

稳定市场预期 防范房地产市场风险

□荣盛发展首席经济学家 尹中立

关注按揭贷款违约风险

2015年以来,通过按揭贷款购买住房的比例大幅度增加。从全国总体数据看,2015年之前,每年新增加的按揭贷款(包括商业银行的按揭贷款和公积金贷款)占新房销售额的比例大约在40%左右,2016年和2017年这个比例增加到70%左右,这表明居民买房的资金杠杆比例大幅度上升。

有不少买房者的首付款也是通过融资获得的:有的是通过亲戚朋友私人借贷,有的通过互联网金融途径获得“首付贷”,有的是通过开发商提供的首付分期付款,还有的利用多家银行的信用卡透支首付。这些行为的风险基本可以等同于“零首付”。首付是银行从事住房按揭贷款的安全垫,变相的零首付大行其道将置银行资产于高风险境地,一旦楼市行情下跌,按揭贷款的违约风险将快速上升。

根据2017年度的《上海金融稳定报告》,2016年上海市一手商品住房成交中,通过贷款置业的比例约为95%,远高于2014年的67%和2015年的66%。单笔一手房贷平均金额为254万元,分别比2014年和2015年单笔平均金额上升66%和17%,购房者对贷款的依赖性明显加大。

随着房价的快速上涨,居民买房还款压力与日俱增。根据中国人民银行的《2018年第三季度金融稳定报告》,债务收入比是以可支配收入衡量的住户部门债务水平。2008—2017年,我国住户部门债务收入比从43.2%增至112.2%,10年间上升69个百分点。其中,房贷收入比(个人住房贷款/可支配收入)从2008年末的22.6%增至2017年末的60.5%,10年间上升37.9个百分点。

尤其要关注三四线城市的居民按揭贷款的风险,这些城市最近三年的房价上涨与棚户区改造项目的货币化安置政策有很大关系。

棚户区改造的积极意义毋庸置疑,但从金融的角度看,棚改的货币化是让支付能力低的居民获得了按揭贷款的机会,很多居民的按揭首付正是来源于棚改的货币化安置。棚改货币化主要实施在三四线城市,过去3年多时间里这些城市的住房交易杠杆率大幅度上升。2016年三四线城市新房成交金额是4.7万亿,使用商业贷款和公积金3万亿,交易杠杆率高达66%,2017年交易杠杆率快速上升到74%。除了按揭贷款和公积金,大幅增加的短期消费贷、网络平台贷款也成为购房首付的重要组成部分。某大型商业银行不良按揭贷款案例中,三、四线城市未偿还余额占比55.6%,笔数占比65.0%。

在房价上涨过程中,房地产金融的风险被掩盖,一旦房价步入下行趋势,高杠杆风险将暴露,各种类型的“首付贷”首当其冲。在三四线城市购买住房的群体中,有相当比例是农民工,他们的工作不稳定,收入受经济环境的影响较大,在经济下行的情况下,这些按揭贷款断供的风险将上升。

上半年,房地产市场延续过去三年量价齐涨的局面,但金融市场(主要是股市和汇市)在6月份之后发生了较大变化,对楼市产生负面影响。

6月份之后,随着美国加息及外贸不确定因素增加的影响,国内呈现“股汇双杀”,即股价和人民币汇率同时出现快速下跌的局面,股票指数连续几个月持续下跌,人民币对美元汇率从6.4持续贬值到6.9。

汇率的贬值有利于刺激出口,但对房地产市场的影响是负面的,贬值的预期引起了资本向外流动,而且汇率贬值使得部分房地产开发企业的美元债务负担增加。

提出棚改货币化的初衷是为了房地产去库存。鉴于2014年前后房地产价格开始走低,去库存成为房地产市场的政策导向,为了缓解市场的供大于求的矛盾,有观点开始提议对棚户区改造采取货币化补偿替代实物安置。2015年8月份,住建部和开发银行联合发布《关于进一步推进棚改货币化安置的通知》,要求货币化安置比例不低于50%。此举受到一些地方政府的欢迎,该政策对此轮房地产市场行情产生了巨大的推动作用。随后,房地产市场迎来了一轮全国性的普涨行情。

此举不仅可以刺激住房需求,而且提高被补偿者购房选择的灵活性。2016年和2017年的棚户区改造计划都是600万套,如果其中一半实行货币化安置,则意味着新增了300万套的住房需求,对房地产市场的边际影响是巨大的。近几年新房销售量大约在每

基于上述分析,房地产市场的价格上涨预期已经得到遏制,下一阶段,在保持政策稳定的基础上,要把稳定市场预期放在重要位置。

一是需要适度放松各种房地产限制性政策。过去为了抑制需求,很多城市采取了限价、限购、限售、限贷等措施,在市场预期出现较大变化的背景下,建议对这些限制市场交易的措施适度松绑。例如可以在部分城市解除限价措施;对部分城市的高地价项目逐步

房地产与金融市场共振风险

股市下跌带来的高净值人群的资产损失尤其值得关注。6月份以来,主要股指均下跌20%左右,数百只股票价格下跌幅度超过30%。股价的持续大幅度下跌引起了股票市场的一些杠杆资金出现爆仓。按照笔者估计,年初股市里的杠杆资金规模合计约6万亿元左右,截至11月底股市里的杠杆资金持有的股票市值已经缩水为4万亿元左右,多家上市公司的大股东身陷杠杆资金困境。中国证券登记公司数据显示,截止到2018年11月23日,质押的股票市值是4.55万亿,占A股总市值的比例为10.07%,其中,已达平仓线的占21.80%,已达预警线未达平仓线

警惕棚改货币化潜在风险

年1500万套左右,由棚改货币化导致的新增需求相当于其中的1/5,在一些三四线城市的住房需求中,棚改货币化占据了一半以上份额。考虑到部分得到货币化补偿的居民的加杠杆操作,实际的刺激作用更大。

随着棚改货币化的实施,它在经济运行的作用日益显现,不仅体现在刺激房地产需求,更重要的作用是改变了货币的传导机制。棚改的资金来源主要是央行的PSL(抵押补充贷款,是2014年国开行成立住宅金融事业部后创新的一种融资方式),国开行再向地方投放,地方政府运用这一资金进行棚改。可见,棚户区改造货币化安置不仅是住房制度方面的一种创新,更是基础货币投放的一种创新,也是货币传导机制的创新,相当于在中央银行与中小城市房地产市场之间架设了一个专门的货币投放渠道,对三四线城市的房地产市场产生了深远的影响。

稳定市场预期

解冻,提高企业的资金流动性及市场流动性;可以选择适当的时间放松对按揭贷款的控制。为了减少对市场的扰动,这些给市场松绑的政策可以选择在部分二线城市进行试点。

二是在居民债务增长较快的背景下,不宜进行货币政策的强刺激。从过去三年的实践看,棚改货币化容易导致居民加杠杆买房,即使在房地产下行的背景下,也不宜增加棚改货币化的比例。

的占9.41%。

在此轮市场调整中,资产损失最大的群体是上市公司大股东,这些高净值人群是房地产市场潜在的购买者,其财富缩水对房地产市场影响较大。在关注金融市场对房地产市场影响的同时,也须高度关注房地产市场对金融市场的影响。房地产市场若转为下行趋势,将对包括股市在内的金融市场产生负面影响。房地产市场影响的不仅是与之有关的上下游行业,而且影响到金融市场的信用创造,房价下跌将形成金融紧缩效应。因此,需要警惕房地产市场与金融市场之间形成共振效应。

根据以往的货币传导机制,当信贷与货币扩张时,一线城市的金融发达,这些城市的房地产市场率先受到刺激,三四线城市的金融欠发达,受到扩张性货币政策的影响程度要明显小于一线城市,因此,当三四线城市的房价开始上涨时,往往是行情结束的信号。而棚改货币化机制打破了以往的货币传导规律,起到了货币政策定向宽松的效果。这就是本轮房地产周期中三四线城市价格上涨持续时间长于以往历次周期的根本原因。

棚户区改造项目的货币化安置大大提高了居民的住房购买能力,提高了普通居民的居住水平,但其中蕴含的金融风险是不可忽视的。从金融的角度看,棚改的货币化是让支付能力低的居民获得按揭贷款的机会。居民金融杠杆的快速上升透支了未来的需求,三四线城市的居民收入水平低,用棚改货币化的手段刺激需求,金融风险值得关注。

三是高度关注按揭贷款的“断供”现象。在采取措施打击失信行为的同时,也要区别对待不同原因导致的“断供”,对于因失业而导致的按揭贷款“断供”,有关部门应该与银行积极配合,化解其风险。

四是确保股价与汇率的基本稳定。要高度关注股市调整及汇率贬值对房地产市场的连锁反应,股价和汇率的稳定对保持房地产市场信心具有重要意义。

加大创新力度 推动黄金市场发展步入新阶段

□上海黄金交易所副总经理 宋钰勤

者通过移动互联网交易黄金的需求,于2015年10月1日上线了“易金通APP”产品,着重布局移动互联网黄金市场。2016年1月,上交所联合各会员单位正式推出“易金通”移动交易产品。“易金通”产品自上线以来,活跃用户数、交易量稳步增长,逐渐得到了会员机构和投资者的认可。截至今年11月底,易金通年度成交量355.2万笔,成交金额7442亿元。占个人业务的38%。

在生产方式创新的引领下,上交所逐步形成了由竞价、询价、定价、租赁、ETF、互联网等交易方式共同组成、融境内主板市场与国际板市场于一体的多层次黄金市场体系。

三是市场拓展创新。市场参与者多元化和国际化是上海黄金交易所市场拓展的创新两个方向。上交所成立以来,不断顺应市场发展需求,大力推动黄金市场国际化和国际化发展,服务的市场主体稳步扩大是市场发展的根基。

一方面,会员种类不断增加,服务的投资者规模日益扩大。截至2018年11月底,上交所所有全球会员262家,其中金融类、外资金融类、综合类会员共165家,特别会员23家,国际会员74家,机构和个人客户分别达到12269户和1977万人。国内会员单位占全国、用金量占全国的90%以上,冶炼能力占全国95%,金融类会员覆盖了银行、证券、基金、信托等,国际会员均为国际知名银行、黄金集团及投资机构。

另一方面,通过国际化拓展市场。2014年9月18日,在上海自贸区推出“黄金国际板”业务,成为中国最先全面对外开放的金融要素市场。充分利用上海国际金融中心建设的有利契机和自贸试验区金融开放创新试点的政策环境,面向境外投资者开放境内黄金市场,提高中国黄金市场的国际化水平和对外开放程度。国际会员包括国际知名银行、黄金生产和精炼公司及投资机构,覆盖国际重要黄金市场、“一带一路”沿线国家和中国港澳台地区。全球投资者可使用离岸人民币直接参与上交所主板交易,提升了中国黄金市场国际影响力,同时也是中国黄金市场融入国际黄金市场的重要举措。截至2018年11月底,黄金国际板年度成交量6435.82吨,成交金额1.73万亿元。

四是产业链延伸创新。上海黄金交易所推出黄金租借、质押等业务,服务黄金实体产业链发展。黄金租借业务是为满足国内黄金相关企业

实物黄金投融资管理、套期保值等现实需要开展的业务。作为黄金租借业务平台的组织者、管理者,于2004年8月24日完成首笔黄金租借业务。2013年后,随着市场成员对黄金租借业务了解加深,越来越多的机构参与其中,国内外黄金租借业务日益活跃,租借规模迅速增长。2014年7月7日,上线黄金拆借业务平台。2018年11月底,租借黄金余额计1206.63吨。目前制定严格的业务规则控制黄金租借市场风险,引导租借市场合理有序发展,服务黄金产业链企业发展。使得中国在生产、制造、消费、进口方面均为全球第一的市场。

五是产品创新。产品创新是推动中国黄金市场快速发展的重要动力。中国黄金市场在上海黄金交易所开业时只有单一黄金现货品种,通过创新发展,逐步推出了延期、黄金期货、黄金远期、掉期、期权等产品,其中有较大影响的产品创新如下:

2002年10月正式运营时,从单一现货黄金产品(T+D),逐步成为中国黄金市场最为活跃的主力现货交易产品;2008年1月9日,上海期货交易所挂牌交易黄金期货合约;2011年3月10日,银行间询价交易市场运行,并陆续推出即日、远期、掉期和黄金期权产品。2013年7月29日上交所与上海证券交易所、深圳证券交易所联合推出黄金ETF产品;2014年1月2日,推出小型黄金延期交收合约mAu(T+D),同时将原有的Au99.99黄金实盘合约的交易单位由100克/手调整为10克/手,为中小投资者提供更多的手黄金投资机会;2014年9月18日,国际板启动并上线国际板现货交易产品;2016年4月19日,挂牌“上海金”集中定价合约。这些创新产品和业务的推出,推动了中国黄金市场发展。今年9月,挂牌熊猫普制金币,打通了中国黄金市场与金币市场的产品通道。

对未来创新发展的思考

回顾中国黄金市场创新发展的16年历程,可以清晰地发现,创新发展是中国黄金市场持续发展的源泉和推动力。

中国黄金市场在创新发展,围绕一条主线和五种创新模式推进。一条主线即“三个转变”:从现货交易为主,向现货和衍生品交易多元化方向转变;从激发黄金的商品属性交易为主,向商品属性和金融属性交易兼顾转变;从以国内市场

为主,向国内和国际两个市场并重转变。五种创新模式即:生产组织模式创新、生产方式创新、市场拓展创新、产业链延伸和产品创新。

展望未来,中国黄金市场的“三个转变”仍然是进行时。在创新模式方面,黄金市场通过互联网、报价方式、询价市场、服务实体经济、国际化和产品创新等方面的发展潜力非常大。因此,黄金市场在生产方式创新、市场拓展、产业链延伸、产品创新方面依然大有可为。

在中国人民银行的领导和监管下,上海黄金交易所将继续秉持创新发展的理念,以打造国际一流的综合性黄金交易所为目标,坚定不移地实施“市场化、集团化、国际化”的发展战略,继续打造好“两金”品牌(即代表人民币市场价格需求的“上海金”和“百姓金”),以创新战略发展引领,充分发挥交易所的市场功能,更好服务于国家的经济金融和产业发展大局,为人民币国际化创造良好市场环境。

加大创新发展的力度,拓宽产品内容和服务手段,强化黄金市场功能,逐步提升核心竞争力。一是探索生产方式创新,交易所积极探索报价交易模式的应用,探索“互联网+”在黄金市场的应用,并有序推动程序化交易。

二是积极推进市场拓展创新,丰富市场主体类型。努力推动保险资金、基金公司、期货公司等机构投资者参与黄金市场交易,研究黄金经纪业务模式,借力城市、农村中小金融机构,逐步增加市场的广度和深度。同时,以国际合作为依托,谋求市场多方共赢。现已同迪拜商品及黄金交易所、布达佩斯证券交易所、莫斯科交易所、香港金银贸易场、香港交易所集团以及世界黄金协会等国际著名机构签订了战略合作协议。

未来,希望通过产品互挂、路由订单、合作营销等多样化的合作模式,进一步加强中国黄金市场的国际推广,拓展更多的合作伙伴。提升境外交易主体活跃度和广度,促进境内外黄金市场的有效流动,在加快中国黄金市场国际化进程的同时,实现全球市场的共赢发展。

三是产业链延伸创新,将继续加大对黄金产业链的服务功能,通过深入调研黄金产业实际需求,研发黄金实体产业发展最需要的产品和服务。

四是加大产品创新力度,将有序推出白银定价交易、可兑换外币、国债充抵保证金业务、同名项下跨境租借、白银询价期权、履约担保等创新产品,发挥好黄金市场的服务功能。

创新发展历程回顾

多年以来,中国黄金市场的创新发展主要有以下五个方面:

一是组织模式创新。设立上海黄金交易所是中国黄金市场组织模式的一次根本性创新。建国后至改革开放前,黄金一直处于国家管制中。改革开放后,1982年中国开始发行熊猫金币,国家逐步取消一系列的管制。2002年10月上海黄金交易所正式运营,从此,中国黄金生产、消费、流通体制从“统购统配”的管理体制走向了市场化。黄金市场组织模式创新后,爆发出巨大的市场红利。16年来,上交所就承担黄金市场改革的重任,致力于发挥黄金市场核心平台的集聚功能和引领作用。随着商业银行实物黄金和记账式黄金等自营业务的发展,工商银行、中国银行、兴业银行等国内商业银行将贵金属业务部门落户上海。2008年1月上海期货交易所上线黄金期货合约。

目前中国已初步形成了上海黄金交易所黄金现货及衍生品市场、上海期货交易所黄金期货市场和商业银行柜台市场共同发展,以上交所集中统一的一级市场为核心,竞争有序的二级市场为主体,多元的衍生品市场为支撑的多层次、全功能的黄金市场体系。中国黄金市场已逐步从全球黄金市场的跟随者向世界黄金市场引领者行列转化。2017年,上交所跃居世界黄金场内交易全球第二位,连续十一年成为全球黄金现货市场的首位。截至2018年11月底,上交所年度累计交易额达到19.54万亿元。其中,黄金累计成交6.18万吨,白银累计成交77.96万吨。黄金市场已成为中国金融市场不可或缺的重要组成部分。上海已初步形成与纽约和伦敦并称的世界黄金市场的第三极。

二是生产方式创新。上海黄金交易所以竞价市场交易方式为基础,逐步创新发展出询价、定价、ETF市场、互联网等交易方式,有力支持了黄金市场的持续发展。

发展初期,仅有竞价交易一种交易方式,但在全球黄金市场中,询价交易业务占有重要的地位。2012年12月3日,银行间黄金询价业务上线运行。2015年1月5日,国际板询价业务上线。询价业务较快发展使黄金竞价市场和询价市场业务更趋均衡。2018年11月底,询价即期、远期、掉期年度成交量4.18万吨,成交金额11.3万亿元。询价市场成交量在交易所占比不断提高,



新华社图片