

中信建投证券首席经济学家黄文涛：

房地产新发展模式重心在租购并举

探索新发展模式

中国证券报：当前发展阶段，在探索房地产新发展模式，寻求新增增长点方面，你有哪些建议？

黄文涛：针对房地产，去年底召开的中央经济工作会议提出“探索新的发展模式”。房地产作为我国传统支柱产业，过去20多年的高速发展主要依靠“高杠杆、高周转”双轮驱动模式以迅速扩大市场份额。随着我国人口增速放缓以及城镇化水平不断提高，住房总需求的边际增长空间收缩，我国房地产市场已经快速进入平稳发展期，因此探索新的发展模式，寻找新增增长点势在必行。

首先，房地产产业新发展模式的一大重心在于租购并举。国内目前住房模式还是以商品房为主，住房租赁和保障性住房发展相对滞后。新的发展模式应在“房住不炒”的主基调下发展商品房和保障房两大体系，通过租购并举模式解决居民住房问题。

当前人口净流入量大、新市民和青年人较多的城市供需矛盾突出，住房租赁已成为缓解大城市居住问题的重要抓手。因此，新模式应坚持租购并举，在商品住宅市场之外，加快以保障性租赁住房和有产权住房为主体的住房保障体系建设。

另外，租购并举的核心是要解决租购同权的问题，让入学、就医等福利同样附加在租赁住房上。从去年开始，政府出台了一系列建设项目和资金配套的支持政策，推动保障性租赁住房的发展，我认为这是一条非常正确的道路。未来还需要持续推进保障性租赁住房建设，逐步完善多层次住房供应体系。

其次，新发展模式还应包括房企从开发建设向运营服务的转变。从企业经营发展层面而言，随着城镇化发展以及需求端结构的变化，房地产企业过去“高杠杆、高周转”的经营模式必然要转向优化品质与服务的模式。近年来房企不断参与到保障性租赁住房建设、城市更新、老旧小区改造和物业管理等业务中，未来还需要更加注重优化品质及服务质量，从资产管理、资产运营中获取长期效益，进而走向良性循环。

中国证券报：维护房地产市场的健康发展，房地产调控如何更好“因城施策”？

黄文涛：“因城施策”的本质是房地产调控政策的多元化解决方案，地方根据当地情况因地制宜，避免了政策一刀切带来的风险。地方政府因城施策的过程中应加强对市场的监控和分析判断，提升调控的精准度。在制定政策时，要根据城市的具体情况来推出具体的支持或抑制政策。例如，需要综合考虑当地人口流动规模及产业经济发展情况，合理配置区域及城市间新增建设用地指标。在大中城市建设用地指标上做加法，在中小城市建设用地指标上做减法，促进大中城市协调发展。目前城市间楼市行情分化明显，仍有一些城市在市场成交量和成交价格方面处于下行区间，这种情况更加需要注重分类指导。

对于一些住房库存压力比较大的城市，应



中信建投证券首席经济学家

黄文涛日前接受中国证券报记者采访时表示，当前探索房地产新发展模式，寻找新增增长点势在必行。房地产新发展模式的重心在于租购并举，同时，还应包括房企从开发建设向运营服务的转变，从过去“高杠杆、高周转”的经营模式转向优化品质与服务的模式。

他表示，短期来看，房地产开工和施工等建安投资增速高企的特征或延续。中期来看，房地产销售数据的触底反弹将是今年地产行业复苏的重要特征。同时，对我国房地产行业中长期发展空间充满期待。

● 本报记者 焦源源

注重消化存量，控制新开发总量，同时积极创造更好的去库存环境和政策。而对于房价上涨压力过大的城市，则要从严格落实差别化住房信贷政策和住房限购政策，坚持在“房住不炒”的主旋律下落实稳房价的政策。当前，部分城市政策调整压力较大，应加大扶持政策的出台和落地，提振购房者信心，保障合理购房需求正常释放，提高房企资金使用效率，促进房地产市场平稳运行。

关注房地产销售数据

中国证券报：近期，房地产市场积极信号频出，后续市场会呈现哪些特征？

黄文涛：最近，全国部分大中小城市房地产政策有所放宽，内容主要包括放松限购、限购，降低首付比例，增加公积金贷款额度，降低房贷利率和发放购房补贴等方面。主要目的在于呵护房地产消费者的置业信心，让一些流动性压力较大的房企获得调整空间。

短期来看，房地产开工和施工等建安投资增速高企的特征或延续。从1月至2月最新公布的房地产投资数据看，3.7%的地产投资同比增速主要还是由土地购置费支撑的，在“保竣工、保交楼”的压力之下，开工和施工等建安投资增速表现也已出现一定程度的复苏。我认为，未来几个月的房地产投资增速可能会因为当期土地购置费的增减而出现月度波动。但短期看，建安投资的不断复苏将是地产开发投资中较为明显的特征之一。

中期来看，房地产销售数据的触底反弹将是今年地产行业复苏的一大重要特征。根据对我国过往三轮房地产下行周期的研究，一般在房贷利率逐步下行之后的4至6个月内，居民加杠杆的意愿会逐渐被激发，随之会带动房地产销售市场回暖。房地产销售数据是房地产投资的重要领先指标，从资金来源和投资意愿两方面对地产开发投资产生影响。一方面，房地产外源融资限制较大，且各地政府“保交房”指引意向较强，房地产投资

资金来源对销售回款依赖程度高。另一方面，销售的回暖可通过施工和竣工环节较快地重新传导到投资端。

从行业结构来看，房地产行业未来的蓝图基本确定，行业集中度的提升也会是今年的重要特征。接下来一个阶段，宽信用的支持方向主要为房地产并购贷款及优质房地产企业合理的资金需求。

未来发展空间充满期待

中国证券报：房地产平稳发展对经济金融稳定具有重要的系统性影响，未来房地产行业的发展空间如何？

黄文涛：对于房地产行业的中长期发展空间和发展格局，我认为不宜过度悲观。首先，中期来看，房地产行业仍然是国民经济中极为重要的组成部分，关乎国计民生和金融稳定。因此在疫情还没有过去的当下，不管是出于稳增长的目的，还是保民生的诉求，都不允许房地产行业出现较大幅度的下滑。而且疫情消退之后，我国经济的各个领域有可能出现“报复式”增长，房地产市场的触底反弹届时或成一大亮点。

其次，“房住不炒”的总基调当前不会改变，房地产长效机制的建立会促进房地产市场结构更为合理，致力于解决房地产相关问题的总量性和结构性政策也会密集出台，客观上有利于行业发展空间的开拓。

最后，从长期逻辑看，随着我国新型城镇化不断深化，城市人口规模仍将稳步增长，人口净流入地区的房地产市场有一定支撑。截至2021年底，我国的城镇化率已经达到63.89%，虽然从绝对数字上看水平较高，但是较美国、日本、德国等发达国家70%至80%的城镇化率还有不小的提升空间。因此在未来较长的一段时间内，房地产市场的下游需求是有保障的。

房地产行业是一个古老行业，在不同时代会有其崭新的形态。总的来说，我对我国房地产行业中长期的发展空间还是充满期待的。



视觉中国图片

对症下药 完善上市公司合规管理制度

● 国浩律师(上海)事务所资深顾问 黄江东

近年来，上市公司违规数量呈现逐步攀升态势。据证监会通报显示，相比内幕交易类案件呈下降趋势，近两年信息披露类违法案件保持攀升趋势，且在案件类型中位居第一。从具体案情来看，系统性、全链条恶性造假案件时有发生，主要表现为虚构业务实施系统性财务造假、滥用会计处理粉饰业绩等。部分上市公司违规情况不容乐观。

违规案件主要有三类

一是信息披露违规案件。资本市场在某种程度上可以说就是一个信息市场，证券法本质上就是一部信息披露法，信息披露是对上市公司最基本的要求。信息披露违规可分为虚假记载、重大遗漏、误导性陈述、未按规定披露四种。虚假记载简单说就是“造假”，把没有的事说成有，通常有虚构收入、利润、资产、存货、现金流等，这也是最为常见的。重大遗漏就是该披露的事不披露，有的公司“报喜不报忧”，往往把利空信息，如重大诉讼、公司或其董监高的负面信息等隐瞒不报。误导性陈述介于上述两者之间，即虽然披露了信息，但没有把事情讲清楚、完整、全面，容易使人误导，往往是有意无意地忽视了前提、条件、风险等因素。这三种是实质性的信息披露违规。还有一种形式上的信息披露违规，如没有符合信息披露的时间要求、违反公平性要求等，这就是未按规定披露。值得说明的是，虽然日常经常提及财务造假、资金占用、违规担保等事由，但落在证券法上的“抓手”就是信息披露违规。

二是内幕交易类案件。简单说，只有需要披露的信息才可能成为内幕信息，进而才可能

构成内幕交易。敏感信息只有在披露之前才可能引发内幕交易，如果已披露了则成为公开信息，当然也就谈不上内幕交易。内幕信息的源头在哪里？在上市公司。内幕信息的知情人是哪些？主要是上市公司董监高、大股东、实控人等“关键少数”。从实践来看，更有“关键少数”利用信息优势借机牟利。还有一种情况是泄露内幕信息，虽然自己没做交易，但保密不严，有意无意地把内幕信息泄露给了亲朋好友，引发他人内幕交易。

三是资本运作相关案件。公司既然上市了，就应当开展相应的资本运作，但资本运作也极易引发违规。有的上市公司出于提高市值的需求，与市场机构合作，委托其进行以二级市场股票买卖为内容的所谓“市值管理”，甚至上市公司大股东也出资参与其中。市值管理本身不是坏事，但偏离了正道，那就变成了以“伪市值管理之名操纵市场”，走向违法违规。另外，在股份回购、定向增发、股权激励、兼并收购等资本运作中也经常容易发生信息披露、内幕交易、利益输送、掏空上市公司等违规行为。

法律后果严重

上市公司违规行为的法律后果非常严重，除了定向增发、股票减持等可能受限以及声誉受损、退市外，最直接的体现在以下四个方面。一是行政处罚。这是最直接的后果。上市公司违规行一旦被监管查处，将会立即面临行政处罚。新证券法下相关法律责任大大加重。二是自律处分。除行政处罚外，上市公司及相关人员还要面临交易所的自律处分，如通报批评、公开谴责、认定为不适当人选等，这些纪律处分对上市公司后续资本运作或者相关人员的职业生涯将产生不利影响，也是不容忽视的。

三是民事赔偿。新证券法大大强化了证券民事诉讼制度，尤其是以“默示加入，明示退出”特征的证券集体诉讼制度更是威力巨大，康美药业案原告达5万余名，赔偿金额高达24.59亿元，引起广泛关注。随着新司法解释的不断出台，将进一步激活证券民事诉讼。市场上已有专门从事证券维权的专业律师，只要有上市公司违规行为被揭露，大概率会发生民事赔偿。

四是刑事追责。随着刑法和相关司法解释的修改、出台，对资本市场不法追究刑责的力度也在加强。信息披露罪、背信损害上市公司利益罪的入罪标准并不高，很容易触发；内幕交易罪的入罪标准是交易金额50万元或者获利、避损15万元，更是非常低，据证监会通报数据，近80%的内幕交易案件都被追究刑责。可见，上市公司相关违法行为其刑事风险是非常高的。

提升自身合规管理意识与能力

法规完善、监管从严，这些都是外部环境。分析部分上市公司违规多发的原因，根本还须从内部着手。笔者认为，可能主要有如下几点因素。

一是公司治理和内部控制不完善。经过上市过程中的改造、辅导，上市公司按理说股权结构比较合理、三会运作比较健全，但部分公司是为应付监管要求而作的“花架子”成分居多。我国上市公司的治理状况整体仍需进一步改善，最突出的问题是难以有效制约控股股东、实控人，尤其是部分民企存在相关负责人“一言堂”的情况。相应的，公司内控机制很难制约公司实控人，甚至可以轻易私盖公章、违规担保、占用资金。如果不真正完善公司治理，

上市公司违规多发的这个问题很难彻底遏制。

二是合规意识和能力比较欠缺。部分上市公司实控人、董监高是技术专家、营销专家，但合规意识淡薄。对于合规风险，事前未能有效防范，事中缺乏及时监控，事后没有恰当处置。一旦面临监管处罚、刑事追责，则惊慌失措、追悔莫及。近年来，上市公司董事长涉嫌内幕交易的案件并非个例。笔者推测，一个上市公司董事长如果其事前知道其行为的严重法律后果，绝大多数应该不会这样做，因为这是明显得不偿失、非理性的。

三是合规投入明显不足。合规是有成本的，而短期看似并没有直接产出，这导致有的上市公司在合规事务上的投入明显不足。合规需要投入相当人力，并赋予其足够职权；应建立相应组织体系，并嵌入到各项业务活动中；应聘请外部专业人士开展合规培训与辅导，协助建立合规体系；要树立合规优先的理念，对不合规的业务要及时处置等。

四是新上市公司缺乏必要的合规教育。股票实行注册制以来，每年新上市公司达四、五百家，但上市以后部分上市公司的实控人、高管还停留在过去的习惯思维中，仍然以老一套来管理上市公司，很容易把对董监高等的合规要求视为过多的束缚，既不习惯又不重视，很容易“翻车”。笔者建议，所有新上市公司的董监高、大股东、实控人都需要一场扎扎实实的、触及灵魂的合规教育。

综上，当前法规要求高、监管执法严、法律责任重与部分上市公司合规的意识和能力跟不上的矛盾较突出，这给上市公司带来的挑战必须引起高度重视。上市公司唯有及时因应法规和监管要求，切实建立内部合规管理制度，提升自身合规管理意识与能力，方可为公司持续健康发展保驾护航。

沪深交易所出实招 支持民企债券融资

(上接A01版)此外，中国证券报记者发现，近期已有一批企业在上交所成功试点发行科创用途的公司债券。其中，优质民营企业通过发行科创债用于科技研发等，例如小米通讯在上交所发行科创用途短期公司债券，票面利率2.9%，融资成本低，极大地便利了科技研发融资。

在资产证券化产品方面，上交所积极支持依托应收(供应链)账款、融资租赁、小额贷款等基础资产发行资产证券化产品，直接面向产业链上下游民企，协助其拓展融资渠道。

在增信措施方面，上交所推动设立以民企债券为参考债务的信用保护工具，充分发挥专业机构在风险识别管理方面的优势，健全风险分担机制。

去年四季度以来，上交所举办多次债券投融资交流会，建立“上交所搭台，市场唱戏”的创新服务模式，通过发挥市场组织者作用，增进投融资两端交流，畅通民企融资渠道。3月以来，多家优质民企在上交所市场成功开展公司债券及ABS融资。

深交所积极推动固收产品创新

深交所聚焦国家战略发展需要，积极推动固收产品创新，引导资金流向重点领域、重点行业和薄弱环节，拓展民营企业融资渠道。截至3月25日，深交所债券市场累计支持民企融资约2.6万亿元。深交所民营企业公司债券融资规模占深交所企业债券融资的三分之二。

首先，深交所持续推出精准服务民企、科技创新系列产品。2015年公司债新政改革后，陆续推出创新创业公司债、创新创业公司私募可转债等，直接或间接支持民营科技企业融资约250亿元。

其次，大力推动知识产权ABS可复制、规模化发展，实现融资近130亿元，实现专利、商标和版权全覆盖，助力打通民营科技企业知识产权创造过程中的“融资、交易、运营”业务链条。

再者，拓展运用第三方增信、供应链核心企业信用等方式缓解民企融资难题。支持民企增信发债，累计发行具有增信措施的民企债券超过3100亿元；发行核心企业供应链应付账款ABS超6900亿元，累计帮助多行业、数万家供应链上游中小企业提前回款，实现低成本融资。

中国证券报记者了解到，深交所2018年启动信用保护工具业务试点，先后推出信用保护合约和信用保护凭证业务，落地民企债券融资支持工具，并配合中国结算于2021年3月底开展信用保护债券质押式回购业务试点。截至目前，深市已累计达成合约交易77笔、凭证项目9单，规模合计42.9亿元，撬动民营企业融资约200亿元。

另外，深交所积极探索缓解民企流动性压力支持工具。2018年推出首单纾困债“18深纾困01”，累计发行纾困债234亿元，支持符合条件的企业发债，直接或间接缓解上市公司及股东流动性压力，拓宽化解民营企业流动性风险资金渠道。

多维度破解民企债券“融资难”

民营经济是我国社会主义市场经济重要组成部分。中国证券报记者了解到，上交所前期已积极发挥市场组织者作用，推动民企在债券市场融资，通过开展市场机构调研、推进债券产品多样化建设、支持信用保护工具创设、举办债券投融资专题座谈会等多种方式，畅通民营企业融资渠道，务实、有效地服务和支持民营企业，促进实体经济持续健康发展。

“上交所将进一步加强对证券公司、投资机构、评级机构等主体的引导，促进各市场主体共同参与民企债券融资渠道建设，同步健全民企融资增信支持体系，以及全流程信息披露机制和违约处置机制，提振市场对民企债券的信心，从拓渠道、增需求、防风险等多维度破解民企债券‘融资难、融资贵’问题，助推实体经济稳健发展。”上交所相关负责人表示。

深交所相关负责人表示，深交所持续深化对民企债券融资服务机制，提高融资成效。下一步，深交所将多措并举完善民企债券融资支持机制。

具体而言，推出更多直达实体经济重要领域的创新产品，重点支持符合条件的民企发行科技创新债、创新创业公司债、数字经济主题债等品种；加大对民企融资支持工具、受信用保护债券质押式回购等业务支持力度，推进组合型信用保护合约等增信工具落地；推动更多符合要求的优质民企进入知名成熟发行人名录，提高优质民企融资效率；持续鼓励民企优先发行基础设施公募REITs、类REITs、知识产权证券化等基于资产信用的证券化产品，拓宽优质民企融资渠道；强化民企债券全流程信息披露；持续加强与地方政府、中介机构、投资者等各类主体沟通，合力支持民企健康发展。