

OBSERVER | 上证观察家

# 通货膨胀是我们必须负担的成本

◎ 冯玉明

这一阶段,对通胀压力的担心是影响证券市场信心的一个重要因素。市场对通胀压力的担心主要有以下几个方面:一是全球粮食价格是否还会继续上涨;二是不断走高的大宗原材料价格是否会传导到CPI从而加剧未来通胀的压力;三是目前的高物价是否会导致政府出台更严厉的高通胀政策,进而导致经济的硬着陆。对于这些问题,我们的看法是,近年来粮食价格以及大宗原材料价格的上升,是包括中国在内的许多新兴经济体工业化的一个必然结果,同时也是工业化进程中必须负担的成本。就中国经济增长的特征来看,大宗原材料价格上涨向CPI的传导力度将有限,而目前全球粮食价格也已见顶迹象,因此,国内CPI继续走高的可能性不大。在此情形下,政府出台严厉紧缩政策的可能性不大,未来经济仍能保持高速增长。

目前,推动国内CPI上涨的主要因素仍是食品价格,如4月份CPI8.5%的涨幅中,食品价格贡献了6.7个百分点,非食品价格的贡献仅为1.8个百分点。关于食品价格的上涨,可以归结于很多因素,如食物结构的转换、全球生物燃料的发展以及国内的生猪生产受到去年的疫情影响等,但另一个主要因素还在于全球许多发展中经济体如金砖四国(中国、巴西、俄罗斯、印度)和VISTA五国(越南、印尼、南非、土耳其、阿根廷)都在快速工业化,在此过程中,随着农业劳动力向工业的转移,农产品价格必然会出现阶段性上涨,以保证供需达到一个新的均衡。这可以从一些发达经济体的发展经验中得到验证。

中国当前的发展阶段大体相当于上世纪1966年—1970年时的日本,那时是日本工业化最快的阶段是,大量农村劳动力向工业转移,而在1966年到1967年,日本国内食品的价格也出现了年均9%左右的涨幅,明显高于其他消费品价格的涨幅。但这种上涨只是阶段性的,日本的食品价格在1968年下半年后便明显回落,尽管在当年及后两年,日本经济仍保持了10%以上的高增长。

就国内未来食品价格的走势看,我们认为,工业化进程导致的粮食价格上升的调整已基本完成,而全球粮食价格也出现了企稳迹象,如联合国粮农组织的粮食价格指数在4月份出现了15个月来的首次小幅下降,并且粮农组织预期粮食价格继续走高的可能性不大,甚至将开始下跌,因为农民们抓住粮价达到创纪录高位的机会,扩大了粮食种植面积,因此,我们认为,国内食品价格的上涨也已基本见底。

决定未来通胀压力的主要因素是原油等大宗原材料的上涨会在多大程度上传导到CPI。我们认为,影响会有,但不会太大,因为有两种力量会限制传导的幅度。一是技术进步带来效率的提高,在市场竞争仍然激烈的情形下,企业会消化一部分。二是我们目前正处于工业化进程的成熟阶段,该阶段经济增长的重要特征就是经济增长主要靠再生产能力的扩大和资本的快速积累拉动,这也意味着大宗原材料

价格上涨的影响主要会在投资领域内循环。

从历史经验看,我国在2004年也经历过工业品价格和消费品价格同时快速上涨,而在回落时,消费品价格是作为全球最大的原油消费国,美国对外部原油的依存度在下降。根据美国能源情报署的数据,今年一季度,美国进口原油在其原油消费总量中的比重由去年同期的58.2%下降至57.9%,这是该比例自1977年以来首次出现下降;而且,能源情报署预期,随着人们针对高油价调整自己的消费行

为,加上2007年12月生效的《能源独立和安全法》的影响,这一趋势将会持续下去,从现在到2030年,美国的石油净进口量预计将出现下降,结束过去30年石油进口增长、国内产量下降的单边走势。这对于原油价格的走势无疑是有积极意义的。

大宗原材料价格的上涨是中国快速工业化过程中必须负担的成本。因为目前不但中国在快速发展,许多新兴经济体也都在快速增长,对原材料的需求都在快速增加,这与欧、美及亚洲新兴工业化经济体工业化进程中所面临的情形是完全不同的,那时是少数国家发展,大多数国家提供原材料,而目前是一大批经济体在发展,单纯提供原材料的经

济体在不断减少,在此情形下,大宗原材料价格的上涨将是必然的。有观点认为,大宗原材料价格的上涨使中国经济发展成本增加,因此中国应该大力紧缩需求,以促使大宗原材料价格的回落。但这无疑是“饮鸩止渴”,其结果将使中国丧失宝贵的发展机遇。因此,保持现有的政策力度,同时采取各种措施增加供给,使经济在保持较快增长的同时,尽快完成工业化进程,才是更为合理的选择。

总之,通货膨胀是我们这一发展阶段必须负担的成本,是高速增长带来的正常经济现象,我们没有必要对此惊慌失措甚至过度悲观。

(作者系东方证券研究所宏观经济首席分析师)

## “退地”是楼市步入调整的又一征兆

◎ 珑铭

最近,上海多家媒体披露了上海普陀长风生态商务区4号东南地块被开发商“退地”的消息。市场人士分析指出,以起出底价几倍的高价拿地,在楼市风向变化时就可能面临无力开发的问题。去年9月,该地块经过两个多小时440轮叫价的艰苦“鏖战”,以11.04亿元一锤定音,超出底价3.14亿元250%,折合楼板价约1.64万元/平方米。

而这种现象并非个别。据报道,2007年9月11日,福建融信地产以总价9.04亿元、每亩单价近2000万元的高价拍得白马路地块,成为轰动一时的“地王”,楼面地价高达9953元/平方米。到今年3月初,融信地产不惜损失7000万元土地保证金,将昔日高价拍得的土地退还;5月14日,万科将公司所持有的东莞万科置地有限公司50%股权转让,项目公司所持有的正是一年前前土地价格疯狂飙升时拿下的“地王”东莞南城水濠村地块(折合楼面地价为3772.3元/平方米)。由于当地房价已经降至5000元/平方米左右,按当时拿地价格,开发商几乎没有利润可言。

地价持续攀升是推动房价上涨的最重要力量。这种影响主要包括三个方面:

其一,成本转嫁和传导。去年,全国各地“地王”一个接一个出现,拿地已经到了近乎疯狂的地步。开发商敢于高价拿地最重要的原因是,他们能将拿地的成本向房价中转嫁,而在我国房地产市场供应主体单一,开发商垄断供应市场的情况下,这种成本转嫁几乎是轻而易举的。成本从土地向房价的传递过程,也是房价疯狂上涨的过程。由此形成了一个恶性循环:地价上涨构成房价的强大推动力,而房价上涨又成为开发商高价拿地的信心支撑。

其二,心理预期。对未来某种商品价格的预期,会直接影响到消费者的选择,而“地王”增强了人



漫画 刘道伟

们对未来房价将继续上涨的预期。由于“地王”楼面价远远高出周围房价,形成了所谓“面粉贵过面包”的现象,使人确信未来房价还可能继续大幅度上涨,进行在“买涨不买跌”的心理推动下,蜂拥入市,进一步推高房价。

其三,土地囤积,强化稀缺性。许多开发商拿到土地后,并不立即开发,而是囤积起来坐等土地升值,提高自己的利润空间。这是房价持续上涨的最重要的根源之一。建设银行去年发布的一份研究报告显示,2001年初至2007年5月份,房地产开发商累计购置土地面积21.62亿平方米,而实际仅开发完成12.96亿平方米,“囤地”数量高达近10亿平方米。土地囤积强化了土地的稀缺性,推动了地价的进一步上涨。

但是,所谓物极必反,当开发商们通过疯狂拿地囤积土地坐享暴利的时候,他们也在从源头上制造房价的泡沫和风险!事实也正是如此,当部分城市的房价从去年年底开始首先步入下跌轨道,高价拿地的风险立即显现出来。如果开发商继续囤积土地,不仅面临着房价继续下跌带来财富缩水风险,还面临着两

年后土地将被无偿收回的政策和法律风险。于是,一些开发商开始“退地”,“退地”是楼市泡沫长期积累的必然结果,同时也是开发商通过囤积土地搞投机牟取暴利这一惯用手段的终结。

地价与房价是互相依托、互相影响的关系。如果说地价下跌是房价下跌的倒逼所致,那么,地价下跌又会反过来影响到人们对未来房价的预期,引发观望效应,使得房价因缺少购买力支撑而步入下跌轨道。一如当初房价与地价的交替上攻那样,在中国楼市承受不了日积月累泡沫时,房价与地价的轮番下滑就可能发生。

其实,早在“退地”现象之前,全国各地不断出现的大量土地流发现象,就已经表现出业内对常年累积的巨大泡沫的恐惧感,“退地”则更进一步暴露了业内对楼市泡沫破裂的担忧,一旦形成羊群效应,“退地潮”就可能发生,进而传递到房价中去。

尽管开发商们还在继续鼓吹房价只涨不跌的荒谬论调,但“退地”使他们露出了马脚。因此,我们不能单纯地看待“退地”现象,这是中国楼市将步入新一轮调整的又一征兆。(作者系中保浙江公司会计师)

## 另建还是重建? 需进行综合评估

◎ 傅新

6月2日,四川省发改委有关负责人介绍了基础设施的修复以及灾后重建规划相应的安排。据悉,规划实施的时序分两个阶段:近三年(2008年—2010年)以恢复重建为主,后五年(2011年—2015年)以发展提高为主。在对灾区地质、地理评估基础上,依据灾区的资源环境承载力以及对生态环境的修复等方面,作出一个准确的判定和科学的决策。

灾后重建需要耗费大量的财力、物力,从经济学的角度来看,应该以最小的成本、最小的风险达到最大的效益为目标。那么,重建与另建的比较和评估就显得非常必要且重要。

2003年12月26日,伊朗古城巴姆发生6.6级强地震,地震几乎完全摧毁了这座古城,超过4万人死亡。在地震发生后,伊朗精神领袖哈梅内伊在巴姆一座广场废墟上发表演讲说:“我们一定要恢复巴姆古城的风采。”伊朗当时的总统哈塔米也发表讲话说:“从现在起,我们需要重新面对生活,携起手来,重建这个被地震摧毁的地区。”

但是,国际研究机构通过评估分析认为,重建这座城市的费用将远远高于建造一个新城市的费用,结论是:重建远不如另建新址。但是,由于宗教、历史等方面的原因,尽管重建“所需资金难以估计”,伊朗政府犹豫再三,最终还是选择了原址重建计划。随后,世界银行提供了大量贷款,国际社会也给予了大力支持,但由于重建计划成本昂贵,重建资金缺乏,导致重建计划进展缓慢。直到现在,“市区内还有许多灾后临时搭建的简易房屋在使用,有的甚至被用作诊所和商铺;市区内出现不少烂尾楼;当地物价过高,失业率居高不下;卫生设施恢复缓慢;受损的世界级文化古迹巴姆古城仍未得到妥善修复”。

假如伊朗选择的是成本低得多的另建计划,结果可能会好得多。

我国现在其实也面临着这种抉择。目前,我国已经决定放弃北川县城,另外选择地址建设新城,按照原有方案,北川县

城废墟内的剩余建筑,将会被集中爆破,届时还会将县城两边的景家山和王家岩大山进行部分爆破,以掩埋废墟。在完成消毒和掩埋工作之后,可以随时应对上游堰塞湖大坝崩溃的危险。这种选择考虑到了现有的条件,有应急的需要。其实,早在1976年唐山大地震后,到北川勘察的地质专家就指出,北川县城处在地震带上,周边都是滑坡体,这个地域本身就不适合建城。如果及时迁移,就可以最大限度地减小地震损失。

这次决定放弃北川县城,另建新址,更符合长久发展的要求。那么,对于其他那些地震带上的不适合居住的城镇,是否也可考虑成本更低的迁移,另建家园的问题?

绵竹、汶川、北川、平武一带(尤其村庄),山高风险,交通不便,生存条件恶劣,在废墟上重建家园,不仅面临着巨大的清理成本(一些地方由于交通不便,大型机械无法进入),也面临着巨大的重建成本。别的不说,仅建筑材料的运输就需要耗费大量的财力和人力。即使完成废墟清理,在原址上重建家园,经历过大地震的人们心理上的阴影恐怕短期内也难以消除。更大的问题是,那些生活在半山腰,因交通不便几乎与世隔绝的村镇,无法实现资源配置的最优化,当地民众面临着沉重的生活压力,需要政府长久的救助才能维持正常生活。

因此,在原址重建的基础上,我们也应该经过综合评估,考虑另外一个选择,即迁移的选择。让灾区的民众向其他省市迁移,既永久性地消除了灾区民众对地震的顾虑,也能有效解决他们的就业问题和生活问题。这样做,不仅成本低,而且,能够带来更持久的社会效益,比如,使当地的原始生态环境得到更好的保护等。在这一过程中,也要考虑一些互补因素。比如,一些乡镇向富裕的东部地区迁移另建新址,既能解决灾区民众的就业问题,也可以缓解东部地区劳动力不足的问题。

另建与重建,虽然只有一字之差,但却事关灾民区的安康与可持续发展,关系到灾后建设的效率与成本,需在综合评估和分析后作出选择。

## 股权激励最怕念歪了经

◎ 倪小林

股权激励对于公司发展是个好东西,真正大面积实行对于股市的基础建设也十分必要。只是,如果股权激励这把“双刃剑”掌控不当,被一些公司把好经念歪了,效果可能适得其反。

《上海证券报》近日报道指出:“南玻A对以前上报的股权激励方案进行修改并于5月28日推出了新的股权激励方案,证监会正是在这一天对该公司的股权激励进行‘放行’。据悉,南玻A将于2008年6月13日召开股东大会审议证监会审核无异议的股权激励方案。”这一消息含有几层意思,一是股权激励在5月初监管部门出具了两个备忘录文件,被市场人士认为股权激励审批会放缓,证监会此举表明对于合规的股权激励方案监管部门依然是支持态度的;另一层意思是,监管部门对于股权激励这样的公司发展和股东利益的改革,采取非常审慎的态度,基本是成熟一个获批一个。再一层意思很明确,所以在很短时间出台两个备忘录,也很快放行公司推行股权激励方案,说明监管层的监管方式会随着股权激励推行中出现的新情况和新问题,去不断完善其管理办法。因此,作为上市公司来说,应当珍惜当前改革的大好时机,推进公司治理基础性建设,以期求得公司更大的发展。

股权激励作为上市公司必不可少的公司治理内容之一,其初衷是激励其创造财富的热情,使公司市值不断提升,在理论上将完全是一举多得的良策。而且,在全球实行数十年,股权激励与公司市值的正相关关系,经市场检验后得到了投资者的高度认可。我国股权激励实行可称一波三折,被那些歪嘴和尚念歪了的股权激励案例也不鲜

见。有市场人士评论认为,股权激励作为公司治理的一部分,当属完全的市场行为,为何还要经过有关部门批准?这其实与我国证券市场发展阶段实际情况有直接关系,最为直接的原因就是公司治理迄今并没有完成,不少公司的基础建设尚待时日。中央财经大学郭田勇先生就认为:“本该是上市公司的‘家事’,却由监管层出台政策管理,说明上市公司的治理还不完善。”

我们可以注意一下,最近上交所对于公司2007年的年报审核中发现了七大问题,总体来看这些问题表明有不少公司在披露信息方面,态度不坦诚或者不够坦诚。上市公司一些重要信息、内部控制制度、高管薪酬披露等等在披露时含糊其辞,有的完全不按规定进行披露。其实背后的原因就是一个,公司治理不到位,那些应该让投资者一目了然的问题,公司只是故意回避或者搪塞敷衍。在目前的情况下,虽然公司有着一改再改的热情,对于实行股权激励机制有动因,也很难获得实行的机会。

当证监会股权激励有关事项备忘录出台的时候,市场把眼光重点放在了新规中,限制公司搭乘重大利好之车推进股权激励办法的问题上。为什么?因为,这样“搭车”明显反映出公司治理中的短视行为,在之前出现过中粮地产等五家公司“搭车”突击推行股权激励的事件,市场反应极为不好。股权激励被誉为打造百年老店的重要之举,如果公司在推行这样的办法上也是急功近利,很难说那些被实践证明的有利于公司发展的好办法,真的能证明公司不会念歪经。很明显,在股权激励问题上,矛盾的主要方面已经转向了公司自身,如果说公司对于股权激励一类的改革有热情,应当眼睛向内问自己,公司治理是否到位了。

■ 上证观察家

## 这两种“震不垮”股市都要

在股市建“震不垮工程”,主要不应该靠外部的审核把关机制,而应靠内部的责任机制,包括上市公司的信息披露机制和相应承担上市保荐和资信鉴定的中介机构的诚信机制。已是既成事实的不理想现状不容我们选择,但是,不让将错就错的作为演变为错上加错,不仅是可以选择的,而且也是可以做得到的。在一定意义上,“亡羊补牢”的“震不垮”是一种另类的“希望工程”。

◎ 黄湘源

不怕不识货,就怕货比货。拿中小板那些上市才一年业绩就不震自垮的新股,与北川“震不垮”的希望小学相比,结果不仅是差距,而且也是信心的动摇。这对于跌跌不休之中的股市来说,不啻一种心理的余震。

在这次汶川大地震中,距离北川县城仅15里路的邓家海元村山中的刘汉希望小学不仅教学楼丝毫没有垮塌,而且483名小学生以及教职工都奇迹般地全部撤离。据网

上搜索,“震不垮”的希望小学,仅北川而言,还有平安希望小学、中科院青年北川希望小学等。

其实,所有的“希望工程”都应该是北川希望小学这样的“震不垮工程”,要是那样,地震何至于夺去那么多曾经被寄予了无限希望的师生们的性命?

在某种意义上,上市公司也是资本市场中的“希望工程”。这一点,不仅中小板,也不仅创业板,包括主板在内的所有的上市公司都适用。人们投资上市公司,就像捐建“希

望小学”一样,希望上市公司在资本市场的帮助下,撑起中国经济的脊梁,给中国带来希望。作为“希望工程”,“震不垮”是最基本的要求。投了钱不等于尽到了责任,如果建造出“豆腐渣校舍”,那么,此次大地震中,大家都看到了,那就非但不是“爱心工程”,而是犯罪工程了。对于股市来说,不是把钱给了上市公司就算万事大吉。如果不把好上市条件这一关,上市后又不注重改善公司治理水平和提高企业竞争力,就难免“一年优、两年差、三年不退市就取巧”的事情不断重复。这也就是不是爱股市而是害股市了。

为了沪深股市的未来,更是为了中国的未来,我们都希望IPO一开始就像北川的希望小学一样把好质量关,从而把“希望工程”都建成真正的“震不垮工程”。

说起来也真够惭愧的。十八年来,活跃在沪深股市的上市公司,哪怕是那些财大气粗的蓝筹股,有多少称得上“震不垮”的呢?先天不足而后天失调,使得大而不强、

虚而不实成为一种较为普遍的现象。这么多年来,不知为此而倒了多少曾经的大哥大。被称为“蓝筹股摇篮”的主板尚且如此,作为创业板“试验田”的中小板频频发生业绩质量问题,也就更稀松平常了。

中小板既然是创业板的试验田,其上上市条件是否应该立足于从宽从严?这也许是没有疑问的。包括现在正在紧锣密鼓筹备的创业板在内,过于强调“优中选优”恐怕有违推出创业板的本意,不利于使创业板成为成长性企业走向成长和成熟的“绿色通道”。再则,即使是已经从额度审批制过渡到了审核把关制的主板,其最终的发展方向也将是注册制。那么,对于目前上市质量还让人不那么放心的IPO来说,一旦在某些方面或某些范围放宽了对上市条件的要求,一旦离开了现在这样的审核把关,还能让人放得下心吗?在这方面,“震不垮”的北川希望小学告诉我们,震得垮的是“豆腐渣工程”,“震不垮”的是良心和责任。而安县桑枣中学的“震不垮”,则从另一个角度给了我们一个同样有益的启示。

安县桑枣中学不仅稀缺,而且校长本

人在还没有成为校长时就战战兢兢地就教于一座连接板缝中填的都是水泥而是水泥纸浆的“豆腐渣”危楼中。那种情形下所煎熬出来的责任心使他在就任校长后千方百计地加固这幢危楼,不但将整栋楼的22根直径原来为37厘米承重柱子加粗到了为50厘米以上,还让施工者每块都打四个孔,用金属钉牢牢地加固起来。就这样,他还是不放心。从2005年开始,每学期他都要在全校组织一次紧急疏散的演习。这个演习从不走过场,对疏散路线、排队行走方法、避险位置分配都有固定模式,且从来也不出错。这位校长的居安思危在这次特大地震震害中收到了养成责任的奇功。这楼曾经没有人敢验收的教学楼没有塌,全校2200多名师生只用了1分36秒就整整齐齐地集中到了空旷的操场上,无一伤亡。

由此我们想到,把股市的“希望工程”建设成“震不垮工程”,主要不应该靠外部的审核把关机制,而应靠内部的责任机制,包括上市公司的信息披露机制和相应承担上市保荐和资信鉴定的中介机构的诚信机制。过度依赖外部审核把关机制,意味着用政府的信用担保代替法律和市

场对发行人和发行中介的约束和监督,这正是这么多年来发行机制出了那么多问题却一直得不到很好解决的症结所在。而内部机制的正气不振,其后果也就只能是百药无效。

其实,起步的高低对于一个成长性的上市公司并非最主要的问题,重要的是把上市前的低当作上市后步步高升的台阶,而不是让上市前的人为拔高成为上市后自由落体的巨大落差。已是既成事实的理想现状不容我们选择,但是,不让将错就错的不作为演变为错上加错,不仅是我们可以选择的,而且也是可以做得到的。在一定意义上,“亡羊补牢”的“震不垮”也可以说是一种另类的“希望工程”。相比与前一种“震不垮”,后一种“震不垮”同样具有很大的现实意义。

磕磕碰碰一路坎坷的沪深股市,什么时候都更需要前一种“震不垮”,同时也比什么时候都更需要后一种“震不垮”。否则,存量加增量不断积聚和发展的系统性风险,对于不设防的股市来说,即使不发生八级大地震,也难以成为患而思患的“堰塞湖”。