

Opinion

Observer | 上证观察家

# 五论房价的整体下跌已成定局

◎贾国

本人在《上海证券报》先后发表四篇论房价走势的文章，分别从资金、供求关系、成本、保障住房角度入手，推断我国房价的整体下降趋势已经不可逆转。在这期间，越来越多的学者开始支持我的观点。北京师范大学经济与工商管理学院金融研究中心主任钟伟最近提出，现在房价没有调整的城市都将调整，这个调整将会发生在今年第三季度或第四季度。他认为，2006年、2007年房价过快上涨，开发商获利过多是房价调整的主要原因。

钟伟先生和我在对房价走势的判断上基本一致，但关于调整原因，我更倾向于认为，房价持续上涨远离民众的实际购买力才是房价步入调整的根本原因。今天，我就从购买力角度入手，对房价走势作进一步的分析。

住房有三大功能，居住、投资和投机，其中，居住功能为基础，其他两大功能都是建立在住房居住功能基础上的。当住房作为居住功能而存在的时候，它就是消费品，而消费品的价格是由消费者的实际购买力水平所决定的。

国际上一概用“房价收入比”来表示房价的合理性与消费者的实际购买能力。所谓“房价收入比”是指一个地区的住房平均价与家庭年平均收入的比值。比值越高，说明居民家庭对住房的支付能力越低；比值越小，说明居民家庭对住房的支付能力越高。1996年，联合国人居中心出版的《世界人居报告》中，在对50多个国家的首都城市进行调查后认为，一套住房的合理价格应在居民年收入的2至3倍，如达到5倍以上，大多数人就会无力购买，市场就会出现调整。发达国家的住房市场，其“房价收入比”基本上在这个范围内。比如美国，其“房价收入比”平均为2.8倍。

针对我国的现实情况，国际专家（包括世界银行专家）给出的“合理的住房价格”的“房价收入比”为3至6倍，也就是一个家庭3年到6年的收入，可以购买一套住房。据有人考证，3至6倍的“房价收入比”出自20世纪90年代初的世界银行专家Andrew Hamer，他在进行中国住房制度改革研究时，提出了这个被世界认为是“比较理想”的比例，而这个比例得到了中国政府的认同。1998年，国务院23号文提出，一个地区一套建筑面积为60平方米的经济适用住房，其平均价格与双职工家庭年平均工资之比在4倍以上，而当时规定的经济适用房范围是占人口80%以上的“中低收入家庭”。

“房价收入比”定为4倍，是有关部门经过综合评估后得出的结论。

目前，我国许多城市的“房价收入比”已经超出国际标准至少3倍以上。这意味着，能够买得起住房的只能是少数高收入者，而高收入者自住性住房问题已基本解决，其购房行为主要是为了投机或投资，这构成高房价脆弱的基础。加之社会保障不健全导致民众收入向教育、医疗、养老等方面的分流，及住房供应结构失衡等问题，中国房价的整体下跌趋势已经难以避免。

而且，在作出这一比较的时候，我们其实还忽略了一个隐性因素，即社会保障产品的数量和质量。在欧美等发达国家，由于教育、医疗、养老等问题，基本上都由财政负责提供，民众高枕无忧，其收入的实际含金量非常高，换句话说，其收入的绝大部分可以用于消费。也正因此，美国人一向喜欢大手花钱，甚至常常花得不名一文也照样无忧无虑，其原因就在于有社会保障这座靠山。而在我国，由于社会保障性产品的供应尚不健全，民众很大程度

上需要通过自己“筹备”资金以弥补社会保障缺口。而伴随着教育、医疗等领域的市场化改革，20年中，我国教育学费上涨了25倍，医疗费用上涨了19倍。这意味着，民众的收入并不能完全用于购买住房，还必须应对这些必需的开支。

因此，如果综合考虑保障因素，我国“房价收入比”应该低于国际标准才更合理。而实际情况却是，我国许多城市现在的“房价收入比”已经超出国际标准的至少3倍以上。这意味者，能够买得起住房的只能是少数高收入者，而高收入者自住性住房问题已基本解决，其购房行为主要是为了投机或投资，在住房市场繁荣的情况下，投机或投资住房支撑起了相当大的销量。《深圳蓝皮书：中国深圳发展报告(2007)》显示，深圳2006年置业者中有超过30%置业者在取得产权证后半年内转手，投机之严重由此可见一斑。

这种虚假的繁荣由于远远偏离民众的购买力而显得非常脆弱，一旦对房价上涨的预期不再，购买力萎缩的真实一面马上就会显现出来。深圳房价的持续下跌，正是投机退潮，急剧萎缩的购买力无力支撑目前的高房价所致。不少一线城市的情况与深圳大同小异，当深圳房价实现价值回归的时候，那些尚未步入调整的城市早晚也要步深圳的后尘。

另外，我国房地产市场还存在着一个非常严重的供应结构失衡的问题（即大户型住房供应过剩而小户型供应不足），这进一步造成了民众实际购买力的萎缩。因为大套住房的房价与普通家庭的收入比值会更大。中央曾出台政策，要求“自2006年6月1日起，凡新审批、新开工的商品住房建设，套型建筑面积90平方米以下住房面积所占比重，必须达到开发建设总面积的70%以上”。而一直到去年上半年，这一比例才达到24.31%。一方面，是中小

收入者占据市场的绝对主流，另一方面，是大户型住房占据市场的主流。供应与需求之间的脱节，进一步偏离了民众的实际购买力。如果说，保障性住房供应的增加对中低价位住房影响巨大的话，住房供应的结构失衡所导致的大户型住房供应的过剩，则对高价位住房构成强大的压力。因此，当调整到来，广州、深圳的房价都是齐跌，而不是专家们所预言的结构性下跌。

综上所述，房价的整体下跌趋势已经难以避免。尤其是在房贷新政实行后，进一步抑制了人们的实际消费能力，而最近央行大幅度提高存款准备金率一个百分点，又进一步打击了住房市场囤积居奇的能力，相当一部分存量住房将被逼向市场。降价销售已经成为开发商们不得不面对的选择，至少有一点是肯定的，晚降价不如早降价，在羊群效应形成以前降价售房的开发商，将来或许会感受到当机立断的幸福。

## 我们有能力补贴全世界吗？

◎魏铭

目前，中国成品油价格远低于国际水准50%以上，为了弥补国内油价与国际油价之间的巨大差距，防止油价上涨加剧通胀压力，我国对成品油采取补贴的政策。仅2007年，国家对油价的隐性补贴就超过了2200亿元，占GDP的比例达0.9%。

许多人认为，对成品油实行补贴，乃是为了应对通胀压力必须付出的成本。殊不知，这种补贴其实是在补贴全世界！

以航空为例。油料在航空公司成本中占据着非常大的比例。国内航空公司燃油成本在总运营成本中的比例在40%左右，国外的情况大致差不多。航空公司对油价的上涨计算得相当精确，他们会仔细计算到目的地需要多少油。由于中国成品油价格中不含燃油税，比国际水准低50%以上，国外飞往中国的航班，加的燃油基本上都精确到刚好够用（不加满），等到飞到中国后再加满油回去。这样，就间接享受到了中国财政补贴所带来的福利。在国外航空公司因此降低燃油成本的同时，我们的财政不知不觉地为国外航班买了单。不仅航班、海运也一样。许多国家的运输船到中国，结结实实地加满油回去，一声不响地节省了成本。

如果说这种对比还不够鲜明，我们不妨看看我国香港地区和深圳



漫画 刘道伟

市的对比。据报道，深圳0号柴油每升5.28元人民币，价格还不到香港的一半。香港地区的许多车辆到深圳加油，一辆大货车一个月加油15次，可以节省费用3.75万。一年下来就是几十万了！根据香港官方数据，深港每日往返的货车数量在2005年即达2.7万辆。如果这些货车“全都选择在深圳加油”，那么，他们享受到了“福利”就高达数十亿元。

成品油补贴是非常直接的补贴，除此之外，还有隐性补贴。由于油价远低于国际水平，我国以石油为原料生产的塑料、橡胶制品成本远低于国际水平，具有更强的成本优势，当我们的许多生产厂家以远低于国际同类产品的价格出口，我们就不仅仅是再卖产品，同时也是在

间接补贴给海外的消费者。而且，我国出口的产品多为低附加值产品，这些初级产品经过海外的深加工变成高附加值产品，再重新回到国内，从国内消费者身上赚走更多的利润。

我们处在全球化时代，不仅资本的融合步伐在加快，福利共享、风险共担的步伐也在加快。因此，任何一个国家对油价实行的财政补贴政策，都不可能单纯地由国内民众分享，而可能与全世界一起分享。2006年，我国油价高于国际油价。比如，2006年新加坡航空平均价格在4500元/吨左右，国内航油平均价格在5800元/吨左右。因此，国内航空公司也精打细算好到目的地所需燃油，在回国的時候

加满，以节省燃油成本。而由此节省的成本是非常可观的数字。以国航为例，2005年，燃油价格每吨上升100元，国航的主营业务成本将上升2.55亿元，净利润下降1.57亿元；如果燃油价格每吨下调100元，那么国航的净利润将上涨1.57亿元。而当时国际油价低于国内油价300元（每吨），这对航空公司的诱惑是非常大的。而现在，我国油价比国际水平低50%左右，因此对国外航空公司的诱惑力不言自明。

我们有能力补贴全世界吗？这个问题听起来很天真，却是一个非常现实的问题。如果我们没有能力补贴全世界，那么，对成品油的巨额财政补贴就值得重新审视。

在国际油价高涨的情况下，许多国家的消费者开始减少对汽车的使用而改乘公交车，甚至减少上班的天数。而我国的消费者则没有这种压力，低油价鼓励了对成品油的消费，从长远来看，这不利于降低能耗，培养绿色环保的消费理念。当然，也不利于企业转变粗放型的经济增长方式。并且，从中长期看，成品油补贴政策会形成沉重的财政负担，也不利于发挥价格在转变经济增长方式上的调节作用，等等。变相鼓励资源的消耗。

成品油补贴虽然可以暂时延缓通胀压力，但也只能是延缓而已。在国内油价已经高于国际水准50%的情况下，适当提高油价，减少财政补贴，或是次优选择。

## 美元不是喊几声就能升值的

◎余昭

由于美元持续贬值，国际油价大幅飙升，布什政府在国内受到强烈质疑。有鉴于此，美国财政部长保尔森日前表示，不排除布什政府与其他国家携手干预汇市，在外汇市场上买进美元的可能性，“我永远都不会排除采取干预行动或用其他政策工具的可能性”。他表示，自己不能确定的只是具体会采取哪种行动。此前，美国总统布什也在出席美欧峰会前为美元升值“助威”说，美国经济的“长期实力”将在美元汇率上得到体现。

美国高官流露出干预美元走势之意，但这仅仅是一种意思而已。因为连保尔森自己，也不能确定“具体会采取哪种行动”，更何况“与其他国家携手干预汇市”需要大量沟通与协作。麻省理工学院萨隆商学院经济学家、曾担任白宫顾问的福布斯就指出，保尔森的言论是布什政府过去两周唱好美元策略的一个延续，并不表明布什政府短期内会采取干预行动。

我赞成这种分析。美国高官的言论仅代表一种姿态，而非行动，甚至，就连这种姿态也未必是真实的。在美国饱受次级债危机之困的时候，无论是布什还是保尔森，没有一个人说次级债危机很严重，而是轻描淡写，局外人一般，给人的感觉是次级债危机很快会过去。因此，许多国家纷纷伸出援手——当然，很大程度上也带着抄底的心态，想在给美国做人情的同时顺便捞一把。但美国的便宜是最不容易占的。结果可想而知，但凡前往美国抄底，无一不被套牢。当欧洲各国和日本、澳大利亚等国的中央银行，为挽救危机注资超过万亿美元后，才惊讶地发现：由次级债衍生出来的创新产品，已经掘出了一个深不可测的无底洞，而这个无底洞就是作为一个超级大坟墓而存在的，再多资金也填不满！

没有永恒的朋友，只有永恒的利益。美国高官用说言掩盖了真相，把数万亿美元资金忽悠到美国，替次级债危机买单。

同样，美国政府高官此次放出来的“干预行动”也很可能是只说不动的姿态，作出这种姿态的目的只是吸引包括投机资金在内的力量买进美元，使美国在不付出任何成本、不承担任何风险的情况下，改变美元的颓势。这听起来似乎有点不够厚道，但在利益面前，这似乎又是一种不错的选择。

而实际上，听任美元贬值是符合美国利益的。美国5月失业率数据意外大增至3年半新高，就业市场的疲软令经济预期继续变差，美元因此大跌，并触发原油价格的大涨。因为市场预期在就业形势严峻的情况下，美国可能继续保持弱势美元政策，这有利于美国的出口，提振国内经济，增加就业岗位。而一旦美元升值，就会进一步恶化就业形势，在总统大选即将展开之际，美元升值显然不是一个最佳选择。

因此，在目前，通过弱势美元政策向世界转移成本、洗劫世界财富，依然是符合美国利益的。美国不会真的在外汇市场上买进美元来促使美元升值，如果美国政府真要这样做，保尔森就不会如此表态了。道理非常简单：这种状态会激发市场的买盘，增大买进美元的成本。美元不是喊几声就能升值的，无论保尔森还是市场投资者都心知肚明。除非美国政府采取实质性行动，没有人会真的把保尔森的话当真。

## 股市如何支援灾区重建

◎熊锦秋

为支援汶川大地震灾区上市公司重建，有关部门拟为灾区上市公司开辟“绿色融资通道”。笔者认为，这是否是股市支援灾区重建的最佳选择值得商榷。

股市有责任支援灾区，但不能以牺牲其优化资源配置功能为代价。资本市场最能体现的是提高全社会的资源配置效率，促使资金向最有效率、最有竞争力的企业流动。如果降低融资门槛，忽略资源配置方面的内在要求，容易破坏股市内在运行规律，损害股市核心功能的进一步发育。

支援灾区上市公司重建应以无偿援助为主。由于地震灾害等巨灾保险体系尚未建立，企业在地震灾害中遭受的大部分损失不能通过保险索赔的方式得到补偿，作为社会主义大家庭中的一员，遭受灾难的企业理应得到各界无偿援助。无偿援助额应以不超过企业实际损失为限，对于受灾轻微的上市公司以及总体实力较强的受灾公司（比如大型央企）其损失可由其自行消化。

从股市筹集支援灾区上市公司的重建资金，主要应秉承“股市中谁受益谁买单”原则。便如，可否对大小非抛售解禁股所获纯利征收5%救灾特别金，对此前抛售解禁股的获利采取追缴方式筹集，毕竟大小非是股市最大受益者；或者从今后征收的印花税中划转5%作为救灾特别金，国家财政是股市交易无风险受益者；再从今后券商收取的交易佣金中征收5%救灾特别金，券商也是股市交易无风险受益者；四是接受股市各阶层的专项捐款。以上各项资金相加，如果筹集所得资金超过这次上市公司在震害中的损失，所余资金和逐渐累加资金，还可作为今后其他上市公司遭受灾后的救灾特别基金，从而形成相应的上市公司救灾制度。

有关公司要对受灾公司提供对口人才技术支持。此次地震灾害不仅造成灾区上市公司的财产损失，还造成一些公司的人才损失。受灾公司重建并非简单恢复原貌，为推动受灾公司重建过程中的产业升级或产业转型，在不涉及自身核心技术泄密的前提下，行业相近的其他公司应该在技术上对受灾公司予以大力支持，如果受灾公司需要使用专利技术可按市场行情收取相关费用。这可能给施救公司自身带来一定竞争压力，但在社会主义市场经济条件下，无论是自然人还是企业法人，都不应是绝对“利己”的“经济人”，而更是一个有社会责任感的“社会人”或“道德人”，当前正是我国企业对社会主义“新济人”概念作出现实而又生动诠释的紧要关头。

亲兄弟，明算账。忙要帮在明处，钱也要出在明处。这样施救才会从心底里感到高兴和情愿，受援的也大可心安理得。

(作者单位：东方证券)

Column | 专栏

## 也谈备兑权证与融资融券

在开放融资融券之前，必须先开放备兑权证吗？不然。假如市场中存在备兑权证，理论上存在部分证券出借方利用其对冲风险的可能，但最终会因成本过高而被市场放弃。没有备兑权证不会影响融资融券业务的平稳运行。

◎周冰

今年4月国务院发布《证券公司监督管理条例》，对证券公司开展融资融券业务的相关细节进行了详细规定。融资融券又一次成为了市场的焦点。在各方人士纷纷预期融资融券将适时推出之余，周洛华先生却认为，目前推出融资融券的时机还未成熟。

周洛华先生认为，在开放融资融券之前，必须先开放备兑权证。原因归纳为两条：

其一，证券出借方需要风险对冲工具。证券出借方“承担了这一年的融资期内股票下跌而不能抛售的风险”，“在此期间，假如股票暴跌，他一点办法都没有。这家机构必须要有一个对冲的工具才能做融券业务”，因此这种业务不能开放。

其二，证券出借方必须根据备兑权证的价格来确定融券价格。如果没有备兑权证，证券出借方就无法计算

出借证券承担的风险，因而无法计算借出成本，从而无法定价。无法定价便无法开展业务。

周先生认为，机构所需要的对冲工具，就是备兑权证。“对外融出股票的机构需要立即观察当前股市上该股票认沽权证的价格，作为他们收取的融券利率的底线。因为他们如果融券出去，就马上可以买入一份认沽权证对冲自己的风险，如果一年之后该股票跌，他们手里有的认沽权证已经暴涨，他们便没有损失，如果一年之后股票暴涨，他们就收回了融出的股票还有额外的利润。因此，融券之前必须要有备兑权证。”

所谓备兑权证，其本质上与目前A股市场上流通的认股权证相同，只是发行方改为上市公司以外的第三方。那么，备兑权证是否确实是融资融券业务推出的前提呢？其实不然。

要找到问题的答案，首先要分析清楚究竟是哪些机构会出借证

券，他们出借证券分别承担哪些风险，这些风险是否一定需要备兑权证来对冲。

第一类证券来源，是证券公司专门购买证券以融出。如果能有完全理想化的备兑权证，理论上便可对冲，证券公司只赚取融券利息，不承担证券价格波动风险。但是实际上不会有证券公司如此操作呢？答案是几乎不会有。首先，我国证券公司目前的资金来源十分有限，且资金机会成本较高，专门融券供客户融券卖出，如果再加上购买权证对冲的成本，将大量占用证券公司的现金资源，并造成融券成本高昂。即使证券公司愿意照此操作，又到哪里去寻找愿意承担如此高成本的融券交易者呢？

其次，利用备兑权证对冲风险，仅仅存在于理论上。我们知道，权证相对于正股的实际杠杆比率（即正股价格每变化1%，权证的理论价格将随之变动多少），会随着正股价格的变化而变化，每一刻的杠杆比率都是不同的。也就是说，只有根据正股价格的变化随时调整权证的仓位，才有可能做到完全对冲。对于券商来说，实时管理数百个融券券种的对冲仓位，是不可想象的。更何况A股市场的权证交易现状也是众人

皆知，寄希望于用波动如此巨大的衍生品来做对冲，恐怕融券业务还未盈利，就先承受了权证带来的亏损。因此，专门购买证券以融出这种业务模式由于其高成本、复杂而低效的风险管理等问题，是不行的，不会被证券公司所采用。

第二类证券来源，是各大机构投资者所长期持有的证券。证券公司可向自己的自营部门借入证券开展融券业务。在证券金融公司成立后，还可以通过证券金融公司向保险、基金、社保、战略投资者等等机构借入证券，用以向客户融出。这些证券出借方有个共同点：其持有股票，是基于对股价长期趋势上涨的预期。而出借股票，仅是为了在持有期间增加额外收益。证券出借方通常是证券的长期持有者，证券出借期间的短暂价格波动并不会影响其持有目的。机构暂时借出股票与自己持有股票所承担的风险相同，并不需要额外的对冲机制。此外，与国内各大证券市场相同，实际上国内也存在出借方套还机制。当机构要抛售股票时，可以套还借出的股票，并不存在融券期内股票下跌而不能抛售的风险。周先生说对外融出股票不会影响出借期间只能被动承受股票下跌而不能抛售，因此需要避险，是对业务细节的不了解所致。

第三类证券来源，从我国目前实际情况来看，未来融资融券业务成熟后上市公司大股东将占证券出借券源的大部分比重。大股东持有股份的目的是维持对公司的控制权，不是为了在市场上抛售。因此对其而言并不存在股价下跌风险，出借证券是无风险收益。因此，这类券源也是不需要备兑权证来对冲风险的。

综合考虑以上这三种类型的证券来源，绝大部分证券出借方并没有因为出借股票而多承担风险。因此，也不需要额外的风险对冲机制。而此时周先生关于融券价格形成机制的问题也因此迎刃而解了。

显然，正因为绝大部分证券出借方并未多承担风险，不需要额外增加避险成本，将使所谓“以风险定价”的那些券源失去价格竞争优势，最终在市场上消失。供需双方博弈的结果是，融券价格最终仍然由供需关系决定。

(作者单位：东方证券)