,这些地方的房价却出现了明显的下跌。这合乎逻辑吗?

因此,所谓热钱拯救中国房价、再次推高房价的说法,更像是一种幻觉。现在的实际情况是,许多地方的楼市成交量都在下跌,显示出来的状态是,房地产领域的资金在撤离而不是在涌入。笔者认为,国际热钱不可能在这个时候进入中国楼市。理由是:

其一,政策限制与政策预期。我国从去年开始,实施了限制外籍人士购房、限制外资炒房的政策,外资涌入炒房的难度加大。更重要的是,我国目前调控政策的核心是“双防”,重点是防止通货膨胀,而要达到将CPI控制在4.8%的目标,首先就必须控制房价。因为房价上涨,必然带动粮食价格上涨(一是比价回归因素;二是房价带动地价上涨,也带动土地所生

产的粮食价格上涨;三是房价刺激房地产开发,导致耕地减少,粮价上涨。),而且,我国楼市是非常典型的政策市,它的价格走向与政策面密切相关,这既增加了热钱流入的政策风险,也减少了热钱炒房的收益预期。

其二,房价累积涨幅过高。包括人民币升值在内的所有对房地产利好因素,都已经充分挖掘。体现在房价上,就是许多城市的房价都涨了两倍以上,一些重点城市的房价甚至涨了三倍以上。热钱涌入任何一个地方,其目的都是为了获取暴利。在房价的所有利好题材都遭到恶炒,严重透支的情况下,面对远远高出国内民众实际购买力的房价,热钱还敢接接力棒,继续向上恶炒吗?即使抛开政策因素,仅此一条,热钱恐怕也会非常忌讳。热钱追求的是短期赚钱效应,讲求快进快出,它们可不想被套在中国,且套在高位。

其三,投资习惯。研究美国的楼市,就会发现,其房价涨跌周期大部分时间都在十年以上,这在某种程度上影响了国外投资者的习惯。我国房价已经连续上涨了10年以上,目前即使不是上涨周期向下调整过渡之时,至少也是上涨周期的尾声,国外热钱会在这个时候介入中国楼市吗?更何况,美国次级债危机就源于房价下跌,美国许多投资者也因此被套的噩梦还心有余悸。

因此,所谓热钱大量涌入中国楼市的说法,最多不过是开发商这一既得利益集团为自己壮胆,继续忽悠民众踊跃买房,以逃避楼市正常调整规律的造势“艺术”而已。但是,有些经济规律是不可抗拒的,理性的开发商会果断走出昔日房价飞涨所带来的暴利美梦,顺势而为,通过降价让利于民,及时盘活资金,维持良性运转,而不是通过欺骗,通过编织美丽的谎言维持高房价幻想。

事实上,目前,热钱不仅不可能大量流向中国楼市,甚至有可能抽逃。受次贷危机影响,美国金融市场流动性的高度紧张,亟需资金。而且,发达经济体的股票市场都是实行保证金交易的,在股票大幅下跌时,如果不能及时追加保证金就会被强行平仓。在这种情况下,美国等发达国家的一部分热钱不得不从全球其他经济体(包括中国在内)抽走——这一结果可能正好跟一些开发商的期许相反,这有可能促使先进入中国楼市的热钱抽逃一部分,如果从这个角度来看,中国房价还应该有一波快速的下跌。

综上所述,指望热钱拯救低迷的房价是徒劳的。尽管如此,我们仍须时刻保持警惕,防止一些开发商因对资金的渴求而对热钱投怀送抱,通过与热钱的联手恶性外合,大搞私下交易,热炒房价,恶化民生,加剧通胀压力,加大宏观调控的难度。

(作者系资深房地产评论人士)

“股神”巨亏 97% 的启示

◎姜松

最新一期的《南方周末》报道了几个“股神”的炒股经过:湖南娄底的一位股民,在一年间,24万元的积蓄和借款缩水到不足7000元,亏损达97%;另一位股民则从17万元亏得仅剩8000元,他们之所以被称为“股神”,是因为同事将他们当成反向指标;一旦他们砍仓,同事们就立即买进,并且因此获利。“股神”的名声由此而来。

这则长篇报道引起热烈讨论,透过其中的细节,可以深刻地感受到投资者投资知识的匮乏和心态的躁动,正是这些缺陷,使得股民在面临股价波动的时候,不仅不能规避,减小风险,反而不断放大了自己的风险。以24万元变成7000元的结局为例,股市去年的最高点调整到3月20日的最低点,跌幅最深的个股达到60%多一点,即使“股神”买的是调整幅度最大的股票,如果不来回炒作,即使他买的是最高点,也远不至于亏损到如此地步。

而账单显示,这位“股神”在短短的一年时间里,交易次数高达500次,支付了超过3万元的手续费和超过3万元的印花税。

这种情况原本可以避免。比如,建立一个规则,当某个账户出现频繁的交易行为,且这种交易行为表现出非理性的倾向时,券商应该发出警示,提醒投资者,或对投资者进行相应的辅导。而这种机制在国外早就建立起来了。如果券商发现投资者有频繁的交易行为,会发出善意的提醒,不仅券商,甚至保险公司也建立起了这种提醒机制。去年,我们到美国看望一位表哥,我们的花销由他来承担,由于他频繁用信用卡消费,很快便接到保险公司的电话,问他是否有不顺心的事情发生或生活有什么不如意。原来,保险公司担心消费者这种反常的消费行为,可能是心理异常或遭遇某种不幸所致。误会虽然澄清了,但至少说明了国外对警示作用的重视。

券商对投资者提供提醒服务是理所应当的。以那位“股神”的交易记录为例,仅他一个人,就为券商贡献了3万元的手续费,而券商收取服务费就应该提供相应的服务。而实际上,我们的券商除了在开户时提示一下风险——只是走走场而已,投资者根本享受不到其他服务。券商的研究报告也只提供给机构投资者参考,散户投资者很难有机会看到。

当然,这更是一种矛盾。券商的目的在于追求利益最大化,他们巴不得投资者频繁交易,巴不得投资者不懂得理财知识,如果都遇到持股时间长的投资者,券商的收益还从哪里来?因此,券商在引导投资者理性投资方面没有动力。但是,券商至少应该承担一些最基本的义务,比如,前面提到的提醒。这种提醒虽然可以减少投资者的交易活动,减少券商的手续费收入,但却能够细水长流,一旦投资者因频繁交易而亏损殆尽,券商再也不可能从他们身上挣到什么交易费了。

显然,善意的提醒有时候是互利的,是双赢之举。我们现在需要制定一个规则,当某个交易账户出现频繁的非理性交易时,强制性要求券商发出警惕,并通过录音为证,否则,就以其失职进行一些处罚。如此,才能使投资者更加理性。当然,作为投资者,也应该尽可能地学习一些投资理财知识,尽可能地规避风险,获取收益。

股市低迷时更需要上市公司履行社会责任

◎王杰

企业社会责任并非一个抽象的概念,而是体现在具体的细节当中。作为上市公司,这种社会责任感既表现在努力做好经营,回报股东方面,也体现在顾全整个资本市场的大局,维护市场的稳定方面。具体言之,在股市持续暴跌,市场人气涣散的情况下,上市公司应该避免进一步伤害投资者信心的行为发生。

由于股市持续暴跌,与去年10月16日历史高点相比,截至3月20日,上证综合指数最大下跌幅度达到42.58%,在这期间,一些上市公司的疯狂减持行为及个别上市公司不计后果的庞大再融资计划,起到了落井下石、推波助澜的效果。

根据wind的统计数字显示,截至3月19日,今年已有156家公司发布股东减持公告,总减持股份数达到131558.31万股,总减持套现市值达194亿元。而超过2/3的股票在被股东减持后都出现了一定程度的下跌。

“大小非”减持对市场信心构成了最直接的伤害。众所周知,上市公司的大股东对上市公司的经营情况最熟悉,对上市公司的发展前景最了解,当这些最熟悉内情的人都纷纷抛售股票套现的时候,普通投资者还敢继续保持信心吗?更重要的是,这种减持行为导致了大小股东利益同向性的分化。股权分置改



革的最大成果就是形成了大股东与小股东的利益共同体,但是,当大股东减持套现,这种利益共同体有可能再次瓦解。

在众多上市公司纷纷减持套现的时候,我们也看到一些另类。3月19日,美的电器两大非流通股股东美的集团、开联实业主动放弃在今年3月22日限售股解禁时减持的权利。不减持作为一种积极的姿态,给投资者带来的信心和安慰。在美的电器发布承诺年内不减持的承诺后,其股价于3月18日的27.5元上涨到3月20日的31.97元。信心是维持资本市场健康发展的最重要的基础,它需要各个市场主体去用心维护,而在市场比较悲观的情况下,企业认真履行社会责任就是

对信心的最大呵护。

除了“大小非”减持,庞大再融资是近来挫伤市场人气的另一大因素。再融资本是一种市场行为,其本身对上市公司的发展具有一定的积极意义,但是,上市公司再融资应该根据市场情况和自身实际需求,慎重考虑投资者的承受能力。在股市持续暴跌,人气涣散的情况下,提出庞大的再融资计划无异于给低迷的人气雪上加霜。实际上,正是个别上市公司无视市场状况、无视投资者承受能力的再融资行为,挫伤了市场人气,动摇了资本市场赖以存在的信心基础。

在这次泥沙俱下的深度调整中,一些绩优股的调整幅度甚至远

远超过了绩差股,原因无他,这些股票是权重股,而可能提出庞大再融资计划的只能是权重股,因此,权重股不仅遭到了普通投资者的抛售,也遭到了包括基金在内的机构投资者们的疯狂减持。

根据事后媒体的一些报道,我们震惊地发现,个别上市公司为了达到再融资在股东大会获得通过的目的,竟然利用自己作为国内诸多基金的最大持有人所具有的无形的威慑力,对参与投票的基金发出要挟——你敢投反对票,我就赎回基金。个别上市公司不惜通过阴阳招挟持基金投票的做法,不仅开创了一个恶劣的先例,也践踏了自己所应承担的社会责任。作为资本市场的一份子,应该顾全资本市场的大局,而不应该冒天下之大不韪,一意孤行地不计任何后果地实施自己的再融资计划。在市场低迷的时候,上市公司起码的灵活性也是履行社会责任的一种表现。

目前,促使上市公司履行社会责任的制度环境还很不完善,市场对公司的社会责任还没有形成有力的约束,只能依靠上市公司自觉去履行社会责任的现状是脆弱的。我们应该通过加强对上市公司社会责任的全方位考核,推进相关的法律制度建设,构建更为完善的法律体系和社会文化,促进上市公司认真履行社会责任。具体到当下,就是履行稳定市场、重塑投资者信心的社会责任。

■专栏

防通胀的同时莫忘控制失业

失业率和通货膨胀率之间存在着交替关系,即此消彼长。在实行紧缩货币政策的同时,另一个政策手段——财政政策,必须给予配合。财政政策应该有一定的宽松度,以保持适度的社会总需求,以及适当高的经济增长率,以防止失业率的上升。

◎王福重

最近几个月,宏观经济政策部门以及经济学家、老百姓都把目光聚焦在CPI上涨为核心的通货膨胀上。防止通货膨胀已经成为宏观经济政策的首要目标,这当然是正确的和必要的。但是,宏观经济的另外一个问题,即失业,也不能被忽略。

失业与通货膨胀是宏观经济的两大核心问题。但是严格来说,失业才是头号经济难题。

通货膨胀的危害在于:当通货膨胀水平超过一定程度或者超过人们的普遍预期后,会发生收入的再分配效应,这种再分配往往有利于债务人而不利债权人,因此会动摇一个社会的信用基础;通货膨胀持续发生使人们对于未来的预期变得不稳定了,投资行为和消

费行为,都会变得紊乱;通货膨胀还可能造成税收的扭曲,也就是不具备纳税能力的人,由于名义收入超过了个人所得税的起征点,也需要缴纳个人所得税,这正是不久前提高个人所得税起征点的原因。因此,预防发生严重通货膨胀,是宏观调控的核心任务之一。

严格地说,当通货膨胀比较轻微的时候,只要收入的增长与通货膨胀同步,大部分人的生活不会受到什么影响。但是,失业(周期性失业)完全不同,不论严重与否,失业肯定是“坏事”。失业者没有工作,没有了收入,个人和家庭的基本生活会受到严重影响,严重的失业还会诱发社会的不稳定,干扰社会和谐。

前几年我国的通货膨胀率非常低,甚至出现了通货紧缩的局面,那时候,就业形势严峻,失业是大家关注的中心。现在情况反过来了,通货膨胀压力增大了,

人们关注的中心转移到了通货膨胀上。经济学的“菲利普斯曲线”表明,失业率和通货膨胀率之间存在着交替关系,即此消彼长。当通货膨胀上升时,失业率会降低。所以,在理论上,可以用提高通货膨胀率的办法降低失业率。基于此,有人认为,不必过于担心失业问题了。

但是,用增加通货膨胀率的办法降低失业率是有条件的,这个条件就是通货膨胀是由总需求膨胀造成的。因为总需求膨胀意味着生产出来的产品可以顺利销售,增加生产有利可图,所以,企业会增加对工人的雇用,失业率下降。但是,此次通货膨胀的原因很复杂,可能有总需求的因素,但是除了住房需求的非正常上涨外,总需求,特别是国内需求增加并不明显。比如,占GDP最大份额的居民消费需求,因为收入增长缓慢,就没有明显的增加。所以,此次通货膨胀主要的原因在于生产成本的上升而非总需求的增加。去年以来,国际原油和农产品等基础性产品的价格大幅上涨,是此次通货膨胀的直接原因。企业不涨价便不能生存,但显然,这样的价格上涨并不会增加就业。

实际情况也是如此,上述的此消彼

长并没有发生。国家统计局刚刚公布的数据显示,2007年我国城镇登记失业率为4%,与2006年基本持平,2008年的控制目标是4.5%,较2007年还调高了一些。

我国失业率的统计口径与国际普遍采用的口径有差别。我们采用的是城镇登记失业率,没有包括下岗职工和农村剩余劳动力。就是城镇人口,也只统计登记在册的失业者,如果城市失业人员不去登记,便不会统计到失业率中。所以,4%或者4.5%并不是实际的失业率。一般的估计是,真正的失业率是城镇登记失业率的一倍。现在,除了1.5亿的农村剩余劳动力以及下岗人员的问题依旧外,失业还出现了新的情况,即大学毕业生的就业难。现在每年毕业的大学生毕业生,有约500万,保守的估计是,其中有五分之一的应届毕业生找不到工作,这是个很大的数字,并没有统计到失业人口中。所以,当前的就业形势非常严峻,而通货膨胀无助于解决以上人员的失业问题。

相反的,在降低通货膨胀的政策手段中,有一部分措施还有增加失业的副作用。如治理通货膨胀可以采用的手段之一是经济衰退,或者降低经济增长速度,尽管有时这样做让人难以接受,但是,对治理通货膨胀,这是一个比较有效的办法。

经济学的“奥肯定律”说明,实际

中国资本市场 对冲套利脚步迫近

◎陈卫中

1997年东南亚金融危机,让国人熟悉了索罗斯和对冲基金,但这种熟悉仅仅是停留在人们的视觉和听觉层面。比如,对冲基金的投资理念就是成为市场价格体系的破坏者,对冲基金是一种高风险下的赌博投机等等,从而在主观定性基础上产生强烈的厌恶心理。

对冲基金真的是高风险下的赌博投机吗?在现代的《金融学》或《投资学》教科书中套利是个常识概念。从交易者目的的角度去解释,套利指套取同质或强相关交易品种不同定价的价差;从交易者行为方式的角度去解释,套利指同时买入及卖出同质或强相关交易品种,意图规避系统风险,而这就是对冲。由此可知,对冲基金的投资理念并不是索罗斯等对冲基金经理们的主观创造,而是建立在市场定价有差异这个事实基础上的逐利行为。有别于传统共同基金的是,他们的目标是跑赢大市,而是追求绝对投资收益。无论市场是上涨还是下跌,他们都希望获得正向投资收益。

对冲基金认为,在一段足够长的时期内,两类性质相似的证券之间存在稳定的比价关系。如果在某一时点,这个稳定的比价关系的平衡被打破,那么,经过一段时间后,比价关系迟早还会恢复到稳定状态。因此,在比价关系失衡期间,买入比价偏低的证券,卖出比价偏高的证券,就可能不受大市涨跌的影响,从而获得绝对投资收益。如果未来市场上涨,多头买入的盈利可以弥补空头卖出的损失;同样,如果未来市场是上升还是下跌,对冲基金的投资组合的收益率变化均不构成影响,只要上述两类证券扭曲的比价关系逐步修正为历史的稳定状态,那么对冲基金就能获得绝对收益。

对冲套利成立的事实基础与价值投资依托的“价值回归”路径其实在理念上没有区别,只是风险回避的方式存在本质区别。国外的实证情况也表明,当一个市场由快速增长进入长期盘整阶段时,往往是对冲基金大发展的时期,共同基金的投资经理们会从享受股市盛宴的狂欢中转身投入“轻大市重套利”的对冲套利投资领域。而这种转变正在中国目前的资本市场中悄悄孕育。

作为一个新兴市场经济国家,中国证券市场在20多年中取得了引人注目的发展。但是,整个证券市场仍处于发展的初级阶段,证券产品链还不够完整,投资策略的选择性较低。在这种市场环境下,投资者只能从事单边买入且持有的投资形式,只能从上涨的市场走势中盈利,客观上很难形成对冲套利的投资组合结构。随着中国资本市场的逐步完善,股指期货、债券期货等金融衍生产品的陆续推出,投资者就能够摆脱单边买入且持有的投资形式的束缚,从事对冲套利投资,从而改变“靠天吃饭”的市场投资窘境。

国外研究表明,对冲基金对资本市场的积极贡献在于:对冲基金活跃了市场交易,为市场(尤其是各种新型衍生金融产品市场)注入了重要的流动性;完善了证券市场价格发现机制,并在一定程度上降低了市场波动性;为投资者提供了分散投资、抵御系统风险的投资选择;确实能够带来较高的风险收益。对冲基金也有一定的负面影响,比如,杠杆融资在不利的市场走势下放大了风险,不利的市场环境可能会导致集中赎回;市场违约等等。事实上,上述的负面影响,除了杠杆融资是对冲基金特有的风险以外,其他的风险则是各类投资行为所共有的特征,把所有这些消极面都强加到对冲基金名下,视其作为一种赌博式的价格冒险是非常不客观的。

对冲基金的套利的途径主要包括:股票市场套利、事件驱动套利、固定收益套利、汇率产品套利和商品市场套利。目前我国的对冲套利实务可能还只能在固定收益套利的套利中,如国债回购方法下的固定收益套利。近期由兴业银行、中信信托以及国泰君安证券合作推出的“套利通”委托理财产品采取的投资策略就是典型的对冲套利方式,甚至可以说它就是支一年存续期的对冲基金。可以预期,随着中国资本市场的逐渐成熟,主观上由资本逐利推动,客观上起到修正市场扭曲价格作用的对冲投资理念将逐步站上时代的潮头。

(作者单位:南京证券金融创新部)