

# Opinion



COLUMN | 周洛华专栏

## 为什么说油价决定房价

大约一个月之前,我在本栏发表题为“油价接轨,房价暴跌”的文章,引起了各方许多的关注和反馈,怀疑者有之,反对者有之。这些反馈促使我决定就这个题目写一个“油价决定房价”系列。回想我刚开始写“通胀无牛市”系列专栏时,曾经发下宏愿,要把“通胀无牛市”一直写道通胀势头消退或我的结论得到完全印证为止。现在,我也有充分的心理准备把这个“油价决定房价”系列写下去。

可能很多人不理解我把油价和房价紧密联系起来的原因。要说明这一点,还需要从资产的矢量性寸说起。当我们做空或者做多任何一项资产的同时,也在做空或者做多了其他相关的资产。比如,我们做多了石油,不仅持有石油多头,还持有美元的空头。只要简单观察一下从2000年到今天8年来市场,看看美元指数和石油价格的关系就可以得出这个结论。假设我们回到2001年的“9·11”事件之后,作为一个交易者你应该如何设置头寸呢?你应该执行双多头的策略,同时做多石油和道琼斯30指数。如果石油上涨,道琼斯代表了美国最具有竞争力的30家公司,其克服油价上涨的能力最强,即使下跌,其跌幅应该小于其他中小企业,你仍然可以从石油多头中获利;如果石油下跌,道琼斯指数所涵盖的公司同样能够上涨,抵消你石油多头的损失。由此看来,这样的对冲策略核心是放心做多石油,用具有最先进生产技术的道琼斯指数去对冲。事实上,随着石油从每桶10美元涨到了120美元,道琼斯从8000点涨到12000点,这样的双多头的头寸足以使你赚取了两方面的利润。

然而,如果你用房地产加入这个对冲,就未必如上面所说的那么幸运了。我国的投资者普遍有一种想法,以为房价和股价是跷跷板关系。所以,有人想用房地产与股票来对冲,我暂且不去评论这个对冲组合在中国的情况,如果回到美国2001年的“9·11”事件之后,那时你同时持有房地产和股票,很可能是亏损的,因为美国部分地区房价的跌幅超过了道琼斯的涨幅。可是要是我们再做一个石油和房产双多头对冲,仍然能够获得盈利。这再清楚不过地说明,房地产是被动头寸,而道琼斯和石油是主动头寸。

运用对冲法将使得那些看似混乱和复杂的事情变得水落石出,一目了然。美国的房地产下跌和次级债麻烦,归根到底是石油涨价过快,导致美国原有的经济模式无法适应,出现被动调整。我国的房地产价格近年间一直走高,除了有我一直在论证的人民币汇率没有升值到位的原因之外,另外一个现实的问题是油价。我国政府对成品油进行了补贴,导致我国的经济运行继续享受低油价的优势,相当于中国所有的生产商、消费者、出口商都是以每桶70美元的价格在享受低油价的补贴。这就使得我国的经济模式可以继续运行下去,只要有政府的补贴,这个模式就没有问题,而房地产作为某个经济运行模式的被动头寸,就体现

美国房地产下跌和次级债麻烦,归根到底是石油涨价过快,导致美国原有的经济模式无法适应,出现被动调整。因为政府的补贴,我国经济运行继续享受低油价的优势,所有的生产商、消费者、出口商都享受着每桶70美元的价格。这就使得我国的房地产价格稳居高位,以为现有的经济运行模式可以继续运行下去,一旦成品油开放到每桶120美元呢?

为繁荣。如果我国政府放开油价,并对资源价格的形成进行市场化,我相信我国许多现有的经济运行模式都将无法继续下去,房价也将开始下跌。我曾经参加一次野外徒步旅行,到了新安江的上游支流,那里没有桥梁,渡口有一条铁皮渡船。我们一行上船之后,发现那船工并不发动马达,而是吃力地摇橹,完全凭人力来摆渡。我问他为什么不启动马达?他说油太贵了。在这个高油价的时代,我们落后的生产力被挤压得几乎没有生存空间了。河对岸的房价一定很低,因为那里的生产力水平连政府补贴的油价都无法支持住。

回到大城市来看,如果油价接轨,那些边远地区的依靠类似车辆摆渡的房地产价格将肯定下跌,因为他们的摆渡费高了,油价就类似于股票的印花税,摆渡

的次数越多,成本越高。2007年“5·30”提高印花税对股市的影响大家都看到了,我相信如果油价接轨,大城市中的房地产价格的跌幅怕不会小于“5·30”时候的股票跌幅。

许多人相信举办奥运会房价不会跌,每年新婚夫妇对房地产的需求是刚性的,通货膨胀时代的负利率导致房价跌不下去等等,这些观点都是错误的。我现在考虑问题的时候,习惯于把自己想像成为一个实习交易员,只做单一品种的跨市场对冲交易,我不相信把奥运会、结婚人口、利率和CPI等因素统统考虑进去,就能够做成一个模型来预测房价涨跌,这个办法属于“金融机械论”。也有人说,油价上涨导致通货膨胀势头加剧,而通货膨胀压力将导致房价进一步上涨,这个观点类似于国际共产主义运动中的“左派幼稚病”。这轮全

球性的通货膨胀是由石油带动的,如果继续下去,人类创造财富的手段就太简单了,我们不停地盖房子,等石油涨价,带动房地产全面繁荣。各位想想,这个模式能继续下去吗?我们总要面对高油价的局面,我们不能肯定我国经济效率一定比美国高,美国在油价每桶100美元时爆发次级债危机,现在油价超过了每桶120美元,我国现在的油价大约相当于每桶70美元,我不能肯定我国的经济运行效率在成品油开放到每桶120美元时,依然能保持正常。

马克思主义认为:万物都在运动之中,运动是绝对的,永恒的;静止是相对的,暂时的。而描述一个运动至少需要速度和方向两个指标。从这个意义上讲,矢量性寸法用一种朴素而直观的方法来分析资产价格的运动,其实就是在金融学领域捍卫马克思主义世界观。

## 四大银行集体违规是自戕之举

◎冯光明

据央视经济半小时报道,在深圳,四大国有商业银行纷纷对第二套房放宽松贷款政策。据多年从事深圳房产投资的投资者介绍,银行对第二套房贷打擦边球,不仅能赚到更多的利息,同时还能降低自身的风险。从表面上来看,银行违规给购房者带来了一些好处,但实际上却将更大的风险转嫁到了购房者身上。

四大国有商业银行化解房贷新政的招数不能不“精巧”。比如,深圳建设银行工作人员向记者介绍了这样一种擦边球,只要找到一个18岁以上,并且没有贷款买过房的,进行移花接木,就可以享受第一套房房的优惠贷款政策,即所谓联名买房,买房时自己占99%的份额,另一个人只占1%即可大功告成。

这种为买房人提供“方便”的做法,实际上在制造更大的风险。如果一个投资者,连首付都需要通过银行打擦边球,降低比例来完成,那么,贷款人显然并不具备买房的实力,而这种没有经济收入作为支撑的脆弱的消费者,在贷款利息居高不下,就业形势依然严峻的情况下,发生资金断裂的可能性非常大。一旦购房者不能按时缴纳按揭,就可能被处罚金,甚至面临房子被收走的危险。

当然,银行违规所带来的风险,并不全在消费者身上,更大的风险则在银行自己身上。其实,从房贷新政开始执行的那一天起,一些银行就通过打擦边球图冲一个缺口,而事实证明,那些违规的银行,那些最早钻空子的银行,现在所面临的麻烦非常之大,因为它们人为放大了自己可能承担的风险。



从国际经验来看,对于任何一家银行而言,防范风险是最重要的。而通过央视记者的调查,笔者惊讶地发现,许多银行根本没有风险控制意识。因为现在的不少银行为了逐利,为了抢客户,不仅不去调查信息的真实性,甚至帮助购房者掌握“正确”的填写信息“技巧”,以便规避相关贷款政策的约束。

银行对风险如此漠视,实在是令人震惊。从表面上来看,银行通过违规增加了业务量,但由于增加的这种客户群,很大程度上是次级而非优质客户群,存在着非常大的风险,而这种风险必然伤及银行自身。不仅可能带来坏账的增多,还可能造成银行优质业务空间被挤压,从而,使银行的发展处于非常被动的地位。

由于我国房地产市场已经经历了一个长达近10年的周期,银行一直在享受利润的增长而没有承受过风险之

痛,也因为,它们缺少足够的风险防范意识。深圳房价的快速下跌,为银行上了生动的一课。遗憾的是,不少银行不仅不从中汲取教训,反而在房价刚一下跌,就进一步地松动房贷标准,更疯狂地地抢客户。这无疑在加快金融风险的累积过程。

笔者相信,不仅四大银行集体违规,其他相关银行包括外资银行和房贷新政打擦边球的也不在少数。这意味着,在深圳的银行界,可能形成了羊群效应,即当一家银行率先违规的时候,其他银行因为担心客户资源的流失而蜂拥而上,争相采取违规措施开拓房贷市场,增加房贷业务。而羊群效应的形成,很大程度上与监管的不严和处罚的不及时有关。监管部门应对违规银行严惩不贷,否则,坐视不管,只会增加银行的风险,使房地产调整政策被化解,影响中央整个宏观调控部署的推进。

## 灾后重建:救助房产权须清晰

◎时晋

四川省政府有关部门日前宣布启动地震灾区的重建规划工作,稍早一些时候,成都政府颁布了《都江堰市城镇居民住房灾后救助安置工作的意见》(以下简称“安置意见”),对因地震灾害受损的居民住房,采用住房实物救助和货币救助的方式予以安置。在三伏酷暑来临之前,尽快解决数以十万计灾民的住房问题,毫无疑问是灾区重建工作的当务之急;住房不仅是“居有定所”的表现,更意味着“有恒产者有恒心”;也正因此,在物理存在意义上的住房重建之外,也不应忽视房屋及土地产权的清晰界定。

我国的私人房地产的基本产权结构包括房屋所有权和相对应的建设用地使用权。地震灾害发生以后,大量的房屋倒塌或因严重受损而成为危房,丧失了居住功能。但是,在法律上,只要房屋没有完全倒塌,则业主对房屋的所有权并未丧失;而不论房屋是否毁损,业主仍然保有土地使用权。因此,业主应当享有在原址重建或修复房产的权利,政府建设部门也有权要求并协助业主完成此项工作。在此情况下,房地产的产权关系将不会发生变动。

当然,在灾区重建的实际工作中,由于城市规划的调整,原址重建不一定成为主要模式,而需要由政府在对灾区群众进行集中安置的基础上,拆除受损房屋,收回规划的宅基地使用权,从而便于进行统一的规划和重建,在这一过程中,产权关系的变动应当合法有序地进行,新形成的产权关系应当得到清晰界定。从成都市政府的“安置意见”来看,涉及产权变动的核心内容是:业主接受救助后,原房屋、土地权属关系自行终结,救助标准统一为每户70平方米的救助安置房或14万元货币救助。

这其中的关键问题在于,“安置意见”对救助安置房的产权归属没有明确规定。从理论上讲,这一模式是新旧房屋所有权和土地使用权利之间的置换,业主应当享有对救助安置房和相应土地的产权,但这仅是推测而已。作为具有法律约束力的政府规范性文件,“安置意见”对产

权归属缺乏界定,救助安置房的产权登记、转让等也就都成为不可预知的疑点,如果考虑到灾区群众将在安置房中度过数年甚至更长的时间,由此必然带来严重的预期不确定性。

更为重要的是,根据“安置意见”的规定,政府事实上行使了提前收回土地使用权,拆除地面房屋的权利,虽然我们难以判断地震带来的房屋毁损是增加还是减轻了房屋拆迁的难度。政府基于公共利益而提前收回土地使用权的权力是由物权法、房地产管理法等法律法规所赋予的,拆除危房,规划重建毫无疑问是增加公共利益要求的;但上述法律和成都市政府颁布“城市房屋拆迁管理暂行办法”都规定在此情形下,应当退还相应年限的土地出让金,并根据房屋的位置、用途、建筑面积等因素给予补偿;这与“安置意见”所规定救助房或救助金的统一标准显然有所区别,从而如果以“安置意见”作为唯一标准和程序,必然会使一部分业主的权利不能得到充分保障,经济利益在这一过程中遭受损失,何况救助房的权利归属本身仍然是不明确的。从法律关系的效力层次来看,“安置意见”作为政府规章,也无权排除或完全规避物权法等上位法的适用。

当然,如此惨烈的天灾之后,灾区重建时间紧,任务重,重建工作必须在大范围内统一、集中地开展,因此我们也许难以奢求其完全按照法律规定的程序来进行,而必定需要更为迅速、简便的制度安排来规范受灾房地产的产权变动;但这与政府应当尊重业主对于产权变动形式和标准的选择权并不矛盾。政府的职责在于对因灾变动和重建形成的房地产权利归属加以明确而清晰的界定和记载;而在遵照统一建设规划的基础上,是接受集中安置,还是经由拆迁程序而获得相应标准的补偿,甚至取得许可之后集资修复或原址重建,都应当由业主在权衡收益与成本的基础上自由选择,政府也应本着尊重民意、通过制度供应而保证这些选择能够得以实现。唯有如此,政府与民间社会方能建立起良好的互动关系,在有效协作中完成灾后重建这一复杂的系统工程。

## 明珠回购:B股改革发令枪打响

◎魏雅华

2008年6月5日,也许许多人还没有反应过来,这一天对于中国的B股市场,是一个不平常的日子。

6月5日,丽珠医药发布公告,公司拟用自有资金回购股票,公司将回购股份价格不超过1600港元/股(4月3日起停牌的明珠B的市价为1236港元/股,溢价约为30%)。总额不超过1.6亿港元。收购的方式为:以集中竞价交易方式回购公司B股。

6月5日,在因发布公告而停牌1小时,即10:30分,“明珠B”以涨停开盘,并以涨停价收盘,该股全日被超级大单牢牢封死。

这一市场表现表明,“明珠B”的收购大战已经开始,并将会以“连续涨停”方式完成收购。明珠集团的收购之战的气势表明,明珠集团是有备而来,没有任何一家游资热钱有机会有可能从中分一杯羹。

那么,明珠集团为什么会回购“明珠B”?在明珠集团的回购公告中,有这样一段话非常重要:公司回购部分B股股份的原因,是B股的价格表现与公司内在价值不相符,公司的投资价值被严重低估。

## 一桩里程碑意义的案件

◎诸葛立早

轰动一时的广发证券原总裁董正青涉嫌内幕交易案,将于本月下旬由检察院正式移交法院。

从董正青的被捕到案件进入公诉审判阶段,已有将近一年的时间。虽然检察机关初步认定这是个人行为,但审查起诉程序就花去了将近一年的时间,足以说明案件的不简单和办案者的谨慎。事实上,在中国查处内幕交易,一直有所谓的“发现难、取证难、责任认定难”的问题。在相当长的一段时间里,面对严重危害市场,损害投资者利益的行为,利益受损的投资者甚至很难通过正常途径追究违法者的法律责任。2001年9月24日,有关司法部门曾发布通知,宣布对于股民针对上市公司内幕交易、虚假陈述、操纵市场等行为提起的民事赔偿案件暂不受理。其原因就是因为当时证券民事责任制度十分薄弱加上司法人员素质有局限,法院尚不具备受理条件。2002年1月,有关司法部门又下发通知,可以受理证券民事赔偿案件,但仅仅局限于“因虚假陈述引发的民事赔偿案件”。新证券法于2006年1月1日正式实施后,明确了内幕交易和操纵市场侵权行为的民事责任,但对内幕交易案件的查处,颇有步履艰难的味道,这也是有目共睹的。从这个意义上说,董正青被捕到案件进入公诉审判,在中国资本市场的历史上,是具有里程碑意义的。

证券界瞩目的广发证券原总裁董正青涉嫌内幕交易案,到底如何“发落”,那是法官的事。在严格的意义上,舆论界对此似乎以保持“缄默”为好,能让司法部门在比较平静的环境下对案件做出公正的判决,同时又经得起历史的检验。这是心头有两则异国他乡有关内幕交易案判决的案例,可以作为“他山之石”拿来给我们借鉴。

一则是,新闻集团启动了对道琼斯公司的并购活动,导致道琼斯的股价暴涨55%。随后,美国证券业管理委员会(SEC)在美国爱荷华州法院起诉一对香港夫妇——王劲及其妻梁家安,指控他们利用有关的内幕交易巨额非法获利,据称高达810万美元。此后,SEC对获利最高的梁家安(上述梁家安夫妇其实就替他操作)处以1620万美元的罚款,其中810万美元是其利用内幕交易的获利,另外810万美元为罚款。同时,因为曾任新闻集团董事的李国宝向其好友梁家安泄露了新闻集团即将收购道琼斯公司的内幕消息,因此也对李国宝处以810万美元。

另一则是,美国一名法官5月30日判处一名参与内幕交易的华尔街金融师10年监禁,罚款750万美元。这名法官说,这次从重判是因为华尔街存在太多违规内幕操作,而法院先前对金融业内内幕交易罪犯的处罚太轻,令人失望。因此要让“违规操作者必须认识到,如果他们被抓,他们就要付出代价。”纳西姆的律师说,法官如此重判让他吃惊。

不知这两块“他山之石”,可不可以拿来攻“本土王”。

■上证观察家

## 17.5%存款准备金率意味着什么?

在普遍预计5月份CPI“比较乐观”的情况下,央行出其不意地宣布上调存款准备金率1个百分点。我认为,其中有两个主要原因促使央行出重拳。一是央行不愿补贴全世界的行为长期持续下去。二是越南的金融危机让管理层看到了前车之鉴。

◎陈波神

6月7日晚间,中国人民银行决定上调存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点,分别于2008年6月15日和25日按0.5个百分点缴款。此举意味着,经过年内5次上调存款准备金率,至6月底存款准备金率将高达17.5%。

此次上调存款准备金率,有四个鲜明的特点。其一,上调幅度为1个百分点,在历史上仅3次,最近一次为2007年12月25日。其二,分两次按0.5个百分点缴款,为银行应对流动性管理预留缓冲时间。其三,地震灾区法人金融机构暂不上调,表明了央行对灾区重建的支持。其四,在5月份CPI数据公布前宣布,打破了前上调规律。

单从数据上看,央行回收流动性的态度十分坚决。年初金融机构存款规模大致在40万亿元,执行的存款准备金

率为13.5%,对应的存款准备金缴存规模为5.4万亿元。至6月底,存款准备金率上调至17.5%,金融机构存款规模预计为44万亿元,缴存的存款准备金将增至7.7万亿元。仅半年的时间,金融机构需多缴存2.3万亿元的存款准备金。

毋庸置疑,上调存款准备金率,初衷之一还是为了抑制通货膨胀。4月份数据显示,M2同比增速出现反弹,由3月底的16.29%增长至16.94%,PPI则继续上扬,由3月底的8.0%攀升至8.1%,CPI持续高位运行的可能性依然存在。因此,央行采取上调存款准备金率的方式,继续执行从紧的货币政策,自然也无可厚非。

至于在CPI数据公布前宣布上调存款准备金率,很明显不单为抑制通货膨胀而来。首先,从宣布的时间来看,按惯例应避免对股市造成冲击,一般会选择周五收盘之后。而此次上调则选择非工作日的

端午节前夕,距CPI数据公布已不足一周时间,似乎没有太大的必要。其次,从上调幅度来看,明显超出市场对CPI的预期。市场普遍认为5月份CPI会出现较大幅度的回落,主要是基于对农产品及食品价格下跌的判断。中金公司甚至认为,CPI会降至7.7%—8.1%区间。

4月份M2增速反弹为央行按季度控制商业银行贷款投放,出现的翘首效应,料5月份会随贷款投放趋缓而出现回落。PPI虽然处于高位,但其对CPI的传导有一个时间过程,且在钢材、煤炭大幅涨价后,近期煤炭价格开始回落,PPI的趋势性下跌值得期待。基于上述认识,5月份的CPI应该比较乐观,央行在公布数据后例行上调0.5个百分点的存款准备金率,似乎已经足够了。因此,央行的破例之举,难免会为市场留下猜测空间。

笔者以为,至少还有两方面的原因,才促使央行此次重拳出击。其一,央行不愿补贴全世界的行为长期持续下去。众所周知,中国经济增长长期依赖的是低要素价格,劳动力成本低,资源价格更低。表现为长期存在的低成品油价格、煤电倒挂等。如果果是什么呢?中国的工业制成品具有成本优势,大量出口,但背后却是政府

在大量补贴资源性行业。比如,一季度中石化就获得国家财政补贴76亿元。也就是说,中国人民在要素价格扭曲的体制下,在补贴全世界的富人。要彻底解决上述问题,怎么办呢?只能是把成品油价格放开,让供求关系来决定价格。在目前CPI持续高企的情况下,显然不具备实施条件,只能等CPI形成趋势性回落,一系列价格改革才能放手去做,不至于对CPI形成新的压力。

其二,越南的金融危机让管理层看到了前车之鉴。作为新兴市场国家,越南正陷入金融危机的泥潭。国际贸易持续逆差,外贸出逃,5月份CPI更是高达25.2%,半年时间股市大跌58%,且还在继续。种种迹象表明,越南宏观经济的蝴蝶效应正在向周边国家蔓延,而中国很可能就会首当其冲。比较可能的情况就是大量出逃的国际资本,为套利而涌入中国,在FDI和国际贸易的外衣下,疯狂炒作资产价格,迫使人民币快速升值,进而全身而退,威胁中国金融安全。在上述背景下,央行采取更严厉的货币紧缩政策,从源头上抑制投资需求,为的就是未雨绸缪。