

■ 首席观察 | Observation

房地产商陷入“水面困局”

□本报记者 黄俊峰

“面多了加水,水多了加面……”在房地产上市公司披露的2007年年报中,我们似乎看到了房地产商陷入了“水面困局”而不能自拔的境况。

不论是全国性的还是地区性的房地产上市公司,其年报数据都相当亮丽,集中反映了过去一年全国房地产业的高度繁荣。即使面对严峻的调控形势,数十家房地产上市公司在年报中表现得亦是相当镇定从容,似乎调控是对人而不是对己。他们几乎众口一词地表示,将利用宏观调控所带来的行业整合时机,通过多渠道融资继续囤地扩张。这样的论调,不禁让人回想起2005年调控力度加大背景下的房地产商“囤地热”。

世易时移。时隔两年之后,面对更加严厉的调控政策和更加严峻的市场环境,房地产商仍高举囤地扩张大旗,还在玩“土地+资金”的游戏,但其中所蕴含的经营风险与两年前已不可同日而语。

自2004年政府调控房地产业至今,银根和地根不断紧缩,再加上政府保障性住房(包括廉租房、经济适用房、限价房)政策的逐步落实,综合性调控政策的累积效应正在形成,这直接造成了购房者对未来房价继续上涨不再抱有很大的预期,持币观望气氛再次弥漫楼市。

事实上,去年四季度至今房价快速上涨势头戛然而止,降价、打折等两年多未见的促销手段重现楼市,“拐点论”在这样的背景下兴起便不难理解。房地产业龙头老大万科率先在全国范围内的降价促销冲击波,激荡着更多的房地产商加入打折卖楼的行列,繁荣时期的捂盘待高价而沽,成为少数勇敢房地产商的赌博行为。

万科降价促销的背后,最现实的考虑是加快销售进度,加速资金回笼,通过提高周转率化解资金压力。实际上,差不多所有的房地产商当前都患有资金饥渴症。观察房地产公司2007年报,它们的经营性现金流几乎全部是负数,这表明卖楼所得款项到手后立即就被开发商投入到购置新土地或者新项目的建设上去了。

房地产商在年报中纷纷表示,将通过多种渠道融资解决发展的资金问题,但目前最主要渠道银行和证券市场大门的完全打开,目前看仍然只是奢望。

从紧的货币政策下,今后银行对地产商的放贷和对购房者的放贷将继续紧缩。过去“付少量定金拿地——质押土地获得贷款开发楼盘——卖楼回款后归还贷款本息”的开发模式,在银根紧缩下运作起来难度加大,房地产业的“准金融行业”特性在严格调控下将大大褪色。

尽管近期有地产商的IPO和配股再融资获得放行,但业内人士认为,当前房地产公司通过证券市场直接融资的口子完全放开还不大可能。而发行信托产品融资、吸引外资投资等途径也受到政策控制,难有大的作为。

资金之“水”与土地之“面”的矛盾,对于房地产开发企业而言总是存在的,但是在调控重压下,两者孰轻孰重的争论,说到底就是“囤地为王”还是“现金为王”的问题。在年报中我们看到,众多房地产公司“鱼和熊掌”都要的情绪依然浓重。

当贪婪完全盖过了恐惧,福兮祸兮?唯有今后的市场才会给出正确的答案。

■ 记者手记 | Reporter's Observation

房租 CPI上涨又一推手？

□本报记者 李良

猪肉、蔬菜等价格大幅上涨之后,下一个价格上涨的会是谁?答案可能是房租。由于以房租为主的居住类指标占CPI指数权重的13.2%,房租很有可能成为CPI上涨的另一推手。

现在,越来越多的租户正在承受房租上涨的压力。国家统计局公布的2008年1月份数据显示,当月居住类价格同比上涨6.1%。其中租房价格上涨4.7%。但这个涨幅可能并没有充分反映出租户的切身感受。在上海,春节前后不少地区的房租实际涨幅达到10%以上,租个像样一点的房子常常要花去租户四分之一甚至更多的收入。而这正成为其他大城市共有的现象。

不过,尽管近年来房租的上涨步伐从未间断,但与房价的狂奔相比,房租的涨幅只能算作碎步了,这使得房租与房价出现了严重的背离。以上海为例,目前一套价格200万元左右的房屋,月租价格大约为3500元左右,税前年收益率为2.1%,远远低于银行一年期定期存款利率4.14%。若考虑通货膨胀率因素,单纯以出租收益计算的房屋投资价值已不值一提。

在房屋市场投机活跃的日子里,房租收益不是投资投机者关注的重心,这让房租得以在房价飙升下获得喘息机会。但在房价上涨空间越来越窄、宏观调控政策改变了投资者预期的时候,人们开始重新审视房租收益的合理性,这使得在高房价和高通胀下房租存在极其强烈的上涨欲望。专家指出,从长期趋势来看,房价与房租的背离会被消除,消除的方式有可能是房价下跌,也有可能是房租上涨。但由于我国房价与房租的落差实在太大,即便在房价下跌的情况下,房租仍然会保持上涨以消除落差,这期间,不排除出现短时间内房租大幅飙升的可能。

事实上,除了高房价的推动外,当前房屋租赁市场的现状也给房租大幅上涨创造了条件。一方面,如果买不起房子,租户的租赁需求将是绝对的刚性需求,而房屋租赁的供给基本垄断在投资客手中,政府提供的租赁房源很少,供求双方处在严重不对等的地位;另一方面,与房价相比,当前租客的租房支出占所得收入的比例并不算高,这使得他们还存在一定的“压榨”空间,一旦涨价成为联合行为,作为刚性需求者的租户也将被迫接受。

这将给管理者敲响警钟:在忙着给食品类涨幅“灭火”的同时,也要小心潜藏的房屋飙升给CPI带来的压力。房租涨幅虽然多年来表现温和,但期间已经蕴藏了较强的上涨动力,一旦飙升,将使CPI雪上加霜。更重要的是,对于大多数没有自有房屋的居民而言,租房支出在生活成本中所占比重不下于食品和日用品,一旦上涨,将给居民生活带来极大的压力。

专家指出,房租的上涨具有较强的刚性,简单的行政干预会适得其反。要阻止房租大幅飙升情况的出现,除了抑制房价上涨,削弱其对房租上涨的带动力外,通过增加政策性租赁房的方式改变当前租房市场投资客“独霸天下”的格局尤为重要。

■ 观潮心语 | Voice

财政部预算与印花税调整关系不大

□窦含章

3月5日,在财政部公布的2007年中央和地方预算报告中,2008年印花税安排收入1945亿元,与2007年证券交易印花税完成额2005亿元基本持平。这立即在市场上引发了“财政部有可能不会降低印花税”的传闻。这一传闻似乎有道理。2008年印花税收入要达到与去年持平,那么当然要执行去年的印花税税率。但是,这只是一种想当然的理解。事实上,财政部的预算安排与印花税是否调整不存在必然的联系。

财政预算编制的首要

美国投资者保护制度的启示

美国在投资者保护方面的做法是一靠法律,二靠道德,两者相辅相成。从法律层面来看,法律法规健全且具有可执行性,对违法违规出手重;从道德层面看,拥有一整套针对服务于投资者的上市公司董事、投资经理和证券分析师等的道德体系,并由官方或民间的协会进行自律管理。总体来看,其在法律执行、道德建设以及处罚执行等方面的一些做法值得借鉴。

□贾国文

杭萧钢构案近日一审判决,高达8000万元的罚金创下了中国资本市场的历史新高,其处罚力度已经与世界接轨,投资者无不拍手叫好,我国终于在投资者保护方面迈出了坚实一步。纵览美国资本市场发展历史,美国在投资者保护方面的做法是一靠法律,二靠道德,两者相辅相成。

首先,从法律层面来看,美国保护投资者利益的法律规定具有三个重要特征。

一是法律法规健全且具有可执行性。美国法律一个重要的亮点是可执行性强,法律只有具有可执行性才能维持其严肃性和法律尊严。以证券从业人员是否可以买卖股票来说明可执行性问

■ 民生视点 | Life

带薪休假“薪”标准应尽快明确

□吴杭民

今年初实施的新《劳动合同法》与《职工带薪年休假条例》对日常及节假日加班工资、年休假工资的发放进行了规定。但由于目前工资性收入被分成基本工资、奖金、绩效等多个部分,究竟以哪个标准来计算带薪年休假的标准,尚存争议。一些全国人大代表和政协委员纷纷建议尽快明确带“薪”标准,并加大执行力度。

国务院去年12月7日举行的第198次常务会议通过了《职工带薪年休假条例》,该条例今年1月1日起开始施行。其中第二条规定,机关、

原则是合法性。在编制下一年预算时,财政部对税收的安排必须符合国家法律、法规的规定,要按财政部、国家发改委和价格管理部门核定的收费项目和标准测算。比如,在财政部2007年预算中,有关印花税的收入安排为不超过201亿元。而实际情况是,2007年我国证券印花税完成额为2005亿元,达到了预算的10倍。这说明,受各种因素影响,预算与实际税收

题。根据美国的法律,证券从业人员是可以投资股票的,但要求做出足够的披露和揭示并把客户和雇主利益放在首位。这样做除了担心禁止投资股票会促使许多精英人士拒绝加入证券行业以外,美国法律的务实也是原因之一。在我国,《证券法》虽然明确禁止证券从业人员买卖股票,但是证券从业人员炒股并不是什么新鲜的事情。基金经理的“老鼠仓”现象也屡禁不止。在美国,与“老鼠仓”对应的英文单词是front-run-

ning,front-running在美国也是属于极不道德的行为。二是对违法违规出手重,也就是说违法违规成本较高。美国对违法违规行为的严厉处罚是出了名的。一位从美国回来的朋友曾说:他在美国巴不得买到假货,受到欺骗,吃饭吃到玻璃苍蝇,或者走到大街上被花盆砸到等等。如果遇到了这种事,无异于中了彩票。此话可能有些夸张的成分,但是美国对违法违规的处罚之重由此可见一斑。因此,真诚希望在这次杭萧钢构案中受到伤害的无辜投资者得到中彩票一样的补偿。

三是与时俱进。比如信托责任内涵的不断进化,首先是于1830年的哈佛大学对Amory一案后确立的谨慎男人准则。后又演进到了谨慎投资专家准则。对职工应休未休的带薪休假期间,只有公众信任,该行业的专业人士才能运用专业知识为客户服务。不道德的行为只会损害公众的信任和并对行业造成伤害。相反,道德的行为则会越来越建立起公众信任并促进行业和社会繁荣。华尔街人士常说:“要像爱护自己的眼睛一样爱惜声誉”“保护投资者利益就

团体、企业、事业单位、民办非企业单位、有雇工的个体工商户等单位的职工连续工作1年以上的,享受带薪年休假。单位应当保证职工享受年休假。职工在年休假期间享受与正常工作期间相同的工资收入。

其实,条例颁布之初,一些人就很困惑:这“相同的工资收入”,是仅指基本工资,还是包括基本工资、奖金等所有工资性收入?在今年两会上,一些代表委员直指此悬疑,道出了普通百姓的心声。

带“薪”究竟应按何标准算?这是一个涉及面极广的事关职工切身利益的大事。

之间存在很大差别,财政预算根本不可能预见到去年5月30日对印花税的调整,因此,财政部预算安排与印花税是否调整之间,不存在必然联系。

当然,预算本身就带有预测性质,在某种程度上它反映的是政府对税收和支出的基本预期。但是,这种预测是对多种因素影响的综合评估,而不是对单一因素的反映。以印花税为例,财政部在编制预算时,不仅要考虑税率问题,还要结合近几年印花税收入的实际情况以及股市发展规模、交投活跃程度等多种因素。据统计,2006年,我国证券市场A股市值为87992亿元。到2007年底,A股市值已经超过30万亿元,翻了一番多。有机构预测,2008年,A股市值有望突破50万亿元。蛋糕做大了,对印花税收入的测算当然要相应上调。因此,

尔经济学奖的影响,又演进到1994年的谨慎投资人准则,也就是说判断投资行为是否谨慎的标准将基于整体投资组合的角度,而不再是单个投资品种的角度。其次,从道德层面看,为了保护投资者利益,美国拥有一整套针对服务于投资者周围的上市公司董事、投资经理和证券分析师等的道德体系,并由官方的或民间的协会进行自律管理。违反道德的行为一旦被协会查实,后果也是相当严重。在我国目前的证券市场,似乎对道德在保护投资者利益的重要性认识不够,道德体系建设滞后于法制建设。那么,道德体系在保护投资者利益方面重不重要呢?答案是肯定的,而且法律和道德不可替代。

在市场经济体制下,道德是每个行业的有机组成部分,投资行业更是如此。投资专业人士就像病人只有信任医生才会把身体健康托付给医生一样,只有获得公众信任,投资者才会把个人财富交给投资专业人士来管理。其实对任何行业都是一样,只有公众信任,该行业的专业人士才能运用专业知识为客户服务。不道德的行为只会损害公众的信任和并对行业造成伤害。相反,道德的行为则会越来越建立起公众信任并促进行业和社会繁荣。华尔街人士常说:“要像爱护自己的眼睛一样爱惜声誉”“保护投资者利益就

在很多劳动者看来,这个“薪”自然应包括基本工资、奖金、绩效等全部收入。有职工说,“如果只算基本工资,休假期间的收益将大大缩水,那谁还愿意休假呢?”可是,由于条例中没有加以明确,恐怕不少单位的理解会与职工有分歧。

带薪休假的“薪”标准未十分明确,不仅让休假者的“薪”计算困难,对那些应休未休的职工,同样会带来相同的问题。《职工带薪年休假条例》规定,对职工应休未休的年休假天数,单位应当按照该职工日工资收入的300%支付年休假工资报酬。这里的“该职工日工资收入”

是保护华尔街”。当投资者利益无端受损的时候,耍小聪明的肇事者最终将“搬起石头砸了自己的脚”。

那么,道德到底是什么,法律又能否取代道德呢?美国高等法院大法官Potter Stewart曾经说过:“法律是指你是否有权利去做(have a right to do),而道德则是指做正确的事情(right thing to do)”。如果一种行为违法违规,那么这种行为必定是不道德的。如果一种行为合法,但这种行为未必就是道德的。由此也可以看出,那种自豪并大声宣布自己做的什么事都合法的人并以此感到骄傲的人是多么荒唐可笑,因为仅仅合法是远远不够的。这些人是把自己仅仅放在接近于违法违规和最低的道德标准之上,这有什么值得自豪的呢?道德的范畴是对与错的问题,它是远比法律范畴多得多的范畴。如果试图使用法律去调整对与错的问题,那么这种法律的执行成本必然高得惊人,其最终必然是要么不可执行要么就只能采取不作为的态度。

由此看来,现阶段我国资本市场仍是重法律制订、轻法律执行和道德建设,扩大法律的调整范围至本该由道德调整的范围(比如严禁证券从业人员投资于股票),使得法律的可执行性和严肃性有待提高。此外,对证据确凿的案件处罚力度太轻。

是不是就指基本工资还是包括基本工资、奖金等所有工资性收入?两种概念的300%,在数额上可能悬殊很大,势必也会引发不少争论。

所以,带薪休假的“薪”标准应尽快明确,否则,会造成执行制度时的偏差和分歧。《条例》第九条明确,国务院人事部门、国务院劳动保障部门依据职权,分别制定本条例的实施办法。到目前,实施办法还没有出台。笔者建议,在制定时明确“薪”的标准。而且,从提高职工收入、共享改革成果的角度出发,这个“薪”应包括基本工资、奖金、绩效等职工的全部收入。

财政部将证券印花税估算为与去年基本持平,是符合证券市场发展规律的,即使印花税进行了调整也是有可能完成的。

当前,我国股市出现了大幅调整,许多投资者出现亏损,市场上希望监管部门通过调整印花税来救市的呼声很高。正在召开的全国两会上,有政协委员提交了《建议单边收取印花税》的提案。这些都反映出投资者

■ 学人随笔 | Writing

欧美货币政策差异导致市场动荡加剧

□王宸

2月东京G7会议上,西方主要发达国家对世界经济前景和金融市场形势的判断达成一致,并准备在市场进一步动荡的情况下联合采取行动。G7会议传达的信息无外乎是稳定市场信心,但是在欧美主要国家货币政策差异进一步突出的形势下,G7会议表面上的短暂妥协一致很可能无法挽回市场信心的进一步丧失,因为货币政策差异与市场动荡的关联性可能会继续增加,甚至货币政策差异进一步演变可能会导致更大的市场动荡,寄望市场迅速企稳的想法或不可取。正如美国财长鲍尔森所言,“全球金融市场将面临一个较长的动荡期”。

货币政策存在差异

2008年以来,美联储连续大幅降息,幅度高达125基点,同时美国核心通胀温和。美国尼阿波利斯联储主席斯特恩最近表示“通胀预期有效控制控制在低水平”,这样就为美联储继续降息提供了条件。美旧金山联储主席耶伦也承认“当美联储不得不控制通胀的时候,才是考虑停止降息的时候”。所以,美国货币政策的方向、立场都是十分鲜明和坚定的。全球来看,只有加拿大和英国跟随美联储的降息步伐,只是没有那么激进,所以美、加、英三国在货币政策的取向上已经大同小异。

但是欧洲央行却仍然坚持控制通胀的立场,并对第二轮通胀效应十分警惕,去年底和今年初欧元区的数据也充分反映出通胀压力居高不下的经济运行状态,因此尽管欧盟各国在是否降息的问题上出现了分歧,但欧洲央行继续维持利率不变、并及时从市场中回收多余流动性、共享改革成果的角度出发,这个“薪”应包括基本工资、奖金、绩效等职工的全部收入。

是不是就指基本工资还是包括基本工资、奖金等所有工资性收入?两种概念的300%,在数额上可能悬殊很大,势必也会引发不少争论。

所以,带薪休假的“薪”标准应尽快明确,否则,会造成执行制度时的偏差和分歧。《条例》第九条明确,国务院人事部门、国务院劳动保障部门依据职权,分别制定本条例的实施办法。到目前,实施办法还没有出台。笔者建议,在制定时明确“薪”的标准。而且,从提高职工收入、共享改革成果的角度出发,这个“薪”应包括基本工资、奖金、绩效等职工的全部收入。

金融市场进入动荡期

总体上来看,次贷危机对主要发达国家所带来的冲击都是大同小异的,都出现了金融机构大量亏损和资产冲销,而且发达国家还都不同程度地出现了信贷市场紧缩问题,所以就挽救危机的角度来看,货币政策上不应该继

对印花税调整的期待。

3月6日,财政部部长谢旭人在回答新华社记者提问时表示,从网上注意到有些人士提出了有关完善资本市场税收制度等方面的意见和建议。对此,我们将会认真地加以研究。资本市场在我国国民经济发展中发挥着重要的作用,所以财政部对此非常重视。中国证监会主席尚福林在接受记者采访时也表示,将配合有关部门认真研究关于印花税的提案。这说明,管理层和政府对于投资者的呼声是重视的,同时也表明了管理层积极主动促进证券市场稳定健康发展的鲜明态度。

续拉大差异,而是应该尽力维持较小的差异,以免为市场动荡进一步提供诱因。但事实上发达国家之间的货币政策差异却在拉大,围绕经济前景修正和市场动荡的蔓延与扩散问题也发生了争论,在是否进行财政刺激经济的立场上也展开了口水战,虽然2月G7会议能够取得暂时妥协和一致,但是在未来的货币政策取向却可能进一步拉大差异,这些都为金融市场动荡埋下了伏笔。

次贷危机之前,包括2006年甚至更早时,发达国家的货币政策差异就十分明显,那时美国货币政策走在升息的轨道上,而欧洲的利率较低并催生了全球资本交易盛行。事实也证明,在次贷危机爆发以后,息息交易曾经在外汇市场造成巨大的影响。而现在发达国家货币政策差异进一步拉大,不仅没有为全球提供较为稳定的整体金融环境,反而使发达国家的金融环境出现两极分化趋势,这必然会进一步推动全球资金无序流动态势的进一步加大,并导致市场动荡更加剧烈,甚至延长所谓的无序调整的时间,正如保尔森警告的那样,“全球金融市场将面临一个较长的动荡期”。

进一步调整似乎难免

可以说,发达国家之间货币政策差异进一步拉大,无助于平复市场动荡的延续,反而容易诱发更大的市场动荡,所以2月G7会议对未来这种前景做好了充分准备,并准备采取联合措施,但实际上弥合货币政策差异对于平复市场动荡的效果反而要好得多。既然货币政策差异进一步拉大为市场动荡埋下了伏笔,那么也就为全球各种市场力量深度调整提供了条件,也为全球金融失衡继续演变敞开了大门,所以寄望市场动荡迅速企稳的想法是不可取的。

从另外一个角度来看,全球市场如此深度和长期地调整,也是持续三年多来的超级牛市必然结果,无论是能源资源还是大宗商品,甚至包括黄金和基本金属等,经过如此长时期的上行过程,有必要进行调整和修正,各种投资力量也要适时调整方向和组合仓位,因此一个较长时期的动荡调整本身是合乎必然的。当前较为关键的问题是,这种深度调整和市场动荡在未来会产生什么样的结果,以及对全球实体经济的影响和世界贸易格局的演变将发挥什么作用。这些问题可能会在2008年得以进一步的体现。