

# 楼市调控朝令夕改闹剧何时休

孙勇

楼市调控的折腾闹剧再度上演。据新浪财经报道，上海持居住证满三年居民可购二套房的政策昨日被叫停。该市浦东新区、普陀、黄浦、嘉定四个区域已经正式取消此政策。而就在上周，上海市有关政府部门还表示，已有一套住房的本市户籍居民家庭、能够提供自购房之日起算的前两年内在本市累计缴纳一年以上个税证明或社保证明的非本市户籍居民家庭，可以买第二套房。这是继佛山、成都、芜湖等城市之后，又一起为楼市调控松绑的地方变通政策被紧急叫停的案例。

应该承认，高企的房价，不仅成为民生不可承受之重，也成为中国完成经济结构调整、实现增长方式转型的重大障碍。而且，它还为中国社会埋下不安

■舆情时评 | First Response |

## 上市要过法律关也要过伦理关

刘宇琪

日前，归真堂创始人邱淑花在接受媒体采访时说：“如果早知道这样，要搞上市这么苦，我就绝对不走上市，我们好好地过自己的。”的确，归真堂引起如此大的风波，重要原因就是上市的信息披露要求将其置于舆论的聚光灯下。然而到现在这个地步，已经不是上市与否这么简单，一些反对者还希望国家可以立法取缔活熊取胆业。

邱淑花去年曾因为一句“反对我们就是反对国家”而成为众矢之的，对此，她解释说，她的意思是这个产业经过养熊林业部门同意，制药经药监部门同意，寻求上市符合程序，完全合乎国家政策，她不理解为什么会有人反对此事。

除了归真堂，另有一起官司也引人注目。美国篮球运动员迈克尔乔丹起诉已过会公司乔丹体育侵犯其名誉权。乔丹体育回应称，公司依中国法律对企业名称享有专用权，对中文“乔丹”等注册商标亦享有商标专用权。公司还提到，从2000年至今年2月22日，迈克尔乔丹一直未就商标事宜向公司提出异议或进行接触。从商标法的角度来看，乔丹体育拥有中文“乔丹”的商标权是较为清晰的。这场官司最后也许乔丹体育能赢，但是根据中国上市公司舆情中心的监测，有一些网友认为公司涉嫌误导消费者，并对此表示反感。合法的行为却不能服众，这涉及到商业伦理和法律规则的冲突。

商业伦理要求一个企业在经营的过程中要尽量避免与社会普遍接受的道德准则发生冲突，而不是只考虑利润最大化。企业在自身经营的同时要兼具社会责任感，这对任何企业都是不小的挑战。越是知名和成功的企业，社会各界对其社会责任和商业伦理的要求就会越

定的隐患。正是基于这些原因，中央政府才决定对畸形发展的楼市进行调控。尤其是从2009年以来，中央对楼市调控不断加码，直至推出“限购”、“限贷”等具有资本管制性质的严厉举措。这些举措，表面上看有悖市场原则，实则是非常情形下采取的必要手段。与此同时，温家宝总理也先后五次发表“坚持楼市调控不动摇”的讲话。所以，对于楼市调控的效果与远景，中国民众充满期待。

然而，在楼市泡沫被挤压、房价开始回归理性区间的过程中，一些地方政府却熬不住了，开始打起了自己的小算盘。那些习惯于土地财政、热衷于和开发商互通款曲，乃至寄望于从土地拍卖狂热中捞取私利的地方官员，开始或明或暗地为楼市调控松绑，打出的幌子却是“满足民生需求”、“维护房地产市

场稳定”以及“促进地方经济健康发展”等。而这些为楼市调控松绑的地方政策出台后，先是在公众舆论的压力下寻找托辞，继而在中央的干预下被叫停，如此反复折腾，不仅影响了中央政策的权威性和公信力，也对中国的经济生活造成巨大的危害。

在楼市调控“即将放松”的强烈预期下，近期一些城市的楼盘销售出现了局部“回暖”迹象，“买了房之后坐等涨价”的投资性需求，以及“现在不当房奴将来也许连房奴也当不起”的恐慌性刚需，开始联袂入市。在楼盘库存量巨大的情况下，一些精明的开发商甚至敢于利用信息不对称，再度耍起了“饥饿营销”的旧把戏，而拒绝向购房者实质性让利。与此相应，媒体上的楼盘广告也开始活跃起来，不少房地产中介也开始大举发送促销短信，以调控放松为由，通过制造心理恐慌的方式忽悠民众赶紧出手购房。凡此种

种，无不加剧本已相当强烈的民生焦虑。而这一局面的形成，与所谓楼市调控“即将放松”的强烈预期存在直接关系，其背后根源显然与此伏彼起的地方政府为楼市调控松绑案例脱不开关系。

受楼市调控反复折腾的影响，在实体经济领域，一些把房地产副业当主业来经营的企业，迟迟下不了回归主业的上

高。一旦出现涉嫌与社会伦理有冲突的行为，就很可能遭受舆论的谴责，并直接导致声誉受损。对于打算上市的企业来说，如果在商业伦理方面遭受质疑，其上市行为也将受到更大的考验。比如归真堂的事件，根据证券时报对基金做的调查，近八成的受访者表示，假如发行的话不打算去参加询价。

为什么归真堂、乔丹体育等公司会在上市前夕成为舆论焦点？原因可能有两点。第一、人们普遍认为上市公司是企业中的优秀代表，能够上市融资意味着获得社会的倾斜支持，人们希望这些公司在经营和商业伦理方面都能表现优秀。第二、目前的预披露制度安排，客观上就是一个让打算融资的公司接受社会检验的过程，从预披露招股说明书甚至从预披露申请上市的公司名单开始，媒体、网友、投资者就开始对这些公司进行打量。法律、会计等问题，有专业人士去负责。社会责任和商业伦理，倒正是社会公众最乐于参与讨论的领域。

对于打算上市的公司来说，遭受商业伦理方面的指责，自然是增添了许多烦恼。不过，这类指责往往有其因果，过去曾做过的不规范的操作，到了要上市、要承担更多责任的时候，自然有人喊你“买单”。说到底，要想持续发展壮大，不管是不是经由上市一途，都得获得社会的认可才行。

当然，上市以及由之而来的预披露制度安排，则起到了聚光灯的作用，让围绕特定企业的社会责任和商业伦理的讨论，来得更猛烈和更集中。针对某个公司的大讨论，信息会传递到商业社会的各个角落，并影响各个主体的未来决策。这种局面，对整个国家的商业文明的建设，应该也有积极意义。

（作者系中国上市公司舆情中心观察员）

场稳定”以及“促进地方经济健康发展”等。而这些为楼市调控松绑的地方政策出台后，先是在公众舆论的压力下寻找托辞，继而在中央的干预下被叫停，如此反复折腾，不仅影响了中央政策的权威性和公信力，也对中国的经济生活造成巨大的危害。

在楼市调控“即将放松”的强烈预期下，近期一些城市的楼盘销售出现了局部“回暖”迹象，“买了房之后坐等涨价”的投资性需求，以及“现在不当房奴将来也许连房奴也当不起”的恐慌性刚需，开始联袂入市。在楼盘库存量巨大的情况下，一些精明的开发商甚至敢于利用信息不对称，再度耍起了“饥饿营销”的旧把戏，而拒绝向购房者实质性让利。与此相应，媒体上的楼盘广告也开始活跃起来，不少房地产中介也开始大举发送促销短信，以调控放松为由，通过制造心理恐慌的方式忽悠民众赶紧出手购房。凡此种

种，无不加剧本已相当强烈的民生焦虑。而这一局面的形成，与所谓楼市调控“即将放松”的强烈预期存在直接关系，其背后根源显然与此伏彼起的地方政府为楼市调控松绑案例脱不开关系。

受楼市调控反复折腾的影响，在实体经济领域，一些把房地产副业当主业来经营的企业，迟迟下不了回归主业的



高层力挺蓝筹股，资本市场受鼓舞。刀口舔血太凶险，价值投资才幸福。互为鱼肉非王道，共享财富是正途。努力告别圈钱市，各方携手绘蓝图。

赵乃育/图  
孙勇/诗

决心，从而拖累实体经济的健康发展；在房地产领域，一些劣质房地产公司如“百足之虫，死而未僵”，指望自己将来有一天咸鱼翻身，地产行业的洗牌与重构由此搁置；在资本市场，上市房企的股价也时不时出现大涨大跌，给中国股市造成诡异波动，不利于中国股市建立健康生态。此外，在楼市调控上，这种带有地方政府“撒坏”做派的反复折腾，和中央政府的相关举措形成“对冲”，其中被浪费的行政成本，无疑也是由纳税人来承担。

基于以上分析，完全可以得出这样一个结论：楼市调控反复折腾是中国一大祸害。为彻底消除这一祸害，中央政府需要拿出更坚定、更有力的举措，比如，向各地方政府发出更为详细的指引，明确楼市调控的价格目标（可参照房价收入比）、对阳奉阴违或擅长打擦边球的地方政府官员实施问责、依法严惩并监督房地产领域中的官商勾结行为等，如此，才能稳定广大居民的预期，安定社会秩序，楼市调控才会打破曾经屡屡上演的半途而废的魔咒，真正取得成功。

## 焦点评论

## 从制度内生角度看养老金是否应该入市

沈凌

一段时间以来，关于养老金入市的讨论成为股市的热门话题。正方观点义正词严：连养老金都不敢入市，如何劝说老百姓买入股票呢？反方观点也是引人注目：如果养老金眼下入市和老百姓是一样的地位，那么现在老百姓亏本，你也亏本，那还不如存银行；如果你有超过老百姓的信息优势，那么不是又多了一头吃羊的狼？老百姓为什么期待你来入市呢？

有人看到美国的股市，正是有了养老金的长期投资，经历了长期牛市；也有人说中国股市和美国的最大不同就是不能带来投资收益，是一个零和游戏，不论哪种资金在现在的条件下入市，都是不能长期投资获得正收益的。

从这些争论看，养老金入市关键不在于它的入市对普通投资者（散户）有没有好处，而在于我们的股市究竟能不能跳出零和游戏的怪圈，成为真正的股票投资市场。

股市为什么能够成为现代经济的强大助力器？是因为它能够把资金有效地配置到经济部门中间去。所以，融资是股市的基本功能之一。股市又为什么能够吸引资金进入？因为股市能够带来分红正收益。没有了分红这个功能，股市也就是一个大赌场。所以，分红和融资是股市之所以成为现代金融市场的重要形式的两大功能，缺一不可。

也许有人会说，我们过往二十年的股市不就是在没有分红只有融资功能的情况下发展起来的吗？是的，这正是中国特色的独到之处。任何一个社会中总有对于风险偏好不同的人群，有的人喜欢冒险，对他们来讲付出门票钱进入赌场也是值得的；有的人不喜欢风险，对他们来讲，倒贴门票钱或许才愿意去赌场赌一把。股市初期虽然总体不讲分红回报，还是能够吸引一些喜欢风险的人。那么，如果能够只融资不分红，照样吸引到足够的人参与其中，为什么上市公司还会有分红的冲动呢？是因为越来越多的企业希望进入这样只融资不分红的市场，供给在不断地增长，随着喜好风险的人群基本都被吸引到了股市中之后，上市公司不得不吸引风险厌恶型的人群来参与，其中最具有代表性的就是养老金。这样我们的股票供给者，也就是融资者，就不得不开始考虑分红回报了。

这就是新政治经济学所强调的制度内生性。有什么样的人参与市场，就有什么样的市场特征。所以在早期虽然整体来讲股票没有分红，或者说分红的比率远远低于银行存款，照样有人参与。个别公司坚持长期分红，但是并没有看到它的股价高于不分红或者少分红的公司。这是股市吸引的都是风险偏好型人群的结果。对比美国欧洲，我们貌似是一个“很不成熟”的市场，貌似在中国股票市场上交易的交易者都是很不“理性”的，但实际上，上面的理论告诉我们：不能仅凭分红多少得出谁比谁更不理性的结论，我们只能说：不同市场参与者的风险偏好程度是不一样的。随着股市扩容，特别是一批优质国有企业上市，我们公司盈利能力实际上大大提高了。对比2000年前后的市盈率，其实就可以发现这一点。但是到目前为止，我们的上市公司有了盈利还不愿意分红。这是为什么呢？

上市公司不分红有两种可能性：一种是不好的情况，比如管理层或者大股东希望隐匿盈利为己所用。一个很典型的例子就是四川长虹。1990年代它积累了大量的利润，但是

不分红，结果在某一年突然出现不正常的巨额亏损。另外一个是最好的情况，比如公司盈利前景非常好，希望把利润留存用于扩大再生产。比如微软在发展的早期也有很长一段时间不分红，结果它成了世界上首屈一指的大公司。这样的公司你如果要求它早期分红，那么就不能有后面的成就了。

中国经济正在高速增长，从这一点上来讲，上市公司有理由将现在的利润留存，用于扩大再生产。但是，我们现在的制度还有很多漏洞，它们可能会给不好的公司管理层提供侵蚀股东利益的机会。既然好的和坏的可能性都存在，我们就没有办法“一刀切”进行强制性分红。所以，对待很多问题不能用静态的观点。

对养老金入市这个问题的争论，正方观点是以美国股市为参照的，如果我们的股市也能像它们一样能够带来稳定的分红，那么引入养老金既有利于股市长期向上，也能够给养老金本身带来丰厚回报；反方观点则是基于目前中国股市不分红这个特点而言的，显得相当正确。但这两者都是典型的静态观点，忽略了投资者也会影响分红政策。养老金代表着一大批风险厌恶型资金，如果它们不入市，那么市场中的参与者大多是风险偏好型，他们就没有动力去要求上市公司分红；如果养老金入市，那么市场参与者的风险偏好结构就会发生转变，给上市公司的分红压力就会增加。

如果我们现在允许养老金基金持有工商银行的绝对多数股权，（这可以通过让养老金二级市场买入，也可以通过将原来国资委的股权划转实现）而养老金有需要每年提取若干资金用于养老支付，那么它就会要求工商银行转变分红政策，加大分红比例。假设工行按照50%的比例分红，那么以现在的盈利率，它的分红收益率也会在8%-10%，远远高于银行存款利率。对于风险厌恶型的资金来讲，目前工商银行股价涨100%-200%都能接受。所以从这个角度看，我们目前的A股市场的确是太便宜了！当然，如果养老金入市，投资于一些具有高成长率的小公司，它也会选择高成长率的政策，这并不是什么不好的事情，反而有利于培养“中国的微软”。

总之，如果我们的股市希望吸引类似养老金的资金到股市里面来，那么平均来讲，上市融资者就必须给予它们一个较高的分红率。但是具体到某一个公司要不要分红，分红分多少，则不是监管者能够决定的。所以，我们与其争论养老金“应该不应该”入市，还不如问一问：养老金等风险厌恶型资金“会不会”入市？入市之后，它们在公司分红政策上面的权利如何通过法规得到保障。

新任证监会主席郭树清很明智地抓住了“分红”为突破口，我们期待更多的制度性建设出台，给融资者以更多的分红激励，给投资者的权利加以保障。这样反过来也会促进融资的开展。实际上市场交易都是需要双赢的，也只有双赢的交易才会得到长久的贯彻和施行。很简单的一个例子：一个5倍市盈率的公司的不分红，红利转股结果也仅是扩大了20%的股本。如果它愿意分红，那些追求4%回报率的风险厌恶型资金或许会以最高25倍的市盈率买入它，这样公司融资时能够融资的数量将会是原来的5倍。

总之，养老金入市和分红回报制度建设是相辅相成的，并没有一个先验存在的完美制度，然后才有养老金的入市；也不能说养老金入市就是砧板上的肉，完全没有改变公司分红的权利。制度是参与者和施行的。有什么样的参与者结构，就会有什么样的制度。

（作者系上海财经大学经济学院教师）

## 消除经济泡沫要善用市场力量

陈东海

近日有两个报道在实质上与经济泡沫之间有关系，并让我们看到市场和民间在挤出经济泡沫方面的努力。

据某媒体报道，上海一些快递公司月薪5000元招募新人，司机月入可达万元。上海某快递分公司透露，快递员转正后工资在2500元到4000元之间，另有餐补、通讯补贴、社保等福利。做六休一，每天上班6小时。上海一家电子科技公司承诺，“工作区域为上海及周边，基本工资每月6000元-8000元。外地员工公司提供食宿，并缴纳综合保险和意外险；上海员工公司缴纳四金。”如此叠加，月收入可达1万元。

另外一个报道是，绝迹已久的“一成首付”现象大有卷土重来之势，深圳、广州、南京、武汉、合肥、惠州等地开发商纷纷“暗度陈仓”。南京大华锦绣华城在2月中旬也推出首套房一成首付优惠政策，二套房最低能享受三成首付，剩余的首付款在5个月内付清。当然这个“一成首付”只是购房者对于房地产商一成首付，实质上是房地产商

为购房者免费提供了两成的垫款，而对于银行来说，仍然是三成首付，并不违背银行房贷的规定。“一成房贷”加上降价，是开发商在以价换量，不少房地产开发商实行这个策略后销售业绩不错。

我们过去认为，“泡沫”一词主要与金融有关，如股市泡沫等，所以通常认为泡沫主要与金融炒作有关。实际上，这种泡沫只是表象，泡沫的真正根源和实质是经济结构的畸形，或者说可以说是经济失衡。而经济失衡往往隐藏在经济数据和金融表象的后面。就拿股市泡沫来看，往往是由于货币发放过多，或者是实体经济不景气导致流动性从实业领域撤到股市，从而导致了对于股票的炒作。所以，一旦股市泡沫爆发，往往需要解决导致其泡沫现象的背后根源，如加息和收紧流动性，出台扶助实体经济的政策等。因此，股市等金融泡沫的背后主要是经济结构畸形和失衡。

因此说，消灭经济泡沫，就要解决经济结构畸形和失衡问题。通常解决经济结构问题，往往是宏观政策方面的事

情。但是宏观上的改变，由于认识问题和体制问题的障碍，往往不能立竿见影，但是市场和民间经济上的力量，也往往可具有自动解决经济泡沫问题的机制。上文引述的快递业提薪和房屋市场“一成首付”的两个例子，就是市场和民间经济力量对于经济结构等问题进行自动纠正经济结构问题，进而也会间接纠正金融泡沫。

长期以来，各地在经济发展中重视投资和出口，而对于消费比较忽视。国内生产总值（GDP）和出口顺差上往往数字比较靓丽，而内需却萎靡不振。但是GDP和出口顺差的靓丽，却会带来货币过量发行和通货膨胀问题，而低人工成本也导致经济结构失衡。这些年来，人们认识到了GDP及顺差泡沫问题，认为需要启动内需，不宜唯GDP和顺差挂帅。各地在近年来也在一定程度上注意到了不断提升最低工资标准问题。但由于多年来形成的惯性，工资仍然非常低廉，不足有效改变经济结构畸形和启动内需。但是，目前全国制造业、低端服务业等行业，为了有效招工，已经比较快地提薪。如果这种提薪的势头保持五年十年的，中国的低工资问题可能得到明显解决，而内需问题将会得到

明显改善。

前些年，由于各种原因形成了很大的房地产市场的泡沫。后来出台了系统的限购政策，抑制了该泡沫的进一步泛滥。但是价格泡沫并没有从限购政策中完全清除。所以，目前开发商主动降价，且为购房者提供两成的垫款，即解决了成交量的冰冻状态，又解决了价格泡沫，属于民间经济力量对于经济泡沫的主动纠正。

这种市场自发力量的作用，需要政策上和舆论上的支持，比如为了劳动者收入更高从而拉动内需，对于个税起征点要持续调高、尽快降低流转税率等。经济结构失衡等导致某些领域出现经济泡沫，比如在信贷领域，央企和国企资金富裕，有的甚至可以因此生利，而民企资金异常紧张，只能求助于高利贷和民间借贷。实际上，民间借贷等活动，正是对于目前中国信贷领域结构失衡问题的一种市场化的纠正方式。所以，有必要对于民间借贷问题给予宽松的政策和法律环境。总之，对于市场与民间经济力量自动调整经济泡沫的问题，要有乐见其成的心态，尽量给予支持。

（作者单位：东航国际金融公司）