

Opinion · column

Forum

上证论坛

如果抑制房价的政策真正见效,势必会抑制房地产行业的不合理膨胀,在降低宏观经济风险的同时,也降低了市场对宏观盈利水平的要求,即资本化率降低。另一方面,房价降低造成的房地产业收益下降,则并不影响宏观收益总量的稳定,如果这部分资源能够被转移到效率更高的产业中去的话,整个经济体的价值将会升高。

别担心,抑制房价有助股市提升价值



田立

自从中央政府表明抑制房价的态度以来,沪深股市出现了较大波动的震荡,两市股指跌幅近10%,沪指更是一连破几个关口。尽管没有证据把这两件事联系在一起,但找不到确切下跌原因的投资者还是很容易产生这样一个担心:抑制房价会不会同时打压股市呢?

这样的担心——表面上看——似乎是很合理的:房价若真下跌,房地产企业的收益势必减少,房地产板块的股价便会下跌,而房地产板块在沪深股市所占的比重又是那么大。这个逻辑看起来非常简单,也很有说服力,但经验告诉我们,越是表面上看简单的问题,其实质可能并不像我们所看到的“简单”那样简单。

首先必须明确一点,股市反映的是市场对未来经济“价值”的预期,而非“总量”预期。这就要求我们必须从价值的角度来看待政策的影响,而不是从表面的收益去看。根据资产定价理论,任何经济体的价值,无论是宏观总体还是微观个体,其价值都取决于两个因素:一是预期收益的“量”,二是经济体的资本化率。对于“量”的问题比较好理解,也是投资者最容易看到的。而对于那个我们无法确切算得出,但却客观存在的资本化率,把握起来就没那么容易了。

有人则认为,所谓资本化率就是经济

体的预期收益率,这个理解不会错,且很容易引起误解:似乎预期收益率越高越好。其实不然,资本化率反映的是市场对经济“要求”的最起码的收益能力,也就是说,你既然运营这样一家企业,你就必须至少盈利多少。因此,资本化率越高,表明经济体的风险越大,因此也就必须赚得更多。这样理解的话,我们很容易就会明白,同等市场条件下,资本化率越高的企业,其市值越低。比如两家同等规模的企业,甲企业的资本化率是10%,而乙企业的资本化率是20%,在同样预期收益下,甲的价值要比乙高一倍。

回到股市,如果把股市看作整个宏观经济体的价值表现的话,那么股指高低只取决于整个宏观经济的预期收益量和宏观经济整体的资本化率,因此,任何一个行业要想影响股市都必须从这两个方面去影响。那么,抑制房价政策又会如何影响这两个方面呢?

从收益角度看,个别行业收益的变化只能影响个别行业,并不必然影响宏观经济收益,就连经济学也认为,宏观意义上的收益与微观意义上的收益存在很大差别,这个差别可以用一个词来表述,就是“转移支付”。打个比方,一个人有两个口袋,一个口袋里的钱挪到另一个口袋里,另一只口袋里的钱增加了,但这个人的总钱数没变;现在你把这部分钱挪回到原来口袋里,钱的总数还是不变。

抑制房价的政策可能会减少房地产业的收益了,于是人们只看到了房地产企业的收益变化,但却没有注意到

这对整个宏观经济的收益有什么影响。我曾经说过,中国的房地产市场并不是个真正意义上的市场,最主要表现在房价的形成上。开发商往往以成本为借口解释抬高房价,但真正造成高房价的原因还在于开发商和现存的政策漏洞:开发商先出价,购房者如果接受,那么这就成为市场价;如果不接受,开发商便把房子囤积起来,等什么时候这个价格被接受后再成交。房价的定价权与市场力量基本没有关系。

正是由于这样的原因,房价被人多地定高了,原属于购买者的那部分收益被“硬性”地分配到了房地产业,而整个宏观经济的收益总量并没有改变。现在,抑制房价的政策如果真能见效的话,只不过是把这个部分收益“回归”到购买者手中,进而分配到其他行业中而已,这对宏观收益总量不会产生任何影响。

再来说说资本化率,其实这比收益

量更重要得多。前面说了,资本化率是市场根据经济所承担的风险而“要求”的最低收益水平。同样地,对于宏观经济风险水平的确定也有别于个别行业。过去我们认为房地产业的市值普遍偏高,这不是高估,而是市场给出的一个合理的结果,因为处在风口浪尖上的房地产业并没有承担这个行业本应承担的风险。比如从资金安全性上看,开发商手中的定价权部分抵消了现有风险,即使房价下来了也无所谓,有几个开发商是靠自己投入的?相当多的资金其实来自商业银行,而商业银行有没有贷款定价权(定价权在央行),加上贷给房地产开发商的贷款的价格并没把这个行业的风险涵盖进去,于是这部分风险相当于银行承担了,这相当于房地产开发商转嫁了风险。房地产开发的规模越大,转嫁出去的风险就越多,或者也可以说,开发的规模越大,它给整个宏观经济“创造”

出的风险就越多,市场对宏观经济的盈利能力要求就越高。从这个意义上讲,房地产业的不合理膨胀实际上是做空股市的力量,那么,抑制房价又怎么会打压股市呢?

事实上,如果抑制房价的政策真正见效,势必会抑制房地产行业的不合理膨胀,在降低宏观经济风险的同时,也降低了市场对宏观盈利水平的要求,即资本化率降低。另一方面,房价降低造成的房地产业收益下降,则并不影响宏观收益总量的稳定,如果这部分资源能够被转移到效率更高的产业中去的话,整个经济体的价值将会升高。所以说,就目前中国经济的实情看,即使短期内抑制房价政策可能会对股市,但从长期讲,这一政策将会更有利于股市的价值提升。

(作者系哈尔滨商业大学金融学院金融工程研究所所长)

石油进口若超50%:我们该有哪些准备

◎陈宇峰

根据海关总署年底的最新一项统计,我国今年11月进口的原油量为1712万吨,同比增长接近三成,已连续第9个月维持在1600万吨以上的高位水平。在过往的历史中,我国原油进口量超过1600万吨的月份总计为12个,今年就占了9个。近5个月来,中国每月进口原油数量均突破1700万吨。

有不少乐观人士表示,中国在国际原油进口市场上高歌猛进的速度,恰可说明中国在全球经济低迷下已率先走出危机。作为目前世界上最大的转型经济体,中国在资源的密集投入、工业化以及高速增长的过程中,对石油等基础性资源的依赖程度与日俱增。从2003年起,我国已成为继美国之后的世界第二大石油消费国。BP公司最新发布的《世界能源统计报告(2009)》显示,2008年中国的石油消耗量已高达3.757亿吨,占世界能源总消耗量的9.11%。由中国石油需求量的复苏性增长而判断中国经济强劲增长的可能,当然也顺理成章。

不过,乐观主义者还必须注意到,11月1712万吨的进口量,已使得中国在今年前11个月的累计进口原油数量达到了1.83亿吨,同比增长首次超过了2位数,而累计进口原油量也已超过了去年全年的总进口量(1.79亿吨)。另一方面,根据国家统计局同日公布的11月国内原油产量为1567万吨,继续之前的同比下降趋势。也就是说,中国原油总需求量和国内原油生产量之间的

缺口正在不断拉大,看趋势,今年很有可能超过去年49.5%的石油进口依存度,如果成真,那2009年将成为首次跨越50%国际警戒线的标志性年份。如果我们承认石油资源在整个国民经济的支柱性作用,那么就必须看到,超过了50%的石油进口依存度后,中国经济增长的安全性也在削弱。根据国际能源署的一项研究估计,国际油价每上涨10美元,会拉低中国经济0.8个百分点,而同时增加通货膨胀0.8个百分点。

自2002年迄今,“第三次全球石油危机”已持续了长达6年之久,国际油价一路攀升,并创造了147美元一桶的历史天价。尽管中间曾遭遇的史无前例的全球性金融危机,部分甚至全部掩盖了此次石油危机对全球工业生产基础的摧毁性打击,但不可否认的是,国际油价的持续上涨,对石油进口国的生产预期和石油出口国的消费预期的影响绝对是致命的。从某种程度上说,油价所带来消费抑制效应,可能与诱发美国次贷危机的房价下跌现象之间有因果的关联性,而进一步催生的金融危机则引发了此次全球性经济危机。而作为石油进口大国的中国,在此次全球金融危机中,我们不但损失了以出口贸易为主的中小企业的生产能力以及国民日益成熟化的消费预期,而且抑制了生产和消费需求的高油价还在某些环境条件下催高诸多国内资产的价格,使得原先在工业生产上的或者资源配置在工业生产商的资源大量配置在引发经济危机的金融市场上,进而大大提高了整个国民经济体系的运行风

险。尤其需要指出的是,同样都对石油有依存度,我国与美国却有明显区别,我国尚未成为国际原油市场上的重要参与者与决策者,国际油价走向基本上由欧美发达国家决定。如此高的依赖程度,不稳定的地缘政治,单一的石油进口渠道和未来自国际原油价格的剧烈波动,都使得我国的石油进口存在着巨大的不确定性。实际上,最近受迪拜金融风暴、俄罗斯经济复苏缓慢而造成的供给压力,再加上中美等国经济复苏的潜在需求预期拉动,可能会让国际原油价格再次反弹。这种势头本周已经冒出来了。这也就是说,在高石油进口依存度条件下,存在着比较高的国民经济运行风险,由此而对中国经济复苏可能带来的负面影响,我们不能不有深度认知。伴随国际油价的同步上涨,我国或将丧失之前“第三次全球性石油危机”所带来的国内产业结构转型升级的最佳窗口调整期。

总之,日益增加的石油对外依存度已是中国转型改革之后经济快速增长长所导致不可逆转的一种结构趋势。而一旦超过50%的石油对外依存度国际警戒线之后,我们必须密切关注国际原油市场上价格剧烈波动所带来的风险。同时,也要抓住当前全球金融危机下的难得机遇,争取国际金融市场上的定价权,而在国内加速产业结构优化调整和转型升级,以更强的定价能力和稳定的产业结构,以应对未来可能的冲击。

(作者系浙江工商大学现代商

贸研究中心研究员)



“圣诞老人”?抢银行的!

一名男子化装成圣诞老人模样,前天抢劫了美国田纳西州的一家银行。他给出的抢钱理由是:圣诞老人需要给小精灵们工钱。危机当前,无奇不有。美国警方为此提醒居民,在圣诞假期中谨防类似的“圣诞老人”入室抢劫!

漫画 刘道伟

专栏·主持 沈飞昊

富国的惊人失忆



高东

人类有着惊奇的记忆力,也有着惊奇的失忆力。前者,可以使人类有着以一贯之持续性,承继并强化着核心传统力量。后者,在使人忘记失败和挫折的同时,给予人类一代比一代强的创新冲动和能力,当然,也使人类的进步充满了波折和起伏。

对重大自然灾害事故,人类恐怕是这个星球上记忆最差的一类物种。自然环境有了重大改变,人类之外的生物种群的生活习性肯定会随之而变,但人类会一如既往地开垦、占有和改造,这固然使人类的适应能力不断提升,却也使环境和气候问题越发突出。

其实,大自然是不平等的。按哈佛大学历史学和经济学教授戴维·S·兰德斯在《国富国穷》中的观点,地理环境绝对是影响人类发展进程和国富国穷的重要因素。尽管随着科学和技术的进步,地理环境的重要性在下降,但某些进步仍值得警觉和关注。对不发达国家而言,大自然的“不公平”难以消除。从价值和人均收入看,富国位于温带,尤其是北半球的温带;穷国大多位于热带和亚热带。

到前所未有的提升,财富积累空前的丰足。富国的低收入人群,其生活水平都可能不比穷国的富有阶层差。但清晰地留在人们记忆中的是,富国的增长和优厚生活水平,是以广大穷国的资源和市场被瓜分掠夺,严重的环境破坏和污染由全人类共同承担为代价的。只是,当富国将污染较严重的制造业环节转移到落后国家和地区后,最近的两代富人,已惊人地忘记了他们的上辈留下的破坏和污染环境的恶劣记录。

最富有的工业化国家与最贫穷的非工业化国家,人均收入相差400倍,而250年之前这一差距是有5倍。待到一时落后,那些温带、热带和亚热带地区,开始加速增长和发展时,富国的优越感势必要渐渐淡去,取得一种优越感不容易,因而更不会轻易放弃。于是,现在充盈富国视野的,似乎只是后起国家的环境破坏和污染,而看不到他们的富裕生活,仍是以最大的碳排放量为保证的。由此,付诸富国对外策略和言行的,就是强行要求后起者更多的减排义务,而淡化自己的责任。

这正是我们在哥本哈根全球气候峰会上所看到的情形。不管峰会有没有达到各方的预期效果,仅就各国地区齐聚一地,商讨环境与气候问题,本身就是人类的一大进步。但这一进步,却不能以牺牲后起穷国的增长和发展为代价。

地球不属于人类,更不属于一时富有的人群。但人类属于地球,而生存权和发展权,属于全人类。发展的成果只被少数人享用,代价由全人类承担的情形,绝不可能持久。

从经济学上看,资产负债表是针对时点而言的,但表内的负债与资产却是动态累积的,而且,资产必对应着等额的负债,不存在没有负债的总资产。对应富国过去将近200

年资产积累的一项负债,就是其增长过程中对环境的破坏和污染。凡是负债,都是要偿还的。不应该忘记的是,财富不仅仅意味着消费,也意味着污染;增长不仅仅意味着生产,也意味着破坏。如果富国在环境和气候整治事业上,不给予其他国家和地区应有的资本与技术返还,就是一种严重的赖账行为。富国的健康和安全,不仅仅是由其本身的财富所决定,更有赖于穷国的财富增长。

天下不存在只让后人承担代价而自己独享成果的事。如果富国将环境与气候问题,仅仅当成一种外交策略,当成阻碍自身国家增长和发展的工具,当成确保自身先进、富足和优越感的措施,那将会极大恶化全球环境与气候问题。问题的途径,只能是富国和穷国一起努力。富国将已未偿负债,通过减少本身的碳排放,给予穷国应有的资本与技术回馈来加以偿还;穷国则是通过自身的努力,以及富国的支持,寻求更加清洁有效的工业化发展路径,缩小同先进者的差距。

对此,早前南非土著居民针对欧洲白人说过的一句话,很具启发性:“原来我们手里有黄金,你们手里有《圣经》;现在,《圣经》在我们手里,而黄金却在你们手里。”有关全球环境和气候问题,在富国和穷国之间的协调,必须结合历史和现状,结合生存权与发展权,通过减少本身的碳排放,取得一定效果。理想的状态应当是,不管是现在的富国还是穷国,各自手里既要没有黄金,也要有《圣经》。

应有的记忆,不能成为失忆,而失忆,更不该成为抹不去的记忆。(作者系中央财经大学教授)

三张资产负债表勾勒美国风险图



张凯楠

从美联储、联邦政府和美国个人这三张资产负债表的情况来看,美国负性消费模式受到重创,政府驱动型复苏和资产驱动型复苏亦难以形成自我修复的内生增长动力,也可能对未来美国经济带来一系列不可预知的风险。

首先,负向财富效应严重削弱美国居民消费消费的可能。受个人资产负债表需要较长时间修复。消费从来都是美国需求增长的决定性源泉,从总量上看,资本支出目前占美国GDP总量的17%左右,而消费支出占美国GDP总量的70%左右。数据显示,从2007年一季度至2008年四季度,美国家庭净资产与个人可支配收入之比从63倍下降至4.8倍。美国个人资产的去杠杆化,严重影响到了美国的前途,个人储蓄率已从危机前近乎零的水平急剧上升至目前的6%左右,创下15年来新高。这与大萧条时期有很大的相似性。在大萧条的复苏时期,在个人可支配收入大幅下滑的情况下,美国人的储蓄水平在1933年至1936年的4年间回升了7.5个百分点,这有很大一部分储蓄是预防性储蓄和无信贷背景下消费结构的优化所致。因此,经历了此前危机,一般估计,美国家庭资产负债表的修复和预防性储蓄的回升,将在3年至

5年内改变美国的消费格局,这使得消费很难延续过去4年对美国GDP增长的那种强劲拉动。

其次,美联储无力控制急剧膨胀的资产负债表。负债总规模由2007年6月的8993亿美元上升到本月初的22100亿美元,是危机前的两倍多。同样重要的是,美联储在扩张其资产负债表时,对资产质量的要求已大大放松:它通过购入和持有“有毒资产”的方式向特定机构和市场注入资金,与原来自较为保守的资产标准相比,美联储资产质量的下降,将对未来美联储回收流动性的能力产生很大掣肘。一旦美国经济有所好转,美联储需要通过出售资产的方式收回流动性,但是,很可能美联储持有的“有毒资产”不得不以折价的方式出售,其与购入价之差即为市场增加的基础货币。随着美联储的资产负债表迅速膨胀,美国的基础货币投放量已呈现出快速增长势头,基础货币投放量从今年9月的9050亿美元上升至11月的1.14万亿美元。

伯南克近日信誓旦旦地表示,美联储的资产负债表膨胀不会导致通胀上升,美联储有推出刺激措施的工具,有能力回收流动性。事实果真如此吗?从伯南克提出的未来宽松政策退出机制的五大手段来看,包括提高超额准备金利率、进行逆回购协议、在公开市场出售持有国债和证券、财政部发行短期票据回笼资金再存入美联储,将部分超额准备金转换成定期存款再存入美联储等,无一不面临着实施的约束。比如为超额准备金支付利息就有致命缺陷,因

为美联储需要为此付出高昂的资金成本。如果按照7500亿美元的超额准备金额度估算,其利率水平每上升1个百分点,总的利息支付就会增加75亿美元。在财政赤字节节攀升的今天,动用财力无疑捉襟见肘。

再者,美国债务负担骤增将会带来不可预知的风险。这次金融危机爆发后,美国通过政府的高杠杆率来支持金融机构的“去杠杆化”,伴随大规模经济刺激计划的实施,家庭负债向国家负债的回归,政府的债务规模激增。根据美国国会预算办公室最新预计,美国本财年的财政赤字将达创纪录的18470亿美元,占国内生产总值的13%。2010年至2019财年财政赤字总额预计将高达7.1万亿美元。面对高居不下的债务负担,以“美国利益至上”为出发点的政策调整,会使白宫采取新一轮债务削减计划。货币贬值及通胀当然是最好的武器。在经济低迷的情况下,通过高通胀的途径把美国债务负担控制在被认可的水平可能是必然选择。历史经验表明,在高财政赤字的情况下,一旦形成高通胀预期,将会导致国债利率上升,随之推高发行成本,增加了未来偿还债务的压力,而这个结果又会降低投资者对于美国长期国债的信心,更多抛弃长期债。如果出现这样的局面,美国新发国债就只能靠美联储来购买了。这种使美联储向市场提供更多流动性的“债务货币化”,势必造成流动性进一步泛滥,促发不可控的通胀,最终危及经济复苏。

(作者系国家信息中心经济预测部副研究员)

探索更多金融创新 化解各地政府债务风险

◎张志鹏

世界性政府债务危机,也给中国的地方政府敲响了警钟。据财政部财政科学研究所的一份报告估算,2007年底,国内地方政府债务余额约为4万亿元左右,占当年地方政府财政收入的143.7%。来自监管部门的相关资料显示,今年,全国各级政府融资平台有8000多家,银行贷款余额近6万亿元。地方政府融资平台隐藏的各种潜在风险已成不争的事实,其背后连带的就是地方政府的信用风险。

作为企业债的一种,今年上半年,城投企业发行期数及发行规模占企业债的比例分别为51.92%和38.13%,远远高出去年的26.22%和12.67%。虽然城投债并不纳入地方政府的财政预算,可实际上城投公司已成地方政府隐性负债的最大平台。在2009年城投债大举扩容融资后,诸多潜在问题也随之浮出了水面,包括过度负债,超过财政偿还能力;诚信不足,还款意愿难确保;期限偏长,对银行流动性构成不利影响。事实上,城投债的泛滥开始严重危及政府信用。

可以说,地方政府债务风险的长期积累,是另一个暗中支撑土地价格以及房地产市场泡沫膨胀的重要因素。出售土地作为地方政府财政收入的便捷来源,既可用于眼前的开支,又可用于应对债务危机的保障。如果土地拍卖价格随着房地产市场低迷,地方的债务压力也就随之加大。正是这样的背景,使得中央对房地产市场的宏观调控往往见效不快。在“救市”时各地方政府积极性很高,政策措施出台很快;但在“抑制房价上涨过快”时,地方政府则各有各的难处了。可见,在快速发展的目标指引下,高债务必然引发房地产价格膨胀,所以,实现房地产市场的稳定健康发展,必须从降低政府债务风险,转变经济发展方式上想办法。

而在另一方面,各地政府又是“腰缠万贯”的财富所有者。这些财富就是地方政府多年来投资经营所形成的多个层次的经济开发区和各种形式的国有资产。从经济开发区来看,不仅有国家级、省级的,就连县和乡镇都有经济开发区或科技园区。为了招商引资,地方政府对这些经济开发项目投资巨大,如今,这些经济开发区都已身价倍增。虽然这笔投资能够给政府每年带来相当高的租、税收入,但要应对庞大的债务危机,却“远水解不了近渴”。

可行的思路,是积极的金融创新,将政府所拥有的数量庞大的不动产财富“变现”为可用于偿债及公共投入的现金流。通过利用社会资金和有效的融资渠道,增强地方政府自身所拥有的财富和所承担债务的流动性,降低社会整体风险。

就目前而言,笔者以为,不动产信托是可资利用的金融创新方式。其运行方式是,将经济开发区的不动产委托给信托机构经营和管理,信托机构则通过发行股票或收益凭证募集资金,然后去专业化的不动产投资或不动产抵押贷款投资。在这一过程中,信托机构可针对地方政府本身的偿债能力和公共建设规划来设计个性化的资金信托产品,增大市场供需双方的选择空间。对于地方政府而言,经济开发区的功能不受影响,未来收入可提前获得用于偿付到期债务。对于社会投资者而言,经济开发区这样的信托产品因其收益率较高也具有较大的吸引力。而且不动产信托能够较为灵活充分地适应和处理经济开发区的多种经济和法律关系,解决其他融资渠道难以解决的困境。

从制度条件来看,2002年5月央行对《信托投资公司管理办法》的再次修订,2002年7月《信托投资公司资金信托管理暂行办法》的正式实施,为信托投资公司开展资金集合信托业务提供了政策保障。而且在实践中,一些地方政府也在尝试信托融资,在旧城改造等信托项目上也取得了成功。

当然,化解地方债务风险的金融创新渠道应该还有很多,有待于大家去积极探索。(作者为广州景基投资有限公司投资总监)