

释放城市发展潜力 促进城市化进程

□香港国际金融学会会长 肖耿
香港大学亚洲环球研究所杰出研究员 沈联涛

我国一线城市(包括北京、上海、广州和深圳)不断上涨的住宅价格再度成为热点。为了在压力超负荷之前释放一些房产泡沫,需要更好地管理日新月异的城市化进程。这不仅仅是四个一线城市的问题。当然,一线城市的楼市过热问题是最近最紧迫的。这些城市的政府迅速采取了降温措施。

这些需求管理措施只是权宜之计。长远可持续方案要求地方决策层直面一个现实:优秀的年轻人才迅速流向能提供更好的经济机会及公共基础设施的城市,推高了对这些城市的住宅需求,而其供给非常有限,显然供给跟不上需求。在管理与引导全国城市化的过程中,决策者应合理平衡政府调控与市场调节这两股力量。

在内地600个城市中,前100个大城市最能反映城市化的压力与潜力。2016年,这100个先锋城市里居住着7.143亿人(相当于中国内地总人口的52.8%),并创造了75.7%的GDP。其中,有六个城市去年GDP增长超过10%,而全国平均水平为6.7%;82个城市的GDP增长介于6.7%与10%之间;只有12个城市GDP增长低于或等于6.7%。

也许更为重要的是,有33个城市的人均GDP在12,475美元以上,这意味着根据世界银行的标准,它们已经步入高收入经济体行列。四年前,只有16个中国内地城市跨越了这一门槛。相对大家比较熟悉的四大一线城市,这33个高收入先锋城市的发展经验不仅更令人瞩目,而且对中国未来发展可以提供更有价值的洞见。

笔者参与编写的新书《中国未来:佛山模式》,对其中一个已经步入高收入的先锋城市广东省佛山市,展开了详细的案例研究。改革开放以来,佛山从广州附近的一个鱼米之乡,发展成中国最有活力的工业城市之一,其2016年人均GDP高达17,202美元,而北京为16,624美元,上海为16,251美元。2016年,佛山GDP增长8.3%,而北京为6.7%,上海为6.8%,其中工业贡献了佛山GDP的60%。

此外,2011年佛山贷款与GDP之比只有85%,远低于全国平均水平。佛山的GDP增长为



新华社图片

全国最快的城市之一,并主要由民营企业主导,地方政府则提供了合理的扶持,其增长主要依靠自我融资而非债务。民营部门为佛山固定资产投资(高峰时只占GDP的30%至40%)贡献了三分之二的资金。

佛山的发展战略重点是让本地企业与市场融入活力十足的珠三角湾区,其中包括香港、深圳和广州等全球性城市,从而保证了与全球供应链的连通。此外,佛山也注重发展职业技能和能力培养,打造了全球最大的灯具和家具市场。

佛山民营企业和中小企业遍布全市30多个专业化产业集群,并融入到全球供应链中。比如,美的集团已成为全球家用电器研发、制造和销售的领导者。佛山还与周边城市融为一体,彼

此补充比较优势,达到区域经济共同进步的效果。同时,佛山保持着激烈的内部各区镇间的竞争及与内地其他城市的竞争,而这有可能是其成功的重要原因。

佛山市政府在20世纪80年代初便是第一批试点乡镇企业和民营经济的地方政府之一,在培养民营企业方面起到了重要的领头作用。特别是,它支持职业技能升级,建设关键性基础设施,同时避免建造无法承担的住房和不合适的办公楼。在饱受产能过剩和房产泡沫之苦的内地,佛山的许多政策很有先见之明。

成功的关键是佛山政府部门采取了密切关注并读懂市场信号的灵活方针。密切监控市场信号使佛山各级政府很早就意识到到全球供应链正在进行的剧烈结构重组,并据此制定应对

政策,如改善住房和医疗,将农民工纳入地方服务体系,以及大力解决污染过度问题等。

2008年以来,地方政府还推动佛山民营企业完成了艰难的结构调整过程。比如,佛山陶瓷业从一个肮脏、耗能、无规模经济的行业转变为一个清洁、节能、整合良好的部门,这主要依靠的是地方政府所制定和实施的高标准。

中国正日益认识到城市的力量与潜力。佛山的经验证明,如果能够读懂及适应市场,城市拥有独一无二的力量,既能支持增长——包括通过培养竞争、推进创新和淘汰落后产业——也能同时解决社会问题、处理污染、打造能从容应对颠覆性技术的人才资源。要管理好其城市化过程,就需要适应而不是试图控压市场力量。

新三板市场 短期调整风险加大

□天风证券新三板研究主管 陈伟

自今年2月开始,新三板做市指数出现明显上涨趋势,累计上涨幅度超过5%。但4月以来市场出现了明显的滞涨,近期还出现了加速调整的迹象,新三板做市指数从上周一开始算起,累计下跌达到1.38%。这很可能意味着本轮由政策预期推动的市场上涨行情短期进入“疲劳期”。由于占新三板指数权重较大的公司与中小创部分公司规模类似,中小创指数的加速调整通常也会影响三板,如2015年7月,创业板指数的大幅调整几乎同步于新三板做市指数,因此,近期以来受以下多方面因素影响的创业板指数调整也会对新三板市场造成明显冲击。

第一,货币政策紧缩压力的逐渐释放不利于中小创公司的估值。货币政策紧缩期,由于中小企业相对弱势,承受的资金压力更大,小盘股的估值回落压力大,如上一轮创业板的第一轮大幅度调整是从2010年12月开始,一直到2011年度才基本结束,其中就对应着贷款加权利率从当时的6.19%大幅上升至2011年底的8.01%。从今年央行货币政策执行的情况来看,由于美联储的加息进程加快,国内控制房地产市场过热以及银监会今年以来从严金融监管促发金融加快去杠杆等因素,实际货币紧缩的力度也逐渐加大。虽然这一轮紧缩的力度相对于2011年会明显缓和,但实体经济利率明显上行将增大小盘股的估值压力。

第二,今年中小创增速下滑会增大指数调整压力。由于过去两年,中小创增速十分靓丽,这也提升了机构对于创业板2017年业绩的预期,根据CHOICE最新数据显示,机构对于2017年创业板净利润增速预期仍高达43%。实际上,今年多方面因素都会拖累创业板业绩增速;中小创受益于2014年以来的并购浪潮,业绩增厚明显,但是从去年9月新的资产重组新规实施以来,失败的案例也越来越多,A股终止资产重组的已经有95家,这也使得中小创公司业绩增速必须更多依靠内生增长,而这会较大程度上影响今年业绩。

第三,IPO提速也会进一步加大中小创估值的回调压力。如去年四季度开始,IPO就开始提速,当季发行家数达到111家,今年一季度继续保持着高强度的发行,数量达到131家,笔者预计今年年底IPO排队现象将显著缓解。这一方面会大大压缩中小创的壳资源价值,另一方面,在中小创估值高企情况下,今后释放的限售股减持压力不可小觑。

因此,虽然今年以来创业板指数已经有所回落,但目前仍有较大幅度的调整空间,预计创业板PE估值将从年初的56倍左右回落到过去几年的估值底部35倍左右,而目前新三板做市指数已经在30倍左右,远不如创业板流动性的新三板估值水平届时必然也会被拉低。

除了受中小创指数下滑影响外,新三板指数还受到以下多方面自身调整压力的影响。第一,2016年以来,新三板的业绩成长性明显落后于创业板,如2016年上半年新三板挂牌企业平均归属净利润为455万元,同比增长3.1%,原因包括:2015年以来,我国供给侧结构性改革带来的经济结构调整加速,而大多数中小微企业由于底子薄,市场和品牌地位低于中大型企业,它们必然也就没有具有品牌以及市场优势的中大型企业在行业结构调整期吸纳和整合更多资源的能力。

第二,新三板今年以来正在加速消化过去两年快速增长过程中积累的问题。如主要投资新三板拟IPO公司的机构曾是今年以来推动市场上涨的重要力量,但是近期发生的多个事件开始抑制其热情。例如近期有多家已经在IPO排队的公司,由于多方面因素宣布终止申请或暂缓表决,这其中除了业绩下滑因素外,还有不少因素归因于过去积累的不规范问题的集中爆发,这也促动更多拟IPO公司提前开始规范或调整。由于监管层对于现有新三板公司的监管要求提高,包括年报披露在内都提出了比以往更高的要求,这也使得很多公司短期内难以适应,延迟年报披露,如3月以来已经有79家公司公告年报披露推迟,而2015年年报披露期只有10多家,一些与新三板合作的会计师事务所适应不了高要求而被替换,这对投资人来说都是新增风险,他们在担心年报延迟或会计师更替可能释放风险的情况下,纷纷提前售出,导致股价大跌。

以上因素再加上今年上半年是新三板基金集中到期的高峰期,短期内新三板市场将进入调整期。当前应回避估值过高、前期涨幅过大且没有高成长业绩支持的公司。考虑到新三板市场上涨的政策红利预期犹存,一系列有利于改善新三板流动性的政策已经渐行渐近,以及目前管理层监管强化导致的新三板风险释放,也有利于进一步吸引更多主流的机构入市,目前的调整幅度应该比较有限。今年以来,新三板市场形成的上涨趋势不会改变,而其中部分优质且成交量活跃的个股若有回落,还将为投资人创造低吸的机会,毕竟这些个股将受益于即将到来的政策红利,其估值也将逐渐与创业板同类型的公司估值趋同。

楼市制度性长效机制应加快建立

□中国宏观经济研究中心 付敏杰

今年以来,北上广深等一线城市纷纷加大楼市限购力度。从全国范围来看,这已经是自2004年土地出让市场化改革后的第四轮调控。与原来以“国八条”(2005年5月)、“国六条”(2006年5月)、“国十条”(2010年4月)、“国五条”(2010年9月)、“新国八条”(2011年1月)、“新国五条”(2013年2月)等调控措施不同,本轮房地产调控的主要特点是以地方政府调控为主,注重“一城一策,因城施策”。笔者认为,当前房地产调控政策应重视制度性长效机制建设,从而抑制房地产泡沫,促进市场平稳健康发展。

以“限贷限购”为核心的房地产调控,在过去几年中出现“越限越涨”的困局,这主要是由于以下三个原因:一是因为“限贷”后的住房需求集中释放。从基本的市场规模看,限贷属于需求面管理措施,本质是重新调整居民的住房需求在时间轴上的释放路径。贷款是个人终身收入和财富的跨期分配,本身并不增加财富。所以限贷所对应的短期需求抑制,必然引来政策放松后由需求集中释放导致的大幅增长。

二是限购的财富分配效应。住房是家庭和社会财富的主体,成熟市场经济的家庭财富配置基本上是不动产50%,有价证券50%。这样看来,随着我国经济发展和社会财富的增长,居

民家庭财富也会呈现与社会财富同等速度的增长。

三是调控背后的所谓“兜底”。最近几轮住房调控的目的都是为了防范金融风险,抑制房地产泡沫。调控的底线是保证房地产市场稳定发展。政府的底线被很多房地产投资者看作是保证房价不下跌,客观上使得房地产投资成为“稳赚不赔”的无风险投资。其实,房价下跌30%并不会引发系统性金融风险。很多地区的房价已经上涨几倍,早期贷款的70%在现在房价中占比不到50%。再加上前期偿还额,贷款比例会更低。

随着房地产市场十多年的发展,这一轮房价上涨又出现了很多新特点。一是城市间分化严重。在北上广深住房市场过快上涨、一房难求的背后,众多的中西部、东北三四线城市依然面临房地产去库存的巨大压力。这是调控政策地方化的主因。

二是二手房交易正在逐步成为住房交易的主力。存量房交易市场的成熟,意味着针对新房的供地、控价等措施已经很难直接起作用。三是学区房、学位房持续火热。随着中小学划片、就近入学在全国范围内的逐步推开,购买一套学区房,已经成为很多中等收入家庭的选择。

要坚决贯彻中央关于“房子是用来住的,不是用来炒的”的精神,通过有效的政策措施把这

一定位落到实处。从根本上说,房地产市场的稳定健康发展,需要依靠深化改革来建立制度性长效机制。

一是改革公共产品定价机制,尤其是教育机制。一二线城市学区房的持续火热,根本原因是对高质量教育的需求和重点中小学有效供给能力之间的矛盾。近期以来,各地开始探索限制学区房价格的措施,例如北京限定了居住功能的“过道”等没有入学资格。严查中介大肆宣传“学区房”等,在短期内都有一定效果。虽然教育、医疗、交通等经过初次价格调整后,学区房价依然会相对较高,但其扭曲和程度必然会有很大好转。

二是增加建设用地,尤其是住宅用地,纠正土地错配,建立“地随人走”的建设用地再配置模式。未来几年将有2亿农民进城定居,会产生新的城市居住需求。这就意味着城市部门需要增加更多的土地供应来满足进城农民居住。住建部和国土部已经要求各地制定五年期供地计划,建立住宅供地随去库存周期而动的调整机制,库存周期不足6个月的地区必须加大供地,超过36个月的则停止供地,这是依据市场供求逐步建立全国统一住宅土地调节市场的尝试。随着城市化进入第二阶段,“城城迁移”取代“乡城迁移”成为人口迁徙和城市空间的主导趋势。与原来全面开花的城市化阶段不同,未来

人口沿城市结构层级上移,大城市更大,农村逐步缩小、小城镇成为城市系统的底端,建立“地随人走”的土地供应模式和全国统一土地再配置市场已经迫在眉睫。

三是加快房地产税改革。房地产税本身就是不动产税,是针对居民家庭或个人不动产所征收的税,属于财产税的一种。作为不动产税的房地产税,在完成不动产统一确权登记后已经基本没有法律障碍。增成本、降房价等一切针对房地产市场的作用,都是房地产税所起到的经济作用,而不是立税依据。可以在实现房价增长最低限度基础上,选择增长最快的10个城市推进房产税试点工作。一方面积累财源、完善制度建设,同时也为房地产税征管积累宝贵的地方经验。

四是增值税改革仍需深化。这一轮的服务业营改增,使得服务业购买不动产进入抵扣范围。一些上市公司依靠卖房摘帽,更多的公司也在积极效仿。这将导致大量流向企业的投资也间接进入房地产市场,放大房地产市场风险。北京在新一轮限购中明确提出:“企业购买的商品住房再次上市交易,需满3年及以上”,实际延长了炒房的周期,但仍难以起到根本性的抑制作用,而尽快建立制度性长效机制则十分紧迫。(中国宏观经济研究中心为华侨大学与中国社科院财经战略研究院共建)

加快供给侧改革 推动产业经济发展

□浦江金融论坛秘书长 李国旺

国家统计局最新发布的数据显示,2017年一季度GDP同比增长6.9%,3月规模以上工业增加值同比增长7.6%,3月城镇固定资产投资同比增长9.2%,3月社会消费品零售总额同比增长10.9%。对于经济数据,不同的研究人士根据其理论结构,可以得出不同的结论。

乐观派人士认为,GDP增速超预期,出口和消费贡献上升;内外需回升带动工业生产回暖,中游和高端制造业全面复苏。3月和一季度数据预示,出口、制造业投资等带动基建、房地产投资、民间投资等回升在需求侧支撑经济新周期,但未来库存回落至尾声和金融去杠杆是拖累因素。乐观派认为,虽然近期金融去杠杆、房地产调控等对股市有一定影响,但股市将在新周期中,由低估值技术创新带领真成长并具有改革红利的行业引领,未来乐观看好。

悲观派人士认为,由于经济活动存在上下游之间、内外部之间的传导过程,故去库存去产能会出现“时滞”现象;由于经济活动的这种“时滞”,乐观派认为的周期性行业回暖或新一轮经济周期的崛起,不过是经济下行中长期周期中的短暂反弹。自2016年下半年开始,国家对楼市的调控力度不断加大,限购、限贷、限价等措施在越来越多的城市推出。

笔者认为,虽然乐观派与悲观派都有其理论和事实依据,但仅仅就数据作出判断,并不是很全面。要准确判断当前经济运行的“实况”,需要作全面分析,而不能仅仅盯住具体事项用放大镜或显微镜去观察。

根据宏观经济数据研判,中国经济存在10年、12年和30年不同的周期情况。首先,中国经济存在明显的30年周期律。第一个五年计划(1953年至1957年)实施后,中国进入社会主义革命与建设时期;1953年至1983年计划经济占主导时

期;1984年之后,经济周期市场因素开始发挥作用;2014年以来为中国经济新常态期。这是分析2017年经济周期位置的前提。

其次,2017年中国经济正处于周期交集期,因此,不同的经济学家就会根据不同的周期尺子,作出不同甚至相反的结论。如何正确判断2017年周期位置,用乐观派的10年周期尺子衡量,宏观数据明显指示经济复苏启动;悲观派用12年周期尺子衡量,认为漂亮的宏观指标是“幻觉”,经济仍会下行,只是时滞的表现。笔者认为,2017年是经济上升与下行两种力量交织期,需要政策创新与调控适度平衡,以对冲群体在地产投资上的非理性行为造成的风险。

第三,2017年一季度出现超预期的经济企稳景象,当前的宏观数据已经充分反映了供给侧改革的成果。

第四,随着“一带一路”倡议红利期的到

来,出口将对宏观经济增长起正效应。传统产业现代化、信息化将通过国企混改激发活力的概率大增。

最后,2013年后,我国GDP增长波幅已经处于新常态。宏观经济周期不会消失,只是波幅已然不同。2017年经济短期指标如GDP、PPI、PMI开始向好,产业资本去库存、去产能似乎正在结束,经济研究机构和人士中的乐观派因此出现;金融资本正处于去产能去杠杆的过程中,由于金融资本特别是银行保险和类金融之地产业市值占比大,传导行业广,相关经济研究机构和人士中的悲观派因此出现。

笔者认为,2017年宏观调控的重点应放在供给侧结构性改革上,新兴产业通过杠杆、股权融资等促进发展,传统产业在消化过剩产能后将迎来供给侧改革与科技创新的机会,从而获得新生。供给侧改革引导的积极财政利好效应如果蔓延,将继续推动产业经济复苏。