

Opinion

Observer | 上证观察家

某些基金敢冒天下之大不韪,绝非仅是排名倾轧之类原因就能解释的。信托责任才是基金生存发展不可须臾或忘的唯一前提、唯一基础、唯一原则,或者不妨也可以说是唯一理由。否则,无论如何去规范基金,到头来都不免走向善良愿望的反面。

基金没有了责任信托,还剩什么?

◎黄溯源

近来一篇有关基金斗殴的报道抢了市场的眼球。奇怪的是,出面澄清的不是群起而攻的攻击者,反而是被指因不守行规而受到围剿的“受害者”。这在某种意义上不曾越描越黑。你这么忌讳人家揭“黑”,是不是恰恰说明了一个“黑”字所击中或者正是问题的要害?

2000年10月,某著名财经杂志刊出了影响深远的《基金黑幕》——关于基金行为的研究报告解析,明确提出基金非但没有起到稳定市场的作用,而且存在“对倒”和“倒仓”等违法操作行为,并由此质疑基金的独立性,怀疑很可能存在向其发行人利益输送的情况。随后接二连三发生的事件为《基金黑幕》提供了越来越多的佐证。

退潮让裸泳者露出水面后,事实是不容回避的,历来被视为“市场稳定器”的基金正在成为我国股市最不稳定的因素之一。弱市所显示的不仅是基金整体业绩涨跌齐跌的态势,也不仅是他们的投资能力,更是过去一向躲在运行架构后面的真正反映着利益趋向的因素。

基金(这里主要指被称之为证券投资基金的公募基金),自从它被称之为“市场稳定器”的那一天起就历史性地赋予了托市的任务,这也正是基金层开始亮出救市底牌并特别向基金打了“要讲政治”的招呼之后还在不顾一切地砸盘,那就连最后的一块遮羞布也快扯掉了。现在看来,所谓基金行为中存在着一个潜规则的传言应该并非空穴来风。

即以此次被卷入漩涡中心的某基金而言,如果说其在疯狂卖出钢铁股后又大量买入招商银行、中国平安等金融股,同此前各基金所表示的

一致看空金融股行情的倾向相比不无支持做多的意思的话,那么,招商银行、中国平安等近期所遭到的令市场感觉非常突兀的抛售,基金们的司马昭之心就无法不令人皆知了。大量数据表明,这些抛单主要来自自别的一些基金,如果不是另有原因,为什么要如此不计后果地抛出这些举足轻重的权重银行蓝筹股?

仅仅从排名的潜规则去解释基金们斗殴的动机显然是不够的。如果说排名是基金业绩的竞赛英雄榜的话,那么,“八仙过海,各显神通”的各擅胜场并不奇怪,也是可以理解的。问题是,目前基金不是在赛的“多快好省”,而是在赛“跑”。这些6000点以上喊满仓、3000点以下“死了也要跑”的基金们,比起不想崇高也不怕无耻的范跑跑来,简直有过之而无不及。那么,这究竟又是什么样的潜规则呢?

可笑的并不是这种形式逻辑的推理一推到极致就不难出现出来的荒唐,而是很多原来就不合逻辑也并不正常的事情在缺乏对比分析的情况下反而还习以为常。

基金(这里主要指被称之为证券投资基金的公募基金),自从它被称之为“市场稳定器”的那一天起就历史性地赋予了托市的任务,这也正是基金层开始亮出救市底牌并特别向基金打了“要讲政治”的招呼之后还在不顾一切地砸盘,那就连最后的一块遮羞布也快扯掉了。现在看来,所谓基金行为中存在着一个潜规则的传言应该并非空穴来风。

即以此次被卷入漩涡中心的某基金而言,如果说其在疯狂卖出钢铁股后又大量买入招商银行、中国平安等金融股,同此前各基金所表示的

持有人的利益负责的信托责任置诸脑后,那么,无论其潜规则的颜色是“红”是“黑”,又有什么区别呢?

某些基金不顾一切地砸盘逼空在太大的程度上背离了市场的底线。当稳定成为维系国家整体利益、上市公司经济利益以及广大投资者根本利益的最大公约数的时候,某些基金敢

基金“行规”之害

◎石胜利

尽管华夏基金对公众基金“围剿”的传言作出了回应,但有关传言并未就此消失,相关媒体仍然不断就此事进行追踪报道。而事后披露的数据似乎对传言构成某种支持。数据显示,中国平安跌停时,机构是疯狂做空的始作俑者,在卖出前5名的席位中,全部是机构,第一名机构更是抛出了7.16亿元。与此同时,券商和QFII则在大胆买入,但明显是卖方力量更为强大。

自“基金黑幕”曝光以来,基金“对倒”、“倒仓”已不是新名词,而与上市公司联手造市、数只基金抱团建仓等成为此后较有代表性的“行规”。有报道引述业内人士的话透露,基金公司不定期都会收到上市公司主动发送的宴会“邀请函”,双方的话题通常是如何联手“推动股价上涨”,此后,上市公司负责制造“故事”,基金经理则力荐股票或板块,最后形成“合力”拉升股价。由于基金有单一持股比例,不得超越10%的限制,往往需要几只基金联合出手。这就是所谓的

“行规”诞生的背景。不难看出,市场关注的所谓“行规”其实就是一种同步行动,要么合力齐买,要么一起沽空。这种“行规”倘若真实存在,对股市的发展无疑是有害的。最直接的,就是导致股市的暴涨暴跌。基金的发展曾经被寄予厚望,监管层期望它成为资本市场稳定的基石。早在今年2月,相关数据显示,我国各类机构投资者持股比重已占A股流通市值近50%。但是,在中国股市本轮持续下跌过程中,包括基金在内的机构投资者并未充分发挥稳定市场的作用,反而因放弃“价值投资”理念而加剧了市场的波动。基金前20只重仓股在今年上半年的表现就是明证,正是基金不计成本的疯狂抛售,导致了蓝筹股的深幅暴跌。2007年年底基金重仓的沪市20只重仓股下跌,砸落上证指数1500点。

“行规”同时也严重损害了基民的利益。投资者把钱交给基金公司,是为了得到更好、更稳定的投资回报,如果基金根据“行规”参与“围剿”或“对赌”,其实是在拿基民的资金玩

火,这种严重违背基本职业操守和职业道德的行为,损害了基金持有人的利益,应当受到谴责。同时,这种拿基金财富豪赌或报复的做法,也成为加剧市场波动的重要力量,使更多的普通投资者在动荡中遭受损失。

另外,“行规”部分封堵了基金之间通过竞争拉开距离的途径。合力操盘,利益均分,收益共享的做法,不利于基金之间的公平竞争。而且,基金间的这种合力,使得整个市场的博弈主体发生失衡,使得普通投资者处于更加弱势的地位,更容易遭到伤害。

因此,在有关基金联合“围剿”事件持续为投资者所关注的当下,有关部门应当组织调查,及时通报结果,消除谣言,呵护投资者的信心。同时,应该对基金中的“行规”进行调查和清理,使基金在公平的规则下展开竞争,以业绩展示自己的

能力,为投资者带来更多回报,而不是拿基民的资金不当钱,发泄私愤或追逐暴利。中国股市需要机构投资者肩负起对投资者负责、对资本市场负责的重担,唯有此,股市才能持续向前发展。

在暴利的驱动下,在2007年拼命拿地,囤积大量土地坐等土地升值,而致资金紧张。就连任志强亦承认这一点,他说: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大囤积,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。

所谓时务者为俊杰,开发商如果真的想学习“猪坚强”而不是叶公好龙,就应该及时调整暴利思路,通过降价销售盘活资金流,使业务得以顺利发展,而不是死扛。

从这个角度来看,政府根本不应该救市,救市可能进一步增强地产商囤积土地的信心,而大量土地囤积,不能形成有效供给,无助于阻止房价的过快上涨。我国从2005年就开始进行房地产调控,也就是说,2005年的房价就已经被人为存在巨大风险,偏离了民众的实际购买力,如果在目前房价尚未调整仅仅是销量下降的情况下就成为房地产商出台松绑政策,那么,也就可能为开发商新一轮推动房价上涨的借口。有一点决策层至少应该明确:如果开发商不降价售房,政策永远不要对房地产业松绑。

在暴利的驱动下,在2007年拼命拿地,囤积大量土地坐等土地升值,而致资金紧张。就连任志强亦承认这一点,他说: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大囤积,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。

所谓时务者为俊杰,开发商如果真的想学习“猪坚强”而不是叶公好龙,就应该及时调整暴利思路,通过降价销售盘活资金流,使业务得以顺利发展,而不是死扛。

从这个角度来看,政府根本不应该救市,救市可能进一步增强地产商囤积土地的信心,而大量土地囤积,不能形成有效供给,无助于阻止房价的过快上涨。我国从2005年就开始进行房地产调控,也就是说,2005年的房价就已经被人为存在巨大风险,偏离了民众的实际购买力,如果在目前房价尚未调整仅仅是销量下降的情况下就成为房地产商出台松绑政策,那么,也就可能为开发商新一轮推动房价上涨的借口。有一点决策层至少应该明确:如果开发商不降价售房,政策永远不要对房地产业松绑。

从这个角度来看,政府根本不应该救市,救市可能进一步增强地产商囤积土地的信心,而大量土地囤积,不能形成有效供给,无助于阻止房价的过快上涨。我国从2005年就开始进行房地产调控,也就是说,2005年的房价就已经被人为存在巨大风险,偏离了民众的实际购买力,如果在目前房价尚未调整仅仅是销量下降的情况下就成为房地产商出台松绑政策,那么,也就可能为开发商新一轮推动房价上涨的借口。有一点决策层至少应该明确:如果开发商不降价售房,政策永远不要对房地产业松绑。

从这个角度来看,政府根本不应该救市,救市可能进一步增强地产商囤积土地的信心,而大量土地囤积,不能形成有效供给,无助于阻止房价的过快上涨。我国从2005年就开始进行房地产调控,也就是说,2005年的房价就已经被人为存在巨大风险,偏离了民众的实际购买力,如果在目前房价尚未调整仅仅是销量下降的情况下就成为房地产商出台松绑政策,那么,也就可能为开发商新一轮推动房价上涨的借口。有一点决策层至少应该明确:如果开发商不降价售房,政策永远不要对房地产业松绑。

从这个角度来看,政府根本不应该救市,救市可能进一步增强地产商囤积土地的信心,而大量土地囤积,不能形成有效供给,无助于阻止房价的过快上涨。我国从2005年就开始进行房地产调控,也就是说,2005年的房价就已经被人为存在巨大风险,偏离了民众的实际购买力,如果在目前房价尚未调整仅仅是销量下降的情况下就成为房地产商出台松绑政策,那么,也就可能为开发商新一轮推动房价上涨的借口。有一点决策层至少应该明确:如果开发商不降价售房,政策永远不要对房地产业松绑。

从GDP分配格局看企业盈利增长

◎冯玉明

一段时间以来,市场对未来企业盈利增长的预期充满不确定性,因为市场担心不断上升的原材料价格和通胀压力会伤害企业的盈利能力。我们认为,由于经济高速增长仍可以持续,未来企业盈利增速虽然会比2007年下降,但仍然会保持在相对高的水平。这可以从宏观和微观两个不同视角的分析中得到证明。

从宏观的角度看,2008年企业盈利的增长速度将超过名义GDP的增长速度。虽然2008年中国经济的实际增长速度将不可避免出现回落,但是,由于通胀因素的影响,名义GDP的增速则可能高于2007年。这可以从一季度GDP的名义增速近20%,比去年同期高出近4个百分点得到直观的验证。由于PPI短期内仍会上涨,并且下半年也不会出现大幅回落,因此,2008年名义GDP增速将超过2007年18.1%(支出法)的水平,我们预期会在20%以上。

由于企业所得税税率的变化,今年政府税收占GDP的比重会下降。虽然今年一季度,政府税收增长仍高达35%,但从各月的增长速度看却是逐月下降的,其主要原因是企业所得税在1月份同比大幅增长56%以后,2、3月份出现了负增长。

职工工资在GDP分配中所占的比重基本稳定。自2005年以来,职工收入的增长速度就超过名义GDP的增长,职工收入占GDP的比重也呈现出小幅上升趋势,不过,去年四季度开始,职工工资收入增速与名义GDP增速的差距在缩小,其占GDP的比重与上年同期也基本持平,我们预期2008年职工收入在GDP中的比重将基本稳定。

政府税收占比下降,职工收入占比稳定意味着企业在GDP分配中所占比重会有所上升,其增长速度就会超过名义GDP的增长。其中所得税率的下降影响将是明显的。我们同样可以通过一个简单算例来分析一下。如果企业上年平均税率为30%(部分企业原来就有所得税优惠),而今年税前利润基本与GDP持平,在20%左右,如果企业所得税率降至25%,则企业税后利润的增长将为29%。

事实上,我们认为,2008年企业利润最终的增长结果很可能好于上述的分析。这主要源于以下两点:一是在过去的两年中,上市公司利润、工业企业利润、政府税收及职工工资的增长都超过了名义GDP的增速,如在2007年,上市公司利润增长近50%;工业企业利润增长36%;政府税收增长31%;职工收入企业增长21%。它意味着我们考虑的这部分GDP的名义增速是快于总体的GDP增速的。二是成品油、电力等提价的影响。这些产品价格的提高,意味着名义GDP的增加,而增加的这部分GDP将完全由企业独享。因此,上市公司盈利增长超过总体GDP的名义增长是大概率事件。

从微观的角度看,企业化解成本上升压力的途径有两个。一是劳动生产率的提高。众所周知,中国经济发展正处于重工业化时期,而在重工业化时期,劳动生产率的提高速度是很快的,如日本在1961年—1970年,制造业劳动生产率增长幅度达257.3%,年均提高9.9%,很好地应对了工资上涨的压力。我们认为,在40多年后,处于相同发展阶段的我国目前劳动生产率提高的速度不应该比当时的日本差。

二是价格的传导。从对外贸易看,虽然近年来中国进口商品特别是进口原材料的价格指数在上升,但出口价格指数也在上升。而从国内上下游产业看,虽然上游原材料价格快速上涨,但制造业产品的出厂价格也在上升。我们认为,只要市场需求旺盛,企业作为一个总体,就有价格传导的能力。而央行最新的企业调查数据表明,产品市场需求仍然高位。第二季度价格指数为23.2%,为历史同期最高位。从国内市场看,2季判断国内订单“饱满”和“一般”的企业为92.7%,仅有7.3%的企业认为“不足”;国内订单指数达12.8%,仅低于历史同期最高值0.1个百分点。从国外市场看,出口订单指数连续三个季度后,本季度比上季度反弹了2.4个百分点。当然,我们也认为,不同行业、不同企业由于其上下游供需关系不同,价格传导能力也将各异。

因此,我们坚持我们一贯的观点,那就是与中国经济的高增长相比,中国的固定资本存量不足,因此决定企业盈利增长的是需求因素而不是成本因素。扣除炼油行业,今年工业企业总体的盈利增长速度能够达到30%。

(作者单位:东方证券研究所)

“死了也不降价”的楼市需要松绑吗?

◎陈军华

在由阳光100发起的“房地产高峰论坛”上,万通冯仑、华远任志强、SOHO中国潘石屹、阳光100易小迪等知名地产大腕就中国地产面临前所未有的变局发表了自己的观点,表达希望松绑政策的意愿,值得一提的,是大腕都拿“猪”示意。地产大鳄冯仑号召地产商学习“猪坚强”,“我们要找到自己的生存办法,就是要变成‘猪坚强’”。

“猪坚强”是成都彭州市龙门山镇团山村村民万明家的大肥猪,在汶川大地震中奇迹般地熬过36天的苦难日子得以生还,它靠吃木炭维持了生命,但体重从近300斤变成可怜的100多斤,近日,建川博物馆馆长樊建川用3008元将这头猪买下来,并给他取名“朱坚强”,打算将它一直养到自然死亡。

开发商要变成“猪坚强”,首先要像“猪坚强”那样随遇而安、顺势而为,降低生活标准求生的勇气。但遗憾的是,现在,开发商们只学习“猪坚强”最终获救的结果而忽略了那个最重要的生存过程。因此,开发商向“猪坚强”的学习,充其量只是一个皮毛,并未领会“猪坚强”适者生存的真正含义。



如果开发商们真正向“猪坚强”学习,就应该在销量日益下滑的情况下降低售价,然而,几乎所有的开发商都在死守一个底线:“死了也不降价。”里昂证券房地产研究小组5月中旬的一份调查

结果显示,去年12月以来表示可能降价的开发商所占比例仅占8%,92%的开发商表示不会降价;而表示未来可能降价的开发商比例仅为9%,82%的开发商表示未来不会降价,有9%的开

发商则态度模糊,表示“很难说”。最近,更是不断有媒体爆料,开发商们“抱守价格底线,宁愿将大笔资金沉淀于项目之中,也不愿降价以求销售”。

“死了也不降价”的根源在于维持暴利,这说明,开发商并未面临真正的危险,既然如此,政策为开发商松绑有必要吗?“猪坚强”是真正身陷绝境的情况下才需要救助的,如果它仅仅是一头要保持最高伙食标准的猪,还需要解放军去救吗?

不久前,经济学家樊纲指出,开发商现在叫苦连天,但整体上,日子比其他行业还要好过得多,因为没有任何一个行业像房地产业这样与银行和地方政府保持着如此紧密的联系,也没有哪个行业像房地产业这样受到银行与地方政府的厚爱。而经济学家钟伟给出的数据则显示,在所有的银行贷款中,房地产业并未太多受到紧缩政策的影响。国家统计局7月7日发布的全国企业景气调查显示,房地产业的企业景气指数为131.8,与一季度相比持平,与其他行业的“有所回落”相比,房地产业的景气指数还是比较乐观的。

事实上,房地产商资金链的紧张,并非源于紧缩政策,而是源于开发商

在暴利的驱动下,在2007年拼命拿地,囤积大量土地坐等土地升值,而致资金紧张。就连任志强亦承认这一点,他说: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大囤积,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。

所谓时务者为俊杰,开发商如果真的想学习“猪坚强”而不是叶公好龙,就应该及时调整暴利思路,通过降价销售盘活资金流,使业务得以顺利发展,而不是死扛。

从这个角度来看,政府根本不应该救市,救市可能进一步增强地产商囤积土地的信心,而大量土地囤积,不能形成有效供给,无助于阻止房价的过快上涨。我国从2005年就开始进行房地产调控,也就是说,2005年的房价就已经被人为存在巨大风险,偏离了民众的实际购买力,如果在目前房价尚未调整仅仅是销量下降的情况下就成为房地产商出台松绑政策,那么,也就可能为开发商新一轮推动房价上涨的借口。有一点决策层至少应该明确:如果开发商不降价售房,政策永远不要对房地产业松绑。

从这个角度来看,政府根本不应该救市,救市可能进一步增强地产商囤积土地的信心,而大量土地囤积,不能形成有效供给,无助于阻止房价的过快上涨。我国从2005年就开始进行房地产调控,也就是说,2005年的房价就已经被人为存在巨大风险,偏离了民众的实际购买力,如果在目前房价尚未调整仅仅是销量下降的情况下就成为房地产商出台松绑政策,那么,也就可能为开发商新一轮推动房价上涨的借口。有一点决策层至少应该明确:如果开发商不降价售房,政策永远不要对房地产业松绑。

Column | 专栏

人民币和欧元:一样的升值,不一样的效果

在当前的国际金融形势下,人民币和欧元对美元同样升值,但是其各自的影响却不同,不同的货币抵御外来的冲击是不一样的。由于人民币不是完全自由兑换的货币,美元贬值导致的损失不能够像欧元升值那样得到一定的对冲,美元走软导致全球面临通货膨胀的风险,使得中国等一些发展中国家深受其害。

◎陆前进

由于美国次贷危机,美元走软,人民币和欧元等货币纷纷对美元升值。欧元是自由兑换货币,也是主要的国际储备货币,人民币不是自由兑换货币,更不是国际储备货币,二者各自升值对本国经济的影响是不同的。

通常认为,人民币升值和欧元升值对于各自本国或本地区居民去美国旅游、留学等都有利,人民币和欧元升值都可以兑换更多的美元。值得指出的是,由于人民

币不是自由兑换货币,你必须首先把人民币兑换成美元,一定的人民币比以前可以兑换更多的美元,但要从国家手里购买外汇,你买的便宜,相当于国家给予补贴了。也就是说,国家可能是8元买的1美元,现在再卖给你1美元,只能获得7元人民币。而对于欧元区则不一样,因为欧元是自由兑换货币,它直接在国际金融市场上就可以自由兑换,政府无需承担兑换的成本,居民可以获得美元贬值,欧元升值的好处,是欧元升值获得的铸币税,也就是说,以前1欧元在国际金融市场上能够购

买1美元,而现在在国际金融市场上,能够换得1.5美元,能够获得升值铸币税0.5美元,而人民币却不能够获得升值的铸币税,因为人民币不能够在国际金融市场上兑换,只能在国内金融市场上兑换,你的兑换收益相当于国家给你的补贴。

同样的道理,人民币升值,进口商从美国进口,进口价格下降,同样欧元升值,欧元区从美国进口,进口价格也会下降。尽管都是进口价格下降,但是二者之间有本质的区别。如果进口商从美国进口,它必须先用人民币购买美元,国家卖美元给进口商,虽然进口商买美元便宜了,但是你不是从国际金融市场上买来的,你是从国家的手里买来的,先前的美元是由我们的出口换来的,你获得的兑换收益是以国家的损失为代价的。而欧元则不同,它可以国际金融市场上获得更多的美元,购买同样数量美元的人民币支付了欧元的好处,它能够获得升值带来的好处。例如由于美国次贷危机,美元走软,以美元标价的国

际大宗商品如粮、油等的价格飙升。欧元升值能够对国际商品价格上涨的损失,人民币升值却不能对冲损失。

随着美元贬值,美元资产大幅度下跌,全球抄底成为热门话题,但是中国和欧元区仍然面临不同。中国国内企业和金融机构实行“走出去”战略,到国外兼并和收购,仅仅是为了避免美元贬值的损失,保证外汇储备保值增值,却不能获得人民币升值的好处,因为你不能够用升值的人民币购买美元资产。但欧元却不一样,欧元升值能够买到更多的美元资产,因为欧元能够兑换到更多的美元,美元贬值,欧元升值,到美国投资能够获得更多的美元资产。但中国只能用外汇资产去国外投资,而不能人民币资产,所以人民币升值对我国去国外投资不能够像欧元那样获得升值的好处。

另外,欧元升值增强了欧元作为国际外汇储备的功能。美元走软和欧元走强使得更多的国家调整自己的外汇储备结构,

必须保持人民币币值的相对稳定。由于各国货币地位的强弱不同,币币国总是处于劣势地位,美元贬值对非国际货币国家的影响更大。美国次贷危机可以通过美元倾销转移损失,欧元也可以通过本币升值对冲部分损失,而像中国等一些发展中国家货币处于弱势地位,不得不承担美元贬值导致的损失。

总之,在当前的国际金融形势下,人民币和欧元对美元同样升值,但是其各自的影响却不同,不同的货币抵御外来的冲击是不一样的。由于人民币不是完全自由兑换的货币,美元贬值导致的损失不能够像欧元升值那样得到一定的对冲,美元走软导致全球面临通货膨胀的风险,使得中国等一些发展中国家深受其害。因此我国要不断深化外汇体制改革,继续稳步推进人民币自由兑换,完善人民币汇率的形成机制,放弃对某一国货币的依赖,促进人民币走向世界,最终成为国际储备货币中的一员。