

当前经济运行四大难题待解

一线楼市缘何成为资产保值“安全垫”

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

春节前后一般是楼市淡季,但今年春节前后的楼市却从往年的“倒春寒”转变到了“高温天”。重点城市普遍暴涨,甚至出现抢房、业主几次涨价、交易中心排长队过户等恐慌性购房现象。问题是,2015年下半年以来,国家在楼市政策上一直坚持因城施策、分类调控,北上广深被排除在“去库存”利好政策外,房价缘何暴涨呢?

目前,业内有一股很有分量的声音,认为重点城市的宏观经济基本面支持楼市火爆,例如资源的吸附能力很强,人口净流入是长期态势;土地供给紧缩,中心区无地可供,地王此起彼伏,供求矛盾长期存在并相互推动;产业转型,收入水平较高;高净值人群、高收入居民集中,投资需求强烈。总而言之,这类观点认为,重点城市的楼市是比较健康的、有基本面支撑。

笔者认为,固然有基本面因素的作用,但这些因素过去也存在,其他城市也存在,难以解释近期重点城市房价暴涨。笔者认为,包括一线城市在内的重点城市房价暴涨,首要原因就是利率水平和购房成本降至新低,杠杆水平提至新高所推动。由于外来人口净流入,重点城市需求空间很大。截至2014年年底,北上广深适龄购房人群(25-44岁)占常住人口的比重在30%-50%之间,近年来年均流入人口在20-30万人左右,加上支付能力不足积累的需求,以及学位房、“以小换大”等换房需求,在上述优惠政策激励下,购房门槛降低,这些人群加快入市,推动房价上涨。

此外,经济景气度下行,希望楼市稳定以托住经济。今年以来“去库存”利好此起彼伏,特别是春节前后,提杠杆、降成本政策频出,市场预期明显好转。同时,股市经历了从“大牛市”到“震荡下行”的转变,与楼市“跷跷板”效应再次显现,理财产品收益率大幅下行,创业创新告一段落。于是,市场上出现了所谓的“资产配置荒”,重点城市楼市成了保值增值的“安全垫”。招商银行和贝恩资本发布的《2015中国私人财富报告》,广东、上海、北京、江苏、浙江等五个省市的高净值人群数排名全国前5位,近期房价上涨也集中在这些区域。

笔者认为,不管是需求在政策激励下跑步进入楼市,还是高收入人群投资楼市,这些本身都没有问题。关键是,房价上涨预期强烈的情况下,各类投机需求、短期炒入市,这或许是近期深圳和上海等重点城市房价暴涨的重要原因。由于低成本、高杠杆,个人融资很便利,房价上涨能轻松覆盖成本,投机需求、短期炒作难以避免。据深圳链家数据,2015年底以来,深圳二手房市场投资客(明确买房非自住)占比从2015年第三季度的20%上升到30%,是2011年的3倍。

同时,近年来互联网金融创新轰轰烈烈,近期发生的上海链家事件暴露出楼市场外融资的问题。在标的理想、房价上涨预期、融资便利的激励下,以“首付贷”为代表的互联网金融产品在P2P平台上非常受欢迎。事实上,2014年以来,平安好房、搜房网、世联和其他P2P平台也推出类似的金融产品。因此,不具有首付能力的购房者也进入了市场,特别是一些获取短期收益的客户。这样,房贷对于杠杆的限制,比如套房房贷首付3成、第二套房房贷首付7成,或许就被突破。实际杠杆水平的抬升,会极大地刺激短期内的需求和对房价的承受能力。

另外,商业银行一直将房贷作为优质资产看待,在经济景气度下行背景下更是如此。融360数据显示,截至今年2月23日,35个重点城市首套房贷利率全部跌破5%,降至历史新低,北上广深四个一线城市被各大银行视为房贷必争之地,相应给予的优惠也最多,首套房贷利率低至8.2折。而且,近年来一些中小银行纷纷发放消费贷款、信用贷款等,这些贷款很多也流向了楼市。

防止房价大起大落,一直是政府在楼市管理上的基本思路。从今年1月国家统计局公布的房价指数看,深圳、上海、北京等地房价出现大涨,而且其中掺杂了投机炒作,这对稳定金融秩序、避免资金“脱实入虚”非常不利,也起不到“稳投资”、“去库存”的效果。因此,政策适当干预是必要的,近期上海和南京已经发布了相关政策。比如上海禁止中介参与炒作、故意制造紧张气氛,南京口舌相传,似乎也要呼之欲出。笔者认为,当前重点城市楼市情绪亢奋,杠杆较高,投机炒作明显,政策抑制是必要的。

但同时,全国正在“去库存”,楼市之于经济“稳增长”、新型城镇化“促转型”具有双重作用,重点城市楼市“领头羊”意义也很重要,故不会实施严厉的打击政策。相反,政策会有针对性地抑制投机炒作、非正常加杠杆等破坏市场秩序的行为,让房价回归基本面驱动。因此,笔者认为,各地调控政策出台以后,未来重点城市的楼市会有一段时间的平静。近日,央行超预期降准,意在释放低成本资金配合“去库存”。由此,未来政策利好、利率和成本继续“双降”趋势很明显,甚至会出现负利率的预期,重点城市房地产资产属性越来越明显,未来房价依旧会处于上涨通道。

年1月份中国制造业采购经理人指数(PMI)和中小企业各项指标为代表的财新PMI均低于预期。1月份中国制造业采购经理人指数(PMI)为49.4%,比上月降低0.3个百分点,连续第六个月位于临界值之下。财新制造业采购经理人指数PMI为48.4%,连续11个月低于临界值,但比上月回升0.2个百分点,显示出一点积极迹象。

四是房地产去库存压力加大。去年房地产政策松绑推动的商品房销售热潮集中在4-11月份,从12月份开始销售出现降温。同时,房地产库存压力进一步上升。2015年末我国商品房待售面积为7.2亿平方米,考虑待售期房库存后,广义房地产库存面积为32.3亿平方米,去化周期高达30.2个月。房地产市场处于明显供过于求,不利于房地产投资企稳。

加强供给侧结构性改革

建议深入贯彻中央经济工作会议精神,以“加大力度、精准改革、管理预期、同向使动”为着力点,坚持定力,稳住信心。

着力稳汇率,防范系统性金融风险。调整人民币国际化的时间表,明确表示人民币国际化是中国经济和金融发展的自然结果。人民币由“盯住”美元转为“盯住”一篮子货币,并设置对一揽子货币汇率的波动走廊,一旦超出波动范围,就果断于干预外汇市场,打消贬值预期。通过管住汇率这一头,扩大国内货币政策操作空间,为提供充裕的流动性创造条件。加强外汇市场执法检查力度,对地下钱庄、虚假贸易、逃汇、骗汇等违法犯罪活动实行高压打击,维护外汇市场正常秩序。

着力扩内需,防止经济增速滑出底线。一季度稳增长的关键是扩大基建投资。应加大专项建设资金下拨力度,扩大地方政府债务置换规模,加快落实已出台的停车场、充电桩建设等政策,明确要求春节后各地加快新开工一批基建项目。加快户籍制度和以新市民为对象的住房制度改革,进一步降低购房首付比例,降低购房营业税和所得税,促进房地产去库存。

着力推“双创”,缓解就业压力。一是针对小微企业进行结构性减税。二是完善在校大学生休学创业办法,鼓励在校大学生进入企业实践学习。三是支持高校与各类培训机构合作开展创业培训。四是用好国家产业创投基金,鼓励创新创业。五是以发放培训补贴的形式加大对“双创”工作的支持力度。

着力抓国企改革示范,推动改革见实效。通过国企等结构性改革示范推动改革举措落地,并取得实效,增强信心,改善预期。目前,应按照国务院《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》的要求,在电力、电信、民航、军工、石化等领域推出一批混合所有制改革的试点示范,选择几家央企,在母公司或者上市二级公司进行深化混合所有制改革。同时,选择一些大型企业的子公司,推出力度比较大、以管理层和员工持股为主的混合所有制改革,明确公开透明地给出价格上的优惠。

指标	2015年实际		2016年一季度预测	
	亿元	%	亿元	%
GDP	676708	6.9	157007	6.5
一产	60863	3.9	8080	3.0
二产	274278	6.0	59590	5.7
三产	341567	8.3	89337	7.4
规模以上工业增加值	-	6.1	-	5.6
城镇固定资产投资	551590	10.0	84487	9.0
房地产投资	95979	1.0	16068	-3.5
社会消费品零售总额	300931	10.7	78140	10.5
出口(亿美元)	22765.7	-2.8	4678	-9.0
进口(亿美元)	16820.7	-14.1	3309	-15.2
居民消费价格指数	101.4	1.4	101.8	1.8
工业生产者价格指数	94.8	-5.2	94.8	-5.2

不足、部分行业产能过剩、各类要素成本攀升、投资环境存在缺陷等因素影响企业投资意愿并导致金融机构惜贷慎贷,民间投资动力减弱。三是库存偏高导致房地产投资由正转负,产能过剩导致制造业投资下滑。初步预计,一季度投资增速将回落至9.0%左右。

消费继续发挥经济增长稳定器作用。一是居民收入增长较快,城乡居民收入增速持续高于GDP,多地上调最低工资标准,机关事业单位基本工资提高,消费基础比较稳固。二是“互联网+消费”、“互联网+金融”等应用加快推进,明显提高了居民消费的便捷程度,激发了之前由于消费支付环境欠佳而不能释放的消费潜力。但是,消费需求与供给结构不匹配,消费品有效供给不足问题明显,适合中产阶级与新生代消费者的高品质、个性化商品供给不足,养老、健康、旅游休闲等产业受体制机制因素制约发展较慢,不利于潜在消费能力释放。初步预计,一季度消费品零售总额增长10.5%左右。

外部需求增长动力不足。2015年进出口总值39586亿美元,同比下降8.0%,为2009年以来的首次负增长。今年一季度,世界经济增速继续放缓,外部需求依然相对疲软,跨太平洋伙伴关系协定(TPP)预期效应会带来一定的贸易转移,贸易保护主义始终存在。与此同时,支持外贸稳定增长的政策措施、“一带一路”战略的推进,以及人民币兑美元汇率贬值等因素有助于稳定外贸增长。初步预计,按照美元价计算,进口将下降15.2%左右,出口将下降9.0%左右。

第三,物价水平仍处低位。从居民消费价格来看,劳动力成本呈现出刚性上涨态势,服务价格稳中趋升;肉禽和蔬菜等食品价格还有较大的不确定性。但是,社会总供求关系仍然宽松,抑制后期物价上涨;宏观经济继续降温,居民通胀预期有所减弱;国内粮价基本稳定并

且高于国际价格,进一步上涨空间有限。从工业品价格看,国际大宗商品价格进一步下跌空间缩小,初级产品进口价格趋稳;我国工业供给能力充足,部分领域产能过剩问题仍比较突出,工业品价格仍难以明显回升。初步预计,一季度CPI同比上涨1.8%左右,PPI将同比下跌5.2%左右。

当前经济发展中的四大问题

一是人民币贬值与资本流出加大金融风险。近期,我国热钱流出规模较大,人民币快速贬值风险加大。2015年中国跨境资金流动总体呈现净流出态势,全年银行结汇较2014年下降9%,售汇增长24%,结售汇逆差4659亿美元。2016年1月,跨境资本流出压力继续加大。人民币过快贬值、资本流出与国内股市波动形成恶性循环,压缩货币政策操作空间,限制央行采取降息降准等措施,有可能使市场利率上升,引发债市风险。此外,还会使企业海外负债成本增加,可能造成部分企业出现短期偿债风险。

二是隐性失业显性化风险加大。目前,在经济困难的地区和行业中,职工“脱岗不下岗”,企业“养人不用人”,降工资保就业、降就业质量保就业数量等隐性失业问题加重。在化解过剩产能、处置“僵尸”企业的过程中涉及职工的转岗、再就业等问题比较突出,特别是部分企业利用春节员工返乡之际关门停产,将会导致节后就业压力更加严峻。从国家信息中心监测的“网民就业压力指数”看,2014年初以来我国居民就业压力指数持续上升,表明就业形势不断严峻。

三是实体经济困难较大。当前我国经济仍处于下行周期的探底阶段,企业经营困难较大,市场信心总体不强,市场普遍预期一季度经济增速将持续回落。特别是近期发布的2016

以制度建设为注册制实施创造良好条件

□中国社会科学院金融所 尹中立

党的十八届三中全会文件里关于资本市场的改革重点任务之一是推进股票发行注册制改革。注册制改革涉及证券法的修改,为了让该项改革不受证券法修改进程的制约,2015年12月27日,第十二届全国人民代表大会常务委员第十八次会议审议通过《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定(草案)》的议案。这意味着注册制改革的法律障碍已经基本得到解决。

实施注册制需经过较长过程

注册制是指证券发行人依法将与证券发行有关的一切信息和资料公开,制成法律文件,送交监管机构审查,监管机构只负责审查发行人提供的信息和资料是否履行了信息披露义务的一种制度。其最重要的特征是:在注册制下证券发行审核机构只对注册文件进行形式审查,不进行实质判断。如果公开方式适当,证券管理机构不得以发行证券价格或其他条件不公平,或发行人提出的公司前景不尽合理等理由而拒绝注册。注册制主张事后控制。注册制的核心是只要证券发行人提供的材料不存在虚假记载、误导性陈述,证券的投资价值由投资者自己作出判断。

注册制改革核心在于理顺政府与市场的关系,总体目标是建立市场主导、责任到位、披露为本、预期明确、监管有力的股票发行上市制度。注册制是一种更为市场化的股票发行制度,既可以较好解决发行人与投资者信息不对称所引发的问题,又可以规范监管部门职责边界,避免监管部门过度干预。

在十八届三中全会《决定》里,有关新股发行制度改革表述是“推进股票发行注册制改革”,用“推进”而非“实施”意味着注册制是一个目标,要实现该目标需要付出相当多的努力,同时需要经过一个相当长的过程。

首先,让股价回归正常水平需要一个过

程。当前我国股票市场不同类型的股票估值出现明显的分化:大盘蓝筹股的平均估值水平在10倍左右,和国际上其他国家股票的估值水平比较接近,但中小板和创业板的股票估值严重偏离合理水平。对于新兴行业的所谓成长股而言,15倍左右市盈率的估值是合理的,高于30倍市盈率是不正常的,而2015年创业板的平均估值都在100多倍市盈率,即使创业板和中小板从高位已经下跌了50%左右,但估值水平仍然很高,截至2016年2月29日,中小板和创业板的估值分别是48倍和72倍。

为什么中小板和创业板估值高而大盘蓝筹股估值相对合理?最主要的原因是我国国内股票市场的股票存在“壳价值”。据估算,当前市场上每个“壳”的价格大约在20亿元左右,上市公司股本越小则每股含有的“壳价值”越高,假如一家上市公司的总股本是1亿元,则每股壳价值为20元。中小板和创业板的上市公司股本大多数都较小,因此导致这些公司股价超出了合理的估值范围。“壳价值”存在的前提是股票的“稀缺”,如果符合条件的公司就可以上市,则股票“壳价值”将自然消失。简言之,如果实施注册制,则中小板和创业板市场将重新估值和定价。高估值的股票价格回归到合理水平需要一个过程,不能一蹴而就,如果操之过急会出现市场恐慌性抛售,导致系统性风险爆发。如何实现股价的理性回归?需要监管者高超的操作技巧。

其次,投资者的结构和投资者的行为都需要调整。我国股票市场的最大特征是以散户为主导,从证券登记公司的数据看,截至2015年末,股市投资者人数大约为9910万,其中,资金数量在10万元以下的投资者占72.6%,10万至50万元的投资者占21.6%,即94.2%的投资者不足50万元,是典型的以小散户为主的市场。

散户投资者喜欢追涨杀跌,导致市场投机气氛浓厚,股价波动较大。机构投资者的行为比散户投资者要理性,尤其是对新股的定价方面。只有当机构投资者占主导地位时,新股定

价才有可能朝理性的方向前进。注册制的核心理念是把新股定价的主导权交给市场,如果市场的投资者以散户投资者为主导,其结果很可能是少数机构投资者与上市公司合谋来欺骗散户投资者,散户投资者将成为新制度的牺牲品。

第三,要有健全的投资者利益保护机制。注册制下企业首发上市(IPO)把关者由证监会交给了市场,就必须健全投资者利益保护机制,让投资者能够采取手段维护自己的合法权益,让上市公司或其他参与主体存在违法违规行为时,投资者可以这些渠道为自己的损失讨回公道。

2013年12月27日,《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》(简称“新国九条”)出台,分别从健全投资者适当性制度、优化回报、保障中小投资者知情权、健全中小投资者投票机制、建立多元化纠纷解决机制、健全赔偿机制等方面,为中小投资者提供全方位的权益保护。近日,上交所更是发布了《股票上市公告书内容与格式指引》、《上交所证券上市审核实施细则》和《证券发行上市业务指引(2013年修订)》。按照新规定,发行人及其控股股东应在上市公告书中公开承诺,发行人招股说明书存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,对判断发行人是否符合法律规定的发行上市条件构成重大、实质影响时,发行人将依法回购首次公开发行的全部新股,发行人控股股东将购回已转让的原限售股份。发行人应明确回购具体措施与价格等。与此同时,根据规定,保荐机构等证券服务机构如因其为发行人首次公开发行制作、出具的文件有虚假记载等,给投资者造成损失的,将依法赔偿。中国资本市场对中小投资者权利保护的法律体系正在逐步系统配套,相比先前核准制下对上市公司的要求更高了,这对上市企业显然是个极其严厉的约束。股票投资利益保护制度已经出台,但这套制度是否能够真正起作用还需要时间和实践来检验。

进行一系列制度建设

从上述分析可见,当前还不具备实施股票发行注册制的条件,监管者应该把这一点向市场讲清楚,以免对市场产生不必要的冲击和恐慌。但可以进行一系列的制度建设,为实施注册制及股票市场的健康发展创造良好的条件。第一,加强证券执法。股票市场本质上是一种信用经济,股票市场发展的关键因素是得到法律权威维护市场的信用,要让违规者及时得到应有的惩罚。可以毫不夸张地说,司法的效率决定着股票市场的繁荣程度。注册制的本质就是以信息披露为核心、淡化行政审批,如果没有司法制度的密切配合、让造假者得到应有的惩罚并产生必要的敬畏之心,贸然推行注册制就相当于为诈骗者提供公开且合法的行骗机会。

第二,完善上市公司治理结构,强化董事的信托责任。在很多情况下,上市公司究竟缺不缺钱?是否需要股权融资?上市公司的人很难做出判断,但作为专业人士的董事们应当明白。因此遏制上市公司恶意圈钱的最直接手段,就是落实全体董事的信托责任及其赔偿责任。如果上市公司融入大额资金以后出现长期闲置,或原计划的投资项目根本不具备投资条件,则至少可说明当时支持上市公司股权融资的董事们是不称职的,没有充分履行全体股东的信托责任。在这种情况下证券监管部门应当允许或鼓励证券市场投资者通过合法的渠道,追究这些不称职董事的信托责任,让这些参与再融资方案表决的董事们承担相应的经济赔偿责任。只要能够让全体董事们为不合理的圈钱行为承担个人责任,则很多上市公司的圈钱动力都将大为减弱。

第三,大力发展机构投资者。机构投资者占主导才能使股票市场的定价更理性,这是实行股票发行注册制的必要条件之一。十八届三中全会以后,有关资产管理行业的准入门槛明显降低,在利率市场化的推动下,机构投资者有望获得快速发展,这对股票市场的发展是有利的。