

Opinion

Observer | 上证观察家

在楼市步入调整周期之时,许多开发商不愿意降价正是由于对地方政府托市的预期,而我们现在需要消除而不是强化这种预期。中国房地产市场如果保持健康可持续发展,必须挤压出累积的泡沫。人为中断调整只会埋下更大的隐患。夸大调整的危害,鼓吹房地产救市是非常危险的,这种为了眼前利益而牺牲长远发展空间和危害民生的主张值得警惕。

房地产“救市”只会埋下更大隐患

◎贾国

进入2008年后,国内房地产市场成交量急剧萎缩,许多房地产企业开始面对岌岌可危的资金链。一批学者认为:“在CPI周期上行、经济周期下行的背景下,中国楼市需要一场挽救市场预期预期的行动,因为它关乎消费,关乎经济全局。”“救市论”专家建议,需要实施局部的政策微调,来挽回楼市的颓势,避免更大的损失。

中国房地产市场需要救市吗?从全球房地产市场走势曲线来看,任何一个市场都存在着一个波动周期。一般而言,越是房地产市场成熟的国家,每一个周期的时间越长,周期内价格波动越平缓。越是新兴的房地产市场国家,其房价波动周期时间越短,价格波动越剧烈。

房地产市场成熟的国家,我们可以举美国的例子。从美国房价自1818年至今190年的价格波动周期来看,其楼市价格的涨跌周期平均在18年左右。上涨周期和下跌周期一般都要延续18年左右。但在这一过程中,价格波动并不大。从美国房价走势的历史数据来看,它在完成一个长达18年的上涨周期后,其房价涨幅有的仅15%,而这一涨幅在我们这里可能一个月就完成了。新兴的房地产市场国家,我们不妨看看越南这个例子。越南在短短的3年中,房价的持续上涨已经令这个国家难以承受。胡志明市商业中心城市滨城的商铺价格三年来上涨了40%,其租金两倍于泰国曼谷工业区的租金价格。而这种偏激民众实际购买力的上涨是没有根基的,它由市场的内在力量所决定。一旦一个周期之内,就会自然过渡到另一个周期之中。

笔者通过对越南、印度等新兴房地产市场的研究发现,这些国家的房地产周期一般也为10年。中国与这些国家的情况大致接近,那么,在房价已经连续10年保持上涨态势的情况下,从来没有经过像样调整的房价改变原有运行轨迹并不值得大惊小怪,因为这是市场自我调整的过程,同时也是挤压泡沫的过程。如前所述,由于新兴房地产市场国家的价格波动周期较之成熟房地产市场国家一般都比较短,在一个周期即将结束逐渐步入另一个周期的时候,通过人为干预中断楼市的自然调整,只会使泡沫进一步累积,其结果必然是引发更剧烈的波动。

许多人知道,美国次债危机的直接原因是房价的快速、深幅下跌,那么,又是什么导致房价的大跌呢?原因就是,在住房市场成交量陷入低迷状态的情况下(这说明房地产市场开始步入自然调整状态),格林斯潘主政的美联储却采取宽松的货币政策进行干预,以激

活房地产市场,维持房地产市场的繁荣。于是,许多金融机构纷纷降低门槛,向收入低且不稳定,信用等级在一般以下或没有信用记录的人发放按揭贷款。这一政策不仅中断了美国房地产市场的自然调整,也推高了房价,当房价快速上涨之时,美国100多年来形成的楼市周期遭到破坏。但是,人们只能推延而不能消除房地产市场的内在调整功能,人为拖延只会加剧能量的集中,使房价以更极端的方式表现出来。因此,此后美国房价持续下跌,并引发了严重的次级债危机。

除此,美国对房地产调整的人为阻止还有更直接的教训可以汲取。在房价开始步入调整阶段时,美国国内由于担心房价下跌对美国经济的冲击,采取了一些救市措施。对于救市结果,美国卡耐基梅隆大学著名经济学家Allan Meltzer的评论是:美国国会采取的一些救市措施使问题更严重,因为房产所有者会认为国会将拯救他们,觉得没有必要将房屋降价出售,导致问题继续累积,并最终剧烈爆发,以至于发展到今天难以收拾的地步。如果我们房价还没有真正经过像样的调整,仅仅是成交量低迷的情况下就予以干预,开发商还愿意降低房价吗?而降价正是挤压泡沫的一个捷径。任志强已经说得很清楚了:“由于销售急速下降,很多开发商觉得钱不够了。钱不够的原因可能在于去年太猖狂,囤积的土地可能太多了。尽管资金紧张,但开发商都想挣更多的钱,谁也不愿意降价。”开发商不愿意降价正是由于对地方政府托市的预期,而我们现在需要消除而不是强化这种预期。

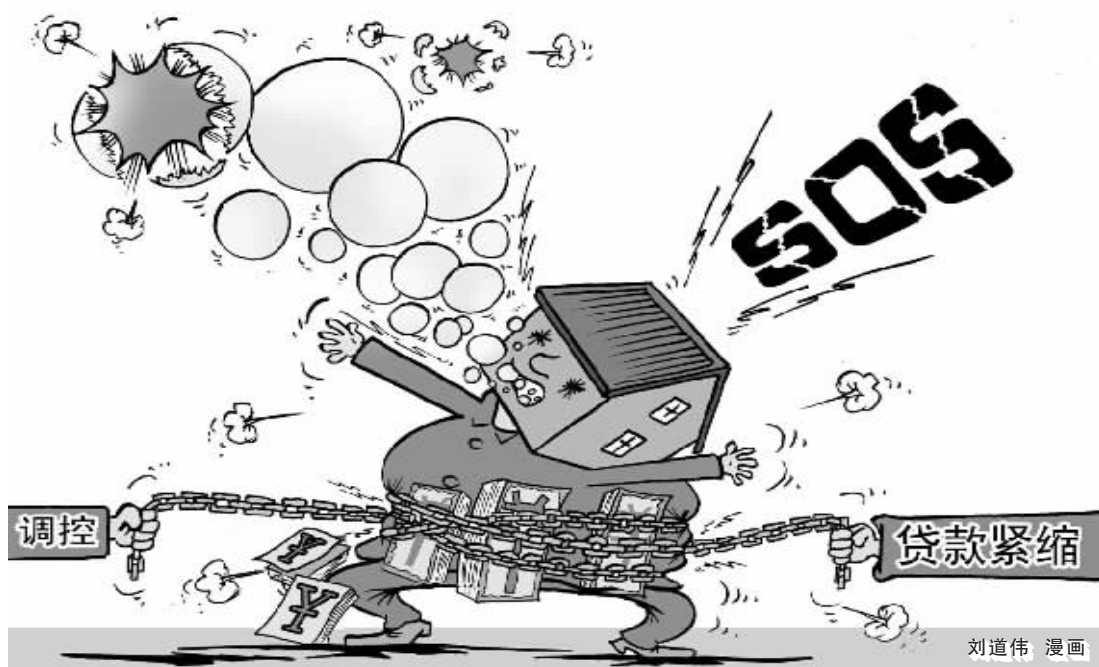
中国的房地产市场不需要救市,因为中国房地产市场具有比美国更严重的泡沫。上海社科院经济景气与预测研究室主任刘峻松先生最近撰文指出:中国的房产价格不但相对较高,而且绝对价格也不低。2008年3月份,美国新房销售中间价为每套22.76万美元。美国的房屋面积一般为每套200平方米左右,且为全装修房。据此计算出来的美国住房的单价大约为8000元/平方米。2007年我国新住宅销售的平均价格为3655元/平方米,加上400元/平方米的装修费用,单价大约在4055元/平方米左右。也就是说,目前我国住宅的平均价格大约相当于美国的51%。如果未来2-3年人民币升值15%-20%,我国住宅价格再上涨20%,美国房价再下跌10%左右,那么2年-3年之后,我国住宅的价格将和美国全面接轨。而2007年,美国人均GDP是我国的18.6倍。另外,美国的住房一般为独立的带车库的拥有土地产权的住房(国内一般称之为别墅),我国的住房一般为拥有70年产权的公寓房。如果用我国同样的住房和美国比较,我们会发现我国的住房价格

和美国的住房价格差距更小。

因此,中国房地产市场如果保持健康可持续发展,必须挤压出累积的泡沫。人为中断调整只会埋下更大的隐患。我国的房地产市场目前成交量低迷,正是市场步入自然调整状态的信号。这不仅不值得担

忧,反而应该让我们欣慰,这说明市场的力量在悄然发挥作用,而自然调整所带来的负面影响永远是最小的。夸大调整的危害,鼓吹房地产救市是非常危险的,这种为了眼前利益而牺牲长远发展空间和危害民生的主张值得警惕。

在经历长达十年的上涨周期后,我国房地产市场需要一个漫长的调整过程,我们无法准确预测出市场的底部在哪里,但我们可以肯定,经过调整的楼市一定会更加健康。



刘道伟 漫画

电价上调利益分配方案失当

◎姜淑霞

6月19日,发改委下发通知,自7月1日开始调高全国销售电价0.025元/千瓦时,而电价上调的利益将在电力供应链条中进行分配。据报道,60%到80%以提高上网电价的形式分配给发电企业,其余部分将用于脱碳机组的加价、电网企业的还本付息、可再生能源附加等因素。根据这一比率换算,发电企业的上网电价每度将提高0.015元至0.02元之间,其余部分则主要分配给电网企业。

目前的煤电价格比去年同期高了300元/吨,如果按照煤电联动测算至少需要上调1角2分钱左右,才能确保发电企业的动力。在仅仅上调2.5分的情况下,仍有发电企业与电网企业进行分配,进一步降低了电价调整的效果。华能集团一位人士表示,目前的调价幅度基本落在预期的下限,对发电企业扭亏的作用不大。很难想象,如果继续亏损,发电企业还会有动力提高电力供应量。

实际上,根据现状,电价上调的2.5分钱不应该全部分

配给发电企业,还应该通过压缩电网企业的利润空间,帮助发电企业化解部分电价上涨的压力。因为,在目前的电力体系中,煤价上涨的成本是由发电企业承担的,而电价上涨的成本是由用电企业或人承担的,位居链条中间的电网企业,则既不承担风险,也能确保稳定而丰厚的利润来源。据悉,电网公司的盈利空间来自于上网电价与销售电价之差。电网公司购进发电企业的上网电价平均在每千瓦时0.30元,但经过电网公司的线路,电网销售电价就到了每千瓦时0.50元甚至0.70元,商业用电价格更高达到0.90元。

在电力供应逐步市场化的今天,这种早涝保收状态的存在,是非常不正常的。今年元月,广东省物价部门爆出:对连续13年供电量稳居全国首位的广东电网公司进行成本监审时发现,其2007年的利润竟高达142亿,利润空间非常之大。因此,广东省有关部门建议降低电价,以减少居民的负担。广东省的情况绝非一个特例。

在电网公司曝出暴利的同时,发电企业却在为生存问题

愁眉不展。因此,我国发电企业的大面积亏损,并非仅仅是电价的问题,更是利润在电力链条中分配不均的结果,富了电网与穷了发电企业。显然,预防“电荒”出现,不仅仅需要提高电价,更需要进一步平衡与协调各环节的利益分配失衡问题。

应该看到,与相对分散的发电企业相比,电网处于一种垄断状态,缺乏竞争基础和竞争的氛围,难以通过充分而有效的竞争形成合理的上网电价。而行政羽翼下的垄断,也为有关部门解决利益分配失衡问题提供了便利。在发电企业的正常运转难以以为继,大幅度提高电价又面临着可能加大通胀压力的情况下,调整电力供应链条中贫富分配不均的弊端,也不失为一个好的选择。一方面,应该在时机成熟时,进一步调整电价。另一方面,应该通过对电网企业严格的成本核算,确定合理的上网价,以压缩电网企业的利润空间,使电力链条中的利益分配向发电企业倾斜。唯有此,才能有效降低因电力企业积极性受挫引发“电荒”的可能性。

非对称加息并适时下调银行营业税

◎郭田勇 蒋蛟龙

在全球性通胀的背景下,如何预防国内通胀进一步加剧是当前极为重要的问题。尤其是在目前国内成品油价格上涨后,有可能会加剧通胀压力以及热钱不断涌入的背景下,央行仍将实行从紧的货币政策。从现阶段看来,央行主要是采取准备金、央行票据等数量型工具来调控经济,但是,热钱的大量流入对央行的紧缩政策有很大的冲销作用。流入的热钱将以何种形式存在?在目前股市和楼市低迷的情况下,预计有不少热钱将会流入银行系统。这样,央行一方面大幅度吸走银行体系的资金,热钱又从另一方注入银行体系。因此,未来是否会出现新一轮的信贷反弹值得关注。

央行行长周小川日前表示,有可能采取进一步紧缩的政策来应对国内的通胀压力,这意味着,在央行连续采取数量型货币政策工具的前提下,不排除下阶段将采取价格型工具。笔者认为,央行目前有必要逐步改变实际存款利率为负的局面,但是面对企业资金链压力,应该采取非对称加息政策,甚至是只提高存款利率而保持贷款利率不变。

第一,非对称加息有利于稳定日益加剧的通胀预期。从2004年开始,我国实际存款利率就开始为负值。虽然央行在2007年连续六次加息,但是存款利率的上调幅度远小于CPI上涨幅度,根据我国统计局的数据,2007年我国通胀率为4.8%,而2007年6次加息后一年期存款利率也只有4.14%,2008年第一季度通胀率更是达到8.0%,预计2008年全年通胀率也会超过5%。由于存款利率长期为负,导致大量银行存款从银行流入到股市、楼市等资产市场,造成这些市场价格泡沫的形成;另外随着资产市场的低迷,这些资金又会流向商品市场,导致过多的货币追逐较少的商品,进而加大通胀压力。商品市场价格的高涨无疑会加剧通胀预期,从而形成恶性循环损害国民经济的健康有序发展。

第二,非对称加息有利于推进银行业战略转型。虽然各家商业银行净息差有一定的差别,但普遍在3%-4%,正是由于存贷差的过大导致我国商业银行有着很强的贷款冲动。因此,非对称加息将减少利差并促使银行由注重传统的贷款业务转移到更加注重中间业务的拓展,进而优化我国商业银行经营结构,推进战略转型。关于银行中间业务的发展也有不少学者认为由于受到分业经营限制,即使缩小存贷利差也无益于商业银行中间业务的拓展。但笔者认为即使在分业经营体制下,商业银行仍然可以有足够的创新空间来拓展中间业务。目前我国商业银行并非创新空间不够,而是创新动力不足,其中创新动力不足的一个重要原因就是存贷利差过大。

第三,非对称加息有利于保护居民的财产性收入。目前我国居民储蓄达到17万多亿元,存款利息收益数额巨大。在实际存款利率为负的背景下,居民的实际收益无疑也是负的,居民的财产性收入受到侵蚀,这显然与党的十七大明确提出的“提高居民财产性收入”相违背。在现行实际存款利率为负的背景下,如果说城市居民还可以通过购买国债、基金、股票以及其他债券等投资来规避的话,那么对于农村居民来说由于投资渠道、投资知识及意识的缺乏,就只能被动地任由储蓄不断贬值。而在社会保障以及医疗卫生制度还不健全的广大农村地区,储蓄无疑成为其唯一的保障来源,储蓄的贬值只会导致农村居民实际收入增长缓慢。因此,有必要上调存款利率来保护居民尤其是农村居民的财产性收入。

第四,非对称加息并适当放开存贷利率的上下浮动空间,这有利于我国利率市场化的推进。目前,我国仍然实行的存款利率上限以及贷款利率下限的管制政策。这从银行业发展的角度来看也不能显现各家银行的比较优势。比如,营业网点多的国有银行可以适当以较低的存款利率获取存款,而营业网点少的银行则需要提高存款利率获取更多的存款。但是,在我国目前的特殊金融体制下还不适宜完全放开存贷利率,而通过缩小存贷利差并扩大存贷利率的浮动空间显然有利于充分发挥出各家商业银行经营的比较优势,更重要的是为我国利率市场化带来新的契机。

应该看到,由于利差收入构成我国银行业的盈利主体,如果采取非对称加息措施,显然将对银行经营业绩带来很大的负面影响。对此问题,建议政府适时下调银行营业税,因为这一种无论是从国际银行业来看还是对于国内银行自身发展来看都是不合理的,西方很多国家对银行已不再征收营业税。因此,笔者认为,在以提高存款利率为主的非对称加息情况下,政府应该适时下调甚至取消商业银行营业税,在这“一增一减”的效应下,可以给予商业银行业务转型的缓冲期,不仅有利于商业银行未来的发展,还有利于目前国内宏观调控的顺利实施。(作者单位:中央财经大学中国银行业研究中心)

Column | 专栏

资产重组不相信“功夫熊猫”

当资产重组在各种“有形之手”和“无形之手”的交替作用之下离经济学理性越来越远时,考验的就不仅是投资者的物理承受力,而是它所建立在诚信上的心理基础。真正有价值的重组,最终总是要给它的信任者带来更丰厚的回报。除此之外,不应该有什么不可告人的秘密。对于失信得太多的资产重组来说,现在,该拿什么来恢复投资者的信任呢?

◎黄湘源

好莱坞动画片《功夫熊猫》的票房效应,让动不动就借题发挥的抵制运动好不尴尬,这恐怕不能简单地归功于逆反心理的报复。如果不戴任何有色眼镜去看这部电影,也许会油然而生地相信:“没有秘密的面条才是最好吃的面条。”

在某种意义上,资产重组也是中国股市的“功夫熊猫”。尽管电影中那句名言“You just need to believe”(你只要相信就行)早已成了东方“功夫熊猫”们年年讲、月月讲、天天讲的关键词,然而,从日新月异资产重组中却越来越找不到

可以相信的东西,“相信”两字的失落,成了资产重组题材股的滑铁卢。

其实人们不是没有“相信”过。但是,与其说太多的相信成了“相信”价值贬值的润滑油,不如说太多的失信才是“相信”价值挥发的催化剂。

还在“后股改时代”刚刚开始时,就有40多只基金悄悄进入了那些股改上市公司。各种各样的理由似乎都让人可以相信,资产重组将是让这些赶股改末班车的企业起死回生的不二法门。但是,谁料想股改“盛宴”竟变成食之无味弃之可惜的鸡肋一样的“剩宴”!让素以先知先觉著称于重组题材炒作并且在股改过

程中把话语权这张牌打得格外得心应手的基金非但没有分得一杯羹,反而一个个被迫吞下复牌暴跌苦果。这不仅在于那些迟迟难以启动股改的上市公司一次次错失时机的失信,更为深刻的重要原因,随着重组理念的改变,游戏规则也变了。

祸不单行。豪赌股改概念股的惨败接着又在重组停牌股复牌时重演。当初被寄予厚望的川化和泸天化,在经过长达4个月的停牌之后同时发布公告称:由于重组各方未能对资产重组方式达成共识,且近期证券市场发生重大变化,致使各方均认为实施重组方案的客观条件尚不成熟,两家公司的股票即日复牌。先前赖以支撑股价的预期落空了,再加上停牌期间大盘大幅下跌,曾在停牌前分别大涨了逾50%的“二化”一复牌就连续跌停,让押错了宝的机构丢盔弃甲。

今年4月16日,证监会颁布了《上市公司重大资产重组管理办法》,“重组失败三个月内不再复牌重组事宜”,“30天停牌期限”并要求董事会做出承诺等严厉的新规,对惯于利用公司重组来“忽

悠”投资者的魔方玩家来说,不啻上了一道“紧箍咒”。一时之间,主动宣告终止重组的上市公司比比皆是。证监会设立重组委对资产重组严格把关并完善相关规章制度,让那些不实的重组预案胎死腹中,这对于维护资产重组的严肃性和资本市场的规范性,不仅不是坏事,更应该说是好事。不过,不能不看到,信息不对称始终是我国股市的一大顽症。大资金、大机构往往成为上市公司重组的“先知先觉”者,总是能在停牌前恰到好处地先行进入并推升股价,等到复牌时,无论重组成功还是失败,他们即使当“范跑跑”也未必是输牌的一方,跟风的中小投资者才是真正的埋单人。就此而言,证监会与交易所规范上市公司信息披露方面出台的诸多规章制度,至少到目前为止,效果远不那么尽如人意。

不管与此相关的游戏规则怎么变,也改变不了这样一个事实:资产重组自从进入沪深股市的那一天起,它就在点燃希望火药的同时也埋下了信用爆炸的危机。用资产重组的方法抬高上市公司股价,跟那个用花炮绑在椅子上送自己

上了成功之赢的功夫熊猫阿宝,不是真的好好像?

传统经济学从数量关系出发,认为只有增加净投资才会增加资产的价值总量。然而,在沪深股市,到处都是关于资产重组的乐观预测与惊人业绩,似乎向经济学的基本结论提出了挑战。笔者在这里提出这个问题,并不是怀疑资产重组的必要性及其对于提升我国上市公司质量结构和业绩水平的重要意义,而是说,当资产重组在各种各样“有形之手”和“无形之手”的交替作用之下离经济学理性越来越远时,考验的就不仅是投资者的物理承受力,而是它所建立在诚信上的心理基础。《功夫熊猫》中阿宝的爸爸说:要让一个东西特别,只需要你相信它是特别的。可是,不能不问的是,从来也不提“放空率”、“返修率”、“失败率”的资产重组,凭什么让人“You just need to believe”?

不停停牌、复牌让重组概念的炒作折戟沉沙,就是曾经有过几次轰轰烈烈的上海本地股重组和央企整体上市甚至海外并购,这次也不无意外地

没有让市场找到感觉。现在看来,不是资产重组倒退,而是市场进步了。人们对这次上海资产重组的注意力并不在于到底有可能注入多少资金,而是将行政推手会不会让这样的重组再次由将来的终点又回到原点。从反映在中国联通身上的电信重组看,不就是这样吗?资源的重新分配和组合,说到底无非是利益的再分配。问题是,对谁有利,对谁不利,谁说了算?发生在招商银行收购香港永隆银行的争论更有意思。一个说1+1>2,一个则说:错了,别说将来如何谁也不好说,现在的估值过高不就至少让洋基金先赚走了10亿美元?!

大浪淘沙,留下的才是真金子。正像花架子的功夫熊猫所表演的未必是真正的中国功夫一样,真正有价值的重组的“You just need to believe”,最终还是要给它的信任者带来更丰厚的回报。除此之外,不应该有什么不可告人的秘密。

对于失信得太多的资产重组来说,现在,该拿什么来恢复投资者的信任呢?