

放松货币政策难解经济结构性矛盾

项峰

今年第三季度,我国国内生产总值增长7.3%,不仅低于二季度的7.5%,而且创下6年来的季度新低,主要宏观经济指标多出现明显回落。为应对宏观经济下行压力,近期中央银行通过SLF向金融机构注入流动性。尽管如此,应该看到,如果我国宏观经济下行的根本症结不在于货币政策,那么单纯依靠货币刺激难免会陷入“头痛医脚”的境地。

我国经济五大结构矛盾

当前我国宏观经济下行的根本原因在于结构矛盾。

一是产能过剩与市场需求萎缩的矛盾。2008年国际金融危机爆发前,我国就已经出现了较为明显的产能过剩问题。2002年以来,我国经济进入新一轮增长期,固定资产投资连续三年增速超过20%,大量投资所形成的产能从2005年开始释放,钢材、水泥、电解铝等价格走低。当2008年国际金融危

机爆发导致我国外部需求急剧萎缩时,国内部分行业产能过剩问题凸显。

二是房地产业驱动与新兴产业基础薄弱的矛盾。不管承认与否,过去十多年我国房地产业一直扮演着宏观经济增长“引擎”的特殊作用。特别是在2008年国际金融危机爆发后,房地产业驱动经济增长的作用十分突出。同时,我国战略性新兴产业基础薄弱,在国家产业振兴计划出台后各地跟风盲目投资建设,短期内又造成如光伏产业的产能过剩问题。因此,当房地产市场出现周期调整时,我国经济增长引擎不可避免面临“失速”风险。

三是政府投资强劲驱动与民间投资热情不高的矛盾。2009年以来,地方政府投资强劲驱动经济增长,各地大兴基础设施建设。但与此同时,民间投资主要集中在房地产业领域,其他实业投资意愿不足,使得地方投资重负持续向地方政府转移,并引发地方政府债务过快增长与债务偿还问题。

四是隐性通货膨胀较高而居民购买力下降的矛盾。虽然9月份全国消费者物价指数同比上涨1.6%,但从实际

感受而言,过去几年我国实际消费品价格水平出现较为明显的涨幅。特别值得注意的是,随着我国居民消费结构的升级换代,恩格尔系数下降,食品之外的其他消费品对消费总支出影响越来越大。同时,在货币供应量较快增长以及高房价的传导下,我国居民实际购买力不仅没有随收入增长而提高,反而出现下降的情况。9月份全国社会消费品零售总额同比增长11.6%,增速已经连续5个月下降。

五是经济增长内生动力不足与货币刺激路径依赖之间的矛盾。当经济体实际增长率低于潜在增长率时,货币政策刺激有助于弥补增长率缺口。虽然过去我国实施了适度宽松的货币政策,此后适度宽松货币政策转向稳健货币政策后,货币政策并未明显收紧,甚至在特定时期还出现局部宽松情况,但实践表明,货币刺激并不能培育市场形成内生经济增长动力。同时,在货币连续刺激下我国宏观经济已经形成了路径依赖。

不宜再过度依赖货币刺激

当前我国货币金融环境适合经济结构调整,今年以来,我国金融管理当局实施了定向宽松的政策,支持经济薄弱环节、中小企业和棚户区改造,取得了积极效果。6月末,全国保障性住房开发贷款

增长47.3%,农村贷款增长16.5%,小微企业贷款增长15.7%。所谓实体经济“融资难”与“融资贵”问题,也不完全是金融机构自身的原因。有些“融资难”与“融资贵”需要政府部门贴息,有些还需要政策性担保机构支持,在风险顾虑下金融机构放贷趋向谨慎也无可厚非,毕竟金融机构经营具有极强的外部性。但即使如此,金融体系依然为实体经济结构转型提供支持。截至2014年9月末,我国广义货币供应量M₂同比增长12.9%。即便已处于周期调整的房地产业,今年6月末全国房地产贷款增速高出各项贷款增速5.2个百分点,个人购房贷款增速高出各项贷款增速4.4个百分点。综合来看,当前我国货币供应总体充裕适度,并不存在阻碍经济结构转型与增长的问题。

宏观经济治理不宜再过度依赖货币刺激。宏观经济治理也需要有中医的“望、闻、问、切”,要对症下药。金融是经济的核心,但并不是解决一切问题的“金钥匙”。货币刺激犹如吗啡具备镇静作用,当小剂量偶尔使用时,还可能有效果,但持续大剂量使用,不仅上瘾,而且危害更大。因此,只有通过改革释放红利,才能真正激发民间活力。

推进REITs对房地产行业有综合效应

李宇嘉

在支持房地产开发企业合理融资需求方面,“央四条”提出,“积极开展房地产投资信托基金(REITs)试点。”监管层提出试点REITs,已经不是第一回了。但放在当前楼市形势下理解,很多人可能会认为,管理层此举的考虑是为了开辟房企新的融资渠道,减少对银行信贷的依赖,降低高度集中在银行的房地产风险。同时,通过发行基金份额,不但可以加速房企资金回笼,加速库存消化,还可以为大众投资者提供一个分享房地产行业利润的新渠道。

这一理解并没错,但不全面。从全球来看,REITs是一个非常好的房地产金融产品。由于投资额巨大、投资回收期较长、固有的周期性风险突出,不动产投资是任何单一的资金来源所无法承受,特别是以银行信贷为主的间接融资模式。而集合机构和大众投资者的REITs的出现,既解决了投资门槛的限制,也缩短了投资周期,降低了集中度风险和不动产周期波动风险。

REITs不仅为不动产开发投资提供了多元化的融资渠道,而且还为普罗大众提供了灵活便捷的不动产投资渠道和退出渠道。对于大众投资者来说,在工业化和城市化快速推进,并带动产业结构升级(第三产业比重超过50%)和居民收入增长时期,一国不动产价格长期上涨。若没有REITs,只有购买不动产才能分享这种红利,单宗不动产较高的价格使得只有少数有钱人分享到了这种红利,而普罗大众则被排除在外。REITs的出现,则打破了单笔投资门槛的限制,即使是普通老百姓,也能参与到分享不动产价值红利的过程中。

而且,REITs的发起人还会组建一个独立的资产管理公司来对REITs进行管理,并通过物业多元化投资和规避物业价值风险的组合投资(30%的基金份额可以投资于物业以外的其他金融产品),从而保证了在风险可控的前提下,REITs投资者可以获得稳定可持续的回报。同时,发起人还会聘请受托机构和专业的物业管理机构,直接介入物业招商、运营和品牌维护等全过程,对不动产下游产业链的成长,培育房地产下游服务于行业起到推动作用。

受到土地资源、人口红利、区位优势固定的限制,房地产开发的增长空间存在“天花板”效应,而房地产行业的下游(物业管理、招商及配套服务、更新改造、信息化和智能化等)却存在“长尾效应”。REITs收益主要来源于租金收益和物业增值收益,物业管理的引入至关重要。基于对资产管理和物业管理的重视,REITs将会提升房地产下游服务于行业的价值,有助于房地产国民经济基础和先导产业功能的发挥,对第三产业发展转型有直接促进作用。

毫无疑问,我国试点发展REITs,其首要目的在于开辟房企多元化的融资渠道。尽管我国房地产进入存量时代,但棚户区改造开启了存量房利用的新时代,而新型城镇化将释放新一轮人口红利,房地产开发领域的资金需求仍旧可观。但随着新房开发空间变窄,存量房(包括在建和已批未建项目)也需要一段时间来消化,中短期内房地产投资风险开始显现,这对于资金主要来源的银行信贷(表内和表外信贷)是一个冲击。目前,房地产直接信贷占据银行存量信贷的20%,但如果将抵押物为物业的信贷算在内,这

一比例高达60%。

纵观全球,即便是基本面良好的国家,某一时期房地产过度投资和过剩供应引发的房地产周期风险是造成金融风险、金融危机,甚至是经济危机的罪魁祸首。长期内,我国房地产市场不存在泡沫风险,但中短期的下行风险不容忽视。若要实现楼市风险“软着陆”,并顺利对接楼市中长期需求,首要的就是让中短期风险“软着陆”。一方面,这需要降低对银行信贷资金的依赖,另一方面要引入多元化的投资渠道来对接需求,而REITs无疑是最佳选择。

首先,REITs不仅可以部分替代房企对信贷资金的需求,而且通过缩短房地产项目投资回收期,房企可以尽早退出投资,银行存量房贷也就盘活了,从而降低银行杠杆;其次,在国内各大城市,都存在一些项目过早开发,而其价值却会随着规划和配套的完善在后期体现的问题。REITs可以实现一些“先知先觉”投资者的进入,这不但降低了开发风险,减少了供应过剩,而且通过专业化的基金管理、物业管理,缩短项目从培育到成熟的周期;最后,在房地产存量时代,随着旧城改造加速和规划调整,城市空间结构趋于完善,再加上新型城镇化对人口红利的再次释放,存量房地产的价值在上升,但持有的风险也较大,基于大众投资和机构投资参与的REITs不仅可以介入,而且可以有专业化的基金和物业管理,探索最优化的管理模式。

随着房地产进入存量时代,传统的以上游开发为主的增量房地产时代,将转入以物业管理和存量房改造为主的下游房地产服务行业时代。但是,由于下游行业一直没有专业化的管理机构,房企也不重视下游行业培育,造成下游行业一直没有形成明朗的盈利模式,也没有创造出可观的盈利空间。这也是为何房企都认为房地产下游是一片“蓝海”,但却没有一家能够成功向下转型的原因,也是租售比居高不下的主要原因。

REITs要实现可观稳定的收益,就需要物业能够产生持续稳定的租金收入流和物业长期增值,这就需要在下游行业培育出成熟的、专业化的物业管理模式,并基于物业现金流价值最大化来选择业态模式和招商运营。因此,REITs的发展也意味着专业化的物业管理体系的形成,以及基于价值最大化的物业存量时代的到来,这是房企成功实现向下转型的先决条件。

目前,制约REITs在我国试点及推广有三个因素,无风险收益率居高不下、税收豁免制度缺失、专业化的基金及物业管理机构缺位。前者既与当前融资成本高有关,也与后两者缺失并造成物业租金收益相对较低有关,而REITs推进不力也是物业租金收益率下降,产品缺乏吸引力的一个原因。可选择两个解决方案,一是引进保险资金、外资等低成本资金,降低无风险收益率,提升REITs相对收益率,对低收益的一些项目REITs(如公租房),可学习美国低收入住房返税政策来提高相对收益;二是以私募REITs向公募REITs渐进过渡,债权型REITs向股权型REITs渐进过渡的方式,规避中短期内产权、税收制度、风险偏好体系未形成对推出REITs的制约。长期内,要解决税收豁免、基础资产质量(特别是产权的制约)、信托登记权属、监管障碍等问题。

(作者单位:深圳市房地产研究中心)

面对劳动人口下降 产业投资需重视两个方面

罗克关

中国社科院副院长蔡昉日前在清华大学的一次演讲,在很大程度上颠覆了市场对当前劳动力市场和结构的看法。

一般来说,市场对经济增速和就业率的关系有一个近乎于直觉的折算方法——经济下行必然带来就业压力。但蔡昉认为这是习惯思维。据社科院统计,当前劳动力市场最主要的问题还是招工难。不仅非熟练劳动者绝对短缺,大学生结构性就业困难也出现一缓和,大学生都能找到工作。换句话说,不存在GDP增速下行必然导致就业压力增大的问题。

实际上2013年初,国家统计局发布2012年全国人口与就业数据之时,也出现了类似的统计数据与思维习惯打架的状况。2012年中国15岁~59岁之间的劳动人口较上年净减少345万人,多年来第一次出现绝对值下降。

那为什么在这种情况下,全国每年依然有上千万的新增就业?蔡昉认为是统计数据的重新归类所致,即原本不被纳入统计的农民工就业情况被逐年纳入。换言之,剔除存量调整导致新增就业数据增长的动能,这一指标本该出现下降才对。

所以蔡昉认为,当前的劳动力市场不再以隐性失业为特征,而表现为自然失业率和周期性失业。

讲到这里,笔者要开始切入主题。

假如蔡昉的判断正确,那么对产业投资而言至少有两个方面值得重视。

首先,由于劳动力的总供给从净增长转向净减少,这意味着依赖“简单技术+低成本培训劳动力”的产业将走向绝对衰退。而不幸的是,上一轮应对经济下行的投资高峰中,此类项目占比并不小。一方面是同质项目上马,另一方面却是劳动人口的净减少,这不造成用工成本上涨才怪呢!

如果要淘汰过剩产能,这些产业将首当其冲。理由很简单,它们非但不能吸纳就业,反而人为加剧劳动力供不应求的局面。

其次,由于劳动力净减少的幅度还非常平缓,如何与其他产业竞争形成局部的供过于求局面就非常重要。而从短期看,只有能够给出高工资的产业才能够吸引人员流入。其背后的隐含条件则是,进入这些产业的资本盈利效率必须上升。在劳动人口不再无限供给的情况下,支撑资本盈利效率上升的办法就只能产业升级——不是不能增加投资,而是要增加有效率的投入。

当然这个过程不会一蹴而就。央行公布的9月份货币信贷数据显示,7月份开始出现的公司短期信贷需求持续下降的势头还在延续。现在来看,企业部门对短期资金需求的保守似乎也可以理解,毕竟任何投资都有周期,在旧有投资尚未回本又要想办法应对未来,不管谁的本能反应应该都是先收缩阵地再说吧。

一些银行换芯卡成本要顾客买单



银行升级换芯卡,新增成本谋转嫁。顾客买单有意见,银行平怒找说法。风控义务被虚置,技改成本遭浮夸。抛开责任贪小利,制约银行变强大。

赵乃育/图 孙勇/诗

股份制公司应慎设职工董事职位

皮海洲

球的笑柄。

从10月20日的临时股东大会投票结果来看,长园集团一方取得胜利,这也意味着引入“职工董事制度”在该公司的临时股东大会上获得了通过。当然,由于沃尔核材一方的代表不能正常进入股东大会现场投票,这也使得股东大会表决结果的合法性存疑。更何况,沃尔核材方面拥有长园集团11.7%的股权,完全有权提请召开临时股东大会,申请撤销“设立职工代表董事”的议案。

撇开上述双方对长园集团控制权之争不谈,仅从完善公司治理的角度来看待职工代表董事设立一事,笔者认为,作为股份制公司在设立职工代表董事问题上要谨慎,尤其是现阶段,以不设立职工代表董事为宜。

职工代表董事制度是一个舶来品,从我国的实践来看,职工代表董事制度主要适用于国有独资企业,通过在国有独资企业董事会中设立职工代表董事来体现对职工利益的保护,同

时也体现职工的主人翁地位。因此,职工代表董事制度是国有企业体现中国特色社会主义要求的一个具体表现。而从股份制公司来说,设立职工代表董事制度的比较少见。当然,股份制公司并不是完全不能设立职工代表董事,根据《公司法》第一百零九条规定,股份有限公司设董事会,其成员为五人至十九人。而在董事会成员中可以有公司职工代表。正因为该条款规定,就成了极少数股份制公司设立职工代表董事的法律依据。

尽管如此,股份制公司设立职工代表董事还是应该十分慎重。毕竟股份制公司是凭本说话,而职工代表董事属于非股东董事,如果赋予职工代表董事与股东董事一样的表决权,这显然是对资本的不尊重。尤其是在股东董事之间存在利益之争的时候,最终却要由职工代表董事来决定胜负,这无疑是对资本的戏弄。而在这个问题上,有必要把职工代表董事与独立董事区别开来,毕竟从制度设计上来说,独立董事是代表广大中小投资者利益的,因此独立董事的

表决在一定程度上是在代表广大中小投资者行使表决权。而职工代表董事本身就是缺少公正性的。股份公司设立职工代表董事的目的就是为了保证原有控股方通过设置职工代表董事以增加在董事会中的话语权,这对于其他投资者来说,显然是不公平的,不利于保护投资者利益,在一定程度上是对“同股同权”原则的破坏。

从保护投资者,甚至保护上市公司利益的角度来说,上市公司董事会里已经设置了独立董事的职位,因此也没有必要再设置职工代表董事一职,这在某种程度上与独立董事有重叠之处。

当然,股份制公司也需要重视对职工利益的保护。而从保护职工利益的角度来说,《公司法》第一百一十八条对此有明确的安排。该条款规定:股份有限公司设监事会,其成员不得少于三人。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表,其中职工代表的比例不得低于三分之一。也正因此,保护职工利益的重任完全可以落在职工监事的身上,而不是职工代表董事身上。

联系我们

本版文章如无特别说明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话到 0755-83501640;发电邮至 pp118@126.com。