

■ 高端视野

- 香港金融业界可以进一步总结和优化“沪港通”等相关制度安排,以香港为基地平台,研究形成合理的区域内不同证券市场互联互通的机制,使内地证券市场借助香港稳妥加快对外开放。
- 在巩固香港金融业传统优势的同时,顺应“一带一路”战略开拓、创新的主题,积极培育和发展具有独特资源禀赋的行业,鼓励和支持新技术、新工具的应用,促进香港自身经济机构的转型升级。

香港应争取成为“一带一路”持续亮点

□香港证监会副行政总裁 张灼华

中国国家主席习近平2013年9月访问哈萨克斯坦时提出了“新丝绸之路经济带”的倡议,覆盖中国西部9个省区及中亚、西亚、高加索地区甚至南亚相关国家;同年10月,习主席访问印度尼西亚时又倡议“建立21世纪海上丝绸之路”,加强中国由海路与东亚、东南亚、南亚乃至欧洲、非洲国家的合作,这两个倡议合并简称为“一带一路”。

目前,国家已将“一带一路”确立为最新中长期发展战略,一系列对外“政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通”等双边或多边措施与平台陆续被整合、加强或创新。中央政府及与之有关的国内各级地方政府都在形成和落实规划、发掘机遇。随着中国对外开放程度及国际地位的提升,加之内地与香港的各方面联系不断加深,内地经济形势和改革开放进度对香港的发展已具有举足轻重的影响。因此,香港也有必要充分认识并主动把握“一带一路”带来的新的机遇和挑战,进一步巩固自身的地位、发掘新的增长空间。

战略实施中存在一些挑战

从管理看,“一带一路”战略的宏大程度前所未见,初始阶段具有较多“构想”色彩,也有很大的解释空间。具体落实中,有关决策程序、工作机制、评价体系等将牵涉众多部门和地方,统筹协调的难度与成本不可小视。外部环境毕竟是一国经济与社会发展的外因,对中国而言,在国家治理和经济建设过程中坚持深化改革、完善体制,才是健康、长远、稳定发展的内因。

因此,实施“一带一路”战略既应避免陷入概念化的宣传,又应避免忽视、掩盖内部问题,要在关注外部空间和机遇的同时,以内部调整和改革来强制度、增效率、促公平,标本兼治,灵活、有效地形成和把握行业、地域或市场重点,确保该战略规划的的具体实施能够达成预期的政策目标。

从国际合作看,“一带一路”战略海陆兼顾、横贯欧亚、远达非洲,不同于在国内的约束力,在国际社会该战略带有更多“倡议”色彩,最终收效如何,取决于相关各国能在何种程度上达成共识、签订协议、一致行动。“一带一路”所涉各国要素禀赋差异

明显、核心利益各有诉求,现有众多双边或多边合作机制已经错综交叉,存在一定程度的“碎片化”、“竞争性”现象。

为此,中国再推动更全面、更大范围的整合,不仅要有针对性地寻找与单一国家的利益共同点,而更要面临现有合作机制的竞争与协调问题,存在更多不确定性。区域内各国多为发展中国家,政治制度、自然环境、宗教信仰、法律制度及市场体系等也千差万别,发展水平也参差不齐,与投资较成熟稳定的发达国家相比,有关合作项目的各方面风险将会较高。

巩固并提升香港国际金融中心地位

香港应意识到国家实施“一带一路”战略的实质内涵和诉求是构建全方位对外开放格局、推动经济结构适时转型升级、实现稳定的可持续发展,克服困难,在巩固现有国际金融中心地位的同时塑造新的竞争优势,争取成为“一带一路”版图中一个持续闪耀的亮点。

一是放眼于“一带一路”沿线国家的巨大市场,使香港人才、资金、金融服务等方面的竞争优势能够在更广阔的平台上把握机会、发挥作用。在巩固现有的亚洲领先国际金融中心地位的同时,进一步争取成为互联互通后的“一带一路”整体市场的金融核心。

近年来,发达市场业务竞争加剧、市场开拓难度加大,内地经济也急需调整、升级,香港传统的业务空间受到了一定程度的挤压。而“一带一路”沿线多为新兴经济体和发展中国家,经济发展梯度明显、互补性极强,中国实施该战略意味着将与各国在能源资源、现代农业、先进制造业、现代服务业(含金融业)、海洋经济等领域展开进一步合作,将产生众多建设项目及对应的贸易、投融资需求,整个亚洲市场也将因此建立前所未有的紧密联系。

香港金融业界应主动把握这一历史机遇,积极介入“一带一路”主题下中国对外的以及沿线各国间的各类对外贸易及投资,从背靠内地市场扩大为借助内地背靠“一带一路”整体市场,总结、借鉴不同国际金融中心差异化竞争、错位发展经验,促进香港金融业依托亚洲、乃至“一带一路”整体市场,在更深层的合作领域中提供咨询顾问、投资融资、风险对冲等专业服务,

进一步发挥和增强香港市场筹集国际资本、形成市场价格、提供流动性和风险对冲机制的优势功能。

二是利用香港在法律制度、市场规则以及语言文化等方面与国际接轨的优势,在“一带一路”合作领域帮助建立具有国际标准的商业模式和合作框架;积极参与与各双边或多边的金融合作机制,争取在国际和区域金融合作中的参与权和话语权。

“一带一路”建设不仅是各国的基础设施及产业合作实现互联互通,更重要的是在法律制度和市场规则方面形成基本的共识,共同构建一套行之有效的多边参与、产权及投资保护机制。香港作为自由、开放、成熟、国际化的市场,在此领域的经验和水准相对居于前列,完全有能力在“一带一路”区域市场形成和建设过程中,发挥香港监管机构与市场人士的优势和经验,积极提供法律、会计、金融等专业服务,推动、参与或发起建立针对“一带一路”政策目标的多边金融机构、投资基金、行业组织或争议处理机制,在帮助中国政府提高区域内金融监管影响力的同时,也相应提高香港的地位和重要性。

三是继续借助与内地特有的紧密联系,密切关注和评估内地因“一带一路”战略而形成的全方位开放格局下的相关改革措施,积极了解内地发展需求,特别是主动配合内地的金融改革和开放研究设计相关方案、试点实施相关举措,借此为香港市场争取更多发展机遇,并形成香港的独特优势。

“一国两制”框架下,香港与内地多年来在两地显著的制度差异下开展了全面深入的合作,积累了丰富的经验。中国希望通过“一带一路”战略促进沿线各国“加强互联互通合作伙伴关系”,内地与香港在各个领域的“互联互通”无疑会成为良好的起点和积极的范例。

因此,香港金融业界可以进一步总结和优化“沪港通”等相关制度安排,以香港为基地平台,研究形成合理的区域内不同证券市场互联互通的机制,使内地证券市场借助香港稳妥加快对外开放;继续加快推进内地与香港两地基金互认,在此基础上进一步搭建亚洲乃至“一带一路”地区的基金互认平台,在资产管理领域实现区域



香港证监会副行政总裁 张灼华

内的各国合作和互联互通,将目标客户扩大到区域内各个国家,将投资标的由证券市场进一步深化扩展到基础设施、实业等投资领域,满足区域内财富管理不断升级的需求;借助人民币国际化的动力和时机,在区域内拓展人民币业务、发展人民币产品,扩大人民币在境外的离岸循环和对外投资(而非过于依靠回流),使人民币业务成为加深区内各市场联系的纽带、推动中国“走出去”境外投资的工具,以此巩固和强化香港首要人民币离岸中心的地位。

四是在巩固香港金融业传统优势的同时,顺应“一带一路”战略开拓、创新的主题,积极培育和发展具有独特资源禀赋的行业,鼓励和支持新技术、新工具的应用,促进香港自身经济机构的转型升级。

“一带一路”战略海陆兼顾,意味着中国对促进海洋开发、发展海洋经济投入了前所未有的重视和决心。香港地处“海上丝绸之路”核心地带,是中国向海的南大门,全球一半以上人口居于香港方圆五小时机程范围之内,在贸易、港口航运、渔业、旅游业等方面具有天然资源和深厚基础。下一步,香港还可将自身在金融、法律方面的优势与海洋领域的资源禀赋相结合,顺应趋势推动香港自身“海洋经济”的进一步发展和升级,尤其是丰富和发展贸易及航运相关的“海洋金融”及“海事法律与仲裁”的服务,积极促进贸易融资、船舶及航运项目融资、海商海事保险、海事与航运争议裁决和法律服务等行业的发展。同时,进一步加强与内地有关省区和城市(特别是深圳)的多方面合作,克服香港产业空心化、地理空间狭小等局限,可将深圳的制造业和土地优势与香港的金融服务业优势有机结合,最终共同形成一个面向21世纪海上丝绸之路”的产融结合、互惠互利的海洋中心城市。

此外,香港还可顺应“一带一路”消除地区分隔、促进市场互联互通的理念,发挥市场开放、税负低等优势,鼓励企业和个人充分利用现代互联网及通讯科技,突破地理限制,积极发展辐射周边、服务全世界的金融创新及商贸服务平台;针对“一带一路”区域丰富的市场与巨大的发展差异,扶持能够吸收更多就业的中小型商业模式,使香港市场的产业生态更加多样化,也形成更利于创新的市场环境。

去杠杆牛市更健康

□万联证券研究所所长 傅子恒

A股市场近期对政策高度敏感而对经济基本面相对麻木的特点,有其必然的内在逻辑。回顾近一年以来、尤其是近半年以来的市场走势,应该说行情得以展开的最大促动因素即是政策面促使市场预期逆转。从去年上半年以来,改革预期推升军工、互联网信息安全、节能环保等行业板块轮番表现,演绎出平衡市下的结构性个股行情,股指表现相对平静。而在去年11月之后,受沪港通开通与央行超预期降息促动,市场强烈看多的预期迅速升温,增量资金大举涌入股市,市场上演以券商、保险、银行以及央企改革为代表的大市值蓝筹股的价值重估行情。可以说,是改革与流动性宽松双轮驱动,催升出整个2014年的结构性牛市行情。而对于宏观经济增速的重心下移,市场一年多以来已经有了充分预期,由于就业这一核心指标较稳定,以及通胀水平受到有效控制,有基本的数据支撑,人们对“新常态”之下的宏观经济运行稳定、经济增速下行中质量提升的预期稳定,因此对宏观经济数据指标表现出相对的麻木。

“当台风吹来的时候,猪都能飞得起来”,这是近几个月市场对股指上行推动因素与热点表现的形象比喻。近几个月的是上涨行情之下的“告风”是政策与增量资金:是政策改变了人们对市场的预期,引发增量资金积极入市,而增量资金集中入市后选择性介入大市值蓝筹股与改革预期股,推动了股指大幅上涨。

笔者认为,近几个月的上涨,增量资金主要来源于下几个方面:一是央行降息降低信贷成本,促使部分信贷与储蓄资金流入股市,该项资金包括了产业投资资金以及新增机构与散户投资者的增量资金;

二是在房地产市场景气筑顶回落的背景之下,原先依托于房地产标的的各类信托、银行理财、券商集合理财等金融投资资金回流股市;三是沪港通开通之后,境外资金借道沪股通介入A股市场,虽然该部分资金初期规模不大,但因为境内资本市场开放程度有限,作为有限的投资渠道,此一通道的后期影响是长期与巨大的。第四类就是券商两融业务等带来的杠杆资金。

在常规情形之下,上述四类资金之中,由于降息带动社会资金成本全面降低,由其促动的新资金入市给股指表现带来的贡献应是预期之下的、常态的,但基于当前中国经济的阶段性特定背景,后三类资金集中进入对A股显然形成了更巨大的阶段性的增量推升效应。从房地产市场经历10年的反复上涨之后景气周期演变情况来看,市场预期房地产景气已是上行乏力,房市投资与投机资金退出之后战略性介入A股的动机是明确的,而依托于房地产景气筑顶相伴的包括信托、银行理财、券商集合理财在内的衍生性投资(投机)资金,也将转移阵地,这一前景也非常明确,在市场资金成本降低的预期下,持续走强的A股就成了最重要的方向选择。

融资融券资金的方向更为明确,它主要是以证券市场具体投资品种质押与契约安排而衍生的新增市场资金,其融资做多与融券做空的双向交易特征,在市场运行中常常形成助涨与助跌效应。同时,行情趋势性运行又对两融业务形成“自激励”效应,从而将市场的既有波动趋势放大,形成市场的不可预知风险。而上述因素共同作用,使得当前在流动性宽松背景之下的结构牛市行情继续展开,但可以预计的是波动加大也将是“新常态”。

去年11月份以来由增量资金推升的蓝

筹股估值回归行情,与创业板市场形成“跷跷板”效应,形成了A股市场的非对称结构性行情,这是A股市场宏观结构方面的一大特征。A股的这种非对称、非特异性特征实际上自2013年即已开始,当年沪深A股主板市场持续下跌,但创业板指却在新经济预期之下逆市而行、屡创新高,走出整体翻倍的行情,近几个月以来创业板指与主板此消彼涨,但在2015年之后,在主板震荡盘整中再度向上创出新高。从走势来看,主板与创业板争夺资金的迹象很明显,创业板带有更多的存量资金博弈特征,新增资金“主战场”聚焦于主板市场。

理性分析,市场近期的上涨与A股主板蓝筹股估值回归有着合理的内在逻辑:股票估值的基本依据在于企业未来赢利带来的现金流量的贴现值与市场资金贴现率的对比,虽然在宏观经济增速回落背景下,企业赢利增速放缓,但降息与货币政策结构宽松推动的市场贴现率的降低,通过降低母母的形式,反向提升了股票的估值水平;与此同时,房地产资金与各类金融投资资金搬家、券商两融加杠杆等行为带动的增量资金入市,扩大了资金供给,更强化了A股估值的提升预期。

非特异性行情也带来一些问题,这一问题在创业板方面,表现为市场泡沫,需要自身营力能力大幅提升进行化解;在主板方面,是增量资金集中猛猛入市对部分股票

与宏观调控一样,笔者预计股市的政策监管与操作也将更多的相向而动,在市场低迷时加杠杆,在行情过热时去杠杆,以促进市场在规范前提下藉由经济基本面对市场资金供求等方面的自身逻辑决定,而自发运行。

就政策操作而言,管理层当前去杠杆、希望引领市场理性预期的动作,规范券商两融业务是一个表现。其实不只券商的两融业务存在违规行为,笔者认为,当前市场新出现的一些以股市投资为标的的民间融资行为,如各类对A股投资的、贵之以“伞型基金”的大比例配资行为等,蕴含着较大的市场风险,同样需要进行监管与规范。

管理层在股市过热时的另一个降杠杆意图可能是,央行在降准与降息行动方面暂时“按兵不动”,等待更佳的时间窗口。央行行长周小川日前表示,央行无意向市场过度释放流动性,并且不会针对房地产市场单独出台货币政策,可以视为这一方向的信号,而当前就业稳定奠定背景之下,政策面对经济增速下行的容忍度提升,也给货币政策短期内保持适度中性提供注脚。

而站在投资者角度,需要理解,在开放与杠杆操作的背景下,当市场结束单边上涨之后,股指双向的、结构性的波动将会放大,大幅波动将成为股市新常态,市场投资风险自担、结果自负。诚然,当台风来时,猪都可以飞起来,但在台风过后,能飞的就只有凤凰了。当然,每一轮行情的内在推升逻辑各不相同,因此股市具体品种何为猪,何为凤凰,区分标准也就不会相同,两类角色也常常会互换,需要综合各个层面的信息,准确把握市场脉动,理性进行分辨,方能取得良好的投资回报。

完善房企融资结构 建立多层次风险分担体系

□中国国际经济交流中心 张影强

2015年我国经济发展面临诸多挑战,下行压力仍然较大。对房地产行业而言,各地房企去库存任务繁重,短期看房地产市场不太可能走出低迷,但仍存在很多有利于房地产市场发展的积极因素。

一是货币政策适时宽松,将会释放合理住房需求。2014年,工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降1.9%,已连续34个月负增长;同时,CPI(居民消费价格指数)比上年上涨2.0%,持续回落;广义货币(M2)余额122.84万亿元,同比增长12.2%,低于市场预期,以及石油、煤炭、钢铁、铁矿石等国际大宗商品价格持续下跌,而美元逐步走强等一系列影响因素叠加,致使2015年我国面临通货紧缩风险。为了应对通缩,必会在积极的财政政策和稳健的货币政策总基调下,相机实施相对宽松货币政策,包括继续实施常设借贷便利工具(SLF)、央行逆回购操作、定向降准或降息等政策,这有利于支持居民合理的住房消费。

二是有效需求继续增加,支撑房地产市场发展。首先,购房适龄人口将达到峰值。根据2010年全国人口普查数据,2010年我国购房适龄人口(25至49岁)约为5.47亿人。据此推算,2015年达到5.68亿人峰值。其中,2012年我国城镇购房适龄人口为3.28亿人,2016年约为3.35亿峰值,之后加速下滑;此外,按照中国城镇化率计算,每年大概有1000万农村劳动力人口转移到城市,成为购房的潜在需求者。其次,改善性需求继续上升。世联行数据显示,2015年至2020年,我国34岁至49岁(即改善性购房者集中的人群)在2015年至2035年期间均达到3.1亿以上,占总人口比例约为23%,表明未来改善性购房需求将持续增加。再者,国家一系列重大区域发展战略开始实施。包括京津冀一体化规划公布与实施、长江经济带规划开始落地和“一带一路”战略进一步推进等会带动一批二三线城市产业发展,提高城市就业吸附能力,加大城市基础设施投资,从而带动房地产市场发展。

三是加快关键领域改革,将促进房地产发展。2015年是改革关键年,涉及房地产领域的一些改革将会获得实质性进展。首先,在户籍制度上,各地将加快落实国务院《关于推进户籍制度改革的意见》,更多省份将取消农业户口和非农业户口性质划分,统一登记为居民户口,建立和完善居住制度,加快推进公积金和社保异地接续和交纳等等,这对于促进住房消费、实现楼市“去库存”有积极意义。其次,在土地制度上,将加快农村土地合理入市流转,大大提高农民生产性收入,增强农民工购买力;再次,按照国务院颁发的《不动产登记暂行条例》,2015年开始要健全配套制度,平稳有序实施,这将进一步抑制投机性住房需求。最后,在房产产方面,2015年房地产将进入立法程序,房地产税全面开征进程加快,这将加快多套住房持有人入市,盘活二手房市场。

四是继续支持保障性安居工程建设,有利于房地产市场平稳发展。2014年,我国全面完成700万套的保障性开工建设任务,其中各类棚户区470万套以上,基本建成480万套,完成260万户农村危房改造。根据城乡和住房建设部任务安排,2015年计划建设保障性安居工程700万套,基本建成480万套,继续大规模推进棚户区改造。同时,城乡和住房建设部初步确定了北京、上海、广州、深圳等城市房地产投资信托基金(REITs)试点方向,包括公共租赁住房、廉租房,通过资产证券化,有效解决租赁型保障房租金短板。保障性住房规模进一步扩大,能够有效稳定房地产市场预期,保证房地产市场平稳有序发展。

总的来看,2015年我国房地产投资将继续下滑,房地产市场将明显分化,价格总体仍处于缓慢回调阶段,房地产金融风险将逐步显现。具体而言,一线城市受相对宽松货币政策和刚需释放影响,量价存在反弹空间;受京津冀一体化、长江经济带建设、“一带一路”等一系列重大区域发展战略利好影响,武汉、昆明等部分二线城市存在上涨空间,其他二线城市房价将继续小幅回调;三四线城市由于市场需求前期透支,人口吸附能力较弱,房价或将继续下行,面临较严重的系统性风险。

从政策层面看,房地产宏观调控政策将更加灵活,定向降准或降息将释放流动性,行政化的楼市调控政策将逐步弱化或退出,分类和双向调控有望加强,保障房建设力度加大,房地产长效机制逐步建立。

笔者认为,当前应正确引导房地产市场预期,防止发生系统性金融风险。一要正确引导市场预期。房地产价格上涨过快,会引起购房者的不满;房价下跌,也会引起有房者不满,而且会导致开发商资金链紧张和银行坏账增加,引发金融风险。因此,应维护房地产市场平稳运行。加强舆论引导,引导市民理性消费,保障刚性需求,抑制投资投机性需求,让市场回归理性。二要进行房地产贷款业务风险压力测试,模拟在房价下跌等各种情况下的银行承压能力。三要高度关注重点区域、重点企业,强化“名单制”管理,及时释放风险,防范个别企业资金链断裂。四要尽快建立房地产风险预警机制,及时监测房地产市场供需整体走势和结构变化。五要建立房地产风险应急处置联动机制。加强银行、住建部门、社保、公安等部门的信息联动与共享,建立房地产抵押违约风险爆发的跨部门应急联动处置机制。

改善房企融资结构,建立多层次房地产金融风险分担体系。一要继续依靠银行信贷走间接融资的道路,同时,拓宽在资本市场直接融资渠道,包括恢复房企首次公开发行IPO和增发等融资形式,扩大债券市场融资。二要积极推进住房抵押贷款证券化(MBS)。逐步向保险、养老基金等机构投资者开放资产证券化市场;培育抵押贷款证券化市场,大力发展相关中介机构,建立多元化的融资体系。三要大力发展房地产投资信托基金(REITs)。加快制定相关政策、法律法规,为房地产投资信托发展创造良好的政策和法制环境。四要完善房地产贷款担保和保险制度。制定所得税优惠政策,鼓励保险公司经营房地产贷款保险业务,减少房地产抵押风险。五要探索住房开发性金融业务,发行住房金融债券,采取市场化方式,为我国保障房建设筹集资金。