Observer | 上证观察家

确保发展和控制物价是对立的统一,既有矛盾,也可以相互促进,关键在于我们采取什么样的政策,能保住拉动GDP的三大要素——投资、消费和进出口,以使GDP不会有太大下降。如果今年经济增长能达到10%左右,通货膨胀率控制在6%到7%左右,就是一个很好的平衡点,能为明年打下好的开局。

在适度发展与关注民生上求得新平衡

——我看下半年经济新布局

成思危

我曾在两个月前说过中国经济正处在低谷的边缘。因为我国经济面临内忧外患,内忧是通货膨胀,加上遭受了年初的雪灾和5月的地震灾害,外患是全球经济由于美国经济放缓而步入困难之中,这些都对我国经济有很大影响。两个月过去了,我认为情况有好转。先是消费价格指数迅速上涨的势头有所减缓,更重要的是中央政治局7月会议把下半年工作重点方针放在一保一控上,并采取了一系列的政策。

根据经济周期理论,经济发展总是有周期的,从我国的情形看,大概是十年一个周期。1990年到2000年是一个周期,那时的特点是开头涨得很猛,后七八年缓慢下降,增长率从14%下降到8.6%。第二个周期从2001年开始,特点是上升时间长,连续七年保持上升。所以,如果说2008年GDP增长速度低于2007年就叫拐点的话,那可以这么认为,但从另一个角度看,这个判断我就不大认同了,因为拐点还有个含义是说可能以后就这么降下去了,我觉得不能这么说,只能说中国经济周期进入了下降阶段,但这个下降阶段和前一个经济周期比是短暂的:大约也就两三年吧。这是我的看法。

宏观调控从"双防"转向一保一控,其实大方向并没有转变,或者可以说是现在是"双防一紧",紧缩货币政策根据现实的情况做了较大调整。我们下半年的目标就是一保和一控,要说在保的过程当中会有哪些措施与以往不同,那就是保住拉动GDP的三大要素——投资、消费和进出口,以使GDP不会有太大下降。

首先在投资上,我们要合理保证投资的有效运用,特别要增加对农业的投资,甚至短期内给一些补贴,重点保农业,保高新技术企业,保与人民生活密切相关的那些产业。在消费上也是这样,要推动消费,需要适当根据CPI的增长,保持人民收入与国民经济同步增长。如果GDP增长10%,那人民收入也能增加10%,这是一方面。另外一方面是工资随着CPI调整、增加低收入群体补贴、提高低收入群体保障标准、寻找新的消费热点等等,还包括银行扩大个人信贷。我国个人信贷是很低的,目前在银行总贷款规模里大概只占12%左右,而在国外,个人信贷要占到60%至70%。要让民众的收入能够和经济增长同步,还得让民众的存款不至于因为负利率而损失太多。因此我一再主张实行保值储蓄等措施。

今年上半年财政收入超收了一万亿,有些人因此建议通过减税来拉动内需,也有些人建议直接给民众发红包,有些地方比如广东提出了工资要增长14%等等。我认为国家将来也会考虑这些问题的,但发红包的做法不大现实,因为牵扯到你根据什么标准,然后就会有很多假的穷人冒出来。所以,我主张,在上半年财政收入比去年同期增加了33.3%的情况下,应该考虑提高个人所得税起征点,这样同时也是一种刺激消费的做法。

提高个人所得税起征点,实行保值储蓄,都是可以考虑的政策手段,但下半年能不能出台我没法预测。

在出口上,我们不能再出口那种高耗能的产品,因为这样的话能源价格很高,对我们不合算,这牵扯到调整出口结构,也牵扯到出口地区的调整,因为对美的出口肯定会由于人民币升值而减少,东方不亮西方亮,我们得向别的地方增加出口。

确保发展和控制物价,有人说它们之间是一对矛盾,我认为它们是对立的统一,既有矛盾,也可以相互促进,关键在于我们采取什么样的政策。我认为今年经济增长能达到10%左右,通货膨胀率控制在6%到7%左右,就是一个很好的平衡点,能为明年打下一个好的开局。

说到滞胀,我认为现在还没有,10%的增长速度在世界范围也不低,6%到7%的通货膨胀率应该算是比较明显的通货膨胀,但是与现在世界各国的总体水平相比也并不算很高。现在我们的工作关键就是要能够居安思危,就像我名字一样,要能够预见到可能会有的挑战,及时采取预防性措施。

以我个人看法,下半年PPI增速差不多到顶了,一个因素是石油价格。油价从它的成本来看,就算把资源税什么全加上它也不应该这么高,合理的油价应在100美元以下。

今年1月我去达沃斯出席世界经济论坛,那次在BBC直播节目里,有一位非洲产油国的证券交易所所长是位女士,大家问她,油价这么高,你有没有负罪感?她说没有,她很高兴,因为油价高了,她的国家收入多了,人民生活可以改善。接着大家问她,你认为合理的油价是多少?她回答:60美元。可见她也觉得油价过高是不合理的。随着油价的回落,其他一些生产资料价格可能还会涨,但增幅会下降。所以,再看两三月,到年底,PPI肯定会回落下来。

也是在达沃斯世界经济论坛上,有人问我,你们经济增长超过11%,你高不高兴?我说既高兴又不高兴,高兴的是经济快速增长,不高兴的是人大定的增速是8%,年年超额。这反映了一个什么问题呢?说明我们把本该更多投入到环保、节能、教育、科技、公共服务、社会保障等等方面的资源都投在经济增长上了。所以我认为,还是按照中央提出的科学发展观,要使经济发展有一个适当的高速度,而不是盲目去追求高速度。现在,是我们相应去调整的时候了。

按照科学发展观的思想调整经济结构,现在还遇到一个大难题就是人才。我们现在最缺乏两类人才:企业管理人才与金融人才,我认为一个国家的发展可以分为四个阶段,第一个阶段输出初级产品和农产品;第二个阶段输出制成品;第三个阶段输出资本;第四个阶段输出知识,靠收专利费来赚钱。根据这个阶段划分,我国现在处在第一、第二阶段上,输出资本的比例还很小。我们累计引进外资7800亿,输出的资本累计是1000亿,而且这1000亿里,请注意,占第二位的是开曼群岛,那里没有任何工业、服务业,实际上是在那注册了公司再回来投资的,所以这叫出口转内销,或者叫假洋鬼子。如果把这部分去掉的话,我们对外投资大概只占引进外资的十分之一。输出资本很少,也是因为我们缺乏这方面的人才,我们有这么大的外汇储备,但是其中三分之一是买了美国债券,换句话说,就是把钱借给美国的金融资本家,他赚了钱付给我们债券利息,剩下的归他,这实在是不得已的办法,因为我们眼下还没有能力来运用这个东西。

当然我们还缺乏科技创新人才。在输出资本之后还有一个更高阶段是输出知识,而我们现在对外技术依存度要超过50%,假如老是这样,我们是不可能成为一个创新型国家的。

上述所论,都是我们当前面临的大挑战,并且还都不是短期就能解决的。而要说未来两年最大的挑战,我看还是在改革与政府职能的转变上。改革开放30年了,我们的成绩非常显著,但是改革已进入到攻坚阶段,当前有四个关系要处理好:法治和人治的关系、公平和效率的关系、政府和市场的关系、集权和分权的关系。现在出台的政策当然绝大部分是好的,但是也有一些政策会在不适当的时候起了不适当的作用,这就需要我们特别注意。所以,想要保持经济平稳、健康、长远的发展,转变政府职能,建设服务型政府是当前非常重要的任务。

(作者系前全国人大副委员长,本文根据作者在中央电视台经济频道"经济热点面对面"节目中的访谈整理而成。节目9月2日 22:03首播)

奥运月京城住宅销量降近七成

北京市房地产交易管理网发布的数据显示,8月份,京城住宅销售较之去年同期骤降67%,降幅近七成,而环比7月份,也有25%的降幅。其中,奥运举办的17天(8月8日至24日)中,仅销售1780套。整个8月份日均销售仅为105套。此外,奥运期间二手房成交量跌至近几个月的谷底,下降达三成。

房产商们 请准备好应对"后奥运效应"

⊙郭田勇 蒋蛟龙

从各国举办奥运会的经济效应来看,由于奥运需要大量的场馆建设和交通基础设施建设,这不仅对商品房价格带来"示范效应",同时,由于这些奥运场馆的建设要挤出一部分住宅土地,理论上会造成住宅市场供给的减少,再加上奥运所带来的经济增长效应,这三方面的因素都会刺激房地产价格上涨。通常,这被归类为房地产市场的"奥运效应"。但笔者认为,这样的奥运效应实际上是指奥运会的前期效应。

正是在"前奥运效应"的刺激下,房地产价格持续暴涨,大大超出消费者的购买能力,购房者于是持币观望,但是潜在需求仍存在,只要价格出现一定回落,这部分潜在的需求就会变成现实的购买。而这部分潜在的需求者又恰恰把奥运会看成房地产价格调整的分水岭,因此把购房计划挪至奥运以后,根据奥运后房地产价格的变化重新启动购房计划,这就形成了所谓的"后奥运效应"。

"后奥运效应"只是在房地产价格下跌之后才能产生的一种效应,是一种有条件的效应。不可否认,众多房地产企业不愿降价主要基于两个原因:第一,前期所拿到的土地价格高昂导致其开发成本很高;第二,唯恐市场买涨不买跌,担心一旦房价出现集体的松动反而会导致市场进一步观望。

的确,部分房地产企业所拿土地的价格较高,而且这部分主要是去年房价暴涨之时所购,但笔者认为,这部分高价土地并非占据了房地产企业的大部分,并且绝大部分房地产企业在前几年的价量齐涨的带动下获得了超高利润。即使目前房地产企业下调所售房屋价格,也并不会造成企业大面积亏损,况且在当前市场背景下,房地产企业应该将其考虑重点转移到企业生存上来,而通过降价扩大销售无疑是自救的最佳途径。

再说,房地产企业所担心的"买涨不买跌"心理未必存在,至少这种现象并没有想象的那么严重。如果房地产完全用来投资,当然容易形成"买涨不买跌"。但是房地产还是一种生活必需品,即用于自住,只要存在自住需求,并且没有超过其购买能力的话,那么房地产市场就会出现"既买涨、又买跌"的现象。不过,目前有部分房地产企业通过买房送车等一些"暗降"的方式来销售并未起到预期的效果,反而引发进一步的观望情绪,这似乎正好验证了房地产企业所担心的"买涨不买跌"现象。但是我们也需要看到,房地产企业推出的这种"暗降"措施并没有使房地产价格真正回归到居民所能承担的购买水平,并且从相关机构的统计数据来看,房价只是增幅放缓,这样高企的价格水平又怎能引发市场需求呢?

今年年初,万科在全国掀起了一股"降价风",尽管并未完全引发集体降价,但万科却因此抢占了市场先机,迅速回笼了资金,减轻了资金紧张的压力。同时,万科降价也并未引发公司亏损,从其中报来看,仍然取得了172.6亿元营业收入和20.6亿元净利润,并且其市场份额也由去年上半年的1.9%大升到今年上半年的2.7%。而多数房地产企业在市场持续低迷的背景下,仍然咬住价格不放,试图死扛着等待政府出面托盘救市。

乍看起来,在本轮经济调控中宏观调控措施由"两防"转变为"一保一控",政策似乎有放松的迹象,但是笔者认为这种放松也只是结构性的调整,而不会出现全面放松,而且这种结构性的放松也不会针对房地产市场。这主要是基于:第一,房地产价格最近几年上涨过度,已完全透支了未来的增长潜力,现在需要调整。第二,房地产价格暴涨已经影响到了民生建设,成为建设"和谐社会"的障碍。第三,房地产市场是一个资金密集型行业,过多的资金聚集在房地产领域不利于资金流向高科技行业,减少了企业研发的动力,不利于创新型国家的建设大计。如果此时政府对渐渐开始理性回归的房地产市场去托市,无疑就会恶化目前已经扭曲的市场机制,只会为未来经济的健康发展埋下隐患。另外,既然目前房价已经严重超出居民购买力,在需求减少的情况下,价格理应下降,这才是市场经济规律的表现。

须知,从来就没有人能够战胜市场,以前没有,现在不会有,将来仍然不会有。因此,面对"后奥运效应",房地产企业唯有自救,而降价是目前最好的自救方式。否则,房地产业很有可能通过高昂的机会成本等来市场的雪崩。

最近,有报道称万科又要刮起第二道"降价风"。如果说万科第一道风属于"小聪明"的话,那么笔者以为,这即将要来的第二道风显然是"大智慧"。

(作者单位:中央财经大学中国银行业研究中心)

■争鸣

不宜将分红与再融资挂钩

⊙崔 宇

证监会《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》(征求意见稿)发布后,听到、看到了多种多样的观点,比较多的认为是分红比例还太低。而笔者以为,这种引导上市公司分红的政策初衷无疑是令人欣慰的,但政府通过继续强化分红与再融资的挂钩关系来鼓励分红的"反市场化"政策导向,很有可能是"看上去很美"。

其实,如果公司治理健全的话,分红政策和再融资方案都应该是由上市公司董事会和股东大会决定的,不该由政府出面干涉。理论上,在给定的资本预算和负债政策下,增发红利所需要的资金是需要增发新股来获得的,而增发新股将导致老股东股票价值的缩水,所以再融资在欧美市场是个彻头彻尾的利空。据统计,美国上市公司平均20年才再融资一次,就是忌惮再融资对股价下跌的影响。老股东一面获得红利,一面每股价值被稀释,实是一个左口袋到右口袋的游戏,所以增发红利并不必然带来公司价值的上升和投资者收益的增加,如果考虑到红利的税收成本和新发股票的发行成本,甚至会带来公司价值的下降和投资者的负收益。

正因为此,美国的上市公司也不都奉行高红利政策。据陈志武教授的统计,从1963年至1967年,有71.6%的美国上市公司分发红利,1978年至1982年间,有58.2%的上市公司分红,可是到了1999年分红的公司只占所有上市公司的20.8%。一个著名的例子是微软,自1986年上市后,直到2003年才开始分红,这期间虽然没有分红,但股东们享受到了上百倍的股票增值收益,而最终微软选择分红是因为它不能找到可靠的、主业之外的再投资机会。而此时拿盈余资金分红,既是对股东负责,对公司价值的提升也有促进作用,因为这表明了公司投资策略更加审慎和负责。

由此看来,我们将分红与再融资"拉郎配"的做法是很值得深思的,它可能会产生许多副作用。一个简单的逻辑推断是:如果都有钱分红了,为什么还要再融资?打算向市场圈钱的上市公司象征性地拿出点现金"回报"投资者,然后狮子大张口通过再融资让投资者回吐资金的事,我们不是已经见多了么?上市公司和大股东根本不在乎股票的涨跌,只在乎是否圈到钱。而且,由于大股东持有的非流通股无法获得股票增值的收益,却能通过"超能力派现"的方式合法地转移上市公司利润,虽然中小投资者也获得了一定的红利,但大多数都免不了随之而来的股价缩水宿命。虽然经过了股改,但据统计,目前规模最大的30家A股公司,占68%的限售股未实际流通,已流通比例仅为28%,在未来一段时间内,中小股民还不得不面对同股不同权的命运。

根据上面的分析,笔者的看法是,分红不仅不该是再融资的条件,恰恰应该是不应再融资的理由。当然,这并不是鼓励不分红,像微软这样将盈余资金分红的做法应多多鼓励,而要通过再融资获取资金来弥补分红的成本不该提倡,更没有必要把分红与再融资通过法律的形式联系起来。

政府要引导上市公司分红应该遵循市场化的取向而不是强加行政性的指令。一方面,应健全上市公司的股权结构和治理结构,让更多的机构投资者和中小投资者参与公司治理,这也有利于稳定市场,避免机构投资者的"羊群效应",还可以考虑引入类别表决机制,让人微言轻的中小投资者拥有真正的表决权。另一方面,可以考虑降低红利税,减少上市公司发放红利的税收成本,或者像澳大利亚那样实行"转税制",即股东缴纳红利税后,可以从税单上扣除上市公司缴纳的公司税,这样避免了对股东收益的双重征税。

总之,将分红和再融资捆绑的一刀切式的准强制性分红,不仅会损害上市公司利益进而损害股东利益,还会扭曲市场机制,让中小股民无利可图。

如此机制 哪位分析师敢给"减持"评级

⊙沈若愚

去年有句话脍炙人口:你可以跑不赢刘翔,但一定要跑赢CPI。几乎每一个人都把这句话作为了理财的奋斗目标。一年不到,能跑赢刘翔的人倒是不少,但是能跑赢CPI的人倒是不多。

在牛市的时候,分析师无论给什么股票"增持"、"买入"的评价,都不会有错。可是看到上证指数从6000多点一路下滑到了2000出头,有一点就是弄不明白,为什么不少股票,分析师的评级依然是"增持"、"买入",而股票却随着市场的下行目标价位一跌再跌。

终于有一位资深基金经理揭开了谜底:看空不会给分析师带来利益。从2003年开始,《新财富》借鉴国际惯例,推出由机构投资者票选的"中国内地资本市场最佳分析师"。通过向几百位公募基金经理发放调查问卷、请基金经理提名并打分的方式,评选出各个行业的"最佳分析师"。但是《新财富》给分析师排名,更多是按照分析师给机构推荐的股票中哪只股票涨幅最大,而不是对哪只股票的涨幅预测最接近。据说《新财富》的"最佳分析师"评选受到越来越多的证券研究机构及广大机构投资者的认可,已经成为业内公认的最具权威性的证券分析师排名。有媒体介绍说,有些券商研究所的职称评定和奖金发放几乎完全与《新财富》排名挂钩。屁股决定脑袋,这样的自身评估体系自然使得评估师成了死多头。

以证券公司、基金公司目前的考核制度,研究报告的数量是衡量分析师每个月业绩的一个重要指标,分析师只能忙着出报告。而一旦把某家公司的评级改为"减持",就意味着难以再进入这家公司调研了。于是,无论从哪个角度来说,分析师只能尽量给股票"增持"和"买入"的评级,如果给出"中性"评级,几乎就是"卖出"的意思了。

当然更重要的一方面是,作为分析师最大聚集点的券商,一遇熊市,公司不要说盈利,能够不亏损就万幸了。作为不直接创造利润的券商分析师,因此难以拥有稳定的收入,他们自然会一份接着一份地发出"增持"报告,除非他们跳入基金公司,成为基金公司的分析师,能稍微超脱一些。但是在不能买空卖空的市场内,也只能唱多,牛市才是一切嘛。

Column | 专栏

在合理价格定位上的以时间换空间,不仅需要市场发行机制及定价机制的改革,而且更需要市场功能的重新定位,优化市场的资源配置、利益分配以及价值发现和实现机制。在笔者想来,这才是大小非以时间换空间的真谛,才是"二次发售"真正需要特别重视的要点所在。

二次发售:如何化危机为机遇

黄湘源

解决大小非问题,我们可否换个思路:如果能够找到一种更好的主动疏导方式,为大小非进入流通既争取了时间也创造了空间,从而以最小的损失避免一场更大的麻烦,不就不仅可以不需要违背股改承诺去再加一把什么锁,而且也不必把一切希望寄托于不可预测的未来了吗?

尽管股改对价相对于流通溢价来说存在诸多的不公,但是,"二次股改"如果只是理解为给大小非加"第二把锁"的话,岂不是等于是说"早知今日,何必当初"?"第二把锁"与"二次发售",一个"堵",一个"疏",既是方法之争,就有高下之分。"堵"只"堵"住了时间,空间是"堵"不出来的。相反,"堵"在半空中的大小非若成了堰塞湖,其高程落差的冲击力并不会因为时间的延长而有所改变,一旦溃堤,后果都是难以想象的。四川唐家山堰塞湖的治理经验告诉我们,堰塞湖治理宜"疏"不宜"堵"。如果说今天大小非问题的严重性在一定程度上是由于股改的时候对后置风险估计不足并且没有配以相应防范措施所致,那么,今天如果将大小非减持的风险再后置三年、五年、甚至十年,谁能保证那时不会遇到同样的问题呢?

不过,正因为大小非的问题主要在于利益的不平衡,"二次发售"如果只是着力于放缓大小非解禁的节奏,在一定程度上或将分散和减轻市场的流通压力,但总体上指望它一次性解决长年积累的供求关系和利益关系的失衡,未必切合实际。

存量大小非的"二次发售"如果不过是意味着同一股票不仅可以使券商获得两笔承销费收入而且大股东也将再得到一个二次圈钱的机会,那么,券商和大小非就像两股道上跑的车,是不是走得到一起,不无疑问。如果大小非要价过高,券商就得承担包销责任,这不仅需要资金,而且还有跌破承销价的风险。所以,券商心目中的"二次发售"其实是一种可以同大小非锁仓承诺、回购增持、重组预期、分红送配、信息不对称披露甚至委托理财等诸多手段结合起来的一种综合性市值管理。说白一点,也就是大小非和券商联手操纵股价。而对于大小非来说,除非"二次发售"在一定的强制条件下更有利于高位套现,否则,如果又要多出一笔中介费,又要低价减持,那还不如自己趁早去做"范跑跑"呢!

就时间换空间而言,"二次发售"虽然比只盯着时间的"第二把锁"更多地考虑到了空间的问题,但是,仅仅考虑到流通量的释放空间显然是远远不够的。事实上,市场需要的是一个更有利发挥资本市场三大功能的价值空间。如果"二次发售"的结果是股价随着流通量的扩大而越来越低的"自由落体",那么,不要说市场的三大功能也将被迫受到相应的压抑,就是大小非和包括券商、基金在内的机构投资者的利益也将受到极大损害,更遑论身不由己的中小投资者了。

大小非需要时间换空间,但离开了对空间的一致理解,也就不存在时间设定的有效性。目前,之所以在市场已经跌到接轨国际成熟市场的市盈率水平了,人们还在担心大小非争先恐后地抛售,就是因为大小非的心就像阴晴不定的月亮,没有人看得透。并不是人们不理解大小非,而是大小非自己不透明。为什么大多数大小非只讲解禁而没有一定的控股持股计划,也没有相应的市值定位和减持目标?

还有,一边口头上含含糊糊地说不会轻易减持,一边又在积极地谋划央企重组,这怎么可能消除人们的担忧?而央企重组所需要的究竟是怎样的价值空间,是个非常值得研究的问题。降低价格重心一方面有利于降低重组成本,但另一方面也不利于国有资产保值增值。退一步讲,即使是为了央企整体上市有一个好的市场承受力和合理的发行价格,市场估值定位也并非越低越好。笔者此前就曾说过,把市场估值中心的下移说成定价权落到产业资本手里,并不是一种实事求是的分析。今天的重回2245点和当年的直奔998点,异曲同工,没有什么两样。国内外金融投机资本的最佳抄底机会,并不等于国有资本最佳的重组机会,更不等于中小企业二次创业的天赐良机。

从市值管理的角度来看,大小非的利益同广大投资者的利益其实并不是只有对立而没有统一。保持合理的价值定位不仅是大小非的利益所在,同时也是广大投资者的利益所在,市场的整体利益所在,国家和民族的长远利益所在。明确了这一点,大小非需要怎样的时间换空间也就不难明确了。

不能不看到的是,大小非其实并不仅仅是股改所形成的到期解禁的限售股,影响市场估值定位的也不仅是存量大小非。如果仅仅是前者的问题,动用行政权力去加锁虽然未必更有效,但大小非当初用什么样的价格作为对价挤出换得流通权的,什么时候还市场以公道就是了,这应该也不是太难的事情。但是在合理价格定位上的以时间换空间,不仅需要市场发行机制定价机制的改革,而且更需要市场功能的重新定位,优化市场的资源配置、利益分配以及价值发现和实现机制。"晴雨表"魂兮归来,不仅是捍卫投资者之投资回报权利的需要,也是大小非化危机为机遇的需要。在笔者想来,这才是时间换空间的真谛,同时,也是"二次发售"真正需要特别重视的要点所在。