

# Opinion

Observer | 上证观察家

## 楼市并非只买涨不买跌

郭田勇 蒋筱龙

国内房地产龙头万科在全国刮起新一轮“降价风”后,收益颇丰,两天进账2亿多。万科的这次“降价风”,不仅验证了“后奥运效应”的存在,更说明了房地产市场并非“买涨不买跌”,反而是个“既买涨,更买跌”的市场。这给了那些宁愿低价卖权、卖地皮,就是不愿意降房价来回笼资金的房地产企业一个很好的回击,更给了那些试图用“逆势提价”来炒作的房地产企业以当头棒喝。

下调房价是应市场调整所需。众所周知,由于外部经济环境的恶化以及国内经济的走缓,房地产市场作为国民经济的支柱产业,理应随着这一轮经济调整周期而调整。不可否认,房地产市场去年的暴涨与GDP保持了11.9%的高位增长有着莫大关系,但是今年GDP增速已经回落,全年预计可能低于10%,房地产市场该调整,否则就违背了市场运行规律。另外,去年半气冲天的房地产市场已出现价格泡沫,并且资产市场往往有一次性跌完的特性,以此观之,本次房地产市场的调整幅度理应大于整个经济调整的幅度。

房地产不仅可以用来自住,还可以用来投资(投机)。作为投资对象,房地产市场确实存在“买涨不买跌”的现象。但是,在当前经济面临很大不确定性的背景下,这些投资于房地产的资金大部分选择回流银行或者潜伏,而剩下的绝大部分属于自住需求者,或者刚性需求者。也就是说,房地产市场已由以前具有投资性质和生活消费品性质的双重市场转变为当前仅剩下的生活消费品性质的单一市场。既然此时的房地产市场基本变成了普通的商品市场,那么需求下降了,就得下调房价来刺激需求。

前段时间,摩根大通的一份报告一天之内就把沪深股市往上拉了上百点,一时间市场纷纷似乎政府有救市的举措出台,事后证明这份报告并未掌握确切的信息。再说,即使

在当前经济面临很大不确定性的背景下,那些原本投资于房地产市场的资金大部分选择回流银行或者潜伏,而市场上剩下的绝大部分属于自住需求者,房地产市场因此已由以前具有投资性质和生活消费品性质的双重市场转变为当前仅剩下的生活消费品性质的单一市场。既然是普通的商品市场,那当然“既买涨,更买跌”。

政府出台救市,也断然不会救楼市,况且现在国内大部分房地产企业的利润率仍然保持在30%至60%的高水平上,何需救市?央行和银监会日前联合下发《关于金融促进节约集约用地的通知》,要求商业银行对商业性房地产信贷采取严格管理的措施,禁止向房地产开发企业发放专项用于缴交土地出让价款的贷款。同时对土地储备贷款抵押率和贷款年限都作了严格的规定,并禁止对土地闲置超过2年以上的房地产项目贷款,大大打击了房地产业的土地囤积行为。这个《通知》也因此被市场认为是政府“保银行、弃地产”的标志,也让希冀政府救市的房地产企业的等待落空,同时也给了市场一剂强心剂:房地产市场必须按照市场自身规律去调整,不能通过行政干预来扭曲市场规则。

不可否认,在楼市的调整期肯定会有局部、个别的断供现象发生,但市场传言的“断供潮”实属危言耸听。政府对房地产市场的调控,无论如何都应主要侧重于全局的、宏观的角度,不能因为出现了个别的断供现象而动摇对全局的调控。从目前所见的断供案例来看,绝大部分是出于对房屋的投资,自住房由于房价下跌而断供的案例基本没有。而房屋投资无疑需要直面市场风险,市场有涨有落,哪有只涨不跌之理?而房屋自住发生断供的可能性极小,如果真发生断供,首先会丧失其在银行的信用,即使对其信用记录影响甚小,在当前银根紧缩的背景下,也很难再获得银行贷款。相对于房屋投资而言,自住房屋断供的成本更高,不到万不得已,不会选择断供。

政府无需救楼市的另一个原因是,当前房地产市场陷入低迷,但不会造成银行大量不良贷款的产生。根据中央财经大学中国银行业研究中心对银行业贷款压力测试,当房地产市场价格整体下降20%时,会造成银行不良贷款上升0.9%,而当房价出现40%以上的跌幅时,银行总体不良贷款率将会明显增加。因此,当前房价的合理下行,对银行整体不良贷款的影

响较小,而房地产价格的下跌又能使得更多的民众有能力购买住房,进而改善民生。

今年上半年,由于银行贷款紧缩,引致银行房地产信托贷款大幅增长。但是随着银监会针对银行表外业务的监测力度的加大,预计这种爆发式增长的现象不会延续太长。再说,银监会也会吸取银行前段时期理财产品的教训,防止理财产品零收益现象发生在信托贷款领域。另外,随着美国经济出现反弹的迹象,美元开始回暖,这意味着国际资金回流的可能性加大,因此,房地产企业通过国际资金来弥补资金缺口的难度将会加大。总之,在

当前国内经济不确定性背景下,大部分资金将会选择观望。

事实上,万科稍早时候在杭州低价促销时首日就卖出一半的消息,也非常清楚说明了房地产市场也是一个“既买涨,更买跌”的市场。因此,解铃还仗系铃人,如果房地产市场不下调价,就无法使潜在的刚性需求转变成现实的需求。只有通过降价来增加需求,并以此回笼资金,才能使房地产业走出困局,获得良性健康的发展。

(作者单位:中央财经大学中国银行业研究中心)



比尔·盖茨狂抛微软股票

卸下微软公司董事长的比尔·盖茨现在希望一心一意管理他的慈善基金会,今年以来已卖掉价值10亿美元的微软股票,但他如果要与去年卖同样多,即售出价值达25.4亿美元的股票,就得在圣诞节前加倍销售。不过,按照这样的进度,52岁的盖茨要到64岁时才能卖完他的最后一股微软。

## 新股发行冲击市场的假说成立吗

张跃文

招商证券通过发行审核并拟募资80亿元的消息,为本已疲弱的市场走势再添变数。实际上,中国股市中新股发行长期以来所保持的异乎寻常的高折价率,创造了一个以新股为主要交易对象、以跨市场为特征的低风险套利市场。这一市场的存在,尽管有利于新股发行,降低了承销商的发行风险,但也提高了发行人的间接发行成本。在新股上网发行期,大量资金从二级市场流出,转为新股申购资金,由此对二级市场形成冲击,这就是为国内众多市场人士所笃信和传播的“新股冲击”假说。根据中国社科院金融所的研究,尽管存在新股冲击市场的某些支持性证据,但是从总体上来看,冲击效应仍然具有较大不确定性,场外资金应是新股申购的主力。

新股申购的高收益是确定存在的,但是新股冲击市场的假说真的成立吗?如果成立,就需要证明确实存在这样一批投资者,他们在二级市场持股,并且愿意在新股发行期间卖掉手中的股票,用所得资金申购新股,作为理性投资者,这样

做的前提条件是新股申购的实际收益至少应高于同期二级市场收益,因此只要统计结果支持新股收益大于二级市场收益的结论,那么新股冲击假说就有可能成立,反之则不然。需要说明,A股市场新股发行近年来面向公众投资者所采用的主要方式是上网发行和市值配售。其中,市值配售要求投资者保持相应市值的股票仓位,在此种方式下投资者不太可能出售旧股申购新股。在网上网发行方式下,由于超额申购的存在,按资金摇号配售已经是普遍做法,因此测算投资者申购新股的真实收益率必须考虑中签率。

利用聚源数据库,我们选择了2000年至2007年A股市场发行的550只新股作为研究对象,重点测算了330只上网发行的新股在发行期间的二级市场收益状况。发现这些新股的初始收益率平均为15.3%(首日收盘价减发行价),实际收益率(考虑中签率)全部为正,平均为0.47%,这一数值低于同期二级市场收益率的平均值,而且所有样本中二者相减为负的比率达到64.2%,表明新股申购的实际收益在多数情况下不能够覆盖二级市场投资者出售旧股申购新

股的机会成本,因此投资者以此为目的售出的动力不足。同时,由于新股申购实际收益率高于同期无风险收益率,对不愿进入二级市场的场外风险厌恶型投资者,其吸引力较大,因此新股发行市场可较多地吸引场外资金。仅有32%的新股在发行期间二级市场收益率为负,在去除市场年度总体趋势的影响以后,调整后的新股发行期间市场收益率为负的比例提高到57%,平均为-1.7%,但仍然有43%的新股在发行期间二级市场收益率为正。显然,新股发行对于二级市场的冲击具有很大的不确定性,当然这也可以归因于监管层较好地控制了市场上的新股供应。

在与市值配售新股样本作了比较后,笔者发现,市值配售方式下的新股发行对于二级市场的冲击其均值低于上网发行方式,说明这种方式对于限制投资者的此类行为发挥了一定制约作用,促进了市场稳定。

再看行业收益率,我们发现,有60%的新股在发行期间,其所在行业指数出现了负收益,均值为-1.41%,说明新股发行对于二级市场的冲

击,有可能是通过投资者在二级市场出售同行业股票,影响行业指数而间接实现的。

沪深市场现行的新股发行制度有效控制了新股发行的数量、节奏和价格,客观上制造了新股发行市场的短缺状态。在我们的样本中,几乎不存在IPO剩余证券需要承销商包销的情况。监管层对于证券业的重点关照显然是考虑到了当时我国证券业的资本实力和经营水平现状,但对于承销商利益的过度保护,不仅使得证券公司在新股发行市场开展恶性竞争,而且使得券商过度依赖发行承销业务。证券公司庞大的投资银行部门与簿弱的研发、资产管理和其他业务部门形成鲜明对照,这种状况长期存在,并不利于证券业长远发展。为维护股票市场的正常运行秩序,保护发行人和投资者利益以及承销商的积极性,笔者希望监管层减少对新股发行特别是定价的行政干预,适当提高新股发行价格;同时大力推动场外资金进入发行市场,逐步降低新股申购的实际收益率至同期二级市场预期收益率以下,并保持在无风险收益率以上,以最大限度减少申购期间投资者在二级市场的抛售行为,并保证新股发行成功。

(作者系经济学博士,任职中国社科院金融研究所)

## Column | 专栏

比起强制分红,取消不合理的红利税和除权除息是更急迫的事,否则,分红回报对投资人而言根本就连落袋为安也谈不上。站在中小投资者的立场看,如果红利税照收,除权除息照行,那么,提高了的现金分红比例岂不依然是口惠而实不至的空心汤圆?

## 分红新政关键在确保投资者得实惠



黄源

虽然证监会出台了鼓励分红的文件,并且对再融资也适当提高了分红比例的要求,但是,市场显然还是激动不起来。目前大家的注意力似乎都集中到了强制分红和现金分红的不足上。不过,笔者觉得更值得期待的是取消不合理的红利税和除权除息。否则,分红回报对于投资者来说根本就落袋为安也谈不上。还是在几年前,南京的一位投资者算过一笔账,2002年配方案10送3股派250元的一只股票,股权登记日的收盘价是1871元,除权除息后,登记日的次日,该股除了权后的价格为1420元。这就是说,分配前他在股市上的财富有1871x1000=1871000元,可在名义上拿到了300股和250元的分配之后,经除权除息计算,投资者的财富并没有显示出增加的投资收益,非但如此,实际上一分未得的投资者,却还要实实在在地缴110元的所得税。

名义上是发给投资者红利的分红,为什么实际上却成了“竹篮打水一场空”?

导致真白银的分配变成虚假分配的是不合理的制度。这个市场的制度定位和相关政策出现了严重偏差。在这种情况下,即使让上市公司挤牙膏似的再多挤一点红利出来,也无法成为投资者看得见也摸得着的实惠。

拿除权除息来说,其基本思路据说是“股

东财富不变”原则,意即分红事项不应影响股东财富总额。按照这样的说法,那么,基于公司财富增长基础上的分红回报对于股东来说还有什么意义呢?再说,除息不除息,除权不除权,都是市场自己的事,何劳管理当局越俎代庖?即使交易所认为它有义务向投资者提供具有权威性的参照价格,那也不等于可以不等市场作出自己的反应就先拉一刀除权除息。上市公司一边派出,股票市场一边没收,而在股票账户上刚刚增加的现金和一刀砍去的股票市值是完全相等的。如果股票不能走出填权行情,投资者根本就休想分享到业绩增长分红的一点好处。这难道也是所谓的“国际惯例”?

此外,上市公司分红征收个人所得税,其实是重复征税。上市公司在上缴了企业所得税后,剩下的理应是全体股东的财富。再对红利课征个人所得税,无疑大大缩减了投资者的实际收益。同时,由于非流通股除权不缴所得税,其股东得到的分配收益,实实在在地增加了财富,这就使得流通股股东与非流通股股东客观上不同股不同权,而且同权不同利,这是极不公平的。目前有些上市公司的流通股高分红已成为大股东和一致行动人一种捷足先登的套现手段,不就是因为不平等的市场制度令分红回报也有了寻租空间吗?

长期以来,我国股市“重融资轻回报,重上市轻改制,重维护大股东大机构利益轻中小

投资者维权”的倾向一直没有多少改变。分红制度改革喊了那么多年,之所以改不到位,市场定位和利益机制的偏差显然是更重要的原因。在市场尚未确立投资回报机制的条件下,所谓分红新政就连曾经在股改时曾经实行过的对价不除权也弃之不用,却强调分红再融资挂钩,而实际上,分红对再融资的约束力是有限的,而再融资所圈的钱则通常数倍甚至数十倍百倍于分红,那么,以少换多对谁有利?上市公司不仅可以象征性地先拿出点现金,然后就狮子大张口通过再融资让投资者加倍吐出来,而且大股东还可以在从分红渠道将上市公司利润合法地据为己有的同时,又顺手牵羊从再融资渠道得到大规模的资金补充。广大中小投资者虽然暂时获得了一定的账面红利,但大多最终免不了遭遇随之而来的股价缩水宿命。这也正是我国股市圈钱之风愈演愈烈而投资回报却江河日下的根源所在。

即使就现在所拟推出的分红新政而言,同市场的期望的距离也是显而易见。一是,鼓励有余,强制不足,强制分红仅限于提出再融资要求的上市公司,是远远不够的,对未提出再融资要求的上市公司,只讲鼓励,不加限制,岂不意味着可分可不分,不分也没啥吗?在美国,上市公司有“现金奶牛”之称,就是因为分红在境外成熟市场不仅有严格的制度规范,而且也受到一定的市场约束。而在我国,“现金奶牛”风毛麟

角,“铁公鸡”却多如牛毛。这同我国的分红制度偏重于鼓励为主,应该是分不开的。二是,比例不高,现金更少。连再融资公司最近三年的累计分配比例也只有30%,这显然与市场的期待存在太大的差距。在其他更多上市公司可能情况更差的情况下,整体上综合起来的分配比例也就可想而知了。特别是对于对现金分配比例没有要求,按照以往的惯例,许多上市公司大可用虚而不实的送配股方式代替现金分红,不仅一毛不拔,还可另有所图。美国上市公司的现金红利占公司净收入的比例达到40%至50%,有的甚至更高。有鉴于沪深股市目前的状况,即使不谈分红救市,仅从治市出发,对再融资公司分配比例也再提高一步的必要。至于现有的30%,理应视为对现金分配的要求。

古人云,勿以善小而不为,勿以恶小而为之。表面上,红利税和除权除息似乎没有强制分红和按比例现金分红那么重要,但站在中小投资者的立场看问题,跟站在大股东大机构的立场显然大不相同。如果红利税照收,除权除息照行,那么,提高了的现金分红比例岂不依然是口惠而实不至的空心汤圆?

分红新政如果具有分红救市的诚意,则让一向只肥他人的红利的之水流入投资者自家之田,不过举手之劳而已,但仅此一举,就堪称救市之及时雨,何不乐成其事?

## 世界经济不景气恰是我们调整良机



海闻

世界经济从2007年开始就出现了眼花缭乱的问题。我把这些问题归结为两个方面,一个是由于美元下跌和次贷风暴引起的全球金融动荡,另外一个是由于粮价和油价上涨引起的全球性通货膨胀。金融动荡主要是来自于发达国家产生的问题,而通货膨胀则是源于发展中国家在经济起飞过程中的一次调整。

无论发达国家还是发展中国家,2008年的经济增速相比2007年肯定要下降。我们的收入会减少,一些国家会出现失业。因为通货膨胀,生活水平会下降,尤其在发展中国家,粮价的高企使得很多收入低的人要面对一个比较艰难困苦时期,这就是为什么很多国家对通货膨胀都采取了很多严厉措施的原因。

我现在还看不到这次世界经济的波动深度有多大。看来现在已经开始出现一些回弹,它就这样结束了呢还是会来一次更加剧烈的变化?无法判断,但是对每一个国家的经济结构的调整是有影响的。中国的出口结构肯定要调整,出口产品不能再靠大量低成本劳动力的优势,而是要想办法在产品上质量上好,好下工夫。而且,中国经济可能不能再以国外市场为主要推动力,而要转向以国内市场为主要推动力。

多哈回合是世贸组织成立以后第一次大的多边谈判,也是中国加入世贸组织以后参加的第一次、第一个回合的谈判。实际上,这个谈判的目标是很大的,它主要是希望能够进一步降低关税,进一步消除贸易壁垒,然后促进全球尤其是发展中国家的经济发展。可是,经过了七年谈判,最终没有达成协议,或者说到目前为止,它并没有就原来设定的目标使得每一个国家都达成协议。

多哈回合谈判失败,对整个世界经济的影响,可以从两个方面来考虑。第一,从某种意义上讲,这是失去了一次推动世界经济发展的大好机会,尤其当世界经济处于一个比较困难、比较不景气、问题很多的时候,那么多哈回合能够达成协议的话,那各个国家的关税会大大下降,会给各个国家出口更多的机会,它不仅是自己可以出口到更多的国家,也可以为别的国家提供更多的就业机会。所以,它有利于全球的经济增长,很有可能,如果多哈回合成功的话,很有可能,世界经济会出现一股新的增长热潮。

另外一个我觉得是比较长远的影响,就是人们可能会怀疑世贸组织

现有的通过多边谈判来解决贸易矛盾的这种自由化机制。世贸组织成立到现在的第一轮谈判就没有成功,很自然,大家会对这种机制产生怀疑,今后到底该走什么路,是不是还要回到双边的或者是单边的,或者是不信任多边机制?多哈会议的前景怎么样,我比较乐观,或者说没那么悲观。这个谈判没有成功,并不意味着这轮谈判彻底失败了,因为它很可能再谈。就像上一次乌拉圭回合的谈判,谈了8年,最后大家还是在一定条件下各自做了让步,达成了乌拉圭回合的成功,同时也建立了世贸组织。我也希望能再经过一两年世界整个经济形势会变得好一些,或者是各个国家政府换届以后,这些议题重新变更周期了,所以这是有可能把这个谈判继续下去。

在全球化的过程当中,实际上我们受到的国际影响是比较大的。国际市场由美国的次贷危机、美元下跌引起的经济动荡,因油价、粮价上涨引起的通货膨胀,都会影响中国的出口、生产和就业。金融危机使得资本市场的风险增大,不确定性增加,外商投资,包括我们金融机构的这种不确定性会影响投资的增长。同时,美国的次贷危机,美元的贬值使得美国经济实力有所下降,尤其它的进口需求下降了。而美国仍然是中国最大的出口国之一,所以美国国内需求的下降必然会影响我们的出口。另外,人民币升值一方面意味着我们的进口能力增加,但也意味着我们出口的价格上升,或者说是出口的成本大大地提高了。针对这个情况,政府需要采取一些措施,企业也必须接受一些挑战。从政府的角度看,一方面要抑制通货膨胀,包括抑制价格,但更重要的是要帮助企业,尤其是出口企业、劳动密集型企业减轻负担,设法使企业降低成本。唯一能够帮助企业解决困境的办法是减税。

经济发展不可能永远处在热的状态上,总是有冷有热,经济不景气时,恰恰是企业需要调整的时候,对现在的中国企业而言,一方面要调整出口结构,不要全部出口到欧美国家,不要再以美国为主要市场;还要调整产品结构,有一些产品已经过度生产了;同时还需加强管理,更进一步地优化资源,降低成本。如何利用这样一个经济不景气的阶段,通过调整,使企业更加优化,能够在新一轮经济增长当中抓住新的机会,是我们现在必须应对的问题。

(作者系北京大学副校长、经济学家,本文根据中央电视台经济频道“经济热点面对面”节目的访谈整理而成。节目9月9日22:03首播。)

## 别指望增设新机构就能化解矛盾

张文君

设立新机构来解决新问题,这种工作方式我们似乎可以在很多改革的实践中找到案例,慢慢来,我们似乎在改革中陷入了一种“机构设置热”,仿佛设置相关机构就可以一劳永逸地解决问题。为解决中小企业的融资难题,有人又提出考虑建立以中小企业为贷款对象的专门金融机构,与大型企业的贷款信用条件实现差别化对待。

要回答“设置中小企业银行来解决中小企业贷款难是否有效”的问题,首先要明确中小企业贷款难是不是新问题,或者产生贷款难信用问题没有解决,新建立的专门银行以完成多少针对中小企业的贷款额度为考核目标,恐怕很快就会被长期困扰我国中小企业发展的制约瓶颈。从紧的货币政策只是将这一问题放大。如果将商业银行偏爱于大企业而舍弃中小企业解解,以有结果解释结果之嫌,没有找到问题的根本。大量的调查说明,影响银行对中小企业贷款意愿的根本在于金融信用缺乏。

企业缺乏金融信用,包括两方面原因:一是主观动机,即基于道德风险发生的“骗贷”;二是客观条件,即由于经营风险发生而导致能力上的无法偿还。更多缺乏金融信用中小企业是属于后者。

为什么中小企业较之于大企业更缺乏金融信用?因为中小企业缺乏规模经济效应,抵抗风险的能力更差,一旦发生财务危机出资不抵债的概率较高。中小企业大多集中于劳动密集型行业,对于外部经济大环境和经济周期的依赖较强。不少中小企业技术含量不高,行业优势不明显,议价能力不足,生产成本不能有效向上游或下游转移。由此看来,

造成“贷款难”的大多原因集中在中小企业本身。尤其是当前的宏观经济条件下,劳动成本上涨、原材料涨价、海外订单大幅减少和对于保护环境的要求不断提高等多重压力下,原有产业链在断裂,中小企业利润空间被大幅挤压。我们不能以理想,即使现在货币政策不收紧,商业银行大幅度地贷款给中小银行吗?

可见,改造中小企业的金融生态环境,关键是改造其金融信用。但似乎看不出设置新的专门银行与改造中小企业的信用环境两者间有多大联系。倘若最根本的金融信用问题没有解决,新建立的专门银行以完成多少针对中小企业的贷款额度为考核目标,恐怕很快就会被长期困扰我国中小企业发展的制约瓶颈。从紧的货币政策只是将这一问题放大。如果将商业银行偏爱于大企业而舍弃中小企业解解,以有结果解释结果之嫌,没有找到问题的根本。大量的调查说明,影响银行对中小企业贷款意愿的根本在于金融信用缺乏。

企业缺乏金融信用,包括两方面原因:一是主观动机,即基于道德风险发生的“骗贷”;二是客观条件,即由于经营风险发生而导致能力上的无法偿还。更多缺乏金融信用中小企业是属于后者。

为什么中小企业较之于大企业更缺乏金融信用?因为中小企业缺乏规模经济效应,抵抗风险的能力更差,一旦发生财务危机出资不抵债的概率较高。中小企业大多集中于劳动密集型行业,对于外部经济大环境和经济周期的依赖较强。不少中小企业技术含量不高,行业优势不明显,议价能力不足,生产成本不能有效向上游或下游转移。由此看来,

若设置新的金融项目。在美国,政府的小企业融资政策除了从政府服务机制和资金支持外,更多通过中小企业管理局制定宏观调控政策,引导民间资本向中小企业投资,并支持和鼓励民间借贷,而不是通过以银行为主的金融机构和政府倡导下建立起来的中小企业融资服务体系为中小企业提供融资服务。中小企业管理局、民间资本等等,在我国都是已有事物,如果只需要适当的金融创新,就可能用最少的成本解决问题,那么增设中小企业银行的意义还有多大呢?