

■上证观察家

# 电信重组带来降价契机

移动业务与固话业务的整合使电信运营商自身内部就有了调节和平衡机制。同时,固话业务也将因与移动的联姻,获得一个全新的发展契机。因此,此次电信重组将能给消费者带来值得期待的实惠,至少,漫游费的取消与单向收费的实行,不再是遥遥无期。

◎陈军华

5月24日,由工业和信息化部、国家发展和改革委员会、财政部联合下发的《关于深化电信体制改革的通告》揭开了中国电信运营企业重组的大幕。《通告》指出:“基于电信业现状,为实现上述改革目标,鼓励中国电信收购中国联通CDMA网(包括资产和用户),中国联通与中国网通合并,中国卫通的基础电信业务并入中国电信,中国铁通并入中国移动”。

电信业的这次重组有一个非常明显但被许多人忽略的变化,主导重组的部委中,没有国资部门的影子。而在以往的电信业改革中,确保国有资产流失总是成为优先考虑的问题,其结果是改革的停滞。因此,这一细节变化其实显示出高层对我国电信业大刀阔斧改革的决心和勇气。也因此,电信重组带给消费者更多的希望和期待。

电信业重组,政府从宏观的角度出发,希望我国整个电信业有个脱胎换骨的变化;企业从自身经营和发展角度出发,希望占有更大的市场空间;至于

消费者,则更关心电信业重组能否带来资费的降低和服务质量的提升。

此次电信业重组,为漫游费的取消和单向收费的实行创造了良好的条件。从2001年到2006年,我国电信资费降价幅度为62%,电话初装费、手机入网费、占频费、区间通话费等等,都已经成为过去。但是,与国外相比,我国电信资费依然是非常高的。国外发达国家或地区消费者用于电话消费的金额不到收入的5%,而国内则达到了8%至10%。造成这一局面的原因,在于电信行业的高利润率。数据显示,我国电信企业的利润率高于20%,而其他国家不超过10%,在电信业发达的美国,利润率甚至不到1%!

电信资费的下降,乃是技术进步与新材料普及的必然结果。材料革命与信息传输技术的重大革新,使得电信企业的成本急速降低。如果从成本的角度来看,我国电信资费的降价幅度还应更大,那么,是什么阻碍了价格的降低?其中一个很大的因素,在于我国电信业的市场失衡,而这种失衡状况不仅无法通过市场自身的力量加以

平衡,还可能因市场的调节作用变得更加严重。因此,我国电信资费的价格主要并不是根据成本而变化,而是更多地受到行政力量的控制。

以漫游费的取消和单向收费的实行为例,中国消费者在数年里不停地要求和呼吁,但有关部门自始至终不敢松口。原因正是电信业市场结构的失衡。正如信息产业部有关人士所言,漫游费降幅过大有可能导致移动取代固话的趋势进一步加剧,让中国电信、中国网通等境外上市公司因用户骤减而市值缩水,并使中国移动一家独大的格局愈演愈烈,市场竞争进一步失衡。固定电话运营商也认为,降低移动电话国内漫游话费将造成企业静态收入减少,对企业经营带来一定影响,企业经营会更加困难,这会加快手机对固定电话的全面替代,使强者恒强。

这种顾虑是真实存在的。中国信息产业部1月28日发布的统计数据显示,截至2007年末,全国手机用户数约达5.47亿户,普及率达41.6%,月均增加718.56万户。而固网运营商用户大量流失并已开始消耗存量用户。截

止到2007年年底的数据显示,中国两大固网运营商电信和网通一年中总共流失固网用户682万,其中网通固话用户流失411万,而电信则流失固话用户271万,今年1月至2月,我国固定电话用户又进一步减少了326万户,而用户流失的主要原因就与移动通信费用的降低有关。

一旦大幅降低或取消移动漫游费,用户在异地使用固定电话的时长将减少,移动话费将大幅增加,使得固定电话运营商难以维系。因此,照顾固话作为漫游费迟迟不能取消、单向收费一直难产的根本症结。

而这次电信重组的重要原则之一就是全业务,即“六”变“三”后,三大电信运营商都是既有移动业务,又有固话业务,形成了“穷帮富”或“富帮穷”的格局,从而使其自身内部就有了调节和平衡机制,固话用户减少的损失可通过手机用户的增长来弥补,从而,使得有关部门不必再担心固话运营商因为单向收费或漫游费的取消,而在经营方面陷入绝境。

并且,由于是全业务,为固话业务的发展与创新提供了一个良好的契机。固话运营商在获得移动牌照后,所能组合及延伸的新业务前景非常广阔。数据显示,尽管移动对固话业务的蚕食速度在加快,但是,固网在非话音业务发展方面并不落后于移动网,固

网在宽带和数据业务上的优势甚至还大于移动网。并且,固网可以通过与移动的联姻,借助已有的宽带优势,加速视频通话等业务的推广和普及,从而,赋予传统固话以全新的内涵。这意味着,固话运营商将从困境中走出来,迎来一个新的发展空间,相应的,它们坚定地反对取消漫游费与实行手机单向收费的立场也将发生动摇,这有利于电信资费的整体下降。

并且,全业务将使得固网目前存在的缺陷以最快的速度得到弥补,使得固话从弱者向强者的角色转换,从而,对资费价格产生影响。我们知道,在撼动电信资费方面,固网的小灵通所扮演的角色要远远大于联通,它是固网运营商打入移动领域的一个楔子,迫使移动不得不降低资费标准。但由于小灵通受到技术限制和无移动牌照的限制,难以对移动形成持久的挑战和影响,不仅如此,小灵通带来的手机话费的降低,又反过来对固话业务造成挤压,使得小灵通在降低资费过程中扮演了一个有效但悲壮的角色。而全业务使得小灵通补上了移动牌照的短板,它将从颓势中走出来,迎来一个快速发展的时期。

因此,此次电信重组将能给消费者带来值得期待的实惠,至少,漫游费的取消与单向收费的实行,不再是遥遥无期。

## 深圳房价结构性下跌还将继续

◎陈波神

仅仅半年的时间,深圳房价从17350元/平方米的高点,快速下跌至4月份的11962元/平方米,跌幅超过30%,而银行对房价持续下跌的预期,直接导致了收缩消费贷款投放的行为。

房价下跌预期又是如何形成的呢?很明显是基于对房价泡沫的认识。在市场上,普遍存在两种需求,即自住需求和投资需求。在理性的市场环境下,自住需求占据主导地位,房价基本上由供求关系决定。房价出现上涨后,投资需求迅速增加,房价则由成交堆积决定,即资金推动的价格单边上涨,表现为成交活跃,二手房尤其明显。一旦投资需求超过自住需求,市场的主导力量就开始演变为投机,房价泡沫也就出现了。

房价泡沫何时破灭呢?众说纷纭,比较一致的观点是银行消费贷款实行额度控制,切断了投机客的资金链条。实际上,上述观点只是房价泡沫破灭的诱因罢了,根本原因还是市场理性选择后的价值回归。因此,房价的合理高度,也是自住需求与投资需求相对均衡状态下的博弈结果。自住需求与投资需求如何博弈呢?观察一手房与二手房的成交就知道了。

回顾深圳2007年以来商品住宅的成交情况,大致可以得出如下结论:其一,成交在先,价格在后。即房价的上涨具有滞后效应,2007年2月份成交面积开始放大,4月份房价才上涨。其二,投机成为房价上涨的主要推手。二手房成交显著大于一手房,表明投机资金十分活跃。其三,房价并未见底。目前的房价已回到去年2、3月份的水平,但一手房成交仅相当于去年8、9月份的水平。其四,二手房成交一旦超过一手房的两倍,意味着房价的拐点即将到来。

假定初始状态市场上全部为一手房供给,当年成交100万平方米,其中自住需求与投资需求各半,均为50万平方米。至第二年末,二手房成交为一手房的两倍,即200万平方米。相当于一年之内,投资需求的50万平方米成交了4次,即每3个月在市场上转手一次。根据现行的房地产抵押登记制度,3个月之内要办理完房产交易手续,已经有有些捉襟见肘。交易成本明显制约二手房的转手频率。

假定一手房及二手房成交均由两部分组成,即自住需求和投资需求,且自住需求对一手房和二手房的选择无差异,去年同期为10048元/平方米,差距仅10%左右。特区内商品住宅成交均价较去年同期高出5113元/平方米,差距在30%以上,下跌空间依然很大。特别是盐田区、罗湖区和南山区,房价同比明显偏高,极有可能在未来领跑深圳房价。

不难发现,深圳房价正在供求关系的主导下继续理性回归的进程。即便是一手房成交与二手房成交十分接近了,也不能说房价就见底了。毕竟这只是房价见底的必要条件,而非充分条件。房价见底的真正信号是什么呢?非成交量莫属,单月成交面积达到去年的平均水平90万平方米,或许才可以确认房价的底部。

## 城乡利益再调整不能过于依赖市场

◎冯光明

国家统计局总经济师姚景源表示,第七届中国高峰论坛上表示,物价上涨主要原因还是中国深层次的经济结构失衡。姚景源认为,这次价格上涨是市场对城乡利益的一次再调整,如果站在农民的立场上价格上涨是好事。现在最大的问题是农民没有话语权,他说:“我相信没有一个农民会说猪肉涨价不对。”

的确,今年1至4月份,我国CPI平均涨幅达到8.2%,其中,食品价格上涨占了84.7%的比重。但是,这并非就意味着市场对城乡利益的调整在步入合理轨道,相反,深层次的经济结构失衡问题可能变得日益严重,它需要相关政策进一步发挥调整作用。

首先,在粮价、猪肉价格上涨的过程中,农民并非最直接的受益者。据调查,由于2006年养猪亏损,许多农民在2007年放弃了养猪,在猪肉价格上涨的过程中,只有一部分仍坚持养猪的农民从中受益,而相当一部分利润则流到了规模较大的养猪企业手中,而这些企业又大部分分布在城市。

即使养猪的农民,收益也并不明显。一方面,即使在猪肉价格涨到每斤20元的时候,毛猪的收购价也很低,只有5元到7元左右(去年2月份的时候毛猪只能卖到每斤4元多一点),其中的大部分



利润被中间商获得。由于养猪的农民比较分散,市场信息来源渠道少,中间商可以最大限度地压低收购价格。另一方面,养猪的成本也在急剧上升。有记者在调查中惊讶地发现,尽管猪肉价格屡创新高,仍有一些养猪的农民发生亏损,一头猪最多的甚至亏损300多元。

其次,农村承受着比城市更大的通胀压力,这抵消了因粮价和猪肉价格上涨给农民带来的部分实惠。从去年年初至今,我国物价上涨速度农村快于城市的现象不仅持续存在,而且有加快速度。2007年,我国CPI上涨4.8%,其中,城市上涨4.5%,农村上涨5.4%,农村比城市高出0.9%。而今年3月份,我国CPI

涨幅农村比城市高出1%,4月份,农村比城市高出1.2%。这意味着,农村比城市承受着更大的通胀压力。

同时,农民的食品支出比重也高于城市,加之农村食品涨价幅度也高于城市,食品价格的上涨将迫使农民不得不挤压其他方面的支出以满足温饱,使得食品占农民总消费支出的比重进一步提高,生活水平进一步降低。并且,1到4月份,农村地区非食品类价格的上涨也在加快,这意味着,农民因粮价、猪肉价格上涨得到的好处,被部分化解。

再次,就是农村生产资料价格的快速上涨,加大了农民种粮的成本。近年来,化肥价格、农用柴油、农膜、农药价格等农用物资全

面上涨,种粮成本越来越高,导致农民种粮积极性降低。以化肥为例,从去年下半年开始,化肥价格全部上涨,磷肥一吨涨了50元,复合肥一吨涨了300到400元钱。农用生产资料价格涨幅远远大于粮价涨幅,使得城乡利益的再调整陷入困境。

值得一提的是,国家对化肥等农业生产资料价格还有一定程度的抑制,如果完全听任市场调节,中国更深层次的经济结构失衡问题将更加严重,农民的收入将日益减少。因此,平衡城乡利益分配关系,不能过于依赖市场,还需要政策给予更多的倾斜。最直接的一个问题是,财政应该给予农民更多的补贴——这是目前避免城乡利益分配进一步失衡的唯一选择。目前,世界上几乎所有的发达国家,都采取工业补贴农业的政策,对农业的补贴非常高。以德国为例,德国政府给每头猪的补贴大约为30欧元(折合人民币312元),而我们这里农民养猪要缴纳的税费在70元左右。因此,即使比较绝对价格,德国猪肉价格也比北京、上海便宜。

在现有的条件下,通过依靠市场去缩小城乡收入差距是不现实的,财政必须加大物价力度,让农民从种粮、养猪中分享更多的收益。如此,不仅可以平衡城乡之间利益分配失衡的状况,也能更有效地抑制食品价格上涨推动的CPI上涨速度,有利于缓解我国通胀压力。

乎将其去年盈利的大半丧失殆尽,以至于现在不能不战战兢兢地被迫面对赎回的考验。至少到目前为止,基金的逼空只有一个结果,那就是损人不利己。

基金一直在倡导价值投资,一直在谈正确估值,可细究起来,基金似乎从来也没有自己的价值估值体系。人云亦云的过重的悲观预期动摇了基金经理的信心,也摧毁了他们应有的理性与智慧。基金无论如何也无法解释的是,为什么在“狼来了”的时候,总是像狼性大发的大狼狗一样,浑身散发出的是一股“狼”的气息?基金不顾一切的做空,成全了QFII等国际资本的最佳抄底机会,却损害了本土投资者包括基金买单人的利益,影响所及何止是股市的稳定?

基金仓位所显示的“出工不出力”不过是假象,不可能有利于其洗刷“砸盘者”的罪名。在某种意义上,“出工不出力”即使是消极怠工,也是一种倾向性表示。表面上的“出工不出力”甚至反而有可能是对不动声色的反向出力的最好掩护。更何况,仓位水平“出工不出力”的假象其实是通过出力太多的换手率来维持的。而这,才是真正最让人害怕的。为什么总有一些基金在做空,同时也总有一些基金经理在见异思迁?如此频繁的基金持股的换手率以及基金经理的换马率,恐怕在全世界也不多见。这除了反映出基

■专栏

## 当好“牧羊犬”是基金的最大政治

对于陷入困惑中的基金来说,首先要明确,它的市场定位就是做市场忠实的牧羊犬。从这个定位出发,最重要的职责当然就是维护基金持有人也即广大投资者的利益。过多注重短期业绩排名而忽略谋求更重要的长期利益,只顾基金管理费以及基金经理薪酬的旱涝保收而置广大基金持有人或投资委托人利益于不顾的太随便的出手,最让人无法容忍。

◎黄湘源

基金也烦恼。烦恼的不是找不到北,而是怎样才能洗刷掉“砸盘者”的恶名。尽管并没有对“不抛售、不空仓、不发国难财”的爱国市”盟约有过任何承诺,而且,基金也大可以用自己的仓位来证明自己并没有“不讲政治”,但是,基金们也知道,仓位其实说明了什么。重要的是,基金现在不仅不知道方向,对究竟该有怎样的估值定位其也很茫然,讲不讲政治又何从谈起呢?

说起来,不要说把基金当成“爱国市”的守望者不过是散户的单相思,就是所谓市场“稳定器”的说法又何尝不是管理层的一厢情愿呢?无数的事实证

明,在“羊群效应”的面前,基金不过是不折不扣的大散户。当然,在基金把中小投资者的钱募集之后进行整体投资时,其所拥有的资金实力就是一般的私募机构也是远不可比的。可是,集中了大量专业人才并在一定程度上拥有股票价格发行和交易价格某种话语权的基金,却在很长时间里靠吃政策偏袒而不是自身的专家理财水平过日子,这种情形至今未有明显改变。嘴上说价值投资而行动上又比谁都耐不住寂寞,总是在自以为忽悠了别人的时候一不小心就被别人给忽悠了一把,等到发现被别人忽悠的时候,为时晚矣。

把基金在6000点以上的建仓简单地归结于有关仓位比例规定下的被动性行为,其实没有道理。尽管对于当时

## 警惕国际资本在华制造金融危机

◎章玉贵

在以美元为主导的世界金融体系再次面临二战以来最严重危机的形势下,转移经济风险,已是美国在经济日渐失衡的既有约束框架下,继续保持其在国际金融竞争中优势地位的最优策略。而其极为倚重的推手就是在世界经济舞台上呼风唤雨的国际资本。目前,国际资本可能正在试图通过在中国制造金融危机来延缓中国经济崛起的步伐。

令人担忧的是,中国的经济与金融漏洞也为国际资本在华制造金融危机提供了可能条件。尽管普遍的看法是:中国金融体系自1997年以来取得最明显的进步是初步解决了两大问题:一是系统性风险过高问题;二是金融机构出资人制度改革问题。但现在看来,上述两大问题依然未得到根本解决。而随着中国资本项目的渐次开放以及人民币的持续升值,近年来热钱加快了进入中国的步伐,直接助推了股市和房地产泡沫的形成,而人民币的逐步升值,又加大国际资本投机人民币汇率的动力。其直接表现则是中国外汇储备的迅速增加,迫使人民币发行投放市场量的增大。受此影响,中国的货币供应量M2一直保持高位增长,远高于GDP的增长速度,带动了资本的流动性过剩与物价逐步上涨。而当热钱获利回吐并重创本土投资者的信心之后,在发达国家重估风险的情况下,又纷纷逆转涌回发达国家,在加强发达国家金融机构的稳定度同时,又导致中国等新兴经济体证券市场价格大幅度缩水,股市暴跌。

另一方面,国内目前的金融政策正在逐步强化人民币和美元之间的无风险套利机制,并允许外资在此机制下自由流动,寻求套利空间。随着外资不断涌入及成效不彰的金融产品创新,随着从紧的货币政策势必加剧生产领域中货币紧缩和流通领域中货币过剩的流动性二元化现象,而金融调控的空间和手段有限以及央行冲销成本日益增加、资产价格的膨胀和巨额热钱流入等已经显著增加了中短期的金融风险。显现,国际过剩投机资本大量流入我国,既是规避国际金融市场动荡的风险,也是对人民币套利机制的驱动。如果人民币汇率持续大幅度升值和资本流动逆转风险,资产价格大幅波动则从汇率和热钱问题中衍生出来,倘若没有金融资本市场锐意进取和创新成功,则发生系统性金融风险乃至大规模金融危机可能性剧增。

如若中国爆发金融危机,极有可能导致经济低迷5至10年。A股的大幅下挫,负面影响已经相当明显,权重股成为重灾区,太保、中煤能源、中石油等权重股相继破发,带动个股全线普跌,使中国经济最具价值部分的定价权易手外资掌握,而如果股市继续下挫甚至崩塌,势必严重影响商业银行健康发展。因为市场跌入熊市以后,资金将回流银行,而银行股在股价指数中权重巨大,一旦银行股的收益受到储蓄回流的影响,必将进一步拖累股市,银行将陷入持续下跌的恶性循环,更严重的问题是,过多的银行资金会引发大量放款冲动,从而出现严重的信贷风险。进一步地,随着银行坏账可能进一步增多,爆发次级抵押贷款危机的可能性将大大增加。果真如此,中国经济将会像十年前的东南亚国家那样为之付出5至10年的低迷代价。

鉴往知来的反思告诉我们,在愈来愈不确定的经济环境中,新兴经济体发生金融危机的几率比以任何时候都要大。金融安全直接关系到国家经济社会稳定大局,关乎人民群众根本利益,中国在审慎开放金融的同时,更应密切关注系统性金融风险,必须把维护金融安全稳定放在首要位置。事实上,透过新兴市场经济开放的实践过程和亚洲国家金融危机的经验教训,我们发现,金融调整的重要性某种程度上比金融创新更重要。

要达到管控金融风险,维护金融和社会稳定,保障国家经济主导权的目的,亟需改变金融分业监管的局面,把预防、阻击热钱进入作为一项长期工作,在充分掌握金融信息的前提下,对频繁进出中国金融市场的热钱保持高度的警惕,建立高效能的预警机制,密切监控热钱流入,规范外汇资金流入和结汇管理,重点查处违法违规资金流入,并加强国际合作以防范国际短期资本对我国经济金融安全可能带来的冲击。(作者系上海外国语大学东方管理研究中心副主任)

金及其经理人的心态不稳之外,也反映了现行基金管理体制的不合理。如果说,对短期业绩排名的过多注重不利于引导基金去谋求更重要的长期利益,同时也是导致其一再重犯一叶障目因小失大之错误的重要原因,那么,只顾基金管理费以及基金经理薪酬的旱涝保收而置广大基金持有人或投资委托人利益于不顾的太随便的出手,则是令基金持有人所无法容忍的,这也是足以令基金以及基金经理信用大损的一大制度性缺陷。

当然,退一步讲,“出工不出力”如果反映了基金的困惑,那么,对于陷入困惑中的基金来说,则或许还有“孺子可教”的机会。就当前而言,教育基金唯一可行的办法,不是给其以方向的提示,也不是加以这样那样的行动限制。对于基金来说,首先就是要明确,它的市场定位既不是对“羊群效应”的盲从,也不是对“狼图腾”的皈依,而是做市场忠实的牧羊犬。身为牧羊犬的基金,最重要的当然就是维护基金持有人也即广大投资者的利益。无论在什么时候,无论发生什么情况,基金持有人和投资者的利益都是与整个证券市场的稳定联系在一起,尤其是在当前抗震救灾的非常时期。

忠于牧羊犬的职守,就是基金最大的政治。