

# 点燃民间资本热情的关键是改革

□瑞穗证券亚洲公司首席经济学家 沈建光

近日,国务院办公厅转发财政部、发展改革委、人民银行联合制定的《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作(PPP)模式指导意见》(简称《指导意见》),决定围绕增加公共产品和公共服务供给在多个公共服务领域广泛采用PPP模式。

在笔者看来,《指导意见》的出台不仅是应对当前经济疲软、投资下滑的必要举措,从长期来看,也为政府与社会资本合作提供了新的范式,对防范地方债务风险,提高公共服务效率也大有裨益。但应当注意的是,当前PPP项目的签约率不高,地方政府热情明显高于社会资本,显示出民间资本对此PPP项目仍有担忧与顾虑。因此,若要以吸引民间资本进入的初衷,政府需要改变以往集裁判员与运动员一身的角色,真正做到地位平等、政府与企业利益共享和风险分担。与此同时,加快政府职能转型,推动价格改革、国企改革与金融改革等作为配套改革,也是点燃社会资本热情的必要举措。

## 应避免财政悬崖

今年以来中国经济成绩单不容乐观。一季度实际GDP降至7%,已经位于六年最低水平。而实际上,越来越多的高频数据与调研资料显示,真实的经济运行恐怕更差于此。例如,一季度克强指数大幅下降,远逊于同期GDP的表现。其中,全国全社会用电量同比仅增长0.8%,发电量同比增速-0.1%,几乎零增长的局面说明当前工业企业生产的疲软情况。而铁路货运量也不容乐观,一季度铁路货运量同比下降9.6%,降幅较去年同期扩大6.1个百分点。

当然,受降准、降息政策影响,一季度信贷增速有所上升,但社会融资总量仍呈现大幅下滑态势,同比少8949亿元。鉴于经济形势下滑态势,同比少8949亿元。鉴于经济形势下滑态势,同比少8949亿元。鉴于经济形势下滑态势,同比少8949亿元。

同样体现在财政方面,为避免早前“43号文”对在建、续建项目的负面影响,各种避免财政悬崖的过渡性安排已然加速,包括要求妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资,以及开篇提到的在公共服务领域推广政府和社会资本合作(PPP)模式等方式,都是例证。

## 民间资本仍存顾虑

财政方面的积极变化体现了决策层“稳增长”与“促改革”协调推进的基调。实际上,受经济下滑影响,今年财政压力已然较大,一季度全国财政收入增速只有2.4%,而去去年同期的增速为9.3%。因此,此时决策层鼓励更多社会资本进入公共服务领域,不仅是应对当前经济疲软、投资下滑的必要举措,从长期来看,也为政府与社会资本合作提供了新的范式,即促进更广泛的政府与社会资本合作,对防范地方债务风险,提高公共服务效率大有裨益。

从这个角度而言,当前中国政府对于

PPP的热情是空前高涨的。例如,国家发改委网站最新公开发布的PPP推介项目显示,目前涉及PPP项目总额高达1043个,总投资近2万亿元,力度之大令人惊讶。

然而,笔者也发现另外一个尴尬局面,即尽管决策层促进PPP模式的意愿强烈,社会资本却表现相对冷静。据悉截至目前各级政府推出的项目中,与社会资本达成初步意愿的仅占十分之一左右。为何民间资本参与PPP合作的热情不高?在笔者看来,最主要有以下两点原因。一方面,社会资本对与政府部门合作的地位存有顾虑。一直以来,政府在与企业的关系中往往保持着强势地位,无论是在项目选择还是在项目推进过程中,忽略企业精神的案例比比皆是,这使得企业在与政府谈判中常常处于劣势地位。此次大力推广PPP模式,从政府角度看有拓展融资渠道、缓释债务风险的内在考虑,但如果只是政府单方面的好处,无法真正做到与企业利益共享,则很难获得社会资金的青睐。此外,政策连续性也是社会资本的担忧之处。PPP项目时间跨度长,部门变动是否会保持政策连续性也是社会资本的隐忧。政府单方面放弃合同,导致项目损失的案例也不在少数。从这个角度而言,重塑政府信用是关键。

另一方面,从项目本身而言,项目的盈利情况、长期资金来源等方面都是社会资本担忧的问题。由于PPP项目大多涉及公共服务,而公共服务大多带有公益性,现金流估算往往面临较大的政策不确定性。例如,在水务领域,早前有过通过BOT方式吸引民间资本进入的案例,但由于水资源的价格形成机制尚不完善,且水价调整涉及到民生,项目现金流估算比较困难。再如,城市地铁项目出于引导公众绿色出行,缓解城市交通的考虑,地铁

□中国国际经济交流中心副研究员 张茉楠

随着国家发改委万亿新设PPP项目库市场正式启动,政府与市场关系重新定位,公共服务领域不断拓展,将推动中国步入吸引外资的“第二季”。

本质来讲,PPP的核心理念思维是通过广泛的社会资本利用其专业能力提供更高质量的公共服务产品。由于PPP主要集中在公共服务领域,尤其是轨道交通、市政设施、生态环保、清洁能源、健康养老服务等多个公共服务领域,这些公共服务领域亟待包括私人资本、外商资本在内的更多社会资本进入。

一方面,从全球发展情况来看,依据世界银行的统计,PPP模式主要使用在能源、电力、交通以及水处理等行业,采用的形式以BOO/BOT/BROT等方式为主。从总量上看,依据全球PPP研究机构PWF的统计,1985-2011年以来,全球基础设施PPP名义价值达到了7751亿美元;从地域上看,英国、澳大利亚等国家地区的PPP模式较为成熟,其中使用量也较大,而发展中国家相对使用较少,不过近年来也在快速增长中。PPP模式对于缓解政府在公共建设支出中的压力有较大帮助,也有助于提

票价在不同城市存在一定折扣,这样的背景下,如何帮助企业计算成本与合理补贴都是政府与企业需要思考的问题。

## 改革需协调配合

上述现象说明促进政府与社会资本广泛合作并非一日之功,还需要更多的配套改革协调推进才能调动社会资本积极性,取得理想效果。具体来看,笔者认为,应该从以下几个方面做出努力。

第一,致力于理顺政府与市场的关系。实际上,PPP模式虽然是当前财税改革推进下,开拓融资渠道、化解政府债务风险、保证基建投资项目顺利推进的新模式,但若仅立足于此,恐怕也只是地方政府的一厢情愿,难有所作为。做到政府与企业利益共享和风险分担,既通过加快推进政府职能转变,改变政府以往集裁判员与裁判员于一身的角色错位,遵守契约精神,公平谈判,才有可能吸引社会资本的参与。

第二,加快推进资源价格改革。PPP项目大多涉及公共服务,而目前诸多公共产品价格形成机制尚未理顺,也对项目收益成本核算造成一定困扰,这意味着未来加速公共产品价格市场化势在必行。例如,医疗领域,药品政府定价应该进一步取消;水电煤气价格方面,扩大输配电价改革试点,推进农业水价改革,全面实行居民阶梯价格制度等等。与此同时,还需配合以完善税制、统一监管、打破准入等配套措施,通过政策组合拳推动公共产品价格市场化。

第三,推动国有企业改革。相比于国外普遍意义上的PPP(即公共和私营部门合作),中国的PPP定义为政府与社会资本之间的合作,其中最大的区别在于中国的企业部门其实包

## PPP市场开放 开启引资“第二季”

升公共产品管理效率。

另一方面,从资本总存量、人均资本存量维度来看,中国仍远远落后于发达国家,资本积累仍有空间,仍需要通过投资提升资本存量,特别是要全面加强公共产品服务投资。

同时,鼓励和引导社会资本进入市政公用事业,参与城市经营,更多研究国有设施和国有资产经营权的转让措施和办法,积极探索尝试多种直接融资方式。推进市政公用事业产业化,将城市公用事业所有权、经营权和养护管理进行有效剥离,吸引各种社会资金直接投资和经营,提高国有资产和设施的运行效率和水平。此外,通过PPP的改造可以将原来较短的回购期变为较长时间的公共项目特许经营期,也大大减轻了债务偿还的压力。

随着政府推动公共服务购买社会化,以及十八届三中全会提出探索对外商投资实行准入前国民待遇加负面清单的管理模式等措施,外资进入中国PPP市场空间将进一步拓展。

2013年之前,中国外商管理模式一直采取的是准入后国民待遇和正面清单的模式,对外商直接投资进行审批,通过外商投资产业指导目录对外商投资产业进行引导和管理,外商投资项目分为鼓励类、允许类、限

制类和禁止类。十八届三中全会后,中国以开放促进改革,放宽外商投资准入,推进服务领域的投资自由化,将外商投资项目由核准制改为备案制,将外商投资企业合同章程审批改为备案管理,积极构建更加开放、公平非歧视的政策体系,这对于推动各类资本相互融合、优势互补,加快中国政府向高效的服务性政府转型,充分发挥市场配置资源的决定性作用势必产生深远的影响。

在PPP市场全面开放的趋势背景下,外资进入中国将迎来新的发展机遇。当前,中国经济依靠人口红利、土地成本和环境成本形成的“投资成本洼地”效应逐步减弱,过分依赖增加劳动、资本等生产要素投入的增长方式已经难以持续,必须增加人力资本、技术进步、创新研发的投入,也将通过PPP等形式吸引外资进入。例如,最近刚刚颁布《北京市服务业扩大开放综合试点总体方案》就明确鼓励外资进入软件及信息服务、集成电路设计等新兴产业,推动云计算、物联网、移动互联网、下一代互联网等服务模式和商业模式创新,吸引跨国公司在京设立研发中心、离岸服务中心、经营总部。通过人才引进、技术引进、合作开发等方式开展合资合作,中国正步入提质增效的吸引外资新时代。

在PPP市场全面开放的趋势背景下,外资进入中国将迎来新的发展机遇。当前,中国经济依靠人口红利、土地成本和环境成本形成的“投资成本洼地”效应逐步减弱,过分依赖增加劳动、资本等生产要素投入的增长方式已经难以持续,必须增加人力资本、技术进步、创新研发的投入,也将通过PPP等形式吸引外资进入。例如,最近刚刚颁布《北京市服务业扩大开放综合试点总体方案》就明确鼓励外资进入软件及信息服务、集成电路设计等新兴产业,推动云计算、物联网、移动互联网、下一代互联网等服务模式和商业模式创新,吸引跨国公司在京设立研发中心、离岸服务中心、经营总部。通过人才引进、技术引进、合作开发等方式开展合资合作,中国正步入提质增效的吸引外资新时代。

制类和禁止类。十八届三中全会后,中国以开放促进改革,放宽外商投资准入,推进服务领域的投资自由化,将外商投资项目由核准制改为备案制,将外商投资企业合同章程审批改为备案管理,积极构建更加开放、公平非歧视的政策体系,这对于推动各类资本相互融合、优势互补,加快中国政府向高效的服务性政府转型,充分发挥市场配置资源的决定性作用势必产生深远的影响。

在PPP市场全面开放的趋势背景下,外资进入中国将迎来新的发展机遇。当前,中国经济依靠人口红利、土地成本和环境成本形成的“投资成本洼地”效应逐步减弱,过分依赖增加劳动、资本等生产要素投入的增长方式已经难以持续,必须增加人力资本、技术进步、创新研发的投入,也将通过PPP等形式吸引外资进入。例如,最近刚刚颁布《北京市服务业扩大开放综合试点总体方案》就明确鼓励外资进入软件及信息服务、集成电路设计等新兴产业,推动云计算、物联网、移动互联网、下一代互联网等服务模式和商业模式创新,吸引跨国公司在京设立研发中心、离岸服务中心、经营总部。通过人才引进、技术引进、合作开发等方式开展合资合作,中国正步入提质增效的吸引外资新时代。

在PPP市场全面开放的趋势背景下,外资进入中国将迎来新的发展机遇。当前,中国经济依靠人口红利、土地成本和环境成本形成的“投资成本洼地”效应逐步减弱,过分依赖增加劳动、资本等生产要素投入的增长方式已经难以持续,必须增加人力资本、技术进步、创新研发的投入,也将通过PPP等形式吸引外资进入。例如,最近刚刚颁布《北京市服务业扩大开放综合试点总体方案》就明确鼓励外资进入软件及信息服务、集成电路设计等新兴产业,推动云计算、物联网、移动互联网、下一代互联网等服务模式和商业模式创新,吸引跨国公司在京设立研发中心、离岸服务中心、经营总部。通过人才引进、技术引进、合作开发等方式开展合资合作,中国正步入提质增效的吸引外资新时代。

## 互联网金融发展的“三大战役”

上。一方面可以减少金融机构网点日常运营成本,另一方面可以节省客户上门办理业务的时间和成本和相关支出。另外,互联网平台使信息更加开放化,打破了信息壁垒,降低了信息不对称性,减少了金融机构利用金融信息垄断产生的交易成本。效率高主要表现为金融业务效率的提高。互联网金融依托大数据和云计算对信息进行高效处理,常规业务程序化将大幅提高业务处理速度。银行将真正做到批量化生产,成为“金融工厂”。覆盖广主要表现为金融服务在时间、数量和区域上的扩大。互联网金融将金融业务从线下转移到线上,成功的打破了传统服务时间空间的限制。在移动互联网不断普及的今天,金融机构存在于每个人的手机终端中,随时随地为客户提供个性化的金融服务。未来相信更多的金融业务会转移至线上,互联网金融将不断扩大自己的服务范围,推进普惠性金融的发展。

信息技术专家们已经开始崭露头角,以BAT为代表的互联网企业正不断冲击着我们对于金融领域的传统认知。他们凭借自己丰富的线上资源和互联网思维,使金融信息在形式上更加开放,内容上更加丰富。

## 金融革命

金融战役是一场资产定价方式的彻底变革,是指从拇指规则和定性分析向系统规则和量化分析转型的过程。越来越多的资产定价方式,将依赖系统和科学的定价模型来生成价格,资金的时间价值和风险价值将通过大数据得以完全的展现。

资产定价最核心的理论为SDF(随机折现因子)框架,该框架的核心理念是通过已有的信息集对资产未来的现金流进行预期折现。传统资产定价的信息集局限于企业财务报表、市场表现等数据,且往往发布周期较长,不具有动态

性,这使得资产定价在信用资产和证券资产实际定价过程中面临诸多难题。

在信用资产定价方面,中小企业贷款、消费信贷由于存在主体信用等级难量化、主体行为难监控、抵押资产价值低等问题,给银行贷款工作带来了很大的挑战。在贷前工作中,中小企业没有完善的财务信息数据,银行无法为中小企业资产进行精确定价。在贷中工作中,由于信息动态性较差,银行无法对贷款人的信用等级做出及时调整,制定相应的风险管理方案。借贷人易产生道德风险问题。在贷后工作中,抵押资产作为控制风险的最后一道防线,由于中小企业贷和消费信贷抵押品价值较低,最后一道防线也显得羸弱不堪。互联网金融能让信贷资产信息集的完备性和动态性得到大幅改善。蚂蚁金服和京东白条利用自身信息优势,通过量化方式分析出更为精确的主体信用评级,同时能够第一时间评估主体信用状况。未来商业银行应借鉴互联网金融模式,结合资产定价专家的专业分析促使资产定价的准确性和可控性大幅提升,同时更多的资产可以实现金融定价。

在有效证券定价方面,传统资产定价模型中的信息集来源于报刊信息等公开机构,多为单向渠道信息。在这种信息集下建立的资产定价模型存在许多无法解释的金融异象。市场的有效性被质疑。行为金融学试图加入心理因素来解释这些异象,但效果不甚理想。互联网的出现使得信息发布者和信息接受者的界限变得模糊,信息由单向性变为双向性和开源性相结合的模式。最新的研究表明,开源信息包含传统渠道信息所不具备的内容含义(例如人们的心理和情绪等)。随着互联网金融不断推进,资产定价专家们将会对互联网提供的各类信息进行精确的量化分析,不断完善资产定价模型的信息集和定价因子。金融异象将被削弱,资本市场的有效性将加强。而

这将会增强证券价格信息反映的完备性,加快证券价格的反映速度,优化证券市场的投资环境。

## 法律革命

法律是现代金融发展的基石,产权是金融交易的源头。只有在清晰地产权界定和产权保护法律前提下,才能够进行金融资产创造,才能够进行资产定价,才能够创造资产交易市场。我国线上金融交易的法律建立还处于起步阶段。因此要想通过法律革命完成变革,必须将产权市场融入互联网金融之中,建立线上契约精神。

从近两年来看,互联网金融P2P平台是产权交易问题集中爆发的地方。在中国现行法律体系下,线上金融交易产权问题首先体现在产权登记上。我国大多数P2P平台的产权没有实现相互独立,多数参与者处于同一实际控制人范围下。这种产权结构加大了资产风险性。其次体现在债权违约的追偿权利上。根据我国法律规定,转让债权如不通知债务人,转让对债务人不发生法律效力。在P2P平台下的债权转让多次在投资者之间进行,几乎没有通知债务人,依法无效追偿。这也加大了投资者债务违约损失。最后体现在诉讼名义问题上,债务人如果发生违约,按照法律规定债权人应自行提起诉讼。参照银团做法,此时由多数债权人决定是否采取法律行动,但P2P业务债权人专业性差,人数分散,实际操作困难很大。

从以上问题中可以看到,未来互联网金融应将线下的产权登记转移至线上,使产权交易主体更加清晰。同时结合线上产权交易特点,完善相应的产权法律规定。随着互联网金融的不断发展,金融交易模式绝不会仅仅局限于P2P平台,线上交易的产权种类将不断丰富,交易模式将不断创新。如何实现产权保护,建立科学的线上产权交易法规体系,这都将给互联网金融的法律监管带来巨大的挑战。

## 楼市改善需求缘何爆发



CFP图片

□上海易居房地产研究院副院长 杨红旭

近几个月,在全国楼市趋于复苏的过程中,改善性需求明显释放,少数城市甚至可以说是爆发。突出表现在过去几年滞销的大户型、高单价住宅,突然开始容易销售了。

比如,上海闸北区非核心地段,某7万元单价的楼盘,居然开盘销售额也能超20亿元。这在2011-2014年期间,基本不可想象。而这种现象,同样出现在北京、深圳、广州、厦门等诸多城市。在笔者看来,近期改善性购房需求爆发,高档房销售好转,主要原因有三。

其一,政策面回暖。众所周知,2010年4月史上最严厉的“国十条”出台后,陆续又出台了打压投资投机性购房需求的政策,如限购、限价、限贷等。由于投资性购房需求与改善性购房需求之间界限不清,官方也没有能力精准甄别,所以“国十条”之后改善需求也被大面积积压了。

政策转机初显于去年,逆转于今年3月。去年二季度开始,多数城市陆续取消了限购,地方政府也不再实行限价。去年9月30日央行和银监会出台“央四条”,放松限购,对拥有1套住房并已结清贷款的家庭,再次申请贷款购买普通商品住房,执行首套房贷款政策;对于非限购城市,解除3套及以上禁贷的政策。今年3月,国务院总理李克强在政府工作报告中,提出支持改善性住房需求,于是其后六部委出台3个文件,在税收、信贷等加大支持改善需求力度。

其二,市场需求久抑必扬。在很多商品市场中,都存在一个现象,不论什么原因,当需求被压制一段时间之后,常常会有自发性的释放。2010-2014年,全国多数高档房(包括大户型公寓和别墅)楼盘都遭遇销售困局,这也意味着很多这类购房需求被抑制了几年。有购买能力和意愿的刚需(一般为首次置业),一般不会等待超过两年,而改善需求(包括首次改善、二次改善、多次改善),可以等待更长时间。

关于住宅过剩、空置率过高等论调,笔者并不认同。部分三、四线城市确实存在开发过度、住宅库存偏高、部分偏远新建小区入住率偏低等现象,但就全国而言,情况并没那么糟。我国城镇化率还没达到70%,至2025年之前,每年城镇新增住宅需求仍能平均达10亿平方米左右。在市场无形之手的作用下,赚不到钱的开发商自然会减少盲目投资和扩张。况且,一线城市和多数二线城市,基本不存在住宅过剩的问题,人们购房需求是真实存在的。

另外,还有种看似合理的流行言论:计划生育导致“4-2-1”家庭结构(4个老人1对父母1个孩子),未来20年,6个祖父母的几套房都留给一对年轻夫妻,则共有6-7套房。这一观点存在诸多缺陷。其中之一是即便真有6、7套房,大部分都是老旧破小的房子与小区,居住性能很差。人们追求居住舒适度的需求无止境,当前大部分家庭仍缺好房。这就是改善需求源源不断冒出来的根本原因。

其三,股市获利资金流入楼市。据笔者的研究,股市和楼市的关系是“同向不同步”。所谓“同向”,是指二者皆受货币政策和流动性的影响,在宽松条件下,二者皆易上涨,反之则易下跌。所谓“不同步”,是指一般股市先变化,楼市后变化。另外,二者皆具有“财富效应”,其中股市财富效应更易向楼市溢出,也即股市赚钱后转而购房。

就本轮市场上行周期来看,股市和楼市的关系可分为三个阶段。第一阶段,去年四季度至今年一季度,股市先于楼市上涨,股价涨而房价不涨,分流资金,利空楼市;第二阶段,今年4月以来,股市上涨已到中场,房价止跌上涨,二者各得其所,互有影响,总体中性;第三阶段,股市见顶下跌,部分资金转至楼市,房价继续上涨,目前时间难测。

当前,正处于第二阶段。今年3月底的楼市新政,驱动市场复苏,一线城市房价已经上涨,其中深圳相当火爆。预计全国70个大中城市房价于5月份总体翻红,其后越来越多的城市房价将止跌上涨,沪指指上涨至4500点至5000点后,一些老股民、高净值人群已开始提前防范风险,其中部分人将获利资金转入楼市,可能少量属于投资性购房,但这部分人所购偏高档住宅,多属于自住性改善需求。