

全球金融市场如何跟随美联储加息节拍

□上海财经大学金融学院客座教授 刘文财

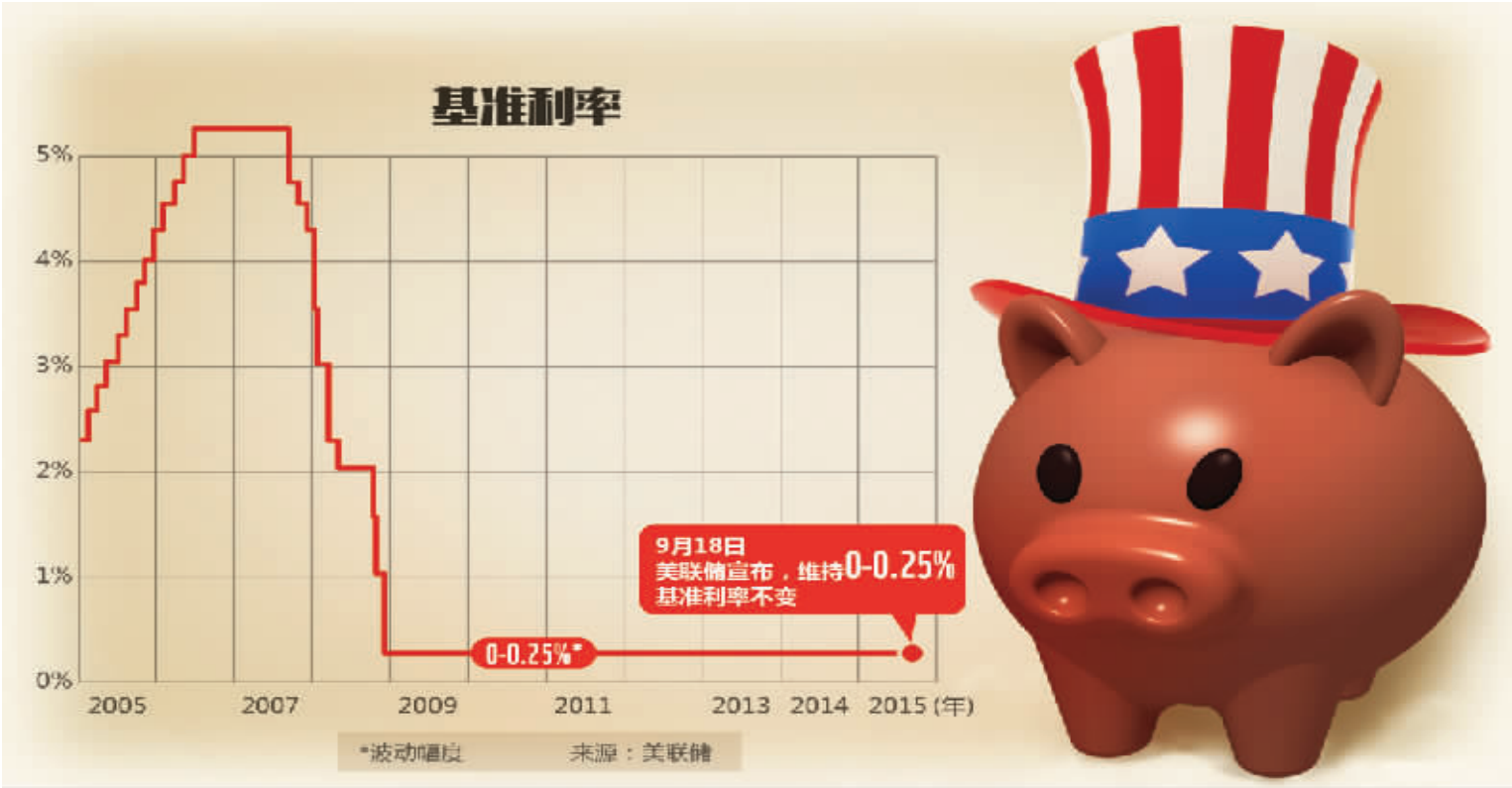
11月6日晚上美国非农数据公布后，根据芝加哥商业交易所联邦基金利率期货市场计算出的12月份加息概率飙升到70%。“债券之王”格罗斯则称，100%确定美联储在12月份加息。

受此影响，美元指数继续走高逼近100，欧元创7个月新低，黄金继续下挫，大宗商品普遍收跌。欧美股市小幅收涨，10年期美国国债价格下跌，收益率上升，投资者恐惧指数（VIX）收跌。从目前市场的反应来看，美联储与市场沟通的工作做得不错，金融市场反应属于正常范围之内。那么，12月份美联储真的开始加息后，全球金融市场将会如何演绎？

假如历史能够重复，那么，大多数资产将在新一轮加息周期中取得正回报。然而，有许多因素让人们对未来感到不安，即将开启的新一轮加息周期将对金融市场有不同于历史上发生过的影响。其中最显著的一个因素就是美联储为应对金融危机而采取史无前例的救助措施，为金融市场留下了前所未有的挑战。

先来看股市与债市。众所周知，金融危机之后，美国股市与债市回报主要驱动力是央行的行动。S&P500指数从2009年的低点上涨了200%，10年期美国国债收益率为5%下跌到1.5%。股市与债市的变动毫无疑问比以往历史上加息周期前的市场更加扭曲了资产的估值。如果把金融危机后由于市场结构，以及监管变化导致市场低流动性的因素考虑在内，那么，即将开始的加息周期，将会增加市场波动性并改变金融市场的业绩表现。股票市场已经在顶部徘徊了很久，并且投资者收益处于历史高位。这意味着一旦美联储开始加息，投资者就要下调连续两位数回报的期望。债券市场的前景同样不容乐观。在低息环境下，一旦美联储开始加息，高质量债券如美国国库券，并不能产生正的总回报。因为利率处于历史上低位，尤其是即将开始的加息周期所加利息与我们在过去加息周期中看到的基本一致时，投资者持有债券的利息收入不能充分对冲因加息而导致债券价格下跌的损失。然而，考虑到全球因素，诸如海外投资者对美债新增的需求以及其他国家央行量化宽松政策，将会使美联储在此次加息周期所加利率可能不同于历次加息的平均水平。

欧洲与日本的股市在面对美国加息时，表现可能会好于美国股市。因为欧央行与日本央行仍在实施量化宽松，并继续支持欧元区与日本的企业借贷。美元的走强与欧元、日元的走弱，将有利于欧元区和日本企业的出口并助推企业海外业务收入增长。当前，日本公司的回购



IC图片

交易以及红利的上升正变得越来越常见。同时，日本国内养老基金正在从国内债市重新配置到股市。这是近30年来首次看到日本国内投资者对股市投资需求的增长。相反，欧洲与日本的债市却会差于美国债市。欧央行的资产购买计划导致了欧洲债券市场接近崩溃。日本政府债券也已经毫无吸引力，驱使投资者购买其他国家债券。相对于欧洲与日本债券超低的收益率，投资者将会转向购买美债。

新兴市场的股市将会在美联储新一轮加息周期面前分化，有赢家，也有输家。新兴市场中的赢家将是有大量经常账户盈余的国家或地区，如中国台湾、韩国，它们的经常账户盈余分别是GDP的12%与6%；以及对美国有大量出口的国家，如墨西哥GDP中超过20%出口到美国。

中国正在再平衡经济结构，从出口导向转向内需。而且，出口的最终目的地也逐渐从美国转移到他国。因此，中国受益于美国经济复苏将十分有限，因为出口对经济增长的边际贡献正在减少。刚刚发表的10月中国对美国出口数据从9月的6.7%下降到-0.9%，也说明了这一点。另外，人民币盯住美元也导致人民币相对于其他竞争国（如土耳其）货币强势。那些有大量经常账户赤字的国家、

商品出口国以及资本市场被大量外资持有的国家将成为输家。这些国家依赖外部融资维持经济增长，将必须削减赤字，或者面临持续的货币贬值压力与高通胀，土耳其、南非与巴西将首当其冲。强势美元与中国经济的下滑将持续对大宗商品价格施压，巴西、南非将是其中最受冲击的国家，因为出口量增长前景难料，价格将进一步下挫。而马来西亚与印度尼西亚的资本市场有大量外资，相对于国内的养老基金，这些外资最愿意撤回到高利率的美国市场，因此，它们将深受其害。

新兴市场的债券也将表现不一。以美元计价的新兴市场债券将会变得特别有吸引力，它们的平均收益率是美国债券的两倍，并且许多新兴市场主权债属于可投资级别。根据摩根大通的统计，64%的新兴市场主权债属于可投资级别，而十几年前只有40%。而以本币计价的新兴市场债务风险将会很大，有大量经常账户赤字的国家债券更加危险。至于新兴市场公司债的表现，短期来看，波动率会上升，流动性变差，一些国家缺乏国内稳定、长期投资者，并且许多外国投资者也是“投资旅行家”。中长期来看，基本面的信用风险决定了公司债的表现。在过去几年，新兴市场企业获得了大量低成本的借款。

新型城镇化和楼市良性循环的“十三五”之路

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

相比“十二五”规划，“十三五”规划（以下简称“规划”）关于房地产管理着墨确实不多，但更多地突出其民生属性。

首先，规划发展目标提出，就业、教育、社保、医疗和住房等公共服务体系更加健全和均等化；其次，规划提出，户籍人口城镇化率加快提高，深化住房制度改革，加大城镇棚户区改造。这意味着，未来住房将凸显其民生属性，房地产发展的空间也要在城镇化中挖掘。

规划以改革、创新、环境、民生、国家战略等五大主线，描绘出了建设小康社会的路线图。小康界定上，从此前强调GDP总量，转变为要求人均GDP。发展理念上，首次提出“创新、协调、绿色、开放、共享”五大基本理念，其中创新为首、着墨最多。改革则是确保创新的保障，住房制度改革是应有之义。新型城镇化既与住房制度改革密切相关，又是创新动力的核心要素。

规划一开始，首先对现阶段做了明确界定，即“十三五”是全面建成小康社会的决胜阶段，规划必须紧紧围绕实现这一奋斗目标来制定。城镇化是分享改革红利、实现小康的重要途径。按常住人口算，我国城镇化率已接近55%，但2013年户籍人口城镇化率仅35.9%，其中有2.5亿农民工已在城镇却没有户口。要实现小康，首先要让在

城镇有稳定就业和生活的农业转移人口举家进城落户，并与城镇居民有同等权利和义务。

因此，规划提出户籍人口城镇化率加快提高。一方面，该提法旨在让更多的非户籍居民成为户籍居民，享受户籍居民才能享受到的公共服务，主要包括子女教育、医疗养老和住房保障。在这里，住房是作为城镇基本公共服务的地位出现的。也就是说，在城镇常住的人群，有权利获得最基本的住房保障。另一方面，该提法旨在规避过去“土地城镇化”，实现“人的城镇化”。

“人的城镇化”最主要的标志，就是公共服务的均等化，这就绕不开财税体制改革。目前，增值税、企业所得税和营业税是我国三大税种，个人所得税占全国税收比重仅7%。因此，政府注重企业发展，有税收来源上的先天基础。从地方收入来看，营业税是地方税收收入中的大头（35%），土地出让金是地方综合收入中的大头（50%左右）。因此，地方政府更关注企业、更关注房地产发展。

由“十八大”开启的新一轮财税改革，本质上是过去几十年的“增长型”财政到“服务型”财政的巨大转变，也是国家治理现代化的标志。新一轮财税改革涉及中央和地方、政府和企业、部门间权利调整，涉及到税收法定、预算制度改革、税种转变（从间接税到直接税）、中央地方财权事权划等等。

在财税改革短期难见效的情况下，城镇化过程中的公共服务均等化，就需要渐进过渡。因此规划提出，“实施居住证制度，努力实现基本公共服务常住人口全覆盖。”这意味着，外来常住人口通过入户实现市民化，即便不可能在“十三五”全部解决，但通过增加附属在居住证上的公共服务，渐进缩小户籍和非户籍居民之间的差别。因此，明确公共服务的内涵和外延后，居住证将成为“十三五”推进城镇化的重要途径。

同时，要激励地方提高外来人口入户比例，财税、土地政策调整是必须的。因此，规划提出“双挂钩”，即“财政转移支付同农业转移人口市民化挂钩，城镇建设用地增加规模同吸纳农业转移人口落户数量挂钩”。第一个挂钩，一方面在于中央与地方共同分担市民化的成本（中科院预测外来人口“本地化”的公共服务成本为13.1万元/人），以体现“市民化”的正外部性特征；另一方面，以增加或减少转移支付，构建中央财政转移与地方政府吸纳外来人口“激励相容”的机制。

另外，“稳增长”和“促转型”将贯穿“十三五”，地方政府对于增加建设用地的惯性依赖依旧存在。因此，第二个挂钩以吸纳多少农业转移人口落户数量，作为核批地方政府新增建设用地规模的一个参考指标，这是中短期内激励地方政府落实外来人口本地化政策的有效之举。同时，外来人口增加，将相应增加空间和用地需求。按

目前城镇规划的惯例是，一个新增人口需要100平方米的建设用地。

在“十三五”期间，如果外来人口入户比例能够大幅度地提升，实现人口城镇化率从目前的35.9%提升到45%，将增加1.3亿城镇户籍人口，城镇户籍人口增幅为26.5%，而城市户籍总人口将达到6.3亿。这不仅能够有效消化楼市待售库存，而且也将使得整体消费上一个台阶，对于“稳增长”来说意义重大。

外来人口在城市彻底安定下来以后，消费和投资将全部保留在城市，城市的集聚效应和规模效应将开始体现，不仅地方政府公共服务供给的成本被分摊，地方债务负担下降，而且以消费为主的内在需求在GDP中的占比将明显提升，地方政府的税收结构将彻底改观。同时，人口集聚带来的需求是产业集聚扩张和的前提，也是产业分工细化和服务业发展的基础。目前第三产业大发展、对GDP贡献超过第二产业的局面将进一步被夯实。

随着城镇化的推进，地方政府对于第二产业和房地产的依赖将下降，房地产也将回归其本质——居住和产业发展的物质基础。城镇化内需与地方政府公共服务、税收将形成良性循环。另外，城镇化推进中的新增人口是楼市的有效需求，人口、产业、住房也将形成相互推动的良性循环。

城商行另类突围

□鑫元基金 蒋光洋

我国城商行发展至今，已满20周年。日前银监会城市银行部副主任邱小秋代表监管部门表态，支持城商行做精、做优，做优选产品有特色、服务有口碑、竞争有实力的银行。而力求在创新竞争和特色发展方面更进一步，打破“千行一面”的同质化竞争态势，已成为多数城商行的共识。

然而知易行难，理论上讲，城商行是最有条件，也最容易实现特色化、差异化发展的商业银行，但现实情况可能并非如此。现实当中能够坚持深化“服务中小”市场定位的城商行并不多。不少城商行可能还是乐意“小而全”，从而走上与大型银行高度同质化的发展道路。相比长期特色和竞争力的培育，这些城商行的管理层更愿意将资源和精力用在短期见效快的经营管理活动上。体现在运营中，就是短期内规模大贡献大的业务和产品受到重视，与大型银行争抢大客户、大项目。贷款对象过于偏重大型国有企业，过于偏重地方基础设施建设项目。绩效考核制度也主要以规模、质量和盈利三方面为主，其中又以规模指标为首，很少涉及特色培育、竞争优势等方面的内容。

尴尬的是，站在监管层角度，城市商业银行一直被定位为“市民的银行”，即以中小企业和城市居民为基本客户群。显然，城商行主要面向中小企业和城市居民提供服务的功能还有太大的挖掘空间。

作为中小银行，城商行在资产规模、业务类别、新产品开发进度及风险控制方面，与国有商业银行、全国性股份制银行相比，无疑还有较大差距。以往依赖宏观经济增速带来的红利，城商行规模及盈利水平可以一同搭上快车，以至于规模快速扩张过程中对批发性融资的高度依赖以及高同业资产配置，已使一些城商行的资产负债结构及收入结构日渐失衡。但经济周期“新常态”与金融生态环境变化的“新常态”相互叠加下，信贷大放牧格局已发生实质性改变。商业银行大放贷、大发展的模式将难以维系。随着存款保险制度出台、利率市场化与金融脱媒进程加快、金融市场化改革的进一步深化，以及互联网金融来势汹汹和监管标准的日趋严格，国内城商行的生态环境也发生了巨大变化，经营环境更趋复杂，城商行未来转型所面临的最大挑战已经到来。

客观地说，城商行与其设立时“服务地方、服务市民、服务中小”的定位出现了偏差，或者未能坚持并深化这一定位，若要将之全部归因于城商行自身，这并不公允。基于各地的经济发展状态与金融服务水平的不同，各方在城市商业银行成长的道路上，往往并没有进行过长期战略性的考量，从而给出明确的发展战略，导致城市商业银行在发展方向和市场定位上的模糊与彷徨。经济金融环境逆转、需求结构的趋势性转折已经不可避免的到来，城商行行业发展20周年之际，只能再走涅槃之路寻突围，而且这种突围，必须是有别于大型股份制银行，结合了自身特点的另类突围，才能谈得上有效。

这种突围首先应该表现在城商行自身的战略定位，给一个不一定恰当的比喻，要么向上成长，发展成为区域性的大银行；要么向下扎根，成为典型的社区银行来安身立命。越是规模实力小的城商行，越需要先行一步，形成差异化竞争优势。必须先于大银行挖掘出一些中小企业、高科技、新能源等新的经济增长点，寻求发展空间。再有就是从当地经济金融发展特色或区位优势入手，开发特色产品或服务，比如从小企业金融服务、小微贷款业务、农村信贷等比较薄弱的金融服务领域寻找商机。持续开发出新产品，不断巩固先发优势。值得一提的还有，城商行可以客户服务体验为突破口（这点往往在大银行骨子难以真正落地），提高在区域市场的反应速度和服务效率，做深做透区域市场，从而塑造自己的品牌并在该区域内形成竞争优势。当然，这一切努力都离不开监管层的倾斜与支持。

谈论优惠的同时，我们注意到，城市商业银行作为一个群落，其内部不同个体的差异也是相当巨大。如南京银行、宁波银行等少数佼佼者早已在A股上市，另有一些正在或者已经在H股乃至海外上市，其发展势头与一些全国性的股份制商业银行相比也不遑多让。当前，一些发展较好的地方城商行凭借鲜明、独特的经营特色，吸引到了其他股份制银行或商业银行参股投资，与投资方业务互补；一些法人治理结构好、经营管理能力优和企业信誉佳、客户体验好的中小城商行在局部领域，已成龙头之势，吸引客户将其作为首选交易对手；一些城商行适应网络技术发展的趋势，提供直销银行和移动银行服务，并通过股权合作和试点设立子公司等方式，开展互联网金融服务。

若要另类突围成功，找准自我定位，再造与重塑业务增长模式，改变传统路径依赖、全方位强化内部管理能力和有效实施整体转型发展战略，寻求外部合作等路径，都是可供城商行选择的涅槃之途。

毕竟，城市商业银行作为中国整个银行群体中具有最大的不确定性和变数的群体，面临当前外部经济金融生态环境根本性转变，若突围成功，成长为优秀商业银行者则有望；若刻舟求剑、固步自封，则很有可能沦落至众人叹惋的结局。