Observer | 上证观察家

许多人把次债危机简单地看作一场金融危机，它实际上是实体经济发生危机的前瞻，紧随次债危机的，就是美国实体经济根基的动摇。在整个国际经济发展趋势比较悲观的情况下，购买美国的房贷债券当慎之又慎。中国投资在美国最大两家住房抵押贷款公司房贷美和房利美中的债券面临困境，就已经是一个惨痛的教训。

购买美国房贷债券需谨慎

⊙陈军华

美国按揭市场拖欠借款情况日趋严重，房利美和房地美两大政府资助房贷机构深陷困境。在此背景下，布什政府呼吁中国央行购买更多的美国政府担保的房贷债券。据国内媒体报道，目前，美国政府派遣的住宅与都市发展部部长杰克逊正在北京访问，意在为全美抵押协会的证券招揽中国外汇储备这一大客户。杰克逊表示，将与中国的商业银行接触，如中国建设银行，商谈购买政府支持下的房贷证券事宜。

类似的这种场景我们似曾相识。在去年次债危机爆发后不久，美国政府高管频频出镜，强调次债危机并不严重，并暗示次债危机带来“抄底”良机，呼吁国际社会及时伸出援手。结果，一些国家真的就相信了。欧洲、日本、澳大利亚等国的中央银行，一次又一次地向美国注资。数据显示，截至去年8月31日，仅欧洲就为挽救次债危机注资6441.55亿美元，远远超过美国同期1452.5亿美元的注资，欧洲此后的注资都是超过万亿美元。当这些注资无法产生效果时，救火者才惊愕地发现他们已经惹火烧身：由次级债衍生出来的创新产品，早已掘出了一个深不可测的无底洞。中国社科院金融研究所提供的数据显示，目前次级债券衍生合约的市场规模被放大至近400万亿美元，相当于全球GDP的7倍之高。

美国次债危机在国际“抄底”资金的救护下，暂时趋缓，但巨大的危机是无法掩盖的。早在今年4月份，国际投机大鳄索罗斯就断言，目前的金融危机是上世纪30年代至40年代“经济大萧条”以来最严重的一次，全球股票市场在经过短暂反弹后将继续下跌。他预言，本轮股市反弹可能仅持续6周至三个月，因为美国会更接近经济衰退。目前的情形完全如索罗斯所料。美国次债危机经过短暂的停顿后，再次爆发出来。

在这种情况下，购买美国房贷债券显然应该慎之又慎。

实际上，中国投资在美国最大两家住房抵押贷款公司房贷美和房利美中的债券面临困境，就已经是一个惨痛的教训。根据美国财政部和美联储2007年联合发布的“Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities”(海外持有美国证券情况的报告)，中国是房贷美和房利美这两家公司排名第一的外国债权人，持有3760亿美元公司债券，接下来依次是日本、开曼群岛、卢森堡和比利时等，海外投资者共持有1.3万亿美元该公司的债券。房贷美和房利美出现危机，中国的3760亿美元投资有可能遭遇重创。而自去年8月份以来，房贷美和房利美两家公司的股票价格跌幅已经超过80%。据报道，在成立当初，房利美仅有150亿美元债务，现在债务已达8000亿美元，房贷美的债务为7400亿美元。

需要指出的是，房利美和房贷美属于由私人投资者控股，而受到政府支持的特殊金融机构。但是，这两家公司属于“非政府担保债券”。因此，在房贷美和房利美出现危机后，由美国前政界人士成立的一个非官方机构坚决认为，不应以美国纳税人的金钱，补助外资应承担的风险。如果中国做了不明智的投资，就应该承担后果，而不是美国纳税人埋单。

显然，投资于房利美和房贷美这样的由私人投资者控股的特殊金融机构，风险是非常大的。而早在2004年，格林斯潘就向国会发出预警：“和其他金融机构不同，房贷美和房利美没有有效风险控制，却不断扩大的业务规模，潜藏很大风险。”然而，这一重要信息却被我们忽略。相关报告显示，从2004年到2007年，中国对美国证券的持有从3410亿美元升至9220亿美元，且偏重债券投资。仅2006年到2007年间，中国对美国债券的持有增幅就高达32%，而日本对美国债券的持有只小幅上升8%。在次债危机即将露出狰狞面孔的前夜，中国增持美国债券的做法放大了自身风险。

今年1月31日，我发表在《上海证券报》上的题为《去美国抄楼市的底儿要悠着点》的评论指出：“美国要从次债危机中平安脱身并非易事。2007年末美国次级债总量约1.5万亿美元左右，其中风险较高的结构性产品接近50%，约7500亿美元。但次级债的损失远不仅此。2007年爆发的次级债风暴只是信用危机的冰山一角，大量潜在的风险可能因次债而扩散：导致金融机构资产状况的进一步恶化，危及美国公司的资本充足率……没有谁知道未来会怎样，在存在着巨大不确定性和风险的市场，暂时的逃避或许是最好的选择。”

2月15日，我又在《上海证券报》发表了题为《巴菲特是抄底还是“趁火打劫”》的评论，强调：像美国这种成熟而开放的资本市场，“底儿”绝对不是那么好抄的。2007年5月，中投斥资约30亿美元购买黑石近10%的股票，就带有抄底的意图，但没有想到次债危机一直延续到今天还没有见底……我们必须纠正对抄底情有独钟的投资偏好——这不是科学而理性的投资态度，而更近乎一种赌博行为。

笔者再三提醒，不要以“抄底”的心态对待投资，乃是基于对美国次债危机情况的评估。许多人把次债危机简单地看作一场金融危机，它实际上是实体经济发生危机的前瞻，紧随次债危机的，就是美国实体经济根基的动摇，而这必然放大而不是缩小、加剧而不是延缓次债危机危害的扩散。因此，我更倾向于把次债危机看作美国经济的一次历史性转折，一次从繁荣向衰退过渡的转折。诚如美联储前主席格林斯潘所说：“有一天，人们回首今日，可能会把美国当前的金融危机评为二战结束以来最严重的危机。”金融大鳄索罗斯也认为：“次债危机是美元作为世界货币时代的终结。”

没有谁知道次债危机何时才能结束，但是，至少我们可以确定，在油价位居高位、就业形势紧张、消费萎缩、美国乃至这个世界的实体经济出现衰退的情况下，我们需要耐心忍受一场煎熬。虽然，与房利美和房贷美不同，美国政府为全美抵押协会提供全面支持，在信用风险程度相同的情形下，房贷证券提供的收益比美国财政部债券的效益要好，但是，在整个国际经济发展趋势比较悲观的情况下，购买美国的房贷债券当慎之又慎。

我们应借鉴欧美经验向闲置房开战

⊙贾图

房屋闲置现象在每个国家都存在，但是，世界各国法律对这种现象的容忍度却是截然不同的。而目前，欧洲国家正在向闲置房开战，据报道，这些国家所采取的措施千奇百怪，但万变不离其宗：

在荷兰，法律规定，如果一套住房空置一年以上，“不速之客”就可以入住，除非空置房业主能够证明其住房的闲置时间还未超过12个月，他就必须在政府的协调下无偿提供这些住房；在瑞典，政府甚至直接将无人居住的住房推倒；在德国，业主必须使空房得到重新利用，在房屋闲置率超过10%的市镇，当地政府还会推倒那些无法出租的住房；在法国的一些城市中，房屋闲置的第一年，业主必须缴纳的罚金为房款的10%，第二年为12.5%，第三年为15%，以此类推；丹麦政府则在50多年前就开始对那些闲置6周以上房屋的所有者进行罚款。

漫画 刘道伟

不仅欧洲，美国也对闲置房毫不客气。在美国亚特兰大的一些地区，甚至有业主出钱让人租住其房屋以逃避因房屋闲置而面临的处罚。此外，美国的克利夫兰和巴尔的摩等城市与德国和瑞典一样，也将空置房推倒。这些国家为何如此严厉地对待空置房呢？

其一，是为了使有限的住房资源最大限度地得到利用。如果大量住房闲置，就会使得一部分人的居住空间受到挤压。而几乎欧洲所有国家的法律，都把住房视为一项基本的人权，要求政府必须解决住房问题。在荷兰，早在1901年荷兰就颁布了《住房法》，要求政府向居民“提供充足住房”。荷兰政府为此共建造了239.36万套公共住房——这一数字对人口不多的荷兰而言是相当大的。

其二，为了打击房屋囤积，抑制投机炒作，平抑房价。商品的价格是由供求关系决定的，大量房屋闲置等于减少了住房的有效供给，会在有效供给与有效需求之间形成一个缺口，导致供不应求的局面，必然推动房价的上涨，甚至，导致房价的失控，恶化民生。关于这一点，从相关国家采取的措施中就可以看出来。如果房屋空置，业主必须同意让“不速之客”居住以消化有效需求，在这种情况下，谁也不会愿意多买住房，等于将相当一部分投机性住房剔除，使房价体现为有效需求拉动的结果，而非投机与有效需求共同拉动的结果。在这种情况下，房价的走势会比较平缓。事实上，从历史数据来看，欧洲的房价走势整体而言是比较平稳的。

其三，为了节约土地，提高土地利用率。房屋是建在土地上的，这是一个人所共知的常识。尤其是欧美国家，他们所说的“House”(房子)其实是指别墅，而我们国家所说的房子在欧美其实叫公寓。欧美国家的房子一般都比较大，会占用较大面积的土地，而土地资源的稀缺性决定了，政府必须最大限度地提高土地的利用率，避免浪费，也避免占用过多土地(尤其是耕地)。闲置房屋一方面占据着土地空间，使得土地无法再使用，另一方面，房屋又是空置的，它等于造成了双重浪费。政府通过严厉措施抑制空置房，等于间接提高了土地的利用率，避免了土地浪费。

相比之下，我国人口众多，土地资源更稀缺，更需要提高住房与土地的利用率。但是，由于法律对投机行为的抑制作用缺位，使得“禁止炒房违宪”这样的奇谈怪论也出来了。正因为环境宽松，在许多城市(尤其是大城市)，尽管一些楼盘的房屋已经销售一空，居住者却寥寥无几，投机性住房大比例的出现，导致了大量住房的闲置。我国近年来的房地产投资增速很快，但房价却连年飙升，追根溯源，在于大量住房被投机者囤积沉淀下来，这些存量住房绝大部分是闲置的，不仅造成了住房的浪费，也因为减小了住房的有效供给而推高房价、推高房屋租金。同时，由于大量住房被囤积闲置，政府必须拍卖更多的土地建房，造成土地资源被快速蚕食。国土资源部数据显示，我国耕地面积已经从1996年的19.5亿亩缩减为2007年的18.26亿亩，离18亿亩的红色警戒线已是咫尺之遥。

在这种情况下，我们应该借鉴欧美的严厉处理闲置房的做法，向闲置房开战，把闲置房逼出来，推向市场。如果做到了这一点，仅闲置房盘活这一项就足以平抑房价，避免房价的持续非理性上涨，并且，由于住房使用效率的提高，也能大大减轻政府的住房保障压力，同时，由于闲置住房盘活减少了对现有土地的征收，减少了拆迁行为，也能够减少社会矛盾，使我们这个社会更加和谐。

短期内“热钱”不会大规模抽逃

⊙史英立

最近有媒体披露，目前，流入我国的国际短期投机资本，即俗称的热钱，已突破6500亿美元，超过1998年东南亚金融危机时整个亚洲所承受的5600亿美元的规模。而目前我国的GDP总量却只有当时日本、韩国和东盟GDP总量的四分之一。因此，业内人士纷纷预测，如果人民币升值趋势逆转，热钱趋利避险回流，金融危机可能迅速爆发，若如此，我国经济有可能同10年前东南亚金融危机后果一样，低迷5—10年。

认真分析当前经济形势，科学把握国际投机资本的运动规律、基本特点，我们认为，短期内，热钱大规模抽逃的可能性不大。主要理由是：

一、热钱抽逃的宏观背景不具备。众所周知，受美国次贷危机和世界初级产品价格上涨等因素影响，2007年以来，西方国家经济普遍下行，而我国经济继续保持增长较快、结构优化的良好态势。截至2007年，我国GDP连续5年达到或超过10%。2008年，预计增速仍在10%左右。世界经济“东”热“西”冷局面不会有大的改变。全球经济的宏观态势决定着趋利避险的热钱不会抽逃离境。

二、热钱在华收益仍然可观。据有关机构测算，今年1月—8月，人民币对美元升值达6%左右，预计到年底，将达到10%以上。人民币升值的步伐将不断加快。人民币的持续升值，使得流入我国的热钱存在着相当大的无风险套利空间。另据世行测算，几年来，由于我国经济持续快速健康发展，外资企业在华投资回报率实际上已高达22%。面对我国市场的巨额回报，热钱没有任何抽逃的理由。

三、热钱入境的主要目的尚未实现。热钱涌入我国的着眼点，不仅仅是短期套利和投资收益，更重要的是若干年后由于我国经济高速增长所必然形成的人民币大幅升值和届时我国金融市场的全面放开。因此，近一个时期，规模热钱不会为“蝇头小利”而大规模撤离我国，相反，会改头换面浸入实体经济以待时机。

规模热钱短期内虽然不会大规模离境，进而造成形同1998年较为严重的金融危机，但其仍存在着冲击资本市场、加剧金融风险、助推通货膨胀、增加宏观调控难度，损害国民经济持续健康发展的负面作用。因此，必须采取切实有效的措施，积极加以应对。一是加强对国际资本市场的有效监控。二是深入研究热钱流入的渠道、规模和运行轨迹，下大力气关注贸易项下的资金流入，防范和打击虚假贸易。三是科学把握我国金融市场开放的速度、力度和范围，坚持主动性、可控性原则，循序渐进地推动人民币窄幅升值，慎重对待资本项目下可兑换，避免金融市场过度、过快开放引发经济风险。四是高度警惕进入实体经济，特别是进入支柱产业、先导产业、骨干企业和其他关涉国家经济安全领域的热钱，防范国际战略资本对我国国民经济的垄断和控制。五是着眼新形势、新任务、新要求，加强金融领域法制建设，健全完善相关法律，严厉打击金融领域不法行为。

从万科奖励基金被套牢说起

⊙肖玉航

“三十年河东，三十年河西”这名名言用在证券市场可谓非常确切，在股改牛市过程中成为基金机构最大持仓品种之一的万科A，其股价变化与公司态度成为其真实的写照。进入2008年，中国房地产市场开始发生巨变，万科A股价也从年初的29.19元下跌至目前的8元多，在这场下跌过程中，万科A高层开始用奖励基金购买本公司股票，希望止跌企稳，但目前的证券市场已经步入熊市，过高的估值和极低的股息分红率将难以避免股价回归，在历时两个多月的购买本公司股票过程中，其奖励基金全线套牢成为事实。

数据显示：2008年6月2日，万科计提的奖励基金已按照信托计划规定买入万科A股股票，其中：补充计提的2007年度奖励基金在二级市场购入万科A股股票11,533,195股，平均购入成本为21.100元/股，预提的2008年度奖励基金购入股数37,804,258股，平均购入成本为20.178元/股。2008年7月7日，万科A公布了首期限制性股票激励计划奖励基金补充购入自家股票的相关事宜，其2006年至2008年的奖励基金共购入118.52万股万科A，成本集中在9元附近。而此时显示：经过送股后，万科A首期限制性股票激励计划2006年度和2007年度的奖励基金，分别持有自家公司股票6144.74万股、4634.18万股，而预提的2008年度奖励基金则持有6092.58万股。经过笔者粗略计算，万科A投入奖励基金共计11亿人民左右人民币，由于前期10亿多资金建仓成本在20.50元左右，而后续9元买入仅有118万股，不足1000万元，而7月16日复权价为13.51元，因此，其已经出现大幅度浮亏，幅度为-34.4%左右，奖励基金全线被套。目前，万科的经营形势并不乐观，数据显示，今年6月份，万科共实现销售面积44.8万平方米、销售金额43.7亿元，分别比2007年同期减少38%和22.8%。其动态PE高达32倍左右，在世界房价及中国房价变动不确定性大环境下，其未来如何定论仍带有较大的不确定性。

在万科A奖励基金全线被套出现大幅度浮亏过程中，证券市场中的多空转换、题材兑现、逆市而为等均体现得淋漓尽致，市场发生了变化，仍然采取一味的前期高价预期将受到市场的惩罚，网络泡沫破裂至今的网络股仍然再也没能回到原来的高价位置1/8，如ST宝利来、海虹控股、上海梅林等。美国次债危机下的楼市大跌使得近年来许多楼价无法再回原位，A股市场中有色金属、整体上市题材股的破灭带来了股价的惨重下跌，这些都说明，时势转换后，只有顺势而为、合理评估自己资产和投资回报水平，才会在市场中找到较好的投资机会，而那种不顾市场环境变化和一味地追求虚拟的高价回归必然受到市场的有力回应，万科A奖励是这样，其他资产的投资也是如此。

Column | 王福重专栏

中国股市需要平准基金吗？

平准基金面临很多棘手难题。钱从哪里出？如果盈利，就与其初衷相违背；如果亏损，问题同样棘手，即亏损如何弥补。如果要源源不断地输血，这个平准基金本身岂不成了市场问题的一部分？平准基金鼓吹者的出发点，确实是好的，但是却开错了药方。政府要做的，只是继续完善制度，包括矫正以往改革中的失误。

股市深幅下跌后，关于要不要救市的争论，很是热闹了一阵，但是没有什么结果。前几天，关于建立平准基金的建议引起了市场的关注。因为主张建立平准基金的，不但有民间的学者，也有一些官方人士，在一定程度上被误读为政府的某种救市信号。不过，在我看来，平准基金，既无可能，也无必要。

首先的一个问题是，“金将安出”，也就是资金从哪里来。主张建立平准基金的人，提出了三种渠道：一是向股市的投资者特别是机构投资者征收，二是国家财政支出，三是截流一部分印花税。当然，后两个办法有些类似。问题是，如果向市场中的投资者收取，一定不能是无偿的，否则就是课税，需要立法机构的批准，不具有现实性。如果是有偿的，回报率如何确定，也难有标准可循。由财政出资或者截留印花税，也缺乏理由。财政资金一旦通过税收等形式征收上来，只有经由预算才能花出去，用于满足社会公共需要，任何税收包括印花税，都不能“取之于市，用之于市”。截留印花税，是一种偿还，税收不具有偿还性，如果偿还，就等于取消了税收本身。通过财政资金建立平准基金，不能说是满足了公共需要，尽管股市有几千万甚至数亿之众，股民的需要却既不具有公共物品的属性，也与公平无关，还难以确定财政没有理由为特定群体的利益提供保障。所以，尽管感情上接受不了，政府确实没有足够的依据为平准基金筹资。再说，中国的股市规模庞大，要稳定市场，所需资金绝非小数目，社会也无力承受。

其次，即使真的筹集到资金，建立了平准基金。这个资金对谁负责，或者由谁来运作？是监管层，还是财政部，抑或什么其他部门？如果是监管部门，那监管部门就有义务扶植、帮助它盈利，即使监管部门没有这样做，市场也会有这种嫌疑，这不是既当裁判，又当运动员吗，监管部门的公正性何在？如果是对财政部负责，那这个基金管理部门就是一个政府机构，显然也不可以。

第三，假定这个机构成立了，那么，它将如何运作？要稳定市场，就要进行反向操作，在股市最低或者接近最低点时买入股票，在最高或者接近最高点时卖出。但是，这是一个几乎不可能完成的任务。股市的最大魅力或者神秘之处在于，没有人也没有任何一种理论，能够准确预测出运行的具体点位，更不必说某只股票的价格波动，它唯一确定的特征是“有涨有跌”而已。过去，基金刚刚出现时，人们的一个良好又天真的期待，就是基金能够稳定市场，可是这么多年过去了，事实证明，市场不但没有因为基金的加入而变得更平稳，相反，却变得更动荡。这当然不排除基金故意为之，但是，基金们自己判断不好大势，也是一个重要原因。

平准基金的拥趸认为，平准基金是非盈利的。非盈利，是一种似是而非的说法。因为平准基金运作的结果一定是要么盈利，要么亏损，盈亏平衡仅仅是一种偶然。可是，如果盈利，就与其初衷相违背；如果亏损，问题同样棘手，即亏损如何弥补。如果要源源不断地输血，这个平准基金本身岂不成了市场问题的一部分？

中国的股票市场的实践表明，无论是上涨还是下跌，包括暴涨和暴跌，不是投入资金就能解决的了的。没有理由认为，平准基金，比一般的机构表现得更好，其效果可能并不胜于无。实际上，平准基金的作用，主要是在股市的下跌时进行托市。平准基金的操作难度就在这里。平准基金的操作者，如果不是利用诸如内幕消息等非常规手段，其判断失误的概率与一般投资者并无差别。如果在自认为的最低点进场托市，而股市继续下行，亏损就是必然的。那不是赔了夫人又折兵吗？

市场的结果，是市场所有参与者相互作用的结果，可以对这个结果见仁见智地进行评价，说它好或者坏，这只是个人的感情判断，但是，不能说市场就是错的，相反，市场永远是对的。市场的结果可能是非合意的，可以对之进行修正或者调控，但是，调控结果不一定就能改进市场的状况，甚至可能造成新的问题，变得更不合意。同样，股市无论上涨还是下跌，包括从6000多点跌到2500多点，也是市场众多参与者行动的结果。常言道，股市是国民经济的晴雨表，而且股市从来对信息的反应是过度的，或者放大的。投资者有义务承担市场的风险。

有人说，国外或者海外就有建立平准基金的先例。可是，仔细考察一下就会发现，这样的例子并不多，而且几乎都不成功，日本和我国台湾地区都是这样。我国香港政府1997年的成功救市是主张平准基金的人最为津津乐道的。可是，港府当时狙击国际炒家的目的，主要还是维护港币的盯住汇率制度，而不是单一的拯救股市。也不能不注意到，这是一种极其罕见的情况，成本和风险都极大，不是一种经常的作为。

如果股市确实出现了类似美国大萧条时期那样的恐慌，怎么办？政府当然不能袖手旁观，必须救市，因为这个时候，股市已经危害到了整个社会经济的稳定。但是，救市的手段，应该是非常规的，行政性的，而不是投入资金。

平准基金鼓吹者的出发点，确实是好的，但是却开错了药方。政府要做的，只是继续完善制度，包括矫正以往改革中的失误，例如大小非解禁，市场的问题最好交由市场解决，病去如抽丝，这个过程可能比较长，投资者要有耐心。