



广发银行ICGB



广发E秒贷

说贷就贷

按日计息、不提款时不付息

0门槛, 直接在线申请

3秒获知预评额度、最快一天审批

按日计息、不提款时不付息

请即登陆广发银行官网申请 [www.cgbchina.com.cn](http://www.cgbchina.com.cn)



# 资本市场创新须着眼“三大历史任务”

□申万宏源研究所首席经济学家 杨成长

资本市场创新也不能单纯以金融机构开辟新业务、增加新收入为导向。实体经济的核心主体是企业和居民户，资本市场创新必须以解决企业和居民户存在的重大投融资问题为核心。从实体经济的发展需要出发，未来我国资本市场的创新必须围绕着三大历史任务展开。

## 提高资本市场融资能力

一要大幅度提高资本市场的融资能力，逐步替代商业银行发放的用于企业投资的中长期贷款，化解商业银行的长期隐形风险，保障我国金融市场的长期稳健发展。

截至2015年一季度，我国金融机构为实体经济提供的融资存量规模为127万亿元，其中股票和企业债券类融资金额16万亿元，其他均为银行提供的信贷和类信贷融资。有些即使采取了信托等通道融资方式来完成，资金大部分仍然来源于银行。在商业银行为实体经济提供的信贷中，近一半为中长期融资，大部分是为了满足企业和地方政府的中长期投资需求。商业银行承担着我国实体经济中长期投资风险、经济周期波动风险，以及房地产市场周期波动风险，是我国金融市场最大的潜在风险源。当前我国商业银行存在着资金期限错配、资金性质错配，以及融资功能错配，必将影响着金融市场的长期稳健发展。另外，商业银行的资金来源性质决定着必须要增强风险防范意识，在信贷利率定价上必然要提高风险溢价水平，因此各国商业银行提供的中长期贷款成本要远远高于直接融资成本。

现在情况正在发生变化。首先，我国经济下行和产业结构急剧调整已经让商业银行感受到了实体经济的风险，已经出现了惜贷现象，对中长期贷款更是慎之又慎。其次，商业银行提供的中长期资金成本已经开始高过了股票和债券融资成本，实体经济对银行的资金需求下降。第三，随着改革的推进，必须厘清政府信用和商业银行信用、国有企业和国有商业银行，以及商业银行和地方政府之间的传统关系，商业银行的独立性在增强。商业银行对实体经济中长期贷款产生普遍惜贷现象，是商业银行职能回归本源的正常表现，是长期性的、趋势性的。我们不能因经济下滑，实体经济缺钱，就要求商业银行逆周期扩大放贷，这样扭曲的社会融资结构调整不过来，潜在金融风险就会不断堆积。

商业银行必须逐步退出为实体经济投资提供中长期资金的职能，由资本市场来替代。然而目前我国资本市场的发行规模、交易制度和融资能力距离这一目标差距太大。如果一家企业的股票发行需要三两年周期、债券发行需要半年到一年的周期，并且只有少部分规模巨大的好企业才能发行，那资本市场如何能承接商业银行几十万亿元的中长期贷款，如何能成为实体经济中长期资金的主要提供者？

要完成这一历史使命，资本市场改革的关

键是彻底放宽放松市场的入口。企业发行股票和债券是企业的天然权利，好东西高价格，差东西低价格，好东西可以上市买卖，差东西也可以上市买卖，只要依法合规经营。该如何定价，该如何进行风险评估，应该交给市场来决定，要相信一个健全的资本市场一定能具备风险定价能力。资本市场对企业的要求只有一个，要老实，要讲真话，好就是好，不好就是不好，要有完整的、能让投资者易得易解的信息披露制度，至于公司好坏和价格投资者自会判断。

当前我国实体经济在市场准入上的改革取得巨大突破，放松市场入口，放开企业注册审批，放开投资项目审批，放开企业资质以及职业资质审批，变事前监管为事中事后监管，实行联立监管。改革力度空前，有力推动了万众创新、大众创业。但是我国资本市场在放松放宽市场准入上的改革却进展缓慢，总想由政府 and 监管机构来把好入口，发行的股票、债券和资产证券化产品都是好公司、好产品，信用上靠得住。然而这种准入制度必然把大部分企业排斥在资本市场大门之外，资本市场也失去了风险定价能力，投资者失去了风险识别能力。资本市场的基本功能是定价和交易。放开入口，培育市场定价能力，加强交易监管，完善信息披露制度，才能逐步让资本市场具备强大的融资承接能力，完成中国金融市场上最大的结构性转型。

## 加速资本社会化

二要加速推动资本社会化，让大部分企业都成为公众公司，让社会大众共同承担实体经济的经营风险并分享收益。万众创业、万众创新”需要全民共同投资实业。

当前我国经济增速持续下滑，不仅仅是因为国内外需求下降，经济增长结构和动力在加速转型造成的，也是由于我国企业制度存在严重缺陷的结果。我国国有企业资产超过一百万亿元，占比过高，经营机制不活，需要实行分类管理、资本化运作，并实行混业所有制。我国民营企业同样存在着严重的制度问题，尤其是占民营企业绝对主体的中小企业，基本上都是家族企业，不仅仅经营和管理机制很难适应现代市场经济需要，更由于家族型民营企业越来越不愿意承担实体经济的经营风险，小富即安思想严重，投资意愿持续下降。过去，我国民营企业投资增速一直远远高于国有投资，现在已经出现了民营投资增速低于国有投资现象。因此，从发展趋势看，如果只是让少部分家族型企业来承担未来实业经济投资风险是不可能的。民营企业也需要实行混合所有制。整个社会资本的混合化，也就是资本的社会化。

加速资本社会化和企业社会化的基本路径是推动企业上市，成为公众公司。公众公司是最彻底的混合所有制。根据相关数据推算，截至2013年美国实体经济领域上市企业总资产要占到全部企业总资产的42%左右，我国只有12%左右。尽管在高峰期沪深两市总市值甚至超过了GDP规模，但是主要是估值过高导致

的，实体经济领域中企业资产的上市率仍然很低，与美国有近四倍之差。因此，推动大部分国有和家族型民营企业成为上市公司，推动企业资本社会化、企业经营职业化和专业化，让社会民众共同参与实业投资，共同承担风险并分享成果，是当前中国经济转型的一项重要任务。光有经济结构的调整，没有企业制度的转型，不能有效推动资本社会化，不能高度分散实业投资的风险，中国经济增长的微观基础和动力问题就难以解决。

中国资本市场必须承担着推动国有和民营企业制度转型的伟大历史任务。当前，民众有巨大的股权投资热情，企业有急切的上市热情，机会千载难逢。为此，我们必须彻底疏通企业上市的所有管道，实行宽口径上市，加强事中事后监管。先让企业成为公众公司，再通过资本市场的规则推动国有企业和家族型企业加速改制，推动现代企业制度真正建立起来。要加速推动多层次资本市场的建立，新三板”就是成功的典范。尽管在发展初期存在着一定的波动，但是总体来看，新三板”实行发行、上市、交易、退市和监管的市场化，方向是正确的。这次股市出现较大波动，不是由于股票供给过度，而是股票的需求和供给改革不对称。需求是宽口径的，甚至是带杠杆的；供给是窄口径的，是可以行政控制的。这种供求机制的不对称，使得投资人只根据资金涌入市场的程度来判断指数的趋势，逐渐形成了泡沫。加速发行注册制，加速多层次资本市场的建设，加速推动企业成为公众公司，重塑实体经济的微观主体，是当前我国资本市场最重要的历史使命。

## 推动居民金融资产投资多元化

三要推动居民金融资产投资多元化，维护居民金融资产的保值增值。

根据各方面的统计数据估算，除了民营企业外，我国居民拥有的资产包括近一百万亿元的住房以及六七十万亿元的金融资产。我国居民的财产收入主要来源于居民拥有的金融资产。我国金融市场的基本功能是通过金融中介机构和金融市场，将居民储蓄的金融资产“拨给”实体经济用，再将实体经济付出的利息，支付给提供资金的居民户。根据居民承担风险的不同，分成了银行存贷、债券和股票等不同的融资方式。保障居民金融资产的保值增值，维护居民金融资产的安全，让居民充分分享实体经济成果，并承担实体经济波动的风险，最大限度地减少居民金融资产配置成本，将绝大部分实体经济提供的利息送到居民手中，是我国金融市场和金融机构的神圣职责。

然而，从维护居民金融资产保值增值角度看，我国金融市场存在着严重问题。

一是居民金融资产中存款占比过大，约占70%左右，债券和股权类资产占比过低。居民几乎无法分享实业经营收益，也不承担实业经营风险。对应的实体经济负债率越来越高，资本金得不到补充，经营风险无法分散。

0门槛, 直接在线申请

3秒获知预评额度、最快一天审批

按日计息、不提款时不付息

请即登陆广发银行官网申请 [www.cgbchina.com.cn](http://www.cgbchina.com.cn)

二是居民参与股权投资的收益波动性过大，信用类债券发行量和存量过小，好的信用债基本上被金融机构垄断，居民很难买到。每次股市的巨大波动都会导致居民金融资产的巨大再分配，而且往往是投机剥夺投资、机构剥夺散户、企业剥夺居民户的利息再分配。居民很难把股权类投资作为稳定的金融投资收益来源。

三是金融市场和中介机构的运作成本过高，金融市场的消耗过大，企业支付给资金最终提供者居民户的利息大部分被金融市场消耗和金融机构获得，导致一方面企业支付了很高的资金成本，另一方面居民户并没有获得相应的利息收入。目前我国企业的平均资金成本在6%—7%之间，而居民金融资产的平均收益在3%左右，中间的巨大利差消耗在金融市场和金融机构身上。

四是除了大的商业银行外，居民对大部分金融机构缺乏信赖感。因为金融机构除了让居民开股票账户、卖产品和拉存单外，没有做到从居民的家庭金融资产保值增值角度去开展业务，没有去制止部分居民金融资产中过度投机、过度交易的现象，没有处理好居民自担投资风险和帮助居民金融资产保值增值两者之间的关系。

从发展趋势看，资本市场和中介机构要承担保障居民金融资产保值增值的核心职责。要扩大居民金融资产中股权和债券的投资比例，相应扩大企业直接融资的比例，但是同时要减小居民直接金融投资收益的波动性和本金安全性。为此要大力发展公私募基金和资产管理公司，鼓励大力发展各种保本型和指数化产品，要制止各种信用杠杆和带杠杆性质的分级产品的过度发展。证券中介机构应该把服务目光转移到居民户和企业身上。这几年，证券经营机构非常重视金融机构之间的合作和业务机会，相互搭桥、互通渠道、互通产品、互相投资，彻底打通了金融机构之间的资金通道，这些创新是必要的，但是金融市场的最终服务对象仍然是企业和居民户，尤其是居民户是金融市场上大众群体和弱势群体，更需要得到金融中介机构的帮助。

民众参与股票市场投资，并不是坏事，热情需要加以保护。关键是要针对普通百姓参与股票市场投资中的困难和问题去开展业务，提供服务。普通投资者并不是天生就爱投机，而是不知道该如何投资，如何价值化投资，也从来很少从中长期价值化投资中尝到甜头。随着互联网时代的到来，个人投资股票中的很多问题都有条件解决，关键是看资本市场的中介机构是否真正将居民金融资产的安全性和保值增值作为核心经营宗旨。中国金融市场的最大贡献者是居民，让居民金融资产合理配置，保值增值，是保障中国资本市场长期稳定健康发展的基础。

资本市场的创新有轻重、先后，但这三大历史任务是当前实体经济发展和我国经济转型最迫切需要解决的。围绕解决这三大历史问题去创新，就能让资本市场的创新符合中国国情、服务实体经济，并得到中小投资者的广泛支持。

## “地冷房热”反常现象缘何上演

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

国家统计局公布的上半年楼市运行数据，以及7月份的百城房价数据均显示，房地产市场在持续回暖，但我们对此应保持谨慎。

近期，一组非常重要但反常的数据需引起重视，那就是即便房价连续上涨、成交量连续三个季度回升，但开发商在土地市场上非常谨慎，甚至“用脚投票”（新开工也遵循这样的规律）。中指院数据显示，7月全国300城市土地出让面积环比下滑21%、同比下滑34%，延续了上半年持续回落的态势。而在2009年、2012年楼市回升周期中，土地市场在商品房销售市场回暖半年后也迅速反弹。

作为重要先行指标的土地购置和新开工持续冰冻，形成“地冷房热”的反常，笔者认为有三个原因：一是房企“抢食”一线和少数二线城市土地，溢价率高启和配建公共工程的硬指标，使得这些城市即使是楼市的“安全岛”，但操盘考验和房企竞争惨烈，其间风险不能忽视。广大的二三线城市尽管土地供应充足，但开发商整体悲观，用脚投票。二是整体供应过剩背景下，二季度以来土地价格逆势走高，7月份300个城市土地成交楼面价同比上升了30%，土地财政未减。三是楼市库存压力或超过预期，如果将在建未售和已批未建两块“被忽略”的库存算在内，库存去化压力可能非常大。

始于去年9·30”新政以来的楼市回升，可谓远超预期，持续了三个季度。全国商品房销售面积从1—2月下降16.3%，逆转到1—6月份回升3.9%，仅用不到半年时间。这种强力反弹，是在楼市过去10年布局的紧缩政策“一股脑”退出、货币政策持续宽松、各地救市和力度史无前例等重磅利好叠加下实现的，其大背景是“稳增长”不能容忍房地产这个“庞然大物”快速回落。但是，即便如此大力度扶持，作为经济重镇、二线城市密集的东北，今年以来楼市供应过剩、房价下跌的局面仍难以改观，背后原因是重化工业占主体、产业落后且升级缓慢、居民收入水平低、人口老龄化且大量流失（每年流失在200万左右），这些内在的问题是政策扶持解决不了的。事实上，类似东北楼市衰落的问题，在我国中西部很多省份，特别是其中的三、四线城市普遍存在。

7月份以后，楼市销售开始下滑。CRIC监测的数据显示，7月份，59个重点城市新建商品住宅成交2899万平方米，环比下滑13%。其中，一线城市成交428万平方米，环比下跌10%；二线代表城市成交1920万平方米，环比下跌12%；三、四线代表城市成交环比降幅达到18%。8月首周，主要城市成交量继续明显回调，一、二、三线城市成交量均下跌，且跌幅均超2成。

作为“领头羊”的一线城市，7—8月份回调非常明显。除北京因近期“通州副中心”效应带动楼市火爆，7月成交量环比上涨33%以外，上海、广州和深圳7月成交量环比分别下滑33%、19%和9%。8月首周回调更明显，一线城市成交量平均下滑20.4%。上半年疯涨的深圳楼市，回调最明显。7月份，深圳新房和二手住房成交套数分别下降14.4%和11%，而新盘去化率也从4、5月份的90%以上，下降到8月初的60%左右。

成交量明显回调后，房价（或涨幅）也撑不住了。7月份，尽管百城房价连涨3月，但涨幅全面收窄。与6月相比，7月房价环比上涨城市减少7个，涨幅在1%以上的城市减少2个；房价环比下跌城市增加7个，跌幅在1%以上的城市增加5个。尽管从数据表现看，深圳新房均价环比仍上涨10%，但这很大程度上是网签滞后的结果。最有代表性的二手住房价格回调明显。

值得注意的是，成交量回调，淡季非主因，很大程度上在于后期需求跟不上、房价上涨透支和抑制需求所致。特别是，二套房贷松绑和营业税免征期5改2”，极大地刺激了改善型需求，高价住宅成交旺盛带动房价上涨，其示范效应驱动刚需蜂拥入市。其中，一线城市房价暴涨，股市短期财富效应占很大比重。进入下半年以后，旺盛的需求难以接济，而股市财富效应均衡的扰动也开始消退，楼市回调在情理之中。

目前，对楼市回升最大制约在库存压力和需求的可持续性。相比5亿平方米的住宅待售面积，5月和6月库存分别下降121万和191万平方米，算不上库存压力缓解，特别是商品房库存仍在增加（商业办公的库存压力很大）、隐性库存很大。供应压力不减的同时，需求过度释放后的可持续性受到考验，在供求关系逆转、房价回升背景下，后者需引起重视。

除此之外，下半年还有三个不利因素阻碍楼市回升：一是个人房贷紧缩。在深圳，占房贷份额超过60%的四大国有银行，已将首套房贷首付成数提至4成，利率上浮5%—10%，二套房贷利率均上浮10%以上，很多中小银行停止房贷。在上海，提供房贷的27家银行中，有9家已将二套房贷首付提至七成，利率普遍上浮10%；二是由于股市震荡下行，财富效应对楼市的接济全面消退，加上房地产税第一波“距离落地”如此之近，1—7月高价住宅（7—15万/平方米）销售同比增长50%以上的局面不可能持续，对房价的拉动和需求入市的示范和驱动效应也将全面消退；三是CPI连续回升，将制约货币政策宽松的空间，也将对楼市形成一定利空。