

# 经济转型有待房地产业理性回归释出资源

温建宁

“五一”小长假期间各地房地产市场的冷清,着实让人倒吸一口凉气。原来,一个产业由沸腾,再到冰点的骤现,不仅没有“时差”,更不需要距离。只要时代的车轮,碾过去那一页,历史就迈向了新时代;只要岁月的大手,轻轻地向前一挥,一层薄薄的窗户纸,就被时间的季候风,轻轻地撕开了。

显然,房价无力的背后有深刻的宏观经济背景。经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期三期叠加,国内外经济运行态势复杂多变。不仅金融风险叠加经济动力衰减,经济转型遭遇问题频发,而且压缩落后产能交叉扩大供给,保障就业挤压稳定增长,发展的矛盾异常突出,政策取舍难度空前增加。“五一”楼市成交放缓,正好是宏观经济规律的体现。虽不能仅由此断定房价已进入下降通道,但今年情况不妙不容怀疑。但过度放大担忧和恐惧的情绪,肆意宣扬经济加速下行的悲观预期,并

以此诱导政策出手拯救房价,则属于居心不良。有些人依据房地产在国民经济中的比重,把部分城市住房供给失衡导致的房价下跌,夸大为房地产全行业崩溃的标志,进而以房价暴跌将引发经济危机,这种悲观论调对资本市场有较大的杀伤力。

相反,理智的学者看到的则更全面,他们依据经济增长呈现出矛盾相依的周期律,把房地产价格回落成交量降低看成是消费者走向成熟的标志,价格走向理性回归,正好是经济转型的特征之一。笔者更认同后一种观点,房价真正降下来对经济提升品质的正面作用大于冲击经济的负面影响。而且,房价下降只是市场反应,不足以动摇中国经济的根基,压根没有必要过分夸大,只需要做好应对风险的防范措施即可。

笔者判断,房价下行的趋势没有力量能够阻挡,但房价现在就崩盘也缺乏依据和基础。中国经济需要“去房地产化”,但中国经济增长率从10.3%到7.4%,已经历了4年的下滑,现在急需

在调整中诞生崭新的增长模式,当前经济转型最需要的就是各种资源,而这必须以房地产退出经济舞台为前提条件。因此,房价下行是不可避免的。

转型的推动力要么是来自于外部,比如利用外资,要么来自内部,比如淘汰落后产能,强制旧行业加速死亡,从而为新兴行业释放资源。考虑到国际背景极端不理想,靠调来推动转型,这条路不稳定性太大。国际上金融危机阴影未除,影响着很多国家的经济政策,从外部吸引资本为我所用,不是当前最现实的选择。因为就算我国想全面开放,其他国家也不愿意。显然,内部途径才是正道。无论是满足政策实现充分就业的追求,还是政府保持经济增长活力的诉求,都有必要提高现有资源的利用效率、重塑现有资源的禀赋作用,而房地产行业已经很难再增强经济发展的后劲。通过经济结构大调整,终结那些发展过度、生命力衰弱的行业,腾出尽可能多的有效资源,以市场方式进行高效配置,这就是摆脱经济陷入危局的条件。

释放资源发展新产业,离不开老产业的“瘦身”。房地产行业吸金过度,致使“一业障目、百业凋零”,在过去20多年中,它占据了过多的社会和经济资源,遮蔽了其他行业健康成长的机会,加剧了银行的风险集中度,严重阻碍国民经济的新发展,行业的非理性繁荣已经走到了尽头。将房地产行业占据的过度经济资源释放出来,是经济转型最终成功的关键。只有让房子退回居住的本质功能,剔除过度附加于其上的金融属性,才能把资源引导到更有价值的行业中。只有在地产项目上长期沉淀的固定投资慢慢意识到留在地产上不仅无利可图,甚至还有大比例亏本的可能,它们才会果断选择离开,这样,才能为新的经济增长准备最有利的物质基础。

4月底杭州楼市再掀降价波澜,正是资源逃离地产行业的一种表现,它还对想进入房地产业的资源造成了一定的威慑。例如,2月中旬杭州房价首降,打破房地产市场价格僵局,高端住宅市场卷入降价风潮,“别墅卖出了公寓价格”,是释放经济资源的样本。



## 直面自由行深层次问题 共谋内地与香港双赢格局

吕锦明

随着“内地小童香港街头便溺”事件持续发酵,关于建议香港特区政府限制内地赴港自由游客数量的论调开始甚嚣尘上。近日,有香港政客还提出,取消目前实行的深圳户籍居民赴港“一签多行”。

诚然,自由行推出10余年来,其间的确出现过诸如个别港媒所宣称的“中港骂战”、水客走私猖獗、“双非”(即父母双方均非香港籍)孕妇冲关产子等大家都不愿意见到的现象,但仅凭几个负面事件就彻底否定自由行对香港经济的积极作用和贡献,未免显得过于片面和主观了。只有直面实行自由后出现的现象,挖掘其背后深层次原因并加以解决,才能促进内地与香港更好地融合,达致和谐双赢的局面。

2003年香港爆发了非典疫情,为提振陷入低谷的香港经济,中央推出了内地居民赴港自由行政策,香港经济由此起死回生。十多年来,自由行对作为香港重要支柱产业的旅游服务业起到了极大的促进作用。香港旅游界立法会议员姚思荣援引权威数据表示,受惠于内地游客自由行的拉动,香港旅游业直接就业人数多达23万人,加上零售等相关行业,雇员总数多达60万人。如果内地赴港游客因受到限制而减少,不但会使相关从业人员的饭碗

受到影响,香港每年也可能因此少收入逾千亿港元。

对内地而言,为什么大量水客以自由行游客身份赴港“扫货”或走私,尤其奶粉、高档奢侈品、新潮电子产品等在内地市场相对紧俏的商品更成为他们的“必带品”?这值得深思和探讨。就奶粉问题来说,数年前爆发的内地三聚氰胺毒奶粉事件,令消费者对内地乳品乃至其他食品安全的信心严重受挫,加上外国奶粉强大的广告攻势,相对让人安心的品质保证和良好口碑,内地消费者于是对洋奶粉趋之若鹜。高档奢侈品、新潮电子产品在内地也有庞大的市场需求。如果不是内地对这类商品征收高额税收,导致在内地售价远高于香港,“扫货”或走私肯定无利可图。这样,谁还会搭上不菲的交通费、消耗大量时间,冒险从事这一营生呢?

对香港而言,内地游客将香港当作“购物乐园”的事实提醒香港,在摆脱非典和金融危机的阴影,经济逐步走出低谷后,不应再度依赖于自由行提振本土零售业和旅游业,处理好整体经济转型问题才是发展的长远之计。正如香港特区政府司长曾俊华指出的,香港特区的四大支柱产业——贸易和物流、旅游零售、金融及专业服务已渐渐失去原有的优势,今后香港应走产业多元化的路线,拓展更多新产业,为香港经济的长远发展创造更多机会。

## 青岛地产大亨姐妹巨额欠贷双双跑路



且看青岛君利豪,巾幗女将遁术高;奸商赖账跑断腿,银行追债累折腰。可叹紧绷资金链,尤羡汹涌买房潮;拐点阴云罩房价,地产姐妹泪滔滔。

紫蝶/漫画 贾壮/诗

## “不大规模刺激”表态 给降准预期浇了盆冷水

余丰惠

对于市场有关全面下调存款准备金率的预期,央行行长周小川5月10日在清华五道口全球金融论坛上表示,短期数据出来不一定说明问题,央行一直在流动性方面进行微调,目前国务院强调宏观调控要有定力,不会采取大规模的刺激。

近日,央行发布《2014年一季度货币政策执行报告》,其中“灵活运用公开市场操作、存款准备金率……”的表述,被部分市场人士看作是央行降准的暗示。其实,这只不过是央行货币政策报告中例行常用的表述,然而却被部分看不清本局政府经济金融政策走势的专家或者“别有用心”者曲解为央行暗示降准的信号。另一个更加关键的数据是,4月份CPI公布为同比上涨1.8%后,一些专家大惊失色认为,中国将要出现通缩状况,据此认为央行很快降准。同时,一些楼市春天派、上涨派在自媒体里甚至发布央行要降准了的言论,他们这样做的目的不言自明。

扑朔迷离的信息,大大影响了市场预期。在这关键时期,央行行长周小川明确表示,要有定力,不会采取大规模的刺激,可以说,他的这番话给市场降准预期浇了盆冷水,全面降准的可能性基本可以排除了。这也说明,此前一些专家以及楼市春天派们仍然陷在过去大投资、大肆放水刺激经济的思维中无法自拔。

中央坚持定力不刺激的宏观经济政策导向是完全正确的,央行不全面降准而是依靠公开市场操作进行微调的做法是完全必要的。目前,从各个方面都看不出有任何降准的必要。当前,经济下行压力增大是一个客观事实,但市场并不缺乏流动性,而且还相对充裕。这充分说

明目前的经济走势与货币信贷供应量多少没有必然联系。采取降准向市场注入流动性,只能助推物价而不能稳增长。在经济学上表现为,中国经济发展已经处在生产可能性边界以外,即超过了生产潜力,在这种状态下注入流动性只能引起物价大幅上涨。

应对本轮经济下行压力增大必须摆脱过去大投资、大肆放水货币的路径选择。采取通过市场化改革释放改革红利来稳增长,最主要的是通过放权于市场,激活市场的内生动力,把民间资本的投资潜力、13亿人口的消费潜力释放出来。这是根本出路和治本之策。如果还采取货币信贷大放水的办法,必然在推高物价的同时,再次助推房价暴涨。

笔者多次呼吁货币政策工具中最应该慎用的就是存款准备金率。应该效仿美国逐步弃用导致经济波动过大的准备金率工具,而转向温和的公开市场工具调控为主。过去多年,央行之所以频繁使用存款准备金率工具主要是因为外汇储备增长过快。存款准备金已经成为一个被动冲销外储增长带来的货币扩张的工具,而不是一个货币政策松紧的信号。考虑央行要不要调整存款准备金率,应该看外汇占款的多和少。而目前,外汇储备还在增加,被动发行货币还没停止,怎么可能降低存款准备金率而进行反向操作呢?假如外汇储备开始下降,外汇占款连续三个月以上走低,这时降低准备金率才有可能。因为,必须对冲市场中被动回笼的基础货币,以防止市场运行中的流动性不足。目前央行正在采取短期流动性工具、公开市场操作等进行货币调节,在此情况下,无必要大规模调降准备金率。

总之,周小川行长暗示不降准是完全正确的。

## 物价回落 不足以支持货币放松

宣宇

4月全国居民消费价格(CPI)同比上涨1.8%,比3月回落0.6个百分点。

此次CPI大幅回落主要是鲜菜和猪肉价格明显下降所致。4月食品价格同比上涨2.3%,比3月大幅回落1.8个百分点,影响CPI同比上涨约0.76个百分点。其中,鲜菜价格同比下降7.9%,影响CPI总水平下降约0.28个百分点;猪肉价格下降7.2%,影响CPI下降约0.21个百分点。4月非食品价格上涨1.6%,合计影响CPI上涨1.04个百分点。

这与3月份情况正好相反。3月份鲜菜和猪肉价格对物价贡献度明显回升。数据显示,3月因猪肉价格降幅收窄,导致肉类价格对CPI下拉作用明显减弱,再加上鲜菜价格大幅上涨对CPI贡献度明显提升。食品价格月度波动对CPI总水平的显著影响,突出反映了食品价格的不确定性。食品价格波动始终是影响CPI短期波动的主要因素。

4月物价保持低增长,表面上看这将强化当前货币政策全面放松预期,但从更细小的物价构成看,4月物价回落主要是食品价格短期波动所致,但食品价格不确定较大,不具有趋势性特征。当前鲜菜价格处于近3年同期底部水平,蔬菜价格受天气等影响较大(今年4月天气较暖,明显好于去年“倒春寒”天气),未来持续回落的区间已不大。同时,猪肉自年初以来持续4个月

大幅回落,当前猪肉价格也处于周期底部区域,已跌至4年来低点,未来回落的边际幅度势必收窄,此外国家正在启动第二批中央储备冻猪肉收储,随着收储力度加大,未来反弹压力显著提升。我们预计,食品价格对总体物价的影响将回升。

另外,从工业品价格看,4月工业生产者出厂价格(PPI)同比下降2.0%,环比下降0.2%,同比环比降幅均收窄。虽然工业领域因产能过剩、结构调整等深层次影响,“通缩”态势可能仍将延续,但4月工业生产者购进价格(PPIRM)和出厂价格降幅收窄,表明工业景气有所回暖,这与4月PMI表现一致;此外,4月价格指数与购进价格指数之差(PPI-PPIRM)进一步扩大,工业利润持续小幅改善,一定程度上表明3月下旬开始的“稳增长”措施效果初显。

我们判断,未来非食品价格仍有回升压力。从技术层面看,由于食品价格的不确定性(未来更多是上涨压力),非食品价格上涨态势将制约货币放松预期。我们预计,4月CPI同比涨幅已是上半年低点,当前市场强烈预期的货币政策全面转向的可能性很小。我们判断,随着投资对稳增长拉力的增强(但我们认为稳增长力度将适可而止,以就业为标准,类似去年二季度),加上外贸支持政策也将产生正影响,二季度经济总体平稳,“稳增长”因此将更多寓于结构调整之中,二季度政策不会全面宽松。

(作者系财达证券资深宏观分析师)

## 刚性兑付加剧金融生态失衡

杜静

任何一种融资工具永远不违约,都是不可能的。近年来,债券市场的刚性兑付以“零违约率”为表象,滋生出的实际上是一股伪市场力量,它正在加剧金融生态失衡。

第一,它混淆了市场的法律主体关系,并在转嫁风险中单向集中风险。债券作为直接融资方式,发行人是债务人,投资人是债权人,各类承销人、托管人、资金收付人是中间人,现在,当债券到期不能兑付时,一般是由中间人中的某个或某几个垫资兑付,中间人被动转换成了债权人。这个主要由债券中间人因为多种原因承担的变异债券“漏斗”,成为刚性兑付的支撑和支柱。“漏斗”之下债市积累和转嫁的风险呈现出向原本只是债券中间人(信托公司、商业银行等)集中的趋势。

第二,它放大了债券作为无风险资产的社会预期。对于债券投资人来说,由于没有遭遇债券违约的经历,或者违约后得到直接或间接救助,刚性兑付不断强化债券在人们心中属“无风险”资产思维定势。于是,“谁的收益率高就买谁”成为了债券投资人重要甚至唯一的

选择标准,这种盲从式行为泛滥,使得债市基础越来越脆弱。刚性兑付人为抽脱掉了债券的“风险”因子,变异成了只剩“收益”的市场怪胎。

第三,它成就了众多债券发行人虽“虚弱”但仍“金刚”的不败之身。健康的债券市场,对发行人也具有优胜劣汰的功能。但刚性兑付保护了落后,使得通过风险合理释放“清洁”市场的机制失效。“零违约率”虽然减少了投资人止损的机会,但让发行人变得更加“无畏”和大胆。一些发行人换上一件新“马甲”甚至不换“马甲”就重回债市,再发债券。可怕的是,这种以刚性兑付支撑下的发债轮回,正在形成一种利益联盟和变异机制,越来越背离债券发行的初衷与本源。一些企业重新融来的资金的绝大部分用于填补上一次刚性兑付的窟窿,虎氏融资特征越来越明显。

第四,它造成“劣币驱逐良币”的金融生态。从欧美发达国家和经济体来看,债券市场业务量占全部金融市场的比重均超过了50%,是金融市场的主体,规范并主导着金融生态的发展方向。我国债券市场占整个金融市场的比重虽然没有这么高,但不增长大变强的刚性兑付“怪胎”,对于信贷和资本市场则构成了

“挤出效应”。比如,2013年上证综指同比下降了6.75%,今年初以来又继续下跌,与之相关联的股票型基金和混合型基金净值亦均出现下跌。在此过程中,信托类理财产品的收益率则达到了10%以上,商业银行理财产品收益率也在4%-6%之间。这种在同一环境和市场下不同产品和领域的收益率“背离”现象,加剧了市场力量的非理性分化。2013年我国信托业资产总规模已突破10万亿大关,成为仅次于商业银行的第二大“金融体”。与此同时,2013年资本市场新开户股票账户同比减少11%以上,全部存量股票账户比2011年减少了5%以上,这种分化还抬高了信贷市场的利率水平,增加了实体经济的融资成本。

一个好的、健康的债券市场一定存在适度违约率,这是其风险特征决定的。因此,要从引导和调整债券兑付的社会预期、增强债券运作过程透明度、培育和建立风险分担机制等三个方面,消除刚性兑付的怪胎。

首先,应明晰债券发行人和投资人的基础关系,树立投资风险溢价的基本理念,让投资者在风险约束下理性投资。良好的市场预期是债券市场健康发展的重要前提,当市场的参与者知道和清楚

能够得到什么、必须付出什么的时候,市场才可能真正理性和成熟。

应改变债券发行人和投资人基本分离的状态,实现从“背靠背”到“手拉手”的转变。建立动态、客观和全面的信息公开制度,报告不同时期的经营情况和债券资金实际使用情况,尤其是对于可能出现债券兑付风险,应建立事先协商沟通机制,寻找立足于自主、自我救赎的方法与路径。

应建立债券风险的制度性分担机制。以破产制度为底线保障,依据投资债券的类别和不同风险层级,完善风险准备金和商业保险制度。对于因为处理抵押品和追索担保等因素,导致的债券延期兑付现象,实行缓冲或过渡性的风险分担制度安排。

终结刚性兑付神话绝不是鼓励和提倡债券违约,而是承认和允许债券违约的客观必然性。债券风险的客观释放,可以消除人为制造的假象,真实反映债市运行的实际,恢复债市的价格发现机制,让债市真正回到市场化轨道。靠转嫁兑付对象被动完成的刚性兑付,只会长期扭曲其价格并加剧金融生态失衡。

(作者为交银施罗德基金管理公司监事长)