

挤压楼市泡沫是避免次债悲剧的捷径

次级债是嫁接在高房价所包含的泡沫之上的,是银行为了追逐自身利益最大化降低信贷门槛所致。武汉开发商将房价下调30%仍有15%的利润告诉我们,楼市的泡沫已很严重,正视楼市泡沫并提前挤压这些泡沫,是避免次级债悲剧在我国上演的捷径。

◎贾图

自去年夏季次级债危机爆发以来,美联储连续降息、冻结房贷利率,同时,美联储和世界其它国家的央行注资万亿美元,布什总统签署了1500亿美元刺激经济计划……然而,种种迹象表明,次级债危机对美国经济的冲击有愈演愈烈之势。信贷危机已不再仅仅是次级抵押贷款问题,优质贷款拖欠率也在上升,对遭受重创的楼市和疲软的经济构成威胁。

美国NAR(房地产经纪人协会)3月24日公布的数据显示,美国新房销售中间价较上年同期下降8.2%,跌至19.59万美元,创1968年以来的最大同比跌幅,美国1月份房价的中值为19.97万美元。成千上万的美国住房持有者为抵押贷款苦苦挣扎,越来越多的人选择依靠发薪日贷款来偿还房贷。而发薪日贷款是一种极具风险的贷款品种,借贷者往往因此陷入债务的泥潭难以脱身,此类贷款会导致更多的破产,会让更多的借贷者一无所有。

次级债危机正在无情地吞噬着美国经济的未来,不仅令美国政要忧心

忡忡,也促使越来越多的研究者发出悲观的预期。透过次级债危机,我们应该吸取怎样的教训?

有个别官员及开发商提出,美国次级债危机源于房价的下跌,房价下跌成为推倒多米诺骨牌的导火索,因此,要避免次级债危机在我国重演,就应该维持房价的稳定上升趋势,避免房价下跌。

从次级债危机中竟然得出了需要推动房价稳步上涨的结论,如果这算是对次级债危机的反思,就显得太令人啼笑皆非了。美国次级抵押贷款出现问题,与两大因素有关:

其一,它是嫁接在高房价所包含的泡沫之上的。美国房价在这个上涨周期中持续上涨,仅2004年6月至2005年6月,美国房价就上涨了13.43%,为20多年来最大同期涨幅。这个涨幅在国内人士看来或许不算了什么,但是,对于美国这样一个房价走势相对温和的市场而言却是一个惊人的涨幅,因为美国过去的房价在一个长达18年的周期中,累积涨幅也不过才15%左右。房价持续快速

的上涨,累积了大量的泡沫。诚如经济学家樊纲所言,1999年以前,美国

房价收入比曲线基本平滑,2000年以后则突然走高,脱离了稳定变化的关系,形成泡沫。而泡沫早就有破裂的一天。

其二,银行为了追逐自身利益最大化,在发放次级抵押贷款过程中降低了对购房人的信用等级要求,导致大量信用记录差甚至无信用记录者,获得贷款,并获得免税资格。银行大量房贷,向房地产市场注入了大量流动性,这实际上是在变相推动房价的上涨,加剧楼市泡沫的累积。

不难看出,美国次级债危机是人为推高房价,导致楼市泡沫日积月累最终破灭的结果。基于这种认识,我们目前应该严格房地产信贷,认真执行中央出台的房地产调控政策,压低房价,挤压其中的泡沫,如此,才能促使房地产的可持续发展,才能避免楼市因泡沫破裂出现的剧烈动荡。

必须看到,我国目前的房价已经远远超出民众的实际购买力,住房在某种程度上已沦为既得利益者炒作、投机获取暴利的工具。国际上通常用房价与家庭可支配收入比来判定房价是否合理。对于房价与收入比,联合国人居中心给出的上限是3:1,世

界银行给出的上限是5:1,而我国在2006年第三季度统计出来的数据显示:深圳市场房价与家庭可支配收入为15.76:1,上海为15.55:1,北京为13.55:1。美国次级债危机发展到现在,其新房销售中间价为19.59万美元,以目前的汇率计算,折算成人民币不到140万元,而深圳、北京、上海这样的城市,单套住房价格超过140万元的也已非常普遍。而美国的房价中是包含土地价格的。显然,我国的房价不是没有泡沫或泡沫合理的问题,而是泡沫非常严重的问题。

要避免发生类似美国那样严重的次级债危机,压低房价,挤压泡沫,避免泡沫的集中爆发是最佳选择。那么,我国房价下跌的空间有多大?在去年的全国两会上,全国人大代表袁超说:房价有下浮50%左右的空间。”他表示,从2006年-2007年间房价“疯涨”,大多数人们只能望“房”兴叹。炒房、房地产开发商的高额利润和权力腐败等诸多因素使房价居高不下,可直接计算部分约占30%左右,间接影响估计不会小于20%,这意味着房价有下浮50%左右的空间。袁超在建议中指出,开发商在项目开发过程中增加了开发商与权力交换的成本,而这些成本转嫁给消费者,推高了房价。

如果说全国人大代表袁超的说法还仅仅是一种基于社会现象的推断,那么,武汉东星集团东盛房地产

公司主动将房价下调30%,则以不可辩驳的事实证明了房价中泡沫的严重性。据央视经济半小时报道,主导这次大降价行动的是中国东星集团董事长、总裁兰世立,他的售楼部打出了“响应政府号召,平抑武汉房价”的横幅。据兰世立介绍,在把房价从8800元降到现在的6000元以后,还有10%到15%的利润。也就是说,倘若不降价,其利润率在40%到45%之间。而有的商品房起步价每平方米只有5500元(已经包含巨大利润),开发商们通过建立所谓价格联盟进行炒作,把它炒到每平方米12000元,其利润率之高就更不难想象了。

在今年3·15前后,国内一家财经报纸曾经评选了年度十大暴利行业,房地产业名列榜首,中国东星集团董事长、总裁兰世立通过现身说法,证实了这一点。我们在向这些有社会责任感的企业家致敬的同时,也应该正视隐含在中国楼市背后的巨大泡沫。经济发展史告诉我们,从来没有不破灭的泡沫,阻止它的唯一方法就是提前挤压出泡沫,以最小的成本消除这种隐患。对此,经济学家樊纲亦持同样观点,他指出,要在房产泡沫处于萌芽状态时,就通过反周期性宏观调控政策将其化解,以避免市场的波动。只有挤出泡沫,才可无忧楼市动荡带来的一系列问题。

中国太保破发是牛转熊标志吗

◎曲震宇

3月26日对于中国太保而言,是一个值得纪念的日子。这一天,中国太保以27.9元收盘,跌破了发行价。去年12月14日,中国太保网上发行,价格为30元。中国太保成为市场从6124点见顶回调以来的首只破发股。

中国太保跌破发行价,让不少业内人士开始对股市牛转熊产生深切的担忧,毕竟新股破发常常是熊市的一大特征,但是,如果考虑到中国太保发行时的市盈率,得出这种结论恐怕为时尚早。中国太保的发行价对应2007年预测净利润的市盈率高达35.84倍,而其上市首日的开盘价所对应的市盈率为61倍。

显然,过高的市盈率所隐含的泡沫因素,导致了中国太保破发的理性回归,跌破发行价还不宜作为牛转熊的标志,因为从市盈率角度来看,它当初的发行价定的太高了,在市场经济低落的情况下,它有实现价值回归的内在要求。

去年,由于大盘涨势如虹,新股发行的市盈率普遍抬高,中国远洋发行市盈率高达98.67倍,而研究表明,高发行市盈率和首日涨幅对公司股票未来的表现会有负面影响,要理解这一点并不难,看看中国石油的股价走势图一目了然。中国太保同样摆脱不了这个规律。

发行价对应的市盈率,是市场疯狂追捧的必然结果。以中国太保为例,其网上发行中签率仅为0.927%,中国太保破发变成了不灭的神话,伴随着新股赚钱效应的延续,是打新理财产品一个接一个的密集问世,资金数以亿计。统计显示,申购中国太保时,冻结的资金就高达28亿元。

因此,中国太保破发是不是牛转熊的标志尚有待观察,但它至少成为了新股破发赚钱神话破灭的标志。从去年上证综指创出6124的历史高点至今,中国太保破发第一个向投资者昭示了一级市场的风险,笼罩在一级市场上空的无风险收益的美丽光环开始褪去,因资金高度聚集于一级市场而导致的二级市场萧条的状况,或许有了一个转机。

中国太保破发,给投资者发出了一个明确的信号,这个信号将为狂热的打新股降温,那些以打新为目标的诸多理财产品也将被迫转型。假如达到这种效果,何尝不是积极的呢?

投资大师格雷厄姆在《聪明的投资者》一书中写道:“大多数新发行的股票都在适宜的市场条件下销售——对股票销售者而言这意味着对购买者不那么适宜。”去年,新股的赚钱效应曾经让市场怀疑价值投资大师的理念是否已在中国失灵,现在看来,以价值为核心的理念即使在不成熟的市场也是早晚都要遵循的。

中国太保破发是由于其网下发行部分从3月26日起开始流通,这部分股权为3亿股,而目前中国太保的流通股为7亿股,这意味着流通股将扩大近五成。在目前市场供求关系发生变化的情况下,一级市场的投资者出于对风险的厌恶,纷纷抛售出局。中国太保破发或许仅仅是一个开始,目前还有十余只股票的价格已经逼近发行价。如果说中国太保破发是由于市盈率过高导致的,还不足以将其作为牛转熊的标志的话,那么,当那些市盈率低的股票也跌破发行价,趋向于其具有价值的时候,也许,我们真的应该警惕了。

我们需要什么样的估值?

◎珑铭

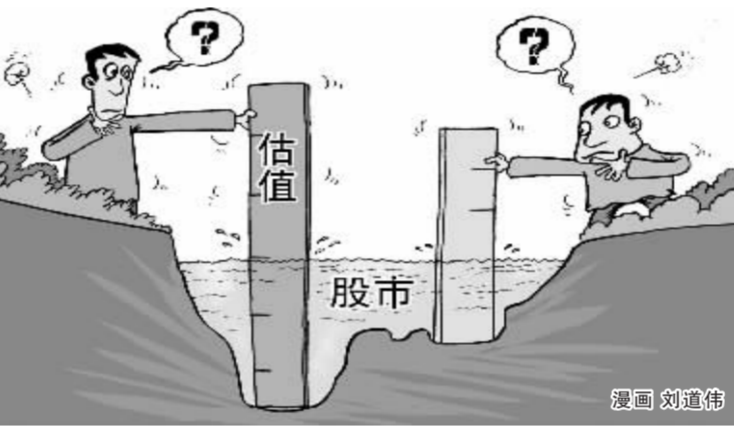
自去年11月以来,中国平安的股价从149.28元的历史高位一路下跌,最低达到48.30元。据报道,3月20日,某证券机构的研究员罗毅决定将中国平安的精算价值从170元下调为60.7元。去年10月30日,罗毅和他的同事发布研究报告称,每股中国平安的精算价值将达到170元。

罗毅曾因率先发现保险股潜在价值,一举奠定其在业内的权威地位。但是,从170元到60.7元的估值,仅仅发生在几个月之后,这种巨大的变化恐怕会令投资者感到困惑。因为,170元的估值是在中国平安于去年10月24日创出149.28元的历史新高后问世的,这意味着,受到此估值影响的投资者可能作出错误的投资决策。

普通投资者因为缺乏专业知识,常常根据历史走势判断某只股票的价值,而专业研究者则是例外,他们可以作出更具有前瞻性的判断。但是,在A股市场,我们经常不得不面对估值的困惑。在中国石油登陆A股市场以前,券商研究报告给出的估值大部分在30元以上,最高的达到43.45元。这种估值点燃了市场的狂热之火,投资者蜂拥入市,想抢到一个能够带来财富的筹码。但结果令人失望,截至3月26日,中国石油最低跌到了18.50元。160多万投资者被套,损失惨重。

去年10月10日,瑞银亚洲矿业主管Gheep与欧阳薇抛出一份报告,将中国神华目标价由此前评定的35.15港元直接大幅调高187%至101港元。瑞银认为,应考虑内地投资者愿意支付购买神华股票的溢价,来计算神华的正确价值。该行以内地煤炭股西山煤电最高的市盈率为基准,给予神华15%的溢价,因而将目标价调高至101港元(当时中国神华H股股价约为46港元)。

这一估值方法令市场愕然。估



值者是前瞻者,而不是迎合者。当时,就有内地的基金经理质疑:我们在A股困惑这么久,疯狂了这么久了,就想得到一些国际报告理性的分析,给我们一些理性的估值体系。但是你们不但不给我们理性,反而比我们更疯狂。”这种估值连同行亦感到匪夷所思。里昂证券研究部主管Andrew Driscoll公开回应:如果神华在2008年到101港元,

价值报告,将中国神华目标价由此前评定的35.15港元直接大幅调高187%至101港元。瑞银认为,应考虑内地投资者愿意支付购买神华股票的溢价,来计算神华的正确价值。该行以内地煤炭股西山煤电最高的市盈率为基准,给予神华15%的溢价,因而将目标价调高至101港元(当时中国神华H股股价约为46港元)。

这一估值方法令市场愕然。估

■专栏

春末夏初,物价将与股价反向运行

为最终在物价稳定的条件下催生和谐股市,降低印花税率、推出大小非减持“准则”、出台相应的再融资“准则”、最终打开融资融券业务大门等举措是可以期待的。而从中国经济运行周期特别是物价趋势的变化看,以能源、地产、金融、金属为代表的大盘股将会在一系列政策带动下走出与物价趋势相反的行情。

◎李国旺

不管什么时候,经济政策围绕物价的变化而变化,都是研判股市行情趋势的一个基点。

美元持续贬值加速形成的全球流动性泛滥,为投资者群体造成了钱太多了的幻觉。一边钱太多,一边非流通股还不能进入市场流通,这样的股票供给和货币供给失衡,催生过去近两年大牛行情的合理内核,即使市盈率偏高,但市场还是达成了自我共识,即股价上升是有道理的。

可当为遏制经济过热而使从紧的货币政策成了国家意志时,投资者猛然发现,原来似乎源源不断的货币供应,在基金发行停止三个月内却一下子变得短缺了,原来泛滥的流动性只是在银行系统内部循环,无法进入资本市场!问题的

严重性还在于,物价还在持续上升,新年过后CPI逼近两位数的升幅为从紧货币政策提供了决不能放松的理由。至少在沪深股市,曾经显得那么充裕的资金恐怕还得紧张一段时间。

如果大家将视野再稍稍扩展些,以历史的、全球的、长远眼光去审视,就能看得很清楚,国内本轮物价上升,是自然因素、国内政策和国际因素共同作用的结果。自然因素导致物价在短期内失去下降的可能,国际因素导致了美元流动性泛滥下的输入性成本推动物价上升的压力。但是,最核心的问题是中国经济已不堪负荷,如果只是单纯用提高利率的手段来抑制CPI上升,恐怕未必对症下药。因为物价上升还有供给短缺的原因。供给短缺是因为农业生产不经济,生产效率太低,农民无法获得平均社会劳动生产率下的收益。农民收益低,除了国家对农业投

入短缺,还有在加入WTO时没有注意到农业提供足够的保护。在近期看,还有农业生产成本提高不上农产品价格上升的原因。以当前的商业银行管理模式和社会保障模式,农民当工民的收入只能部分用于农业生产和最低消费,部分存入商业银行在农村的储蓄机构。这些储蓄存款经过银行系统的自我循环很快回流到城市,农民无法享受合理的贷款。

因此,在我国当前的经济模式下,笔者以为,要防止经济过热,遏制物价上涨势头,调控的重点不是货币政策中的利率价格政策,而是在总量控制下,确保财政政策能使农业有效率地投入,保证农业产出与居民需求的对应。经历了“猪害”和“雪灾”两大灾害后,面对自然灾害,中央政府短期内已在财政政策上加强了农业投入,这会在短期内起到稳定农业提高产出的作用。根据农业生产周期,笔者预测,春天过后,当生猪生产正常化并有大量生猪出栏的条件下,物价渐趋稳定是有保障的。这样预测的依据是雪灾后的财政扶持政策为夏粮丰收提供了保障,从而会使今年物价指数呈现前高中后低的曲线,即年初CPI经历10多年历史高位后,涨幅将会从夏天起逐

步回落,而这应该是金融政策内涵适度调整的时机。

当物价涨幅在自然和社会条件的共同作用下逐步稳定后,中国将在夏天迎接奥运盛会。奥运会是关乎国运的大事,需要自然、经济、社会、政治等方面的和谐。只有当人在和谐中实现利益目标,这种和谐才能有稳固的人心基础。和谐股市”构建成功的条件是股市的发展和投资者利益的保护密切相关。基于对国家、对社会、对市场各群体利益的多重分析,对近期多方面迹象研判,笔者估计,为最终在物价稳定的条件下催生和谐股市,下列举措是可以期待的:

一是降低印花税率。印花税率下降是世界性的趋势,在沪深市场,降低交易成本应当说为稳定股市和和谐股市构筑的人心工程。

二是为减轻在政策压力下的股票流通压力,推出大小非减持“准则”,具体规定减持的“触发”条件和回购的条件,从而稳定人心。

三是严格把关和审核上市公司的巨额再融资计划,出台相应的再融资“准则”。如果大股东作为再融资的发起人也要参与再融资,并且具体比例能与流通

股市楼市 分而“稳”之

◎诸葛立早

“要着力稳定股市和楼市,促进股票市场和房地产市场的健康发展。”这是国家统计局局长谢伏瞻在国务院发展研究中心主办的“中国发展高层论坛2008年会”上,提出的一个颇为引人注目的观点。

这当然是得民心的。股票市场从6124点下跌至今,已经有超过40%的幅度,离“腰斩”已是一步之遥。稳定股市,乃是千百万股民的期盼。楼市呢,虽说前些日子“跌声”四起,但最近中国房地产业协会披露的《中国房地产市场研究报告》指出,年底一些地区房价虽然出现了小幅下跌趋势,但只是房地产市场的一次短期调整,2008年房地产市场走势将继续平衡。看来,没有经过大跌的楼市,其“企稳”或许相对容易一些。

这不是书生的一厢情愿。楼市之“稳”,时下在房地产业已经形成共识。虽然今年以来的房地产市场不同往常的表现,引发对楼市走向的争论鹊起,但在众多知名房地产上市公司最近发布的2007年年报中,决定在2008年念起“稳”字诀的不乏少数。如,万科将2008年的主题确定为“虑远积厚,守正筑坚”,招商地产的主题是“精耕细作,稳步发展”等等

他们为什么众口一词地唱起“稳字经”?据说,一方面,房地产市场的宏观环境今年不会出现大的变化。另一方面,目前中国楼市特别是一些大城市前景依然不明朗。凡此种种,使他们从“骨子”里看到,“稳”不仅是一种策略,更是一种必然。

那么,股市能“稳”否?似乎还是见仁见智。前些日子,上证综指在大跌到3500点后稍微出现反弹,但人们对股市能否在3500点一带稳住,却心存疑窦。从报纸上看到,大多数券商的研究人员表现颇为谨慎,认为大盘探明底部还需要一段时间,况且,底部的形成是一个很复杂的过程,很难判断什么位置是底部,只能说现在的位置是个底位区间。如果长线投资的话,收益肯定比风险要大。另有一些人则认为,真正的底可能还没有出现。在央行信贷还没有出现放宽的迹象的前提下,市场很可能维持震荡格局,还会不断寻底。股市要真正“稳”住,必须是大家所担心的问题都消除掉。比如,管理层能有效地控制以囤钱为目的的恶意融资,能否对大小非的减持参照海外成熟市场的做法立规,倘若这些问题能够得到有效的解决,或许比出台降印花税政策还要管用。等等,等等一言以蔽之,对股市之“稳”,心中还是没有底。

虽然心中没有底,但为股市之“稳”建言立论者,还是不少。华生先生在去年股市特别红火时是一位“冷面人”,但他最近却认为,政府在市场发展中一直承担着重要角色,在现在股市大落的情况下,政府不应袖手旁观。现在适当政策干预是适时和必要的。对于干预政策的选择,华生还开了“药方”,包括大幅调减印花税率,市场融资的适当控制,给大小非减持开辟机构接手的渠道等一系列有利于稳定市场信心和政策的措施应陆续出台。不管是何种“药方”,真正决定股市能否“稳”的,是供求关系的平衡。要从战略角度考虑一个可对应巨大供给的需求政策,促进需求和供给的战略平衡。从供给方看,首先,在大小非解禁不可避免的前提下,要想办法控制这类存量供给的增长,特别是解禁的国家股减持,要尽可能严格控制。同时,要减缓增量供给,适当放慢IPO节奏,严格控制再融资速度,给市场以明确信号。供大于求,再有能耐也是“稳”不了。

谢伏瞻在讲到要着力稳定股市和楼市,促进股票市场和房地产市场的健康发展时,还特别提到,“要处理好保持实体经济平稳较快增长与虚拟经济的健康稳定之间的关系”。我以为,这是很有见地之语。股市可以归入虚拟经济一类,由虚拟经济的基础是取价于人们,这种产品的定价方式很大程度上取决于人们的预期和心理,区别于实体经济的成本定价方式。而所谓预期和心理,说到底就是信心。股市是信心经济的关键。股市走熊对实体经济的波及,首先当其冲的是金融业。由此可见,股市之“稳”,要把提升信心做实,而不是空喊几句口号。股市楼市,宜分而“稳”之为好。

当然还有诸如股指期货等发展、健全中国多层次资本市场的建设步骤,它也有可能提升市场人气。特别是投资群体对大盘股沪深300的狂热。正如笔者此前在本栏曾经说过的,有关保护市场和谐发展的政策未必能按计划出台,只能根据市场的发展需要适时而变。

鉴于中国经济的运行周期特别是物价趋势的变化,笔者预期到今年春末夏初时来临时,以能源、地产、金融、金属为代表的各大盘股将会在一系列政策带动下走出与物价趋势相反的行情。这个判断不算谨慎,也不大胆,一个多月后就会见分晓。