

CAPITAL
RESEARCH

资本的探索

郭士英 汤晓华◎编著

宏观 | 金融 | 资本 | 产业

 中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

201205

CAPITAL RESEARCH

资本的探索

郭士英 汤晓华◎编著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

资本的探索/郭士英 汤晓华编著

北京: 中国经济出版社, 2012. 1

ISBN 978 - 7 - 5136 - 1291 - 3

I. ①资… II. ①郭…②汤… III. ①中国经济—研究 IV. ①F. 12

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 257931 号

责任编辑 黄 静 郑 兴 李亚婷

责任印制 石星岳

封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 三河市宏达印刷有限公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 29

字 数 445 千字

版 次 2012 年 1 月第 1 版

印 次 2012 年 1 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 1291 - 3/F · 9144

定 价 48.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换(联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究(举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心(举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

序

他们是一群战斗在企业前沿的人,自觉接受着企业集团的战略指引和多元化产业的需求引导,紧紧围绕千折百回的宏观经济、魅力四射的产业资本和跌宕起伏的金融市场,跟踪分析、总结提炼、探索前瞻……

我因为担任方正金融研究院博士后工作站北大方面的指导教师,对这些同志比较了解。郭士英院长则认识得更早,他长期在高校任教,并在多家企业兼职或担任顾问工作,是宏观经济研究和资本市场的资深人士了。他的《财富博弈:市场轮回的投资之道》,我也看过。《资本的探索》拓展了研究视角,不但有宏观经济和资本市场,还有金融问题和产业资本方面的最新研究成果,这是方正人在从事产业经营中思考的结晶,很有价值。

在这个浮躁的年代,专注于研究工作的企业人,是要付出巨大的机会成本的,但确实有些人矢志不渝。在研究的价值无法显化和量化的现实当中,能够始终坚持下来,可能需要感谢北大方正集团独特的企业文化氛围和运营环境支持。

特别值得赞扬的是,在激烈竞争的业务拼搏中还能腾出一些精力来做些研究、分析和总结,他们不辞辛苦、不吝分享,这映射出现代企业精英和知识分子特有的责任意识和探索精神。祝福他们并期望更多的业界精英加盟资本市场的研究事业——这是行业兴旺和企业发展必不可少的一股重要力量。

多年以后再回首,或许我们才会更加真切地意识到:是错综复杂的世界和变幻莫测的市场引导着大家做着永无止境的思考和探索;是企业的激烈竞争和殷切期盼促使他们锐意进取;是共同的使命和默默的支持让我们共同的事业价值倍增……

郭士英跟我说,之所以将这些成果整理成册,是为分享,也为纪念。值得说明的是,这并非他们研究的全部,一些涉及企业不便公开信息的文章以及一些很精彩的管理类研究成果,未能纳入本集。相信这些重点服务于产业投资和资本运营的相关研究,对从事相关工作的朋友们,会有一些借鉴价

值,更期待通过本书增进了解,加强彼此的交流与合作。

从务实的角度看,企业一线人员的研究更划算、可靠和富有实用性。正像人们早就意识到的,外脑类专业机构一般需要花费很长时间才能摸透他所服务的企业家底和独特文化,更差的是有些机构直到项目完成后仍然谈不上对这家企业有多深的了解,这样的研究结果和咨询方案往往贻害他人。所以企业与其把大量的金钱花费在别人身上,不如让最了解自己的业务骨干们开展实用性的内部研究来得实惠。当大家都因此变得“文武双全”时,这家企业迟早会无敌于商界。



2011 年 12 月 28 日

序

宏 观 篇

第一章 经济形势与政策

开征特别房产消费税很有必要	郭士英	3
别把“遏制非理性上涨”政策初衷扭曲了	郭士英	4
楼市调控何去何从	郭士英	6
国际经济博弈背景下的政策选择	郭士英	10
将来的金融震荡与未来的超级繁荣	郭士英	15
经济走势与政策取向的再思考	郭士英	20
经济新格局与新战略探讨	郭士英	26

第二章 美欧债务危机

警惕经济危机再度敲门	郭士英	34
以史为鉴,看中国资产泡沫	王 喆	38
从货币发行机制角度看通胀难题	杨 帆	45
美元霸权的来龙去脉	汤晓华	49
美国的债务经济	汤晓华	55
美欧债务危机:成因、影响及对策	杨 帆	58
资本再平衡与资产价格波动探讨	郭士英	66

金融篇

第三章 金融控股

金融控股集团模式初探	陈 曦	79
金融业综合经营模式研究		
——直接持股与金融控股的分析	陈 曦	84
金融业综合经营的协同效应	陈 曦	88
台湾金控模式对大陆金融的借鉴意义	汤世生	92
金融混业经营的机遇与挑战	郑明高	101
金融机构跨业投资及管理模式分析	汤晓华	108

第四章 信托聚焦

新形势下信托业的战略发展探究	汤晓华	116
“信证合作”业务研究	汤晓华	121
信托业与房地产的合作模式初探(上)	李明旭	125
信托业与房地产的合作模式初探(下)	李明旭	131
我国基于交易所市场的 REITs 运行模式的构建	杨 帆	141
监管压力下的信托公司将何去何从	杨 帆	148
银信合作业务及其“转表游戏”的深度剖析	杨 帆	152

第五章 银行与保险

硅谷银行经验及借鉴	陈 曦	159
未上市城商行股权投资分析	陈 曦	163
侨资银行发展研究	汤晓华	165
浅谈商业银行的差异化经营	郭士英	173
银行入股保险公司分析	汤晓华	179
“大到不能倒”能否终结	汤晓华	183
券商参股银行将何去何从	杨 帆	187
银保监管新规对寿险行业的影响分析	赵 甜	190

第六章 证券与投资

华泰证券:首家“券商金控”IPO	郭士英	197
融资催化剂:创投引导基金	陈 曦	201
投资新热点:新三板	赵 甜	205
浅谈“新三板”的建设与参与	郭士英	208
关于“中国版 401k”入市的思考	汤晓华	213
震荡寻底后期待政策拐点	王 喆	220
弱市中探寻防御性机会	王 喆	226

第七章 担保与租赁

担保行业规范发展相关问题思考	涂 涛	233
浅析医疗设备融资租赁	李明旭	241

资 本 篇

第八章 上市公司与市值管理

上市公司合并解析	陈 曦	251
上市公司分拆研究	陈 曦	256
上市公司市值管理与资本运作	郭士英	261
上市公司市值管理的系统化思考	郭士英	266

第九章 企业并购与重组

企业并购融资工具	陈 曦	272
如何防范企业并购的财务风险	汤晓华	275
创业板企业的成长性		
——从发行审核角度分析	周 念	280
新税制对企业重组的影响		
——解读财税[2009]59号文	李 彦	287
如何做非控股股东		
——以 PE 的参股型投资安排为借鉴	杨 骁 周 念	292
红筹股公司回归 A 股市场的路径与选择	杨 骁 李 彦	295

赴台发行 TDR 对红筹股运作的启示	周 念	300
股权代持的实践和法律解读	李明旭	305

第十章 产权管理与业绩考核

高校出资企业的股权转让:规则与实践	杨 骁	312
国资委如何推进央企结构调整	汤晓华	319
国企产权改革		
——任重道远	陈 曦	323
财务指标比较法揭竞争对手面纱	于百战	327
多元化集团建立绩效考核体系初探	于百战	333
IPO 企业国有股部分划转社保基金	郭士英	340
关于母合优势理论的研究和思考	杜昕卓	343

第十一章 资产整合与企业管控

新华都的资本帝国	汤晓华	349
国美电器控制权争夺及管控思考	郭士英	352
从中信泰富“澳门门”看企业内控体系建设	吕和东 于二龙	359
泛海的资本棋局	汤晓华	364
复地退市背后的战略考虑	李明旭	370
国家电网的金融资产整合之路	汤晓华	379

产 业 篇

第十二章 经营理念与商业模式

万科的理念与判断

——解读万科致股东的信	陈 荣	389
国内房地产开发商土地储备策略初探		
——兼对恒大的案例进行简要分析	李明旭	391
土地一级开发整理的收益模式初探	李明旭	396
买大而非做大模式		
——从辉瑞并购惠氏案说起	陈 荣	405

投资控股公司之典范

——伯克希尔	汤晓华	409
“类金融”模式:企业另类生存之道	于百战	414

第十三章 医疗医药产业

新加坡医疗体系的探讨与思索	陈 荣	419
新医改对医药产业的影响	陈 荣	427
国内医药产业并购环境分析	陈 荣	432
新医改背景下医院投资并购分析	陈 荣	435

第十四章 IT 与传媒产业

中小宽带运营商的机遇与挑战	刘 建	440
三网融合及其机会分析	刘 建	443
传媒产业的挑战与机遇		
——寻找产业转型及多媒体融合背景下的发展路径	于百战	448

作者名录		454
------------	--	-----

宏观篇



第一章 经济形势与政策

开征特别房产消费税很有必要

郭士英

未来对炒作房价行为的遏制应会升级,重庆市拟对达到普通住宅均价三倍的豪宅征“特别房产消费税”,方向很对,是一个非常有益的政策尝试。但投机的被动降温究竟能使房价下降多少,颇难预计,只知道土地紧张和土地财政问题会制约房价的过度下降。

笔者以为,只要未来能真正做到“政府的归政府,市场的归市场”,中国其实并不需要推倒重来的“二次房改”。未来低收入阶层可享受政府的保障房,有能力的富人尽可购买单价上十万元的豪宅,这本身也是在对社会作贡献。政府以后者的财税收入补贴穷人,那是政府的职责所在。

中国房价高企的根源在于土地的有限性、土地超级垄断以及土地出让的“招拍挂”,此为共识,然亦属积重难返。尤其在后危机时代的不稳定期,现行体制无法承受“伤筋动骨”式的整改,即便未来改革也不是一朝一夕的事情,难度极大!

笔者以为,现实的政策选择应是在遏制投机的基础上,不断加大中低价保障住房供应,同时持续提升国内劳动者收入水平,以谋求平稳过渡为目标,自然消化国内房地产泡沫,最终实现中国房地产市场的软着陆。

现实的情况也正是朝着这个方向迈进。

2009年底五部委将土地出让金首付比例提高至50%,2010年1月10日的“国十一条”内容直指高房价,实行地方首长问责制,“招拍挂”也正在探索“土地出让综合评标方法”。目前首次购房者的按揭贷款利率优惠减少;二套房首付比例提高到40%,利率优惠取消;三套房首付比例提高到60%,银行可自行调高利率。公共租赁房、经济适用房、限价房等保障性住房都在加大投入,2010年中央投资安排的保障性住房建设资金632亿元。

我国房地产业已经形成了根深蒂固的产业利益链,加之城市化进程还在加速、人多地少的固有矛盾仍将延续,决定了中国房地产市场还有可持续发展的空间。笔者认为,短期看由于货币政策可能出现反向变动,加之政府打压房地产投机行为,上涨过快的房价可能会在未来两年出现一定幅度的回归。不过一旦未来“政策退出”之事尘埃落定,在两三年后的低谷时期,中国房地产市场应该还会伴随城市化进程而东山再起。假如届时保障性住房制度得以成功推广,会对房地产价格起到更为明显的制衡作用。

(2010年4月)

别把“遏制非理性上涨”政策初衷扭曲了

郭士英

关于楼市调控的争论日渐升级,“遏制论”演变为“打压论”,打击投机也正在变成禁止投资。笔者以为,房地产调控的目的是保障民生、规范行业发展,然而,这一美好初衷正在被曲解。

笔者以为,遏制房地产价格上涨的办法不是没有,只怕结果适得其反。比如房产税,操作难度且不论,还会因为不恰当地加大现有住房人的生活费用而对以增加消费为主的转型形成制约,况且还有“宏观调控就是为政府增收服务”之嫌。如此一来,除了重庆的特别房产税,普通意义的房产税不能随意启用。

人民币升值以及人民币国际化是影响中国资产价格的一个重要变量,按照目前的经济形势推断,今后十年,境外资金会加速投资中国,即便采取一些限制措施,也会在一定程度上推高境内资产价格。加之美国的“量化宽松”为代表的货币贬值压力和国内负利率的现实,人们投资房地产是一种很自然、很正常的自我保护。中国的国情是人多地少,城市化进程也还任重道远,未来住房价格的合理定位是多少,谁都说不清楚。

而且,资产价格不以人的意志为转移,更为关键的是,看起来我国还无

法在短期内彻底消除导致资产价格升值的四大关键因素：宽松的货币政策和流动性、经济高增长的现实和预期、人民币升值和人民币国际化、国内居民收入水平有必要持续提高。

历史上的资产泡沫之所以出现，都是因为各种经济条件具备并产生综合作用。总体来看，泡沫的大小与流动性和经济预期有关。在流动性方面，中国显然不能不顾及美国的“量化宽松”政策以及美国、欧洲、日本等主要国家的超低利率而单方面采取过度紧缩的货币政策。又鉴于世界经济的极缓慢复苏和二次探底风险尚未消除，一度曾热炒“政策退出”的各国政府，也不得不暂缓这一过于乐观和急躁的政策选择，这说明流动性仍将在较长时期内保持宽松。

对于房地产这个事关民生的特殊行业，实际上采取了诸如限制贷款和增加保障房供应等综合措施，这就有利于防止泡沫的过快、过速发展，但以上四个事关未来的根本因素，一定会再度刺激房地产价格出现新的高点。

从国际经验看，房地产的高点就在十多年后城市化率达到70%左右的时期。这是各国相似阶段共有的规律，人们在市场面前只能保持敬畏。真要较劲，就只能痛下决心改变以上的四个根本因素。所以除了必须加快保障房的供应，还应该加快收入分配改革，降低广大民众的实际生活压力、增加群众的购买力和社会消费能力。

现实总是很残酷，但必须直面而不是回避。一味地指望房价下跌或者干脆不讲道理地对房地产挥舞大棒，都不会解决实际问题。这里笔者也指出这样一个事实，历次房价和股价下跌到重要的历史低点，能够果断抄底的都不是普通百姓。所以即便今后再闹出个“房地产崩盘”，也不会是普通百姓之福。

实际上，房地产调控其实已经双管齐下，力度够大了，房地产股票的估值最能说明这个问题。目前来看，贵在坚持，让市场来发挥作用，而不是急躁冒进。在经济环境和经济前景尚不稳定和明确的情况下，还是谨慎些好，在市场规律面前，还是保持点敬畏比较好！眼前的问题是别把“遏制非理性上涨”的政策初衷扭曲了！

(2010年9月)

楼市调控何去何从

郭士英

中国政府之所以决定对楼市实施严厉调控,最根本的原因是楼价过高,已经隐含了极大的经济和社会风险。稳定房价首先是国内民生与政治的战略需要。其次,主动调控楼市也是大国经济博弈的战略需要,如果放任中国楼市价格扶摇直上,一旦未来美国加息、外资撤离,中国经济将因巨大房地产泡沫的破裂而跌入深渊。

楼市调控是必要的、及时的,但首先要厘清责任,其次要避免矫枉过正。目前楼市调控的“遏制论”正演变为“打压论”,“打击投机”也正在变成“禁止投资”。笔者以为,宏观调控的初衷正在被曲解,有些人会误导政府把适度的调控演变成“无所不用其极”。行政手段果如那般强势,最终会引发新的矛盾或者适得其反。

就长远来看,货币宽松和人民币国际化的大背景以及房地产市场的特殊供求关系,决定了房地产价格的“稳定”只能是暂时的,未来还会再续繁荣。

一、政府应首重房地产行业的规范管理

中国房地产市场存在先天不足,突出的表现为以下四点。第一,在住房商品化和市场化的同时,政府对低收入群体的保障责任未得到应有体现;第二,房地产市场的管理存在不完善之处,导致前些年的房地产市场秩序比较混乱;第三,中国实行土地供应的国有垄断,土地拍卖制度客观上推动了房价持续走高;第四,政府的“土地财政”和银行业被房地产“绑架”。

自1998年起,住房商品化了,但此后的十年时间里,低收入群体的保障严重滞后,这在其他实施住房商品化的国家和地区,是不多见的。例如,政府没有及时有效地实施限价住房和廉租房制度。前些年的经济适用房大部分卖给了富人,使得普通居民的住房问题更加严重,高房价遂怨声载道。

中国特殊的财政制度,又导致地方政府不得不严重依赖“土地财政”,致使地价推动房价快速上涨。当然,这其中美元泛滥和人民币升值等特定经济因素也产生了一定影响,推动了我国住房价格的不断走高。

房地产商被看成“黑心暴利”,罪名是他们“囤房惜售、拉抬房价”,但房地产商能够屡屡“囤房惜售”,正反映了制度约束是不够的。又例如,对于房地产的“预售”一直以来的官方界定就模糊不清、执行不力,也没有明确的惩治规则。把诸如此类的问题都归之于市场和开发商是不恰当的,很简单,如果政府开始对房地产行业管理得足够规范,市场秩序肯定不会那么乱,老百姓的意见也就没有那么大。

过去几年里,多套房的房主甚至炒房人都可以用银行资金批量购房并获取暴利,这是政策的失误和银行的把关不严,也是造成社会分配不公的重要原因。很多国家多年来始终都在禁止银行资金参与住房炒作,而我们在2010年才想起来把关。住房空置率“吵吵”了十来年,至今国内尚无权威数据,这也不是市场的失误。

这些足以说明,中国房地产业预期需要“宏观调控”不如说更需要“规范管理”。

二、调控应尊重市场并保持敬畏

危机期间,中国经济面临大考,房地产市场救助政策一股脑出台,阻止了房市以及经济的恶性下滑。笔者虽在当时明确支持救助楼市,但还是认为那些救助政策本身缺乏原则性,过于猛了,走到了极端。可以看到,2010年年初的房地产市场异常火爆,应该就是那次救助的副产品,是政策给了房地产继续发烧的理由。那一次的调控,可谓功过参半。

美国的房地产连续多年下跌,至今仍为美国政府的心头大患。但是我们没有看到美国“调控楼市”,他们更多的是在梳理和修订有关规则。即便经济惨淡若此,我们仍能看到美国政府对于房地产市场的有些做法是讲原则的。政府应该对市场保持应有的尊重和敬畏。

2010年4月份,“史上最严的房地产调控”措施陆续出台。笔者不仅预测到了,还明确指出了房地产市场要给政治一个交代。这句话本身虽契合后来的现实,但用经济学原理来分析是很不合理的。有意思的是,有些人确实一直在用这样的逻辑看问题并影响决策。从前期权威媒体连篇累牍的文