

降息难改楼市整体调整格局

宣宇

央行上周五晚宣布自 11 月 22 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。这对房价已持续 6 个月环比下降的中国楼市来说,无疑是重磅利好,相关市场参与者关于房价将反转回升的呼声也随之出现,据媒体报道,一些房企已开始传达“涨价令”。楼市量价齐升的火爆场面似乎正呼之欲出。

降息一定程度上减轻了购房者月供负担,强化了房价回升预期(预期更为重要,会导致更多潜在需求释放形成房价实际拉力)。但笔者认为,本轮旨在引导实体经济融资成本下行的利率下调不会改变楼市整体调整格局。从历史经验看,货币因素确实是影响短期房价的重要因素。但货币之水要润泽到楼市,还需要楼市持续上涨的一致预期支撑。这是过去十余年来楼市单边持续快速上涨的一个重要原因。但当前,经济新常态下房价超脱

居民收入和经济增长的过快上涨的基础已经发生改变,本质上说,房价过快上涨需要相应上涨的购买力支撑,新常态下经济潜在产出(购买力)已无法承受高房价及房价过快上涨压力,房价持续上涨预期已显著改变。

笔者从产业周期和政策周期两个维度对中国房地产长周期进行了深入观察。从产业周期看,楼市整体供大于求的格局已经形成,当前中国房地产业已基本走完了长周期的上升阶段。在楼市库存高企、边际供给能力处于高位;大部分需求因高房价得不到满足;再加上房价弹性逐渐增强(保障性住房解决了大多数“刚性”最大的群体住房需求)的市场环境下,房价下行趋势将是确定的。此外,从政策周期看,房地产业已排除在“稳增长”框架之外,新一届政府不会(也无需)通过“刺激”房地产市场来稳增长,这是中国房地产长周期内景气转换的时代背景。从产业周期和政策周期两个维度可以发现,中国房地产业已开始步入长周

期的拐点区域,过高的房价整体上已步入下行通道。中国房地产业正开启房价与居民收入 and 经济增长水平相协调、房地产投资与城镇化内涵发展相适应的适度增长的“新常态”。

降息将促进潜在刚需者提前入市,对楼市量价都有一定的支撑作用,这也是楼市健康持续发展的前提和目的。但“刚需”从来就不是导致中国楼市“量价”齐齐暴涨并导致螺旋上升的原因。据西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心数据显示,当前城镇可实现刚性和改善型住房需求不足 4%,“刚需”恰恰是高房价的受害者和出局者。大量投资投机性需求是中国过去十余年来房价一路飙升的唯一动力。但正如前述,由于过去单边持续上涨的预期已经改变,投资投机性需求将不会因此次降息而暴增(部分城市仍执行限购,直接排除了投资投机性需求,即使一些城市完全放松限购,但由于其楼价深度调整对投资投机也失去吸引力),从而导致楼市整体调整格局改变。

这个判断其实已经有事实佐证。自 9 月底中国人民银行放宽二套房贷以来,加上大多城市放松限购限贷(个别地方甚至出台购房补贴),这些被市场普遍解读为楼市“刺激”的系列政策对房价的支撑作用被寄予厚望。据《中国经济周刊》的调查发现,尽管央行指导意见出台已一个多月,但上海市内商业银行几乎一直回应首套房贷利率“不可能下浮

30%”,对总量偏低的贷款还要上浮,即使贴近市场化运作的股份制银行能够拿到首套房折扣利率也绑定诸多限制条件,且与高达七折的折扣幅度无法匹配。央行房贷新政由甫一出台的“深水炸弹”似乎沦为一张空文,充分反映了银行对楼市的谨慎态度,而且这还是针对真实需求的首套房或者改善性二套房,市场对楼市整体调整预期可见一斑。

另一个意义上说,当前经济下行,通胀率很低,尤其房价已持续半年调整,是此次降息的前提条件之一。一方面,房价调整已持续半年之久,这是让市场对楼市整体调整的预期充分吸收、固化,从而不会因此次针对部分企业(特别是小微企业)融资成本高而利率下调的措施“伤害”到楼市的调整进程,尽量减少对楼市理性回归的“负效应”;另一方面,经济下行压力持续了较长时间,企业经营困难有所加大,部分企业(特别是小微企业)对融资成本的承受能力有所降低,可能损害到“稳增长、促就业、惠民生”的区间管理底线。降息措施此时出台,充分体现了货币政策“刀尖”上的平衡艺术。

综上所述,笔者认为,当前房价不会因降息而再度恢复到过去的价格暴涨循环,楼市仍将延续整体调整格局。

(作者为财达证券宏观分析师)

焦点评论

国企拿走政府各类补贴六成



财政补贴要给谁?个中运作有油水。国企申报先得手,民企申报且排队。政府扶持很上瘾,市场配置常变味。补贴手段审慎用,公平竞争是依归。

紫蝶/图
孙勇/诗

央企高管降薪 职工莫成“陪葬品”

毛开云

央企负责人薪酬制度改革将于明年初实施,改革首批将涉及 72 家央企。金融央企老总或将减薪百万。

根据央企负责人薪酬制度改革方案,改革后,央企负责人薪酬由基本年薪、绩效年薪、任期激励收入三部分构成,其薪酬水平将不超过央企在岗职工平均工资的 7-8 倍。然而,目前央企主要负责人与职工薪酬差距在 12 倍左右。高管降薪,职工是否跟着降,不少央企的职工对此表示“很担心”。笔者认为,高管降薪,职工不能成为“陪葬品”!

高管降薪势在必行。姑且不说高管拿了这么多年十多倍甚至几十倍于职工的工资,即使降薪后拿职工工资的 7-8 倍,依然是高薪。改革方案中说的是高管不超过央企在岗职工平均工资的 7-8 倍,其实大家都清楚,没有高管会拿 7 倍的,肯定要拿 8 倍。7 倍与 8 倍,只有一倍之差,但已是职工的全部工资了,高管还有什么不满意的呢?

高管和职工做的工作不同,在企业中的地位 and 作用不同,但这个不同,用 7-8 倍于职工工资来体现无论如何说都已经体现了高管的权威和价值。职工必须天天到岗,天天做具体工作,天天创造价值;而作为

高管,也许不必天天到岗,不必天天受着各种约束。职工的工作时间是固定的,高管的工作时间是自由的,其他不说,单这一点,高管也该知足了。

高管工资从职工的 12 倍左右下降到 7-8 倍,高管肯定不适应。但是,高管降薪是新常态,不适应也必须慢慢适应。而高管在适应新常态的过程中,不能在职工工资上打主意,更不能拉职工工作为“陪葬品”。要知道,职工与高管的收入差距过大,本身就不符合国有企业的性质,如果再直接或变相降薪,职工情何以堪。国家明确提出收入分配要“提低限高”,建立职工工资正常增长机制,而在现实中,职工涨 10%往往赶不上高管涨 1%。从高管自身利益的角度看,只有把职工工资的基础打牢了,才能提供有效的激励,才能让企业有更好的发展空间,而在同样倍数的情况下,高管自己的工资也才能得到提高。

基础不牢,地动山摇。没有职工的稳定,央企这座高楼大厦必定摇摇欲坠,高楼大厦之顶层的高管必定也不好过。只有职工的工资保障了、提高了,央企才有发展壮大的坚实根基,高管才有 7-8 倍于职工工资的基本来源。

万丈高楼平地起。国家的发展要依靠人民,央企的发展离不开职工。倘若职工成了央企高管降薪的“陪葬品”,这样的央企最终只会皮之不存、毛将焉附。

消除沪港通跨境监管盲点仍是重中之重

熊锦秋

沪港通实施初期虽然没有预想火爆,但既然沪港两市打通了双向流通管道,其对两市的影响无疑是积极而又长远的,即使目前沪港通成交量还没有上来,也不是大问题,因为只要发展规范,在适当的市场气氛下交易总会活跃起来。当下关键问题是,要防止跨境监管制度漏洞引发市场风险,夯实两市双向开放的制度基石。

沪港通目前的监管制度,首先明确了监管规则适用的“主场原则”,这方面主要体现在《沪港通沪港股票市场交易互联互通机制试点若干规定》第三条上,比如,按此规定,上市公司在哪里上市,上市公司及其股东就按照上市所在地原则进行监管。

其次《上海证券交易所沪港通试点办法》等明确了交易所对沪港通的自律监管,主要是依靠提请对方交易所对其市场主体采取监管措施来实现,比如沪股通中情节严重的违规行为,上交所可以进行调查、提请联交所对参与者采取适当的调查措施,然后还可提请联交所对其参与者实施相关监管措施、纪律处分;若港股通

交易中出現情节严重的市场失当行为,依同样的原则处理。

其三在跨境执法方面,中国证监会与香港证监会签署《沪港通项目下加强监管执法合作备忘录》,以打击虚假陈述、内幕交易、操纵市场等跨境违法违规行为。《备忘录》明确了“线索与调查信息通报、协助调查、联合调查、双方互为送达有关文书、协助执行”等多项机制,比如,《备忘录》规定双方对另一方提出的协助调查请求,应给予及时、充分、有效的协助,协助提供的资料包括相关书证、证人证言、当事人的陈述、鉴定结论等;遇涉重大紧急案件或处于双方管辖区,双方可启动联合调查程序。另外,目前内地与香港有关法律文书跨境传递的司法协助较为局限甚至空白,《备忘录》规定中国证监会可为香港证监会送达一些需要传递给境内主体的一些法律文书,反之亦然,这填补了一些制度空白。

不过,沪港通跨境监管制度还远没有到十全十美地步,还存在一些问题,需要从理论和实践两个层面予以论证和研究解决。

一是协助调查提供证据材料的

有效性问题。沪港两市法律制度规则有很大不同,甚至监管层对内幕交易、市场操纵等违法违规行为的定义、认定办法、认定标准都不大一致,这样,一方请求另外一方协助调查,或者双方组成联合调查组时,调查人员着眼搜集的证据材料就可能大不相同,加上其他各种原因,就可能引发如下问题:一方收集的协助调查材料是否可以作为另外一方的监管或行政处罚依据?如果证据不可靠发生错案怎么办?

二是跨境执法如何协助执行缺乏可操作性制度。如果在香港市场的投资者通过沪港通买卖股票出现违法违规行爲,中国证监会对其做出处罚决定后,由于违法主体和涉案资金都在香港,中国证监会并不能跨境执行,对处罚决定的执行主要依赖于香港证监会的协助,也即跨境执法有赖于对方监管部门的协助执行。但目前跨境执法协助执行方面的制度还属于粗线条、不够细致、不具操作性,比如《备忘录》只是规定“中国证监会与香港证监会将在协助执行对方所作出的行政处罚方面拓展合作空间,并共同研究推动两地自律监管措施的执行互认问题”,这些规定还只是方向性、原则性规定,有的还只是

处于研究阶段,包括沪港两家交易所自律监管措施“相互承认”都还可能有点障碍,两地在执法协助执行缺乏制度遵循,没有落实到实际操作层面。

为此,首先必须要从理论上搞清楚,对方监管部门对本方市场主体作出的监管措施、处罚决定,本方监管部门是否应该全盘认可,是否需要有所鉴别再予以认可,倘若发生法律风险怎么办。这些搞明白之后,再出台跨境执法协助执行的具体制度举措。

三是投资者权益保护制度需要进一步明确。证监会表示,投资者投资于谁的市场,由谁进行保护;投资者还可依法涉外民事诉讼,当参与港股通业务的投资者向有管辖权的人民法院提起民事赔偿诉讼时,可通过两地司法协助机制予以执行。不过这其中也有问题需要解决,比如法官审理选择适用内地的法律还是香港地区的法律?虽然《涉外民事关系法律适用法》规定“侵权责任适用侵权行为地法律”,但现实情况极其复杂,面临法律选择难题;另外,目前内地与香港尚无司法协助的相关协定,民事跨境执法只能依靠个案处理,人民法院宣判后,如何执行也需要刚性制度保驾护航,不能总是以个案处理。

中国“大象起舞” 引领亚洲债市

罗宁

亚洲债券市场的发展源于对 1997 年东南亚金融危机的反思,各经济体政府和金融业界力图通过发展亚洲债券市场,以改变金融风险过多集中于银行体系的困境。东南亚金融危机后,亚洲各经济体进行了大量尝试,推动亚洲债券市场的快速发展。2008 年,百年难遇的全球金融危机曾一度冲击亚洲债券市场,但危机企稳后亚洲新兴市场以较高增速率先复苏,推动亚洲债券市场进入发展的又一轮高潮。

蓬勃发展的亚洲债市

从政策层面看,亚洲主要经济体持续推动亚洲债券市场发债进程。2008 年东盟与中日韩(10+3)财长会议审议通过了发展亚洲债券市场的新路线图,明确以增加本地区本币债券的发行,刺激本地区本币债券的需求,提高监管机制,改善相关的债券市场基础设施建设为主要内容。为了实施新的路线图,成立了一个“引导小组”,确保实施工作的效果和效率。2012 年“10+3”财长和央行行长进一步审议并完善了新路线图,将区域信用担保与投资基金、基础设施融资债券、促进良好投资环境、10+3 债券市场论坛、区域清算中介筹建研究、政府债券市场发展、消费者及中小企业融资、增强区域评级体系及加强财金能力建设作为未来合作重点。

据波士顿咨询公司(BCG)统计,虽然债券融资占亚洲市场份额仅为 18%,仍与美国(50%)、欧洲(36%)存在较大差距,但亚洲债券市场总体规模过去五年来以年均 13%的速度增长,已经取得了较大突破。亚洲开放银行近期发布的《亚洲债券监测》季度报告显示,截至 2014 年 6 月底,东亚新兴市场未清偿债券总额为 7.9 万亿美元,较 3 月底增加 2.5%,同比增加 9.3%。二季度本币债券发行总额达 1.1 万亿美元,高于一季度的 8520 亿美元。2014 年 1-7 月份,以美元、欧元或日元计价的债券销售总额高达 1214 亿美元,该地区的年债券发行规模很可能创下新高。据 BCG 预测,到 2018 年整个东亚(不包括日本)债券余额将达到约 16 万亿美元。

亚洲债券市场面临的挑战和风险

首先,亚洲经济体在发展水平、经济结构和市场基础设施等方面存在的较大差异是发展亚洲债券市场的重要障碍。债券市场的发展涉及经济制度、发展水平以及社会信用文化、法律制度、会计和税收制度等基础设施的发展与完善。亚洲经济体经济发展水平参差不齐,有经济发达的日本,也有经济落后的越南、柬埔寨、老挝等国家,相互之间差别很大,经济发展模式多元化,经济政策缺乏有效协调,而且亚洲很多经济体的企业规模较小,进入资本市场筹资的能力有限,客观上都限制了本地区债券市场的发展。此外,亚洲经济体缺乏统一的法律框架、会计标准及税收制度;各国经济开放度差异很大,金融市场不发达,金融市场国际化程度低,亚洲各国与地区之间的生产要素流动性较差,对要素流动的限制较多;流动性最强的资本也受到一定的限制,所有这些构成了亚洲债券市场发展的薄弱基础。

其次,亚洲大多数经济体本土债券市场还很不完善,其中最为典

型的是长期债券市场发展滞后,制约了区域债券市场的发展。与欧美债券市场相比,亚洲国家债券的信用等级偏低,市场规模小,由于市场规模小,发行的债券信用等级不高,同时一二级市场不发达,而且亚洲债券跨国交易存在很多障碍,特别是投资者对于债券的流动性信心不足,因此债券的流动空间有限、流动性不高。在地区层面上,通过债券市场进行的跨境资金流动有限,德意志银行的研究表明韩国债券市场周转速率为 4%左右,而美国债市的周转速率则高达 20%。凡此种种,都妨碍着亚洲债券市场的深化。

此外,缺乏区域性的信用担保体系、市场认可的地区性信用评级机构是亚洲债券市场发展面临的挑战和风险。亚洲债券市场缺乏高质量的发行主体,发行的债券级别较低,所以有必要建立区域担保体系,完善风险防范机制,补充和增强债券级别,使投资者能够积极参与市场投资活动。在不同的经济体内,关于担保的主体、担保的对象等等的规定都存在相当大差异。在这种背景下,发展地区统一的担保体系很困难。同时,目前亚洲多数评级机构还不是真正意义上的独立法人,大都直接或间接依附于某级政府机构,在开展信用评级过程中受到行政干预较多,缺乏客观性、独立性。同时,各国信用评估规则和标准、信息披露制度也不统一,这些都阻碍了区域债券市场的发展。

中国债市的新机遇

改革开放 30 多年来,中国债券市场发展取得了举世瞩目的成绩。从现有的可比统计数据来看,从东南亚危机后到本轮全球金融危机前的 2007 年 6 月末,中国本币债券市场规模从 1265.8 亿美元扩张至 13693.2 亿美元,在亚洲本币债券市场中的占比提升了近 25 个百分点至 45.2%,规模扩张增速高居亚洲榜首。随着中国经济持续较快发展以及对外开放程度日益提高,中国债券市场发展过程中释放出的溢出效应及其对境外机构的吸引力正在不断增强。截至 2014 年 9 月末,已有 125 家境外机构获准进入银行间债券市场,境外机构投资者数量较 2013 年末增长 23%,包括外国央行在内的境外机构在中债登的开户数量较 2013 年末增长 47.7%至 164 家。

在人民币国际化发展步伐不断加快的背景下,人民币债券在亚洲区域乃至全球获得了更高的关注度。除香港之外,人民币债券相继在台湾、韩国以及迪拜、伦敦、瑞士等地成功发行,市场反响热烈。可以预见,在未来中国必将成为亚洲区域的重要引领者,携手各经济体债券市场开启腾飞之旅,在国际金融市场展示“大象之舞”。当然,我们也需要看到国内债券市场存在的诸多不足以及面临的严峻考验。今年初,国内债市出现自 1995 年以来首宗企业债券违约,触发投资者的忧虑,担心会出现更多违约事件。事实上,从另一个角度来看,这正意味着我国债券市场开始脱离政府隐性担保的襁褓,在市场机制作用下逐步走向成熟。在这一过程中,不仅需要企业、金融机构采取更加公开、透明的方式进行发债融资以及二级市场交易,同时也需要广大投资者形成更加客观的认识,在合理衡量风险与收益的基础上理性投资。

(作者为经济学博士,供职于工行城市金融研究所)

联系我们

本版文章如无特别申明,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,请打电话给 0755-83501640;发电邮至 pp118@126.com。