

## 优先股 改革“组合”重要一环

□民生证券首席策略研究员 李少君

银监会和证监会日前联合发布《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见》。笔者认为,优先股绝不是一块嚼过的口香糖,而是系列改革“组合拳”的一部分。这套“组合拳”除经济改革外,还包括金融改革,涉及股票、信贷、国际货币和国内货币四个市场。 策虽小,味已浓”,此次优先股看似孤立,实则与整套改革环环相扣。

当前金融体系的核心问题是资金效率与风险的错配,归本溯源,金融的一端是资产,另一端是资本,之间的连接是定价,定价的原则是风险与收益的匹配。资产端只注重扩张,不注重收益;资本端只注重收益,不注重风险。这两个习惯性紊乱带来的必然结果,就是资产越大越好、资本越多越好;资产形成后效率低下;资本形成后难以退出。

由此,货币市场上金融机构表外业务酿成“钱荒”、信贷市场上隐性的不良沉淀在银行体内难以消化、股票市场上蓝筹破产却仍缺乏吸引力、国际货币市场上人民币“先出去”却找不到合适的资产池进行投资。

疏解上述这些矛盾除了需要时间,还应有一整套“组合拳”。推出优先股除了解决银行融资燃眉之急,稳定、提升ROE水平之外,还缓解了股市资金匮乏窘境。稳定股市环境,有利于实体经济的盘活。于此,银行“圈钱”渐远,传统周期行业盘活渐近;蓝筹搭台,提供稳定的投资回报;成长借力,创造产业升级的空间。除此之外,通过T+0、期权等丰富交易和产品体系,降低摩擦成本,亦有利于市场运行效率的提升。

如果说通过推动并购,推出优先股等只能解决资产端的问题,那我们目前仍需要在资本端引入活水,而资产端的整合和市场效率的提升则为此提供了前提。活水既包括长期、稳定的增量资金,亦包括职业年金和海外人民币资金。对海外人民币资金开放,也有利于解决人民币国际化的“走出去容易,定居下来难”的问题。通过贸易或货币互换等方式,人民币走出去后却找不到合适的计价资产投资,造成国内市场缺钱、国际市场有钱盼资产的“怪象”。作为对冲,则可以放松居民使用外汇对外投资或消费的限制。

笔者认为,当前银行资产问题主要有两方面:一是投错了对象。例如,对于保障类或公益类项目,面临着收益低、流动性差、产权不完全或难独立等特征,传统的商业银行产品不宜过度涉及, 而若由特定的带有政策补贴性质的金融机构独立运营效率更高,风险也更为隔离。

其二,银行缺乏信贷资产的二级市场,较差的资产沉淀在表内无法盘活, 面对新增的资金需求也就只能诉诸资产规模的扩大。对这一问题的有效解决方式是资产证券化和降低存准率,对于国内货币市场近期出现的问题,实际上可以作为银行资产问题的衍生品。在前一个问题得到解决后,另一个问题也就迎刃而解。

因此,如果只看到优先股对银行资本的补充,或对股市融资压力的缓解,难免略失偏颇。化解标的资产的痼疾,提升金融资产的效益,优化资本运用的效率,缓释资产风险的堆积,最终实现风险收益的市场定价,发挥市场在资源配置中的决定性作用,是一盘大棋。而优先股,仅仅是这一盘大棋的一步。

## 不宜以降息削减企业融资成本

□中国农业银行总行战略规划部 付兵涛

在当前经济增速放缓的背景下,降低企业融资成本对于减轻企业财务负担、增强企业投资动力具有重要意义。有观点认为,降低企业融资成本就是要降低基准利率。笔者认为,这一观点并不正确,降低企业融资成本有多种途径,但目前不宜采取降低基准利率的方式。

首先,降低企业融资利率需要保持市场流动性合理充裕。降低企业融资成本的关键在于降低中小微企业的融资成本。中小微企业的融资,有相当大部分是来自于票据贴现贷款。数据显示,人民币票据融资贷款加权平均利率从2013年一季度的4.62%大幅提高到2013年四季度的7.54%,提高了63.2%。考虑到去年以来央行存贷款基准利率并未改变,而去年银行间市场流动性持续紧张。因此,票据融资利率上升主要原因就是银行市场资金利率攀升。

实际上,票据贴现贷款利率与银行间市场资金利率一直是密切正相关的。今年二三月份银行间市场流动性总体宽松,市场资金利率回落,票据融资利率也较去年四季度有明显回落。尽管目前银行间市场流动性相对宽松,但由于去年6月份流动性事件的影响,目前市场普遍预期今年五六月资金形势仍会较紧,有必要提前综合运用多种货币政策工具,防止流动性再次明显紧缩进而推高票据融资利率。

其次,降低企业融资利率可以适度调整融资结构,增加银行贷款占比,降低信托贷款、委托贷款等影子银行融资占比。近年来,由于贷款规模受限等原因,信托贷款、理财融资、委托贷款等影子银行活动增长较快,尽管影子银行在一定程度上也满足了企业的融资需求,但由于影子银行链条长、不透明,其融资成本也远高于一般银行贷款。

2013年社会融资规模为17.29万亿元,比2012年的15.76万亿元增加9.7%,但人民币贷款占比下降了0.6个百分点,而融资成本明显较高的信托贷款、委托贷款占比则分别提高了2.5和6.6个百分点,这也是企业感到融资成本上升的重要原因。因此,有必要适度增加银行贷款规模,引导企业更多从银行渠道融资而不是被迫从成本更高的影子银行渠道融资。

第三,降低企业融资成本应该大力发展股票和债券融资。与贷款等融资方式相比,股票和债券融资更加透明,融资成本也更低。如果能够在推进股票发行注册制改革、规范发展债券市场、培育私募股权投资市场等方面尽快取得实质性进展,那么对降低企业融资成本必将起到非常重要的作用。而且,发展股票融资和私募股权融资,对缓解当前中国经济债务规模提升过快、债务杠杆率偏高的问题也有很现实的意义。

第四,当前不宜降低央行贷款基准利率。央行贷款基准利率目前仍是绝大多数银行贷款利率的参考基准,通过直接降低央行贷款基准利率,固然可以降低银行贷款利率基准水平,但在资金成本上升、预期风险加大的背景下,银行可能通过提高利率上浮幅度来抵消贷款基准利率下降的影响。

最关键的问题还在于,降息可能导致市场对政策预期的改变,并可能导致房地产 market 价格的再次大幅反弹。当前房地产市场出现分化调整迹象,尚未形成一致性预期。2009年下半年开始的房价暴涨和2012年四季度到2013年春节前后的房价上涨,都发生在连续两次降息的大约半年之后。尽管两次房价大涨都是多种因素共同作用的结果,但降息通过影响市场预期、降低实际利率、提高购房者支付能力,对房价上涨具有不小的助推作用。

# 楼市进入差异化竞争关键期

□上海易居房地产研究院副院长 杨红旭

近期以来,楼盘降价态势在部分城市蔓延,房企破产的消息也不断增多。自2011年9月以来,温州房价已连跌31个月;去年上半年杭州房价涨幅超过一二线城市的平均水平,但当地政府随即大规模供地,而部分盲目看好杭州楼市的房企陆续抢地,地王频出。不过,今年春节过后即有楼盘率先降价促销,楼市随即降温;宁波奉化的最大房企资不抵债,破产已几无悬念。另外,海宁、陕西神木等少数地区,也传出项目停工、房企资金链告急的消息。

笔者认为,中国房地产目前正在步入新的阶段,部分开发商出现经营危局,类似奉化开发商资金链断裂的案例,预计未来两年将继续增多。2002-2011年期间,虽然曾经历2008年下半年的短暂低迷,但这一阶段的全房地产市场堪称“黄金十年”。然而,从2011年下半年开始,全国楼市告别“黄金十年”。主要表现在三方面:一是行业利润率持续下滑,上市房企的整体毛利率,已由近50%下滑至35%左右,净利率更跌至12%左右;二是少数地区房价大幅下跌、泡沫破灭,楼市持续低迷,比如温州和鄂尔多斯;三是2012-2013年期间的一轮市场回暖,主要集中在一线和部分二线城市,而多数三四线城市的市场表现远不及2009-2010年期间。

在房地产行业与市场正在发生巨变的背景下,开发商必须调整完善企业战略。根据笔者的经验与理解,大型、中型、小型房地产开发企业所面临的竞争境遇及应采取的战略,存在较大的差别。

首先,对于大型房企而言。去年销售额上千亿元的房企有七家,包括万科、绿地、万达、保利、中海、恒大、碧桂园,另有华润、世茂、绿城、融创超过500亿元,超过300亿的共有21家。业界对大中小型房企的区分并无严格标准,笔者暂且认为全国销售金额排名前20位的为大型房企。

大型房企多已在全国布局,船大抗风浪,这是大型房企的优势。但船大也难调头,中国楼市变化越来越快,呈现短周期变化节奏,而大型房企管理系统

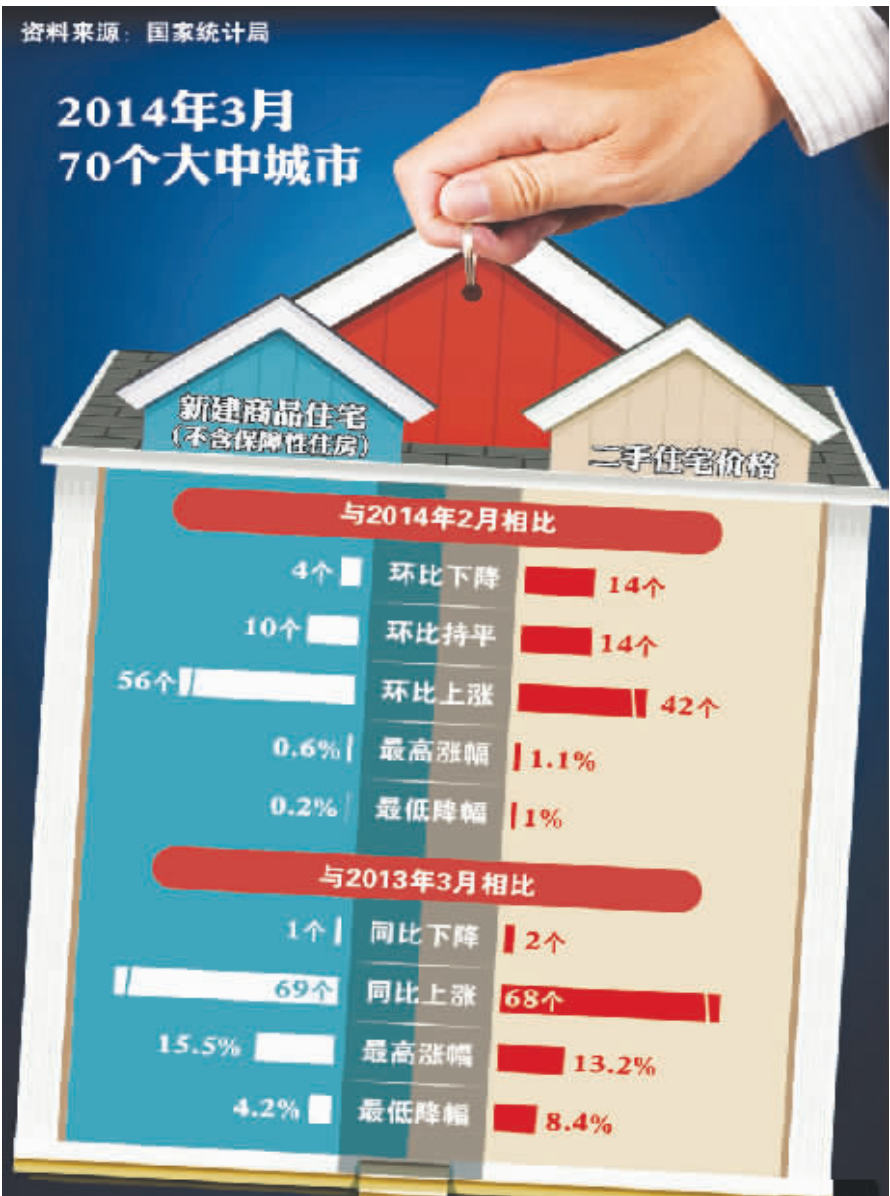
复杂,决策流程与传递链较长。另外,大型房企虽然资金雄厚,可一旦在错误的方向发力,很可能出现“集团军吃败仗”的境况。

笔者认为,从战略上而言,大型房企不宜将继续扩大规模、争当行业老大作为主要目标。未来十年,其竞争焦点应由求快转向求稳。如果仅分析销售目标及预期,2014年绿地规模可能超过万科,但万科已经在淡化销售增长指标,转而不断创新商业模式。近年来,万科的大量项目属于合作开发,在合作项目中不控股,但项目仍然由万科团队操盘,使用万科品牌和产品体系,共享万科的信用资源和采购资源。与2012年相比,2013年万科的结算净利润率下降1.07个百分点,只有12.01%,修正净资产收益率(ROE)依然达到19.66%,与2012年历史高位持平。

其次,对中型房企而言。事实上,中型房企已经严重分化,一部分倾向于守成,比如很多的地方国企,以及创新乏力或者遭遇瓶颈的民营房企;而另外一部分房企则呈扩张态势,尤其是年销售金额几十亿至三百亿之间的民企,不断向一二线城市进军。这其中又以福建房企为典型,2013年在全国一二线土地市场上非常活跃,这类房企容易误判市场形势,而在市场降温后遭遇困局。

笔者认为,中型房企的战略选择,可分成两种典型情况:一类属于非主流模式,房企已在某些领域积累一定经验,形成一定特色,比如产业地产、商业地产、旅游地产。这类房企的战略目标不应简单设定为规模快增,而是要强化产品和经营特色,在部分地区和局部领域,形成相对垄断优势。另一类则是主流经营模式,仍应追求规模增速。只有高周转模式,才有助于这类房企跨入大房企行列。

最后,对小型房企而言,目前全国20强房企销售总金额在全国的比重,已由2011年的约15%,提升至2013年的18%。多数大型房企已在行业打拼十几年,甚至二十多年,尤其是抓住了行业“黄金十年”的机遇,而一跃晋级“第一阵营”。目前全国房企格局大体已定,小型房企要成长为大型房企的概率已经非常小。与此同时,小



型房企生存境况越来越艰难,在项目利润率较高的一二线城市,规模较小 的房企已根本无力拿地。

对于具备一定实力的小房企而言,可重点考虑两种战略。一是在大中型房企较少关注的中小城镇,应依托本地资源深耕

## 深圳小产权房“转正”避免共输

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

从本月开始,深圳市将试点处理“历史遗留违法建筑”,这其中就包含民间所谓的“小产权房”,这也意味着全国第一个存量“小产权房”的处置方案“落地”。深圳的城市发展得益于改革开放和土地市场化改革的先行试点,而土地市场化在助力深圳城市化和城建融资的同时,其“急就章”的做法也留下了羁绊深圳未来发展的空间约束问题。

在深圳,一方面是城市未来发展用地枯竭,开发强度达到49%;另一方面则是占城市建设用地面积40%的违法建筑低效和 无序利用。未来如果不能向存量建筑和用地要空间,深圳发展制定的各项计划将受阻。从这个角度来讲,深圳处理违法建筑的试点是“倒逼”结果,这也无疑为我国高度城市化地区盘活存量用地和集体土地市场化提供了可行的实践经验。

从2009年发布处理违法建筑的实施办法后,深圳用了5年时间研究如何将违法建筑和用地纳入城市发展的正常轨道,

核心问题是如何处理收益和成本在原村民、开发商和政府三者之间的合理分配,做到既能确保合理保护原村民权益的原则,又能坚持“城市规划”和“生地用途管制”的法律底线;做到既能维护政府公信,又能体现政府收益。

对深圳试点处理违法建筑和小产权房的具体办法而言,首先是适当照顾原村民和原农村集体经济组织的利益,即部分属于原村民的住房将确权后给予正式的入市资格,而外来建房行为仍属于违法,保持严厉处罚的高压;其次,突破政府原先划定的、每户100平方米宅基地红线,承认原村民3栋以内违法建筑合法化,并根据违法程度,在补缴一定地价的前提下可以申请“转正”;再次,对于生产经营类、商业办公类违法建筑的处置比住宅类宽松,不管原村民还是非原村民所建,只要接受一定罚款和补缴地价,就可以发放非商品性质的“绿本”房产证,若能按商品房的 市场评估价补足地价,就可以“转红本”;最后,对于情况复杂、暂时无法确权的,暂时留用发挥其价值以待未来解决。

值得注意的是,违法建筑为深圳解决了近千万外来人口的住房问题,城中村小产权房的价格和租金仅为同区域类商品住房价格的1/4到1/3,极大地稳定了深圳外向型经济的用工规模、降低了用工成本,不仅塑造了“中国制造”的核心竞争力,而且发挥了保障房的作用,减轻了政府在住房保障上的压力,降低了整个城市生活服务业的价格。同时,原村集体早期“三来一补”的外向型经济模式,尽管存在不集约、不节约的问题,但奠定了深圳早期工业化、城市化和开放体系的基 础。

因此,深圳此次处理违法建筑的做法,首先就是保障原村民和原农村集体经济组织的利益,客观承认原村民和村集体为深圳城市化、工业化和改革开放做出的贡献。而突破政府原先划定的、每户100平方米宅基地红线,承认原村民3栋以内违法建筑合法化,就是对于这一历史贡献综合评估后的认可。

由于早期城市化的不完全和缺憾,而在后来城市化的过程中,原村民和村集体

“违法和贡献”的边界、政府“历史责任和涨价归公”的边界已经难以厘清,如果单纯按照土地国有的性质、土地用途管制的规则,延续政府单一征收的做法,不仅成本高昂,而且于情于理都难以施行。可能导致的结果就是,一方面是房价地价高昂,居民置业成本、城市营商成本居高不下,一方面是土地大量闲置和低效利用。而整个城市也将陷入“业主不得合法收入”、“资源不得有效利用”、政府不得有效税收”的共输结局。

因此,通过各方让利,特别是政府主动让利,获得原村民和村集体在土地二次开发和利用上的配合和认可,尽快让闲置和低效利用的土地和建筑物充分利用起来,满足市场各方的用地需求,这才能实现原村民、市场和政府三方共赢的夙愿。而且,在政府让利 的情况下,根据违法程度补缴地价、置换部分土地给政府,能在保护原村民、村集体利益的同时,为城市公共基础设施建设提供更多的建设资金和空间,从而将城市整个空间高效有序地整合起来,纳入统一的管理通道。

# 降低企业负债率应重在提高资本利用率

□中国国际经济交流中心副研究员 张茉楠

标普公布的数据显示,截至2013年底,中国非金融类公司的债务总额共有12万亿美元,为GDP的120%。预计2014年底,中国非金融企业持债规模将达到13.8万亿美元,超过美国的13.7万亿美元,远远超过OECD企业债务比率90%的警戒线。

一般而言,资产负债表的扩张是实现宏观或微观经济增长的重要因素。当前中国非金融部门的债务比率已经超过90%的国际警戒线,笔者认为,未来唯有提高资本利用率才是降低负债率的有效方法。

我国企业部门高负债可能与金融结构特征有关。我国是间接融资占主导地位的国家,银行贷款必然构成企业主要的负债来源。但融资结构上的差异也只能解释企业债务的构成,却难以解释企业债务的规模。

根本而言,中国非金融企业债务率的居高不下,除了与中国高储蓄率、股权融资市场不发达、以间接为主的社会融资结构密切相关,但也是与政府的独特的“隐性担保”体制有关。由于股票、债券等直接融资市场主要是由中央政府调控的,地方政府对直接融资市场的干预有限,所以地方政府对资本市场的内部成本外部化主要还是在以银行为

主体的间接融资市场。地方政府的政策性补贴,扭曲了要素市场价格,压低投资成本,体制上的根本性弊端扭曲了地方政府和国有企业的投资行为,大量增量资金投向投资驱动型领域,造成了普遍性的结构性产生过剩和投资效率和资源配置效率的下降。

笔者利用投资产出弹性来测算投资效率(投资效率常用增量资本产出率ICOR来衡量,表示增加单位总产出所需要的资本存量,即ICOR=当期固定资本形成总额/GDP增加值,数值越高表示投资产出效率越低)。结果显示,国际金融危机以来,我国投资产出弹性逐年下降,已由2002年的4.1降至2008年和2012年的3.2和1.8,单位投资所带来单位GDP增量下滑,资金周转大幅度放缓增加了融资需求,但现金流创造能力却大幅度下降,这势必带来投资效益的下滑和实体部门偿债能力的下降。特别是,目前经济处于下行区间,企业利润增速下滑,亏损面不断扩大导致企业账款拖欠现象严重、账款周转率下降等风险开始显露,资产负债率上升导致非金融部门进入比较艰难的债务周期。

与其他经济周期一样,债务周期也有其自身规律。企业部门的债务周期表现为产能周期。典型的产能周期是企业对未来预期上升,增加借贷扩大产能,供给增加,利润下滑,

企业去杠杆去产能。企业部门的乐观预期如果受到普遍认同,则可能造成社会产能过剩危机。美国上世纪70年代后发生了四次产能过剩危机,都对经济造成了一定的打击。

目前,我国实际产能利用率仅为70%左右。2008年以来,从杠杆率的行业分布来看,资本密集型部门产能过剩比较严重,而且越是产能过剩的行业,其资产负债率越高,其中主要集中在房地产和基建相关产业链的重资产行业之中。与国际金融危机之前相比,我国工业行业的产能过剩从局部行业、产品的过剩转变为全局性过剩。在我国24个重要工业行业中,有19个行业出现不同程度的产能过剩,钢铁、电解铝、铁合金、焦炭、电石、水泥等重工业行业产能过剩都比较严重。

与负债率上升和产能过剩相对应的是利润率的持续下降。对于大部分企业而言,“入口红利”优势将逐步衰减,劳动力供给增速下降、劳动力成本提升,整体经济进入生产要素成本周期性上升的阶段。

而在企业盈利大幅下降的同时,一些大型企业却寄希望于通过借贷进行资本套利。数据显示,截至2012年底,我国非金融部门借入的外债余额为4879.38亿美元,以当年汇率平均价计算,折合人民币3.07万亿元。企业部门通过非正规渠道借入的外币私债

可能存在相当规模(比如通过境外募资,然后与国内企业在境外机构进行货币互换交易转入国内)。在过去人民币渐进升值的路径中(特别是近三年),由于美元的利率水平较低,其贷款利率甚至低于人民币的存款利率,因此,如果负债外币化,企业可以轻易地从中获得显著收益,这是当前企业如此热衷于借贷的一个重要原因。

由此可见,我国必须加快以提高资本形成效率为核心推动相关领域改革。未来五年,需要以大力提高投资效率为中心,着手以下改革:首先,进一步深化投资体制改革,打破条块分割、市场分割、切实保障企业和个人投资自主权。转变要素价格形成机制,消除要素价格“多轨制”的现象,加快形成“统一开放,竞争有序”的市场体系,释放市场投资主体活力。其次,推进融资渠道市场化,为企业投资提供有效的资金支持。通过

发展股票市场、债券市场等多层次资本市场提高全社会融资效率。再者,建立市场化的企业资本金补充机制,使企业恢复到健康的资产负债率水平。通过市场化方式(留存利润、权益融资、私募基金、股权转让等)补充企业资本金。特别是抑制地方政府竞争性投资,激发民间资本市场活力,进而提高社会资金形成和配置效率。