

楼市面临持续回调风险

□方正富邦基金首席策略师 崔永

去年6月以来,随着住房销量持续增长以及住房价格环比持续上涨,70个大中城市房价同比涨幅也从今年1月开始由负转正,并且涨幅持续扩大。在房价不断创新高的同时,地产商拿地热情也空前高涨,9月以来,北上广深等一线城市地王频现,甚至杭州、武汉、南京、苏州等二线城市也频现地王。然而,楼市所隐含的巨大风险还是已经隐约显现。8月70个大中城市中唯一下跌的温州房价已连续36个月下跌,鄂尔多斯、舟山等城市房价也已连续下跌。

大风起于青萍之末,楼市经过十年尤其是2007年、2009年和2013年以来的疯狂上涨后,将在2014年迎来新一轮持续回调,而这一轮房价回调恰逢人口老龄化阶段来临以及资本项目可兑换的基本实现,从而可能使得楼市陷入长期的持续性回调当中。

楼市从明年开始回调

事实上,一些先行指标已经显示,房价将从明年开始出现回调。历史经验表明,土地开发面积增速与土地购置面积增速之差,是住房价格一个很好的领先指标,领先房价同比涨幅的时间为18个月,领先房价环比涨幅的时间为12个月。2006年以来,两者之间的滞后相关关系是非常明显的,而且清晰地显示从明年年初开始房价同比和环比涨幅都将会逐步下行,房价环比涨幅可能在明年3月份前后就会出现负增长。

究其原因也很简单,如果土地开发面积持续高于土地购置面积,意味着经过一年半左右的住房开发周期后,地产商将无地可供开发,楼市推盘量必然大幅下降,房价随之就会逐渐升高;而随着楼价的逐步走高,住房销量上升,地产商拿地热情高涨,土地购置面积规模增加,使得土地购置面积增速开始高于土地开发面积增速,这会导致经过一年半的住房开发周期之后,楼市推盘量大幅增加,房价必然会再次面临下跌的趋势。

由于上世纪70年代末期和80年代初期生育率高峰所带来的“婴儿潮”,到2005年至2015年正是成家立业的时候,所以在这段时期住房市场存在较稳定的刚性需求,这些刚性需求助长了房价持续上涨的同时,也因为购房者的追涨杀跌心态,助长了房价的上下波动。年初以来房价的持续上涨引发购房者的抢购,从而助长房价上涨;但未来房价一旦下跌,购房者又将持币观望,进而加速房价下跌。

楼市回调具有持续性

明年将要出现的房价下跌,恰好赶上2015年前后所面临的人口老龄化阶段的来临,“婴儿潮”一代的年龄步入35岁以上,置业需求基本得到满足,这会使得住房市场上的刚性需求急剧下降。作为兼具商品属性和投资价格属性的房地产市场,具有

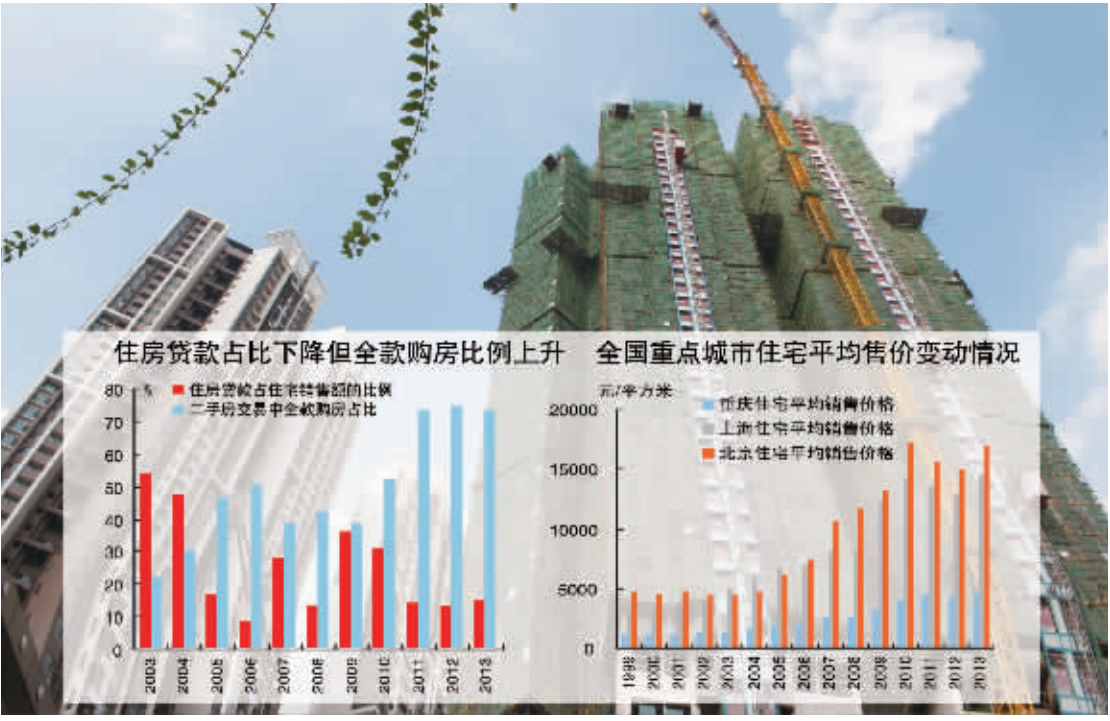
“限越大、泡沫越大”的特点,刚性需求所引起的房价上升巨浪一旦消退,投机需求所带来的地产泡沫也将随着消退。

此外,按照WTO规则,中国将在加入WTO的15年后,自动获得完全市场经济地位,这就意味着中国将在2015年前后要基本实现资本项目可兑换。随着资本项目可兑换时代的来临,住房这种不可贸易商品便具有了可贸易性,最终会使得国内外住房价格趋于一致。由于国内房价明显高于国外房价,国内住房价格必将面临一个向下的压力,而且考虑到中国住房只有70年产权,产权的不完整性使得国内房价相较于OECD国家房价,估计还会存在一定程度折价。

房价一旦持续下跌不仅会抑制投机性需求,还会使得投机者所持有的存量住房集中投放市场,而且还可能会使得住房总值低于贷款总额,从而造成大量的“弃房断供”现象,商业银行不得不大量抛售住房变现,这都会造成房价加速下跌。

尽管2010年国务院颁布“新国十条”以来,住房抵押贷款占住房销售额的比重明显下降,由2009年的36.3%下降到2011年以来14%左右的水平,但2011年以来全款购房者的比重大幅上升。草根调研数据表明,二手房交易中全款购房者占全部购房者的比重由2009年的39.6%急剧上升到2011年以来的70%以上。据此测算,利用公积金贷款和商业贷款进行购房的样本中,贷款总额占住房总值的比重维持在50%以上,2009年和2010年更是在60%以上。根据国家统计年鉴数据,由于2011年至2012上半年住房价格的下跌,2013年住房价格基本上与2009年和2010年持平。这意味着一旦房价跌幅达到40%左右,贷款购房者的住房总值将普遍低于贷款总额,楼市违约也将成为普遍现象。更何况很多购房者的首付款也是通过民间借贷得来,楼市持续下跌会使得居民家庭资产负债表急剧恶化,这样一来,地产泡沫也可能会加速崩盘。

因此,对于决策者来讲,为防止地产泡沫大规模破裂,在逐步扩大房地产税征收范围的同时,应当果断适度放宽甚至逐步取消住房“限购令”和“限售令”。毕竟中国国情不同于美国,由于美国人口结构持续偏向年轻化,所以尽管经过2007年“次贷危机”冲击,房价依然能够反弹回来,房利美和房地美甚至经过多年巨亏之后再次实现盈利。而中国正步入老龄化阶段,即便现在就放开“二胎”政策,短时期内也难以扭转人口老龄化速度的加剧。事实上,股市投资者已预期到楼市所可能面临的巨大回调风险。2006年、2007年和2009年,随着房价上涨,房地产股也大幅上涨。不过,2011年以来尤其是2013年以来,随着房价不断上涨,房地产股却趋下跌。尽管目前地产股静态PE水平已经跌到10倍左右甚至以下,但如果未来地产泡沫破裂,利润将被侵蚀,PE水平将会大幅上升。



新华社记者 毛思倩 摄 合成/王力

是供应过剩 而非房地产泡沫

□上海易居房地产研究院副院长 杨红旭

去年以来,关于房地产泡沫的讨论趋升级且复杂化。尤其是2011年下半年开始,鄂尔多斯和温州房价大跌,让看空派找到了渴盼已久的“铁证”。贵阳、海南、常州、营口、郑东新区等全国各地、城区,都被认为存在严重的房地产泡沫。

持续不断的看空声音,积聚在一起,形成了一股非常强大的舆论力量,极大地影响、改变民众、企业、政府对房地产市场形势与房价性质的判断。这些影响到底有几分属于正面、几分属于负面,尚难精确判定。什么是房地产泡沫?高空置率是否等同于房价泡沫?贵阳这种大盘扎堆、供应量较大的城市,是否一定会导致房价崩盘?这些名词的概念、内涵、性质等都没能厘清,大家的思想与观点,就这么在一口大锅中被乱炖着。

首先,关于泡沫的概念。国际上比较权威的定义,是经济学家金德尔伯格1978年曾为一本经济学辞典中的“泡沫”词条做如此界定:泡沫可以不严格地定义为,一种或一系列资产价格在一个连续过程中的陡然上升。初始的价格上涨使人产生价格会进一步上涨的预期,从而吸引新的买者——这些人一般是以买卖资产牟利的投机者,其中资产的使用或其盈利能力并不感兴趣。随着价格的上涨,常常是预期的逆转和价格的暴跌,由此通常导致金融危机。”

这就意味着,泡沫生成,需要具备两个条件。一个条件是,只发生在资产产品领域,与消费品无关。原因也简单,消费品市场中不可能出现大规模的投机行为,比如,在某些年份猪肉价格狂涨的过程中,也没什么投机收购猪用以囤积。另一个条件是,投资投机性需求持续增加,甚至出现疯狂状况。最终形成泡沫,其表现是,经过持续的大涨后,价格远超较长时期内的平均水平,或者说常态水平。

因此,房地产泡沫的形成,需要具备两个必要条件:一是房价连续大涨;二是投资投机性购房需求旺盛,或者说所占比例较高(比如超过50%)。前者,大家容易理解,后者略有费解。主要是因为,有某些特殊时点,自住性需求也可能大幅推高房价,而这类需求本质是合理需求,先靠他们难以产生泡沫。所以,一定要加上投资投机需求的积极,甚至狂热入市,才可能形成泡沫。这类需求属“非理性”需求,在房价高涨时容易如潮水般扑来,但当预期改变、房价下跌时又如潮水般退去,从而加速房价下跌。

对照这两个必要条件,会发现鄂尔多斯和温州都符合。2011年之前的几年内,这两个地区房价上涨几倍,投资投机需求非常旺盛,占比明显超过50%。2011年初,鄂尔多斯很多楼盘单价超每平方米2万元。而温州房价更高,市区均价与杭州差不多,位列全国前几名,最贵楼盘单价曾一度高达10万元左右。2011年,两地房价持续下跌,领跑全国,泡沫破灭。另外,1992-1994年海南的房价泡沫及崩盘,也符合这两个条件。

另一个概念是开发过度,或供应过剩和高空置率,三个说法相近。开发过度、供应过剩,是指大规模在建或已经竣工的房屋,无法售出或租出,房屋市场存在严重的供大于求情况,并使开发商的经营活动受到明显负面影响,或者已出现开发商破产、老板跑路、楼盘停工,甚至楼盘烂尾等现象。

房地产泡沫与供应过剩之间,存在密切联系。在房价泡沫形成阶段,市场销售火爆,价格大涨,这使开发商热情高涨,扩大开发规模,扩张经营。但当泡沫破灭后,市场一落千丈,成交萎缩,房价下跌,甚至是暴跌。由于房产开发周期较长,从购地到卖房,一般需要1-2年时间,近几年部分项目已缩短至半年至一年。泡沫破灭时,还有很多项目没有达到卖房条件,这些楼盘就成为滞销品,也是房价泡沫破

灭后的牺牲品,从而出现供应过剩的局面。从房地产泡沫与供应过剩关系的主动性上分析,主要是前者影响后者。

房价泡沫与供应过剩之间的区别,是显而易见的。泡沫主要特征在于房价大涨。而供应过剩却并不意味着房价大涨,或曾大涨过,所以也就不一定存在房价泡沫。这在现阶段的中国尤其明显。比如,广大中西部地区以及三四线城市,近几年房价涨幅并不大,不存在泡沫,但在这些地区土地不稀缺。在地方政府追求政绩、财政收入的利益驱动下,导致土地大量供应。同时,规划了很多新城新区,利用行政权力大量从农民手中廉价征地,转手高价卖地给开发商,房地产开发规模过大,形成了明显的供大于求甚至过剩的情况。社会上争议较多的贵阳,超级大盘较多,属于供大于求(但尚难定性为过剩),房价水平只有每平方米5000元,低于东部很多三四线城市,何来泡沫?

房地产泡沫的结局,可分为两种:一种是泡沫比较大,只能任其破灭,历史上日本、中国香港、美国、中国台湾、西班牙、爱尔兰等皆出现过。在主要城市中,房价累计下跌幅度,一般会超过三成,下跌和盘整时间,一般会超过三年;另一种是泡沫较小,如果政府政策得当,不会破灭,通过几年的房价波动、阴跌,就能完成调整。如果政策没什么作为,则也会出现房价明显下跌。房价泡沫及破灭,会对经济与金融形成负面影响。

商品房供应量略大于需求量,这是比较适宜的状态。供应过剩,则是供应明显大于需求,一方面会抑制房价上涨,另一方面也会导致社会资金沉淀和社会资源浪费,甚至部分区域如新城地区形成大量房屋空置,变成空城和“鬼城”,业主、企业、银行、政府都会受到利益损失。当然,房地产泡沫的负面影响,远超供应过剩。况且,有些情况下,供应过剩也是泡沫破灭的结果之一。

用自贸区倒逼内部三大改革

□中国社科院金融所 郑联盛

上海自贸区29日上午挂牌,成为全球关注焦点。国内外对上海自贸区的定位、发展与相关改革极其关注。上海自贸区或将拉开中国新一轮改革开放序幕,但这之中需要完成三个重大转变,逐步转向贸易新规则、开放新格局和政府新职能。

从WTO规则到美国规则

美国主导泛太平洋合作伙伴(TPP)和跨大西洋贸易与投资伙伴(TTIP)谈判,实际上致力于建立一个弱化世界贸易组织(WTO)规则的国际经济新秩序。这个新秩序的核心是一个自由贸易新规则,新规则的落脚点不是WTO框架下的货物贸易自由化,而是服务贸易自由化和投资自由化。

美国主导的新规则与WTO规则具有迥然的差异。在WTO框架下,贸易自由化包括的公平贸易等七项原则可以归结为两个关键:最惠国待遇原则和国民待遇原则。最惠国待遇原则是要求缔约一方现在和将来给予任何第三方的任何特权、优惠和豁免,也同样给予缔约对方。这是公平贸易原则的最主要体现。国民待遇原则是要求在所有世贸组织成员平等待遇基础上,世贸组织成员的商品或服务进入另一成员领土后,也应该享受与该国的商品或服务相同的待遇,这是世贸组织非歧视贸易原则的主要体现。

美国主导的新自由贸易规则中,最为核心的是准入前国民待遇原则和负面清单原则,这是在服务贸易和投资领域下对WTO规则的实际替代。WTO框架下的投资协定并非直接针对投资问题,而是与贸易有关的“投资相关”,即只包括与货物贸易有关的投资及服务贸易,这存在重大的制度缺陷。新规则表面上不是否定WTO规则,而是以一个更高的标准和一个更大的范畴树立一个比WTO更为宽松的自由贸易规则。但是,新规则及新秩序的核心是,美国将从WTO“成员国代表”的角色中脱离,成为“自己的代表”,通过与各个经济体签订服务贸易和投资协定,构建以美国为核心、最大化美国利益的全球服务贸易和投资新框架。

准入前下的国民待遇原则更为宽松自由。国民待遇原则实际上是准入后的国民待遇原则,外资在经过审批之后进入中国,享有与中国国民及企业一样的待遇,但是,准入前国民待遇原则是外资在没有进入中国之前就享有与中国国民及企业一样的待遇,特别是企业设立、取得、扩大等阶段给予外国投资者及其投资,不低于本国投资者及其投资的待遇。

更为实质性的原则是负面清单原则。负面清单是指凡是针对外资的与国民待遇、最惠国待遇不符的管理措施、业绩要求、高管要求等方面的措施均以清单方式列明。比如,我国对外资的管理一直采用的是《外商投资产业指导目录》模式,列出了我国鼓励、限制、禁止外商进入的行业。所有的外商投资和商业投资只能在规定的范围内活动。而负面清单是给不开放的行业和受限制的商业活动列一个清单,只要未列入负面清单的就是“法无禁止皆可为”。

上海自由贸易试验区是由原来的四个保税区组成的,实际上已经践行了WTO基本规则更为宽松的贸易自由化政策,也是中国最开放的地域之一。上海自由贸易试验区理论上并非是一个美国主导下双边或多边的自由贸易区概念,不可能与美国签订双边投资协定,但是,上海自贸区将根据美国主导的自由贸易区协议,或上述准入前国民待遇原则和负面清单原则来制定相应的政策框架和改革路径。这就要求上海自贸区需要从实践WTO规则到接受并适应美国新规则的转变。

从边境开放到境内开放

上海自贸区的基础是四个保税区,保税区的主要功能定位的货物贸易自由化,实际上是海关特殊监管区域。运入保税区的货物享有“免证、免税、保税”政策,即实行所谓的“境内关外”模式,只要保税区内的货物不进入中国关内,就享受三大政策优惠。可以看出,保税区政策优惠的主体是货物,政策推动的目的是保税区内货物贸易自由化。

在准入前国民待遇和负面清单原则下的自由贸易,更多将集中在服务贸易和投资。服务贸易和投资与货物贸易最大的区别在于,“区域”能否存在的问题。即货物贸易自由化可以限定在特定区域如保税区,但是,服务贸易和金融投资如何限定在区域内,是一个巨大的现实挑战。上海自贸区提出了28平方公里的区域概念,如果这个区域概念是真实“围墙”性质,那么上海自贸区就与一般的保税区没有实质区别,更多可能是政策上的再优惠。如果要在该区域实现服务贸易和投资自由化,那么“围墙”就根本不会存在而且也不可能存在,大部分服务贸易和投资不可能存在“关税边境”之内。

上海自贸区要实现服务贸易和投资自由化,那其实际功能将从以贸易为主转变为以交易为主,这种改变对经济和金融的影响可能是系统性的。上海政府此前提出了在自贸区实行9个领域的金融改革,其中包括利率市场化、人民币国际化和资本项目自由化等关键领域,实际上就是以交易为主的概念。如果自贸区内资本项目自由化是完全意义上的自由化,那么自贸区将成为国际资本流动的“自由港”,也是进出中国的国际资本的“集散地”,还可能是另一个人民币“离岸市场”。这个质变将是系统性的改变,其后的一系列改革和制度安排任重道远。

从货物贸易为主到交易为主的转变,要求上海自贸区需要完成从边境开放到境内开放的转变。这种转变本质上意味着上海自贸区将更多体现为服务贸易和投资的开放,实际上是中国市场对自贸区、对外资的更大程度开放。

从事前审批到事后监管

上海自贸区如果全面实践负面清单原则,那将可能意味着上海自贸区以致中国经济金融管理当局将必须完成从重审批到重服务、从事前审批到事后监管的根本转型。

事后监管要求政府职能再定位。自贸区基于市场化进行运作,需要的是一个小程序,政府需从市场干预中退出,同时政府管理模式将由重审批转向重服务。服务的要义在于提供公平的法律体系、高效的行政程序和便利的商业环境。

负面清单原则要求强有力的事后监管,才能保证经济金融稳定。自贸区不大可能是一个区域概念,其风险一定程度上就是中国经济和金融体系的风险。因为负面清单要求事前审批的重要性大大淡化,那事后监管就更加重要,否则中国经济和金融体系的稳定与安全就会受到明显冲击。

比如,自贸区内可能注册了上百家的银行,在国内监管法律可能部分失效的情况下,国内银行业务监管部门能否及时跟进,并确保银行业务不出现区域性、系统性风险,同时保证中资银行业对经济的控制力,上述问题都存在不确定性。同时,外资企业规避负面清单的方法将动态变化,监管的动态性和及时性要求更高。上海及经济金融管理当局在监管能力建设、有效性和动态性监管等需要大力完善。

自贸区的设立和发展,必将涉及到众多的政府管理部门,部分改革将是对现有政策框架的颠覆,特别是负面清单。因此,自贸区不同部门之间协调将是一个重要任务。

总之,上海自贸区的设立和后续改革发展,对于中国开启新一轮改革,对于中国经济的转型升级,对于中国积极对外开放新格局,对于中国积极参与全球治理,对于通过外部压力倒逼内部改革等,都有积极意义。

■ 解读金融期货投资者适当性制度专栏

秉承社会责任至上理念 切实维护投资者合法权益

□申东阳

将适当的产品销售给适当的投资者

欧美等大多数股票市场交易,证券交易是“少数人的游戏”,尤其是早期人工报价交易阶段,操作复杂、成本较高,形成了天然门槛,中小投资者很难也很少直接参与交易。但我国股市建立之初便推行了电子化交易,买卖操作便捷,进入门槛较低,散户从一开始即大量参与。过去二十多年,股市投资者以散户居多的结构特征仍较明显,市场投机炒作风气较浓。股指期货股指期货平稳推出、安全运行,中国证监会指导中金所从2006年起,就着手研究建立投资者适当性制度,为股指期货市场保驾护航。

与境外市场相比,金融期货投资者适当性制度结合了我国市场实际情况和股指期货风险特征,形成了自己的独特做法和显著特点。一是将国际普遍做法进行中国式改造。我国金融期货投资者适当性制度的核心思想与国际通行理念一致,即将适当的产品销售给适当的投资者”。同时,紧扣我国资本市场特征,创造性地建立了中国式的适当性制度,从实质上改善了市场投资者结构,促进了市场机制的完善。二是将软性劝导变为内容丰富的明确要求。我国金融期货投资者适当性制度是一套较为完善、标准严格、可操作性强、具有强制性的制度约束。中金所明确规定,投资者开立金融期货账户必须满

足“有资金、有知识、有经验”的要求。制度不仅有资金门槛,更强调学习、测试、演练,希望通过培训知识输入正确理念。这在全球同类制度设计中,还是第一次。

三是将中介机构主导变为为了证监会和交易所主导。我国金融期货投资者适当性制度由监管机构制定,纳入监管机构监管、交易所监管、中介自律监管的各个环节。中金所在制度制定和实施过程中是第一责任人。中介机构根据监管要求,具体落实。自上而下的制度安排和实施路径,提升了制度实施规格,降低了中介机构利益冲突影响。

四是将简单的限制参与变为为了深度的投资者教育服务。证监会指导中金所开展持续性督导检查、投资者宣传、教育、培训等配套服务,确保制度有效落地,理念深入人心,共识逐渐形成,效果日益显现。从结果来看,股指期货市场依

靠投资者适当性制度把关,从1.4亿股民、120万期民中,仅仅筛选出15万有资金、有知识、有经验的“精英”参与股指期货交易。从实践来看,三年来,股市波动较大,沪深300指数累计下跌近30%。股指期货投资者也有一定盈亏,但他们买卖自负,没有出现客户投诉、交易纠纷以及上访上访等事件。也有观点认为适当性制度“不公平”,剥夺了中小投资者的参与权。实际上,针对不同主体的区别对待,在日常生活中普遍存在”。就好比泳池分为深水区、浅水区,成年人可以到深水区,但小孩子要在浅水区游泳。这种要求,非但不是歧视,反而是诚心保护,是对风险的理性发现、及时劝阻和有效规避。

进一步完善适当性制度

当然,金融期货投资者适当性制度也在不断调整和完善。随着