

诺奖得主预言中国房价下跌或成真

投资购房风险加大

□国家行政学院 陈炳才

对未来的房价趋势,大体有以下几种看法:上涨论认为政府更希望房价上涨,地方政府的债务压力和土地招、拍、挂制度将继续推动房价创新高,城镇化也将继续推高房价;大幅度下跌论认为温州、鄂尔多斯、神木等住房价格已经大幅度下跌,其他地方未来也有可能出现大幅度下跌;区域分析论则认为,四大核心城市房价还会涨,乃至低线城市会恢复至合理水平。应该说,上述看法对我国房价的分析都存在一定的道理。但就具体分析来说,房价有上涨的推动力量,也有下降的拉动力量。

推动房价上涨的因素

首先,我国经济繁荣周期没有结束,依然有战略机遇期,尤其是城镇化作为新的经济增长动力,地方追求经济高速增长,乃至底线增长思维,收入倍增计划等,带来住房购买力提高。上限思维是消费物价而不包括房价,意味着房价不会成为控制的目标,过去政策用的限制词是抑制房价过快上涨,而不是房价上涨,而过快与否,没有标准。

其次,流动性依然充足,对房地产有利。人民币升值预期依然存在,外汇占款总规模依然增加,尤其是人民币升值尚未达到1994年前的水平,名义汇率还有一定的升值空间。即使没有升值导致的外汇占款增加,我国较高的存款准备金率,也表明我国未来发展不会缺乏资金,这些因素为房地产投资提供了资金来源支持。

第三,城镇化城市化比率不断提高,预计未来10年我国年均增加850万人口,到2022年人口达14.37亿,而城镇人口按年均增加2300万,城镇化率将达65.16%,比2012年的52.57%提高12个百分点。

最近,中央有关部门对12个省区的摸底调查显示,12个省级城市都要建新城,共规划了55个新城;144个地级市中有133个要建新城,共规划了200个;161个县级市中有67个也要建新城。

第四,地方财政支付困难因素。随着地方财政的偿还能力下降,偿还债务的出路就是提高土地价格,或者发行地方债,地方债的发行依然要靠征收来解决,需要依靠土地财政来解决。因此,地方政府比百姓更希望土地价格上涨。

抑制房价上涨的因素

首先,宏观经济环境将对房价产生影响。我国经济因为资源、环境承载力不足,亟待转型升级,如果不转型升级,继续按照目前的模式发展,再持续5年,可能会爆发更大规模的产能过剩、生态环境问题。只有住房价格大幅度下降,价格回归理性,才能降低生活成本,降低企业房地产和资金成本,让其他产业具有高利润,才能鼓励资金向其他行业投资,为转型升级提供资金和利润支持。因此,房地产价格下降是经济转型升级的政策抉择要求。

其次是货币和财政政策的影响。货币和信贷是房地产的血液。长期以来房地产企业的资金充足,但未来资金供应状况正在发生转变和转折。首先,汇率升值预期导致的货币供应增加将减少。其次,2009-2011年的结构逆向调节不会再次出现。2009年由于美国金融危机,原本需要紧缩的房地产投资在2009年以后加速发展,我国经济结构出现逆向调节,资金大量涌向房地产,2012年以来银行表外业务、信托等资金大量流向房地产。随着影响银行的行为规范和风险增加,从信托和影子银行获得资金的规模将会减少。

利率市场化对房价影响突出。存款利率上浮将推高房地产的信托资金筹集成本,目前房地产企业15%-20%的利率成本不可持续,一般持续2-3年将面临资金链条崩溃危险,持续的时间越长,风险越大;金融风险加大,信贷紧缩乃至信托紧缩的风险加大。

与此同时,目前地方政府可以出售的土地有限,往往需要通过土地整合才能出售,今后可出售的土地越来越少。更重要的是,土地价格的抬高,并不足以解决财政所需要的资金。而地方财政的持续困难,将促使政府开征新的税种,房地产税将是重要的税种,地方政府对其具有很高的积极性。随着2014年财产登记制度的建立,房地产、个联网系统的完善,开征遗产税、房地产持有税等的操作性已经大大增强。一旦开征遗产税、房地产持有税,住房价格的回落也就成为必然。

第三,是房地产市场本身的影响,房地产的泡沫征兆已经很明显。在国际上,合理的房价与收入比例为4-6倍,而我国则大大超过这一比例。目前,我国局部地方的住房价格超过主要发达国家的大城市,如果汇率升值,这将更明显。同时,房地产的投资回报率下降,而风险加大。以2010年为基础,除少数几个城市上涨幅度达到18%-22%,其他都在15%以下,与银行理财比较,投资价值明显减小。

高房价的连锁效应抑制房价继续高涨。一是企业生产成本提高。随着土地、住房成本提高,劳动力成本也将大大提高。为了弥补住房成本,将出现物价循环轮番上涨,带动生活成本提高。这反过来抬高企业生产、科研成本,很多企业将不堪租金成本和工资成本,放弃在大城市设厂,转而到郊区或地价低廉的地方创业。二是出口成本提高。房价带动物价上涨,人民币汇率只能升值而不是贬值,贬值将导致更大的通货膨胀,不利于社会稳定与和谐。在过去的几年里,房地产膨胀导致产业结构逆向调节,延缓了经济结构调整的时间。

未来房价趋势如何?笔者认为,中长期(两年之后)房价继续大幅度上涨的可能性不大,或者说住房价格上涨超过银行理财产品收益的可能性不大,但投资购买住房的成本和风险加大。

随着各种政策的完善和管理水平的提高,房地产政策将越来越完善,漏洞越来越少,执行力将逐步加强,尤其是新一届政府致力于经济结构转型升级,经济增速比过去有所降低,结构调整的力度会加大。当然,区域不同,经济发展阶段不同,房价的趋势也会不同。部分区域随着经济发展水平和收入水平的提高,房价超过当地物价的上涨幅度也很正常。但作为投资而言,则需要多方面权衡。

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

现实经济世界遇到的难题需要在理论界获得突破,以找到可靠的技术手段,近几年诺贝尔经济学奖授予对象充分支持这一点。今年的诺贝尔奖经济学奖授予了奠定资产价格认知理论的三位经济学家,这三位经济学家中,尤金·法玛的理论假说是“有效市场假设”,即资产价格迅速反映一切市场信息;而另一位获奖者罗伯特·希勒则是行为金融学的重要奠基人,他强调心理因素(如动物精神)的作用,认为价格中充满误导性的“噪音”,市场并非如法玛所说的有效市场,但在中长期内是可以预测的;第三位获奖者拉尔斯·彼得·汉森则否定简化的、无摩擦的模型,在发展标准风险模型方面具有重要贡献。

今年是以雷曼兄弟破产为标志的全球金融危机爆发五周年,将诺奖颁发给上述三位研究资产价格定价和趋势分析的经济学家,不仅凸显了需要全面反思过

去10年全球普遍性的资产价格上涨,以及本轮危机爆发的关联性,而且凸显了近年来资产价格决定机制、演变趋势异常复杂的现实,需要完善原有资产定价模型的原理和更新影响因素,学术领域的创新亟待突破。

在金融危机爆发5年后,主要发达经济体复苏前景不明朗,很多国家仍旧在糟糕的经济泥潭中挣扎,而新兴市场国家正在经受增长乏力、结构性问题严重,而主要经济体的资产价格(股价、债券价格和房价等)却完全背离了宏观环境和资产价格模型所能解释的波动区间,而出现了严峻的错定价趋势。为什么会有这样的走势,原有的资产定价理论无法给出信服的答案。正是基于此,诺奖委员会将奖项授予上述三位经济学家,希望能够融合对市场规律的探寻、资产定价机制的创新等理论和资产价格波动趋势预测的实证方法论,意在再造新的资产定价理论体系,用心可谓良苦。

2008年全球金融危机爆发以来,政府刺激是各国经济政策的主题,可以说,如果没有各国政府的刺激,包括美国和中国在内的主要经济体难以出现现象样的复苏迹象,各国的资产价格也不会出现无法预测的、脱离经济环境的反弹,而中国城市的房价更不会出现逆经济周期、逆收入增长、逆体制性和结构性制约下的上涨。可以说,近年来资产价格波动迷思,在很大程度上是在原有的、基于市场规律作用的资产定价机制中,政府因子作用的范围在扩大、作用的原理难以捉摸所致。

政府的经济决策考虑因素很多,包括短期的经济增长、选民的呼声、政客的利益等等,这让资产价格的波动远远不是计量模型所能预测的。政府的政策是改变经济主体的预期,但是正如罗伯特·希勒所言,公众对经济的基本面会有自己的认识,对政府故意做出的乐观表态会有自己的理性预期,所以政府不太可能“骗出一个好的均衡”。

反而,政府的刺激政策会扭曲经济主体的行为,突出的就是利用政府“担责任”而激发严重的道德风险,而美国“次贷”危机的爆发、欧洲债务危机的爆发,从源头上讲,就是政府干预造成的。前者如政府激励银行为本不具有购房能力的人提供贷款,刺激房价及其衍生金融产品的非理性上涨;后者如政府为选民承诺远远脱离财政实力的高福利,造成债券价格的非理性波动等。

中国的房价之所以脱离城市居民收入、城市化和人口红利等因素,一个原因就是政府的干预,这让屡次预测中国房价下跌的经济学家大跌眼镜。因为他们是用城市居民收入、城市化和人口红利等一般决定因素来构建中国房价分析机制,并得到中国房价上涨不可持续的结论。但是,与其它国家相比,我国政府介入经济(如房地产)的机制更加复杂、更加难以量化,这是国外经典资产价格计量模型所无法预测的根本原因。当然,这也是诺奖表彰拉

斯·彼得·汉森在否定简化的、无摩擦的模型和发展标准风险模型上所作出的贡献的主要原因。

但是,正如诺奖委员会对于罗伯特·希勒基于行为金融理论所提出的“资产价格在中长期内是可以预测的”这一观点的认可,罗伯特·希勒认为中国的房价在中长期内必然会下跌,因为人的本性(动物的精神)在全球是相同的。目前,中国各大城市所洋溢的乐观情绪与2005年的美国是一样的。大多数人认为,即便是房价下跌,也是软着陆。但是,美国的房价还是出现了超过30%的下跌,部分区域下跌过半。

近年来,在全球各国政府的刺激下,美国房价从2012年下半年开始反弹,而中国房价更是飞速上涨,这是诺奖经济学家没有预测到的,但是正如罗伯特·希勒所证实,从长期来看,政府无效干预的影响必然会体现在房价下跌中。在中国,正如一些地方造城运动引起的房价下跌已经在发生,诺奖获得者关于房价下跌的预言在未来也不得不防。

美国债务违约只是时间问题

□中国国际经济交流中心 张莱楠

就在全球为美国可能出现首次债务违约而神经紧绷时,美国参议院接近达成一致将维持政府关门至明年1月15日,债务上限延至2月7日,美国两党债务上限谈判再次因拖延战略出现转机。

过去两年,美国债务攀升速度是GDP增速的两倍。美国债务危机是债务膨胀及扩张性宏观政策的结果,并呈现债务膨胀长期化的趋势。其根源在于美元霸权下的国际经济体系是一个债务推动的经济模式,长期发展必然会导致经济失衡,并表现出对债务的高度依赖。

美国债务依赖性体制到底是如何运作?美国债务持续增长来源于长期的赤字经济。一般情况下,弥补财政赤字的路径主要有三条:一是加税或减支,二是发行国债,三是增发货币。实际运行情况表明,美国主要采用发行国债方式弥补财政赤字。可见,美国的债务问题并不仅仅是一个短期或是周期性问题,更反映了美国经济发展的一种长期性变化,有其内在的经济逻辑。

事实上,美元是美国联邦储备银行发行的不可兑换银行券,美联储必须以购买国债的数量决定印钞美元的数量。美国政府向美联储卖出国债,美联储向其提供等额美元。可见,美国的“美元本位制”本质上是“债务本位制”所决定的。最近十年来,美国政府每年的借款包括债务再融资规模平均超过4万亿美元,美国债务总规模由5.3万亿美元增长至目前的16.7万亿美元,债务上限几乎对美国没有实质性约束。

美元信用创造为全球流动性提供了投资标的,美国国债也一直被认为是与美元等量齐观的全球流动性最好的金融资产。从市场深度和流动性而言,美国国债二级市场存量达到6万亿美元以上,可以满足全球源源不断的资金投资需求。在美国国债构成之中,除政府外的其他部门持有约40%,美国居民持有约30%,外国投资者持有约30%,中国持有美债占比为8%。过去十年,中国持有美国债券规模经历了爆炸性增长,年均增长率达36.8%。世界上大多数通过资源出口和商品出口积累贸易盈余的新兴国家,都积极购买美债,这大大压低了美国长期融资成本。

作为全球最大债务国的美国,通过债务循环获得全球化财富分配中的最大收益,债务不但没有对其形成制约,反而成为美国维持金融地位的工具。在从主权货币角度看,在国际贸易计价、世界外汇储备以及国际金融交易中,美元分别占48%、61%和83%。由于美元的世界货币地位,美国国债实际上也成为世界各国竞相购买以获取稳定收益的投资对象。

黄金非货币化以后,美国不再担心国际收支逆差会导致黄金外流,这造成经常项目持续逆差,资本项目持续顺差的过程。这一过程必然造成美国经济不断“去工业化”,实体经济不断萎缩,金融服务

业等虚拟经济持续膨胀,也导致世界产业格局不断重组,制造业等实体经济或产业链中的实体部分不断转移到新兴经济体。

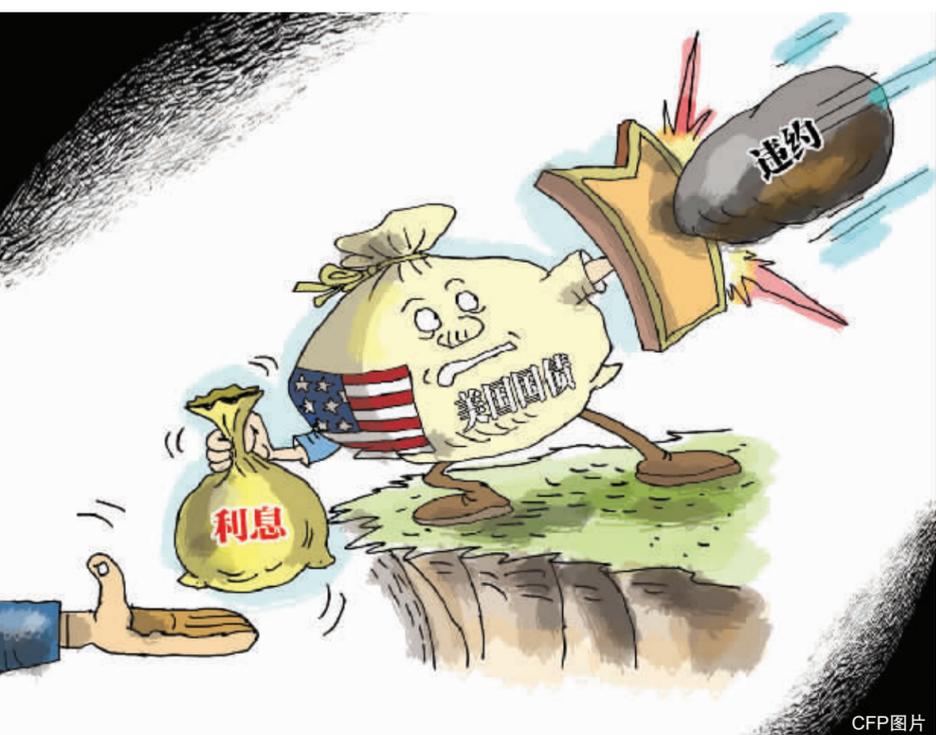
此外,为保障债务融资的可持续性,美联储也充当着“最后贷款人”角色。2007年8月起,为应对百年不遇的金融危机,美联储先后10次大规模降息,联邦利率从5.25%降至0%至0.25%的目标区间,12次降低贴现率累计575个基点至0-0.5%。而在名义利率降至零水平后,为避免陷入“零利率陷阱”,美联储又通过四次量化宽松政策(含扭转操作在内),共推出约3.5万亿美元的购债规模,占美国GDP总量的22%左右,这使得美联储资产规模从金融危机之前的8600亿美元,增长了4.4倍之多,美联储量化宽松在基本完成了避免美国经济大萧条,并帮助美国逐渐走出金融危机任务的同时,也向美国财政部上缴了大量利润。

然而,美联储“最后贷款人”角色解决不了美国债务的可持续性。摆在美国面前的债务僵局似乎只是冰山一角。在美国的财政结构中有大量的社会保险盈余,这部分社会保险盈余被用于政府开支,但是随着美国婴儿潮进入退休高潮期后,未来社会保险的开支会逐步增加,从而挤占其他财政支出。同时,如果不增加社保税,那么社会保险盈余将逐步减少。根据美国国会预算办公室预测,到2016年后,社保基金将持续出现赤字。另一方面,奥巴马在第二任期中必然会加强医疗改革,医疗支出在其预算中也将逐步提高。因此,总体来看,随着美国婴儿潮的退去,将导致美国财政赤字进一步恶化。

根据美国白宫预算办公室的长期预测,美国债务将以快于经济增速的步伐继续增加,美国债务每年至少增长6%,才能跟上债务增加的步伐。如果以目前每天增加35亿美元新债的速度增长,美国政府的债务总额将会在十年后飞涨至26万亿美元,而到2035年,美国联邦债务将占GDP的180%,财政体系将处于崩溃的边缘。

特别是,“斯蒂格利茨怪圈”逐步被打破。所谓“斯蒂格利茨怪圈”是指,亚洲国家将本国企业的贸易盈余转变成官方外汇储备,并通过购买收益率很低的美国国债投资到美国资本市场,美国在贸易逆差的情况下大规模接受这些“亚洲美元”,然后又以证券组合投资、对冲基金等形式将这些亚洲美元投资在亚洲为代表的低成长新兴市场获取高额回报。然而,当前亚洲以及新兴经济体开始逐步改变过去依赖于出口的增长模式,许多国家纷纷调整储备资产结构,商品美元为美国债务提供廉价融资的时代似乎渐行渐远。

从这个角度而言,美国发生“债务违约”是一种“巴金的未知”,即美国财政运转和债务上调的空间越来越小,决定了美国发生“债务违约”只是时间问题,但“债务违约”何时发生?以何种形式发生?则还是不确定的。



CFP图片

削弱美联储

□阿玛尔·拜德

金融界正在热议珍妮特·耶伦(Janet Yellen)被提名为本·伯南克的继任者,成为下一任美联储主席的事件。但另一个更基本的问题却被忽视:美联储——事实上,任何一家中央银行都是如此——应该获得多大的自由裁量权来实施大胆的货币政策,比如伯南克治下的美联储在过去五年中所实施的大规模量化宽松。

当然,大胆实验有其作用。生活中大部分重要决定说到底都是盲目的,被接受方案最后常常是错误的。比如,如今用酒精清洗伤口被认为是无效的,因为它杀死了抵抗感染的白细胞。事实上,冒险试验和频繁错误促进着人类的发展。但经验一再证明,对于政府机构,不受约束的大胆行动几乎总是不值得追求的——在某些情况下甚至具有极高的破坏力。

美国政府制度给官方行动施加了特别严格的约束,这反映了美国人对意识形态的根深蒂固的怀疑。其政治制度基于一个精心设计的制衡系统之上,这一系统强调问责性,有助于控制当权者的谈判和假公济私。在信念和利益不一致的地方,美国制度支持公开辩论以调和诸多观点。毕竟,如果人民的意见能够被聆听,他们是愿意妥协的。

但制衡也有可能妨碍重要改革。事实上,制衡正是美国直到1913年联邦储备法案出台才建立永久性中央银行的原因之一。美联储的成立远远晚于英国、法国和德国的中央银行,而在成立之初,美联储的权力仅限于防止金融恐慌和货币崩溃。美联储由12个地区性储备银行

组成,这一事实反映的是其成立之初人们的担忧——货币政策可能被华尔街大佬绑架。

物换星移几度秋。如今,12名美联储公开市场委员会委员手握重权,他们通过闭门会议决定着利率、管理着货币供给,其决定不会受到审核和挑战。养老院因为城市改造而被拆迁,退休者可以起诉;但如果美联储的金融限制剥夺了他们的储蓄回报,他们只能忍气吞声。

美联储几乎不受限制的权力就像是国家安全局的恣意监视一样,破坏了普通美国人对政府的信任。占领华尔街运动指责美联储为大银行利益服务,美联储的合法性建立在不论输家赢家的抽象理论基础上,而不是建立在民主问责的基础上。更加分散的货币当局能更适合美国的民主传统和经济现实。政府只直接提供少量货币“基”层;大部分货币是通过银行扩张信用创造出来的。这一“贷而贷”的过程通常能够有效地配置货币和信用;但也会过度借贷,造成通货膨胀甚至引发经济崩溃。

但集中的一刀切货币政策无法可靠地抵消繁荣和萧条,而往往产生意料之外的后果。比如,尽管提高利率有助于抑制通胀,甚至可以预防信用泡沫,但也不分优劣地抑制了信贷。

更好的办法是监管具体的银行、分行甚至贷款,同时将美联储的干预限制在保证充足的货币量、充当恐慌期间(如2008年金融危机)最后贷款人的初始目的上。

回归货币分散要求彻底的政策变化,包括实施类似于1930年的法律,让监管者监督银行,保证存款保险可靠且全面,并遏制表外

金融活动。美联储和其他监管者必须提供资源并支持该领域的监督者。

此外,国会应该削减美联储不现实的确保持低失业和控制通胀的权力。尽管美联储应该负责预防可能触发不可忍受的通胀或大规模失业的货币不稳定,但其政策无法兼顾价格和就业的岔流。遭遇激流时,最好的策略是集中力量保证独木舟不至于倾覆,而不是担心能否保持笔直的航向。

当然,实现彻底的分权化需要时间。与此同时,国会必须就自上而下货币政策话题进行审议。通常,美国立法者会把技术问题交给专家处理。但是,这些专家的确信度往往并不能得到保证,又往往隔绝于各种观点,出于这些风险,立法者应该明智地保留重要问题的决定权。事实上,美国宪法给予了国会很大的权力,包括宣战和为军事行动提供必要资金。

在这样的背景下,美联储政策的重大变化——如决定购买数亿美元的证券、将利率压低到近零水平等——将容易受到立法批准的限制(紧急情况除外)。这一制度将削弱美联储的独立性,但也能将艰难政治决定的责任落到应有之处——民主选举出来的国会议员头上。