

共享经济时代的新金融挑战

□中国社科院金融所所长助理 杨涛

日前，国务院总理李克强在出席夏季达沃斯开幕式时强调了“分享经济”的概念。我们看到，伴随着信息化社会的飞速发展，一方面传统经济发展中的某些矛盾变得更加突出，另一方面也迎来了全新的发展机遇和挑战。Sharing Economy正是其中最具有革命性的领域和方向之一。从上世纪到本世纪，其英文所指的内涵在不断演变和更新。就其对应的中文来看，则体现出从分享经济到共享经济的过渡。现实中虽然经常被混在一起使用，但是与分享经济相比，共享经济所体现的内涵要更加广泛，自由度和社会化协同程度要高得多。

共享经济时代来临

早期的分享经济理念，主要针对市场经济国家快速发展中的收入分配矛盾，试图通过优化和完善分配结构，从根本上解决现代资本主义的某些失衡，缓解日渐凸显的各阶层利益冲突。进入新世纪之后，互联网信息技术深刻改变了经济与社会组织结构，对于信息采集、处理、交换带来深远影响，逐渐对诸多行业的生产与商业模式产生冲击。这不仅使得剩余资源的使用效率、使用方式变得更丰富，抑制了资源价格的过度膨胀，同时也使得消费者主权得到进一步提升，通过“使用权”而非“拥有权”的交易，就能够更好地享受经济发展的成果。

当然，在现实中已经出现了诸如Uber等一些分享经济的典型模式，但从分享经济到共享经济的整体转换，还面临一系列的困难与挑战。然而不可否认的是，共享经济时代的来临已经不可阻挡，这源自于经济社会运行效率提升、市场经济伦理问题日渐突出的双重压力和动力。

金融创新总是与实体经济密切联系在一

起，伴随共享经济的蓬勃发展，共享金融的探索也应运而生。作为起点，我们可以尝试对其内涵加以粗略描述。所谓共享金融，就是通过大数据支持下的技术手段和金融产品及服务创新，构建以资源共享、要素共享、利益共享为特征的金融模式，努力实现金融资源更加有效、公平的配置，从而在促使现代金融均衡发展和彰显消费者主权同时，更好地服务于共享经济模式壮大与经济社会可持续发展。

共享金融的发展根源

就我国来看，共享金融的发展根源，归根结底在于为了更好地应对宏观和微观两个层面的矛盾与挑战。

首先，从宏观层面来看，有六大因素导致了共享金融的迫切性不断提升。一是我国当前面临“新常态”的发展格局，经济增长的长期问题与周期波动的短期问题纠缠在一起，调整产能过剩的压力与有效供给不足的问题并存，相应来看金融资源的供求也出现结构性失衡，即在金融业和金融运行规模不断扩大的背景下，某些领域的金融供给过剩，某些领域的金融需求却难以满足。由此，共享金融对于解决这些经济资源与金融资源的“错配”难题，提供了一条重要途径。二是虽然仍然面临一些困难和障碍，但是人民币国际化和金融国际化已经“箭在弦上”，这使得原来国内相对封闭环境下的金融资源配置面临更多外部挑战，同时也带来跨境金融优化的现实机遇，通过运用共享金融的创新模式，可以给跨境的金融互通、财富管理等带来全新的天地。三是近年来主流金融体系发展快速，但与此同时经济中的许多问题却“积重难返”，这使得其配置资源的能力受到质疑。伴随主流金融机构的“脱媒”趋势，更加体现“人人”特点的体制外金融模式“崭露头角”，共享金融正是联系这些“新金融”的核心主线。

四是与经济发展中的不平等性相似，迄今为止的金融创新在应对收入不平等等方面乏善可陈，甚至带来许多不利于中低阶层的财富再分配，例如长期大起大落的股市。对此，如何真正使得企业部门和居民部门中的“弱势群体”，真正享受更加合理的金融服务，得到自身应有的金融权利，成为共享金融的重要突破点。五是城镇化带来的人口集聚、人口老龄化引起剩余金融资源的积累、金融市场化的不断推进，都有可能拓展金融活动的边界，打破原来无所不在的金融垄断，重构金融交易的价格形成机制，使得共享金融服务的可行性进一步提升。六是新经济时代逐渐体现为创客时代，大规模、集中的产业集聚模式和企业扩张模式，不再成为必然的趋势，同时大量涌现“小而美”的产业与企业形态，相应的劳动力就业结构也在时间、空间上发生转变，作为“经济人和社会人”的功能和职责也不再是“一个萝卜一个坑”，这些都使得分散化、及时性、智能化、合作共赢的共享金融服务变得更加必要。

其次，就微观层面看，共享金融的基础也在于六个方面因素。一是令人眼花缭乱的金融创新在提升金融效率同时，也使得金融交易变得更加复杂，在许多情况下距离普通人越来越远，逐渐成为少数金融“精英”的游戏，也带来金融脱离实体的困境。由此，共享金融的重要着力点，也是促使金融活动“走下神坛”，回归“草根”和公开透明，使公众直接感受对金融的参与互助受益过程。二是使得金融消费者从被动变为主导，能够参与到金融交易决策之中，这也是共享金融的着力点。换句话说，也是如何使得金融发展与创新从“厂商时代”的“供给决定需求”，转向“消费者时代”的“需求导向”，从而使得金融产品及服务实现“标准化”与“定制化”的平衡，真正使公众能够主动分享现代金融发展的成就。三是共享金融通

过对技术的充分运用，能够进一步打破金融供给与需求之间的“薄膜”，使得金融产品和服务更加便利和智能化，充分贴近和融入产业链、生活链中的节点，使得金融成为“身边触手可及”的服务。同时可共享的金融资源价值不仅包括资金，而且涵盖了更广泛的功能与要素，从而成为每个主体都可选择更加自由、低门槛和安全进入的“金融服务便利店”。四是共享经济的发展最终要落在商业模式建设上，从而实现商业可持续与经济社会可持续的有效结合。共享金融同样需做到这一点，其机制和模式建设就成为核心问题。对于金融产品和服务的交易和分配来说，需要充分探索依托不同平台的模式、平台之间的开放式协调、完全去平台的分散化模式等，从而最终实现金融的商业和普惠目标的共存。五是在金融资本追求超额利润的“贪婪”之下，许多金融创新也在侵蚀着自己得以生存和发展的经济社会基础，因此才需要各种“好的金融”来体现市场经济伦理，为美好社会的实现进行“弥补”和“调节”。对此，共享金融的精神动力与理念，正是为了深刻改变“丛林法则”支配下的金融竞争原则。六是新技术的快速发展，实际上降低了金融活动的搜寻成本和交易费用，提升了金融匹配效率，并且带来正的外部性和网络效应，因此使得金融活动能够进一步嵌入到经济社会的“角角落落”里，这种网络社会下的信息沟通与传递，就成为完成共享金融活动的技术基础。

应该说，共享金融理念与模式的发展，有助于抑制金融部门的过度扩张，使得金融发展中效率、平等与伦理问题更好地结合起来。从宏观和微观层面来看，依托于大数据时代的技术与制度变革，共享金融将对货币经济学和金融经济学带来全新的视角和挑战，促使金融更好地服务于经济可持续发展与美好社会建设。

一线城市的地王游戏

□上海易居房地产研究院副院长 杨红旭

近段时间京沪等地频现高价地，这在全国土地市场相当低迷的情形之下，显得尤为醒目。开发商争抢高价地，不少人担心地价这么高，未来会现开发商亏损、甚至退地的事情吗？

且看北京地王擂台赛。今年8月底至9月上的十几天时间里，保利、首开、龙湖、方兴、中铁建、懋源等房企，以187亿元抢得4块宅地。朝阳区的孙河、东坝、丰台的石榴庄地块，楼面价突破5万元大关，未来房价须超7万元甚至8万元，才能赚到钱。“面粉贵过面包”的现象再次出现。

如何看待这一现象？这涉及到当前我国房地产市场严重分化，以及局部性扭曲。所谓严重分化，主要指代区域市场和开发商。北京土地市场火爆，但绝大部分三、四线城市偏冷。今年以来，全国房地产开发企业土地购置面积同比下降32%左右，这是近六年来的最大跌幅，可见地市之冷。其背后的含义是，大部分城市房产市场低迷，开发商不愿购地。

开发商也呈分化态势。总体来看，大型开发商仍有意愿购地，要想持续发展，就得购地，否则巧妇难为无米之炊。而广大中小型企业，尤其是长期在中小城市摸爬滚打的中小房企，由于市场持续几年低迷、库存量大、资金紧张、经营困难，多数都没购地意愿。

而大房企阵营当中，其实也出现分化，央企（少数地方国企）和少数民企购地依然积极，其他则偏保守。从今年前8个月购地金额排名来看，华润购地金额最大，其次是恒大、绿地、旭辉、万科、龙湖、金地、保利等，而世茂、雅居乐、招商、富力等购地量很少。从购地金额与销售收入金额的比值来看，购地较积极的依次是旭辉、华润、中铁建、龙湖、恒大、金地、绿地等。

话题回到北京。近段北京地王频出，原因主要有三。其一，需求旺盛。购房需求旺盛，房价涨幅明显，所以导致房企购地需求强烈，况且多数城市楼市持续调整，房企不得不重点布局一线城市。其二，供应稀缺。一线城市国有建设用地供应紧张，北京更是如此，宅地被抢也属正常，开发商嗷嗷待哺。其三，品牌效应。抢到地王，未来产品必走高端路线，即使赚不到钱，也能为企业品牌加分。其四，从众心理。大牌房企参加竞拍必然会示范效应。

那么，这些抢高价地的开发商，到底是精明，还是冒进？这个问题并非只是简单的二选一。中国大城市地王频出的历史，基本上是从2007年开始的。八年过去了，多数当年的地王都赚到了钱，其中部分还属于暴利，但也有少数没赚到钱，甚至亏损的。假如历史重演，当年拿地王的开发商多数可能并不后悔。有些项目虽然没能赚到钱，但也赚到了吆喝，为品牌加分，省了广告费。尤其是部分大中型房企，将企业总部由二、三线城市搬至一线城市，客观上需要在总部所在城市拥有项目。

然而，对于个别的民营企业，尤其是中小企业开发商，如果在错误的时间，或者错误的地点，或者两个错误齐备，则很可能拿地时风光无限，卖房时万分艰难，甚至没到建房，就已退地，不得不不断降价求生，甚至危及企业经营。

回顾过去几年的“地王史”。2007年四季度和2008年上半年的地王，在2008年四季度和2009年上半年卖房时相当多很失望。2009年四季度和2010年的地王，在2011年下半年和2012年上半年卖房时，也感风寒。2013年下半年的地王在2014年则痛苦不堪。

举一个上海的案例。2007年9月，上海楼市非常繁荣，房价大涨过程中地市火爆。一家名不见经传的房企——上海志成企业，竞价历时2个多小时、440轮叫价，以成交价超出底价250%战胜绿地、华润等知名房企，获得普陀长风生态商务区地王项目。但是，2008年楼市快速降温，该企业6月以损失1亿多元为代价退出了这一地王项目。

再举杭州案例。2010年10月，雅戈尔以总价24亿元在杭州抢得申花板块单价地王，然而到了2013年6月，雅戈尔以损失4.8亿元（地价的20%）解除合同。具有讽刺意味的是，在雅戈尔退地三四个月后，杭州又掀起了一波地王潮，其中著名的华家池三地块总价拍出137亿元，被绿地、世茂、滨江瓜分，最为抢眼。

出乎这些地产大佬们意料的是，狗血剧再度上演。其后，2014年杭州市场在全国率先降价，2013年下半年杭州所有的高价地全部被套，直到今天杭州房价经历近几个月的反弹之后，那时的高价地仍然没有办法卖房赚钱，部分地块至今仍未动工。如果未来一两年再度发生类似雅戈尔退地事件，并不会让人惊讶。

相较而言，在京沪拿地王的开发商，要比杭州等二线城市的日子好过些，主要原因是杭州楼市涨幅偏大，而且2011年以来库存压力较大。而京沪的超强城市地位，决定了其房价波浪式前进，大涨小跌，轮番向上，即便是暂时被套，只要能熬过短暂的冬天，在下一个春天或夏天大多数会解套。

比如，在2013年7月北京楼市最火爆的时点，经过7轮激烈竞拍，中粮抢下孙河地王，楼面价4.8万元每平米。2014年北京房价下跌幅度超过上海和深圳，这一地王深度被套。但今年楼市回暖，近几个月北京房价加速上涨，而且孙河频出楼面价5万元以上新地王，则中粮老地王已经解套，已有利可图。

问题的关键，就在于那些暂时被套的房企是否身板够硬，能否扛过冬天；是否融资成本够低，能否避免沦为金融机构的“打工仔”。显而易见，央企、国企和大型民企身板硬，融资成本低。比如利润率全国最高的中海地产，融资成本只有4%以上，远低于中小民企的15%-20%。因此，一线城市的高地价游戏，并不是想玩就能玩，对此开发商应有清醒认识。

股市如何更好发挥“晴雨表”作用

□工业和信息化部赛迪智库 乔宝华

今年以来我国股市波动比较剧烈，先是经历了快速上涨，而后在6月中下旬又经历急剧下跌，但我国宏观经济基本面并没有发生大的变化，这种“经股背离”的现象引起广泛关注。我国股市与实体经济有何关系？如何更好地发挥我国股市的晴雨表作用？厘清这些问题，对客观准确判断经济形势具有重要意义。

上市公司代表性

第一，工业类上市公司仍然是上市公司的主体，但效益占比下降明显，对整个上市公司的代表性在减弱。

从企业数量看，工业类上市公司在全部上市公司占比很高且保持稳定。中国证监会统计数据显示：截至2015年6月，我国境内上市公司（A、B股）共有2797家；按照《上市公司行业分类指引》，其中工业类上市公司有1920家，占全部上市公司的比重接近70%。从企业效益看，工业类上市公司在全部上市公司的占比较低且持续下降。其中，营业收入占比在2000年达到峰值75%，2001-2003年大幅下降至58%，2004年以来在波动中保持稳定，但是自2012年开始又连续三年小幅下降，2014年降至56%，比峰值下降了约19个百分点。利润总额占比在2000年达到峰值78%，此后基本呈现逐年下降，仅在2010年有过小幅回升，2014年已降至30%，不足峰值的40%。

第二，工业类上市公司是工业企业的佼佼者，效益占比在波动中趋于稳定，对规模以上

工业企业的代表性略显不足。

从企业数量看，工业类上市公司仍然是工业企业的佼佼者，其占规模以上工业企业的比重整体较低但比以前有所提高。2012年4季度占比为5.18%，2014年1季度大幅降至4.75%，2015年2季度恢复至5.20%。从企业效益看，工业类上市公司营业收入占规模以上工业企业比重在波动中基本保持平稳，而利润总额占比先是大幅下降而后趋于稳定。2000年，工业类上市公司营业收入和利润总额占比分别为16%和40%，两者差距高达24个百分点；此后营业收入占比基本在14%-16%区间内波动，而利润总额占比却大幅下降，至2014年，占比分别为15%和16%。

股市与实体经济相关性

从相关性看，股指涨幅与工业增速整体弱相关。2001年以来，我国主要股指涨幅与工业增加值月度同比增速（简称“工业增速”）整体弱相关，且呈现两个明显特点：一是只有上证工业类指数与工业增速正相关；二是只有深证综合指数与工业增速的相关系数显著。分阶段看，2001-2007年，我国工业经济整体处于上升期，主要股指与工业增速低度正相关，其中深证制造业指数与工业增速相关性最强。

从国际比较看，美国股指对工业增速的先行性较好，且相关系数较高。美国主要股指涨幅领先工业生产指数约10-11个月，且相关系数都在0.6以上。其中，纳斯达克工业指数预报最及时，领先11个月，时差相关系数为0.6609；标准普尔500指数相关性最强，领先10个月，时差相关系数高达0.7730。

从转折点看，股指涨幅的预测可靠性有所提高。分析我国主要股指涨幅和工业增速的转折点可以发现，2007年以前股指涨幅波峰和波谷出现的时间点对工业增速的转折点没有明显的领先性，一般领先1-2个月；2007年以后，转折点的预判效果显著提高，一般领先5-8个月。2007年4月股指涨幅达到波峰，5个月后工业增速也达到波峰；2008年5月上证工业类指数和深证制造业指数涨幅跌入波谷，8个月后工业增速也跌入波谷；2009年5月，股指涨幅达到又一个波峰，8

个月后工业增速也达到波峰。2011年8-9月，主要股指涨幅先后跌入波谷并开始新一轮的反弹，但工业增速目前仍在继续下探，尚未企稳。这也在一定程度上凸显出当前经济形势的复杂性，以及持续推进股指与实体经济关系研究工作的迫切性。

持续推进市场化改革

由于我国股市对实体经济具有较好的领先性，预测工业增速转折点的可靠性也有所提高，从本质上讲，我国股市是实体经济的“晴雨表”，但是，该“晴雨表”经常失灵，需要通过持续推进市场化改革来修复股市功能。一是稳步推进股票发行注册制，发挥股市的投资功能，使上市公司的产业结构充分体现整体经济的产业结构和产业发展趋势；二是严格实施上市公司退市制度，不断提升上市公司质量，激发资本市场活力，提高市场效率，使股票价格能够有效反映上市公司的经营业绩和盈利能力，反映实体经济运行情况。

积极探索监测预测指标体系，客观准确判断经济形势。在一些西方国家，由于股市能够较好起到实体经济“晴雨表”作用，因此股指波动被视作判断经济形势的重要指标，但也并非唯一指标或首要指标。我们需要构建适应我国经济发展实际的监测预测指标体系，特别是当前我国经济正处于转型升级新阶段，新情况新问题不断涌现，对客观准确判断经济形势也提出了新要求。因此，需要继续加强监测预测指标体系研究工作，深入分析股票指数、PMI、用电量、铁路货运量、银行中长期贷款等指标的预测效果，构建一套适应我国实际的监测预测指标体系。

去弊兴利 将场外配资纳入监管轨道

□中央财经大学教授 邢会强

配资业务是一把“双刃剑”，这对投资者的风险管控能力以及监管者的监管能力提出了新挑战。进一步加强监管所当然，建议采取疏导的策略，在《非存款类放贷组织条例》中加入与配资有关的内容，规定配资机构的行政许可，同时规定融资杠杆的最高比例，并制定专门的管理办法，实施信息透明度监管、投资者适当性管理、账户托管与监管等多项严格管理，以保护金融消费者的利益。

场外配资指未纳入金融监管的配资，有民间借贷、P2P配资、伞形信托产品配资、私募机构配资、银行理财产品配资等多种模式，但基本原理是一致的，即配资公司向配资客户提供资金，同时提供一个虚拟账户供配资客户使用，配资客户独立操作该账户，配资公司按合同约定对该账户进行风险监控，以确保其出资安全，配资客户每期预付利息，到期自负盈亏。

配资业务通过扩大股市资金供给，活跃资本市场，有利于增加股市流动性，便利企业

融资，优化资源配置，也有利于增加政府税收，发展和壮大资本市场。但配资业务也是一把“双刃剑”，一是可能助长一些人的赌徒心理，希望以小博大，一夜暴富；二是平仓风险。

配资合同中均设置了警戒线和平仓线，如果触发强平，可能会使投资者血本无归；三是资金安全风险，配资公司不受任何部门监管，也没有有效的托管银行等安排，资金的安全性没有任何保障，配资公司老板跑路的风险极大。此外，配资业务的高杠杆性使得证券市场波动加大，助长股指暴涨暴跌，放大了市场的系统性风险。

从配资业务监管的国际经验来看，场外配资在一些发达经济体被纳入了监管范围。美国正规融资渠道畅通，而且使用融资手段的个人投资者少，杠杆需求不大。美国对信用交易规模和总量的调控主要依靠市场，政府并不进行过多干预，也不对其进行特殊控制。政府只制定一些基本的游戏规则。目前，构成美国信用交易监管制度的有三大规则：保证金规则、禁止“裸卖空”、熔断机制。另外，美国将场外市场纳入监管范围内。2010年《多德-弗兰克法案》加强了场外衍生品监管，将场外交易逐步

标准化并纳入集中清算、统一监管。从中国香港地区来看，银行和证券公司以及其他非金融机构都可向投资者提供融资服务。根据香港《证券及期货条例》要求，提供“孖展”融资活动的机构必须先向香港证监会申请受监管活动证券保证金牌照，而担任这类机构的代表本人必须持有相关受监管活动的个人代表牌照，机构也需要符合香港证监会规定的财政政策要求。

目前，我国监管部门正在加强场外配资业务监管，将采取分类的方式对相关账户进行清理整顿，且表示不简单采取“一断了之”的方式单方面解除合同。我国民间配资的发展说明了集中信用模式存在一些弊端，可以借鉴美国和中国香港地区的经验，采用分散信用模式，将场外配资监管纳入法律监管范畴。为此，建议在《非存款类放贷组织条例》中加入与配资有关的内容，规定配资机构的行政许可，同时规定融资杠杆的最高比例。在此之下，相关监管部门制定专门的管理办法，实行信息透明度监管、投资者适当性管理、账户托管与监管等多方面管理制度，以保护金融消费者的利益。

有人认为，配资合同因其违反法律的强制性规定而应当认定无效，理由主要有三：第一，违反了《证券法》第80条。其次，违反了《证券法》第142条。该条规定：“证券公司为客户买卖证券提供融资融券服务，应当按照国务院的规定并经国务院证券监督管理机构批准。”第三，损害了社会公共利益。

笔者对此不予认同。第一，出借的配资账户有的是个人账户，有的是合伙企业等非法人账户，未必都是法人账户。第二，即使出借的是法人账户，但这里面有两层法律关系，不能混同：一层是出借账户，该行为是无偿的，没有对价；一层是出借资金，该行为是有偿的，约定了固定利率。一个行为无效，并不必然导致另一个行为无效。第三，场外配资实质上是融资业务，这不是证券专营业务。证券公司可以做并不意味着其他主体不能做。第四，对“社会公共利益”做扩大解释不可取。将配资合同做无效处理的后果是严重的，这种做法不可取。配资哪只股票是配资客户自主选择的，盈亏应自担。已被强行平仓的，在集中竞价交易的证券市场，其后果是不可逆转的，无法按照合同无效“双方返还”逻辑处理。