

# 部分二线城市房价上涨存在透支风险

项峰

今年年初一线城市房地产市场高温遭遇政策调控升级后热度明显下降,而二线城市接力一线城市房价上涨势头,出现了房价大幅上涨,加上土地市场溢价率屡创新高,地价上涨进一步固化房价上涨预期,导致二线城市房地产市场出现高温不退现象。虽然二线城市房价上涨逻辑固然有类似一线城市房价上涨的因素,但基本面条件并不支持二线城市房价追赶一线城市,需要高度警惕部分二线城市房价上涨带来的透支风险。

## 二线城市楼市高温不退

今年以来,二线城市房地产市场启动几乎与一线城市同步,只不过房价同比涨幅稍落后于一线城市而不被市场广泛关注。2016年2月末,南京、厦门、合肥等城市新建商品住宅价格环比涨幅分别为2.6%、1.3%、2.3%,低于深圳3.5%的环比涨幅,但同期北京、上海的环比涨幅分别为2.1%、2.4%。南京、厦门、合肥等城市新建商品住宅价格同比涨幅分别为13.3%、6%、10.1%,而同期北京、上海、深圳分别同比上涨12.9%、20.6%、56.9%。

“两会”期间对一线城市房地产中介“过桥贷”、“首付贷”等违规房地产融资和房价过快上涨的关注,导致“两会”后一线城市出台了严厉的房地产调控措施,市场成交出现萎缩,自4月以来

房价总体涨势放缓。据测算,一线城市新建住宅和二手住宅环比平均涨幅分别比上月收窄0.8和0.7个百分点。其中,深圳房价环比涨幅放缓最为明显,其幅度只有0.5%。

一线城市房地产市场热度快速传导,二线城市房地产市场成为市场投资炒作热点。据国家统计局发布的2016年5月全国70个大中城市住宅销售价格变动情况,环比价格上涨的城市有60个,厦门涨幅最高,为5.5%;合肥、南京、天津、杭州、武汉、福州、无锡、南昌等城市涨幅单月环比均超过了1%;厦门、南京和合肥的房价同比涨幅均超过20%,已赶超北京、广州;而杭州、天津、福州、武汉、惠州等五城市的房价涨幅也超过10%。今年前5个月全国热点城市地王频出,而热点二线城市在此轮“圈地”中表现最为抢眼,出现了29个总价地王和69个楼面价地王。其中,南京占据了13个总价地王和12个楼面价地王位置,苏州市有7个总价和15个楼面价地王,杭州、宁波、合肥、厦门、福州、石家庄、武汉、天津、无锡等也频繁出现地王。

## 二线城市房价上涨存在透支风险

虽然二线城市房价上涨也具备一线城市人口流入、基础设施相对完善、教育资源集中等优势,但整体看,二线城市基本面并不支持房价短期

内大幅上涨。一是从供求分析看,本轮二线城市房价上涨更多是投资投机性需求回潮的驱动。在本轮房价升温启动前,二线城市住宅供求大体处于弱平衡的状态,即经历过前期市场高温和市场调整和刺激之后,房价绝对水平与地方城镇居民收入和经济状况相适应,刚性住宅需求和改善性住宅需求释放整体稳定有序。按揭贷款利率和成数下降,实际上对刚性和改善性住宅需求的成本负担减轻作用并不明显,除非是投资投机性住宅需求回潮,才有可能促成房价短期内大幅上涨。二是从人口流入分析,二线城市人口规模向千万人接近,已经达到二线城市经济总量所能容纳的极限,未来人口流入压力并不明显。据机构分析,我国购房主力人口将于今年达到峰值,并将从2018年开始趋势性下降。我国人口老龄化进程加速,必将加剧住房过剩,缩小未来住宅交易价格上升空间。从住宅购买潜力分析,二线城市家庭收入增长慢于房价上涨幅度,除非投资投机性资金持续流入,否则无法支撑房价高位盘整或上涨。

高度警惕二线城市投资投机性住房需求。在本轮二线城市住房交易回暖过程中,投资投机性住房需求有所抬头,市场成交活跃,价格上涨明显。当然,任何成熟市场都无法彻底根除投资投机性需求,但要限制投资投机性需求发展空间,否则容易形成资产价格泡沫,并营造非理性繁荣。

近期香港房价明显回落,反映出房价高位运行脆弱性。虽然房价较去年9月下降13%,但成交量却跌至25年来低位,反映出市场人气的极度涣散,房价继续下跌可能性也在增加。据香港地产商预测,香港房价仍有10%的下跌空

间,而多数香港人认为房价还没到底部。房价高位套牢使得香港负资产案例显著增加。2016年一季度香港负资产住宅按揭宗数从去年四季度的95宗增加至1432宗,暴增14倍,创2011年10月以来新高。2003年,香港曾经出现105697宗负资产案例,由此带来的资不抵债的破产事件数不胜数。

## 过度炒作不利于金融稳定

房地产市场运行关系到实体经济消费与投资,投资投机性住房需求对房价的过度炒作,恐不利于宏观经济金融稳定。特别是投资投机性住房需求掩盖了市场的真实需求,由此引发的住房供应增加,可能会加剧未来市场的调整压力。近期,有媒体报道个别房地产开发企业在房价上涨高峰期借势而高价拿地,现在面临资金链条断裂的风险。

值得注意的是,房价高位上涨使得住宅变现的压力急剧上升。对投资投机性住宅需求而言,除非房价再度出现明显上涨,才有可能成功套现。从香港房地产市场调整经验看,要高度警惕房价被透支上涨的风险。历史和现实均已表明,房地产市场的稳健运行,在很大程度上关系到宏观经济金融的稳定。在当前我国加快推进供给侧改革的过程中,需要进一步发挥稳定住房消费政策的效用,鼓励刚性和改善性住房需求释放,但也要对投资投机性住房需求保持高度警觉,避免房价被非理性炒作。

## 焦点评论

### 重组新规显压力 壳资源与ST股大跌



赵乃育/漫画 孙勇/诗

借壳上市将严控,概念板块遇利空。害群之马有妖气,重组幕后藏黑洞。激浊扬清立规范,吐故纳新养内功。股市拒绝不死鸟,监管从严莫放松。

# 新股审核需关注企业“是否适合上市”

皮海洲

6月17日,证监会公布了今年1至5月发行人主动撤回首发申请、证监会终止审查的17家首发企业名单,以及审核中关注的主要问题。这是证监会首次集中公布终止审查首发企业相关情况。专门集中公布终止审查首发企业发展企业相关情况,这确实是一个好办法。它不仅是新股发审制度走向透明的一种表现,而且可以让上会企业自觉地回避问题,提高企业上会质量。

证监会新闻发言人邓舸表示,证监会在发行审核过程中,重点关注在审企业是否存在“带病申报”的问题,从严审查、从严把关,坚决把不符合发行条件的企业挡在IPO大门之外。证监会的这种做法,明显可以增加投资者对发审工作的信任度,同时也给试图“带病申报”的企业以震慑作用。

新股发审关注的问题可以更多一点。对企业“是否适合上市”问题的审核,也应纳入到新股审核关注的主要问题中来。

对企业“是否适合上市”的审核,是借鉴港交所的一种做法。今年6月3日,港交所全资附属公司香港联交所

就首次公开招股审批及申请人是否适合上市发出进一步指引。据联交所称,有多家新上市发行人的控股股东在上市后监管禁售期结束不久即沽出或逐渐减持其权益,有时该等发行人更会同时改组管理层或改变上市业务性质。此现象的其中一个原因,在于该等新上市公司的原控股股东着眼于上市地位所带来的价值,而非对集资及争取上市地位以发展业务有真正需要。联交所认为这类公司会引发投机买卖,损害投资大众的利益。为此,联交所将要求该等申请人及其保荐人提交详尽分析以证明申请人适合上市。联交所审阅有关分析后会因审阅结果而施加额外规定或条件,又或行使酌情权以不适合上市为由拒绝有关申请。

港交所提出的“是否适合上市”问题,其实是A股上市公司中普遍存在的问题。很多A股公司IPO上市的目的,并非真正为了企业发展业务的需要,它们看重的是上市地位所带来的价值。因此,一些大股东在限售股解禁后不久就大量套现,一些上市公司的高管为了加快套现进程,甚至选择辞职套现的方式。

对“是否适合上市”问题的关注,也应纳入到A股市场新股审核关注的主要问题中来。

# 中国央行抛售美债美股正合时宜

王宸

据彭博报道,美国财政部最新数据显示,至今年3月末中国的美国股票持仓下降1260亿美元,降幅约为38%,远超同期其他外国投资者减持美股9%的幅度;而中国持仓美债则较为稳定,仅下降2%。中国央行作为中国外储的总管理者,是中国唯一的实现全球化布局的投资者,实现了外储的保值增值,此番腾挪,加上此前在国内股市以“梧桐树”为代表的增持,可谓投资有道,正合时宜。

去年下半年以来,处于历史高位的美股,不仅被其本土投资者做空,国际投资者也连番减持,一方面有索罗斯这样的做空大鳄再出江湖,另一方面也有沙特这样的老牌盟友不断减持。虽然有航天商业化、新科技等诸多经济亮点,但是美股要在目前的基础上再创新高十分困难,这需要系统性地改造美国的经济基

础,才会在目前的点位上有一个黄金时期,这显然不是短期的事情。中国减仓也属于正常的套现行为,既非有意做空,也属正常高位减持,想必这一趋势在全球投资者中还会延续。中国减持美债幅度不大,属于正常的仓位调整,比起美股来,美债还有更高的安全边际。但从中长期来看,随着外储多元化以及人民币国际化,中国还会继续减持美债。对于中国来说,推动民间将美债作为国际商业储备是一个长期过程,这有助于平衡国际资本的进出,将资本外流引导为商业行为的范畴。从长期来看,中国央行不需要持有太多美债头寸,完全由金融业及商界积极参与资本流入流出就可以,这是中国央行一再强调退出日常的外汇干预的基本路径。

2015年中国股灾之后,央行行长周小川两次表示A股调整已基本到

位,同时,央行系的投资机构“梧桐树”等增持国内股市,固然是出于对中国股市的信心,也反映了中国央行在全球市场的一番腾挪。到现在美国财政部的数据出来之后,投资者更可以放心地进入中国股市,中国央行显然不是随便说说,是基于中国国家资产在全球的布局,才会有一个连串的全球资产头寸调整,中国股市目前正处于较低位置,进入中国股市正是千载难逢的良机。

中国证监会寻求进一步开放国内市场,推动A股纳入MSCI全球指数,积极引入国际投资者等国际化举措,也提升了中国股市的国际地位。沪港通、深港通、沪伦通等诸多举措,也显示了中国金融市场国际化的决心。这与中国央行抄底了,这是中国央行的思路不谋而合,既是绝佳的历史机遇,又彰显了中国融入全球的巨大潜力和动力。从中国决策层全面深化改革、连番推动产业升级、调整优化经济

结构等诸多举措来看,中国股市也处于极性的历史底部时期。

投资者要有理性的全球化视野。中国央行持有中国外汇储备,是中国最早的,恐怕到现在为止也是唯一的全球化布局的投资者,其动向自然有助于投资者研判投资方向,优化投资思路。全球化视野并不是一味地走出去,而是要优化资产结构,积极规避风险,更好地实现投资的保值增值。中国央行增配中国资产,就是其投资有道的最优化选择。

正如证监会官员所言,中国是全球第二大经济体,没有中国股市的全球指数是不全面的。国际投资者也认可,A股迟早会纳入MSCI全球指数。很难想象人民币作为全球第二大贸易融资货币、第三大支付货币、第六大银行间贷款货币,其背后的中国股市会脱离全球化,增配中国资产的历史大潮即将来临,也必然会来临。

# 发布债券收益率曲线助推利率市场化

周子勋

央行日前公布,自2016年6月15日起,中国国债及其他债券收益率曲线会在央行中英文网站发布。其中,3个月期国债收益率是用于计算国际货币基金组织(IMF)特别提款权(SDR)利率的人民币代表性利率。国债及其他债券收益率曲线是由中央国债登记结算有限责任公司编制的一组图表,旨在反映在岸人民币债券市场各期限结构的到期收益率。这也是央行网站首次发布中国国债等债券收益率曲线。

## 国债收益率曲线是金融产品定价基准

国债收益率曲线反映资金面、政策面和经济面的情况,更是衡量国债市场乃至债券市场成熟程度的主要标志,对于国债发行、风险管理、引导投资等具有重大意义。

自1999年以来,中债、万得、路透、彭博等相继研发国债收益率曲线,目前已初步形成,被广泛应用于银行、保险、证券、基金等金融机构的定价分析、风险监控、会计计量与业绩考核等领域,并促进了投资者交易定价的理性化以及提高了外部监管的有效性,应用实践效果正逐步显现。但是,我国国债收益率仍是不完全、不充分的市场化,致使其无法完全反映市场信息,及时、准确地预测经济发展。因此,国债收益率曲线与上海银行间同业拆放利率(SHIBOR)等反映资金面供求关系的曲线相关性较低,不能完全反映真实市场资金的供求关系,造成了金融资源的错配,影响了SHIBOR作为基准利率的定价。

进一步推进利率、汇率和国债收益率曲线的市场化改革,完善资源配置的金融环境是未来的主要方向之一。早在2013年11月,党的十八届三中全会研究全面深化改革的若干重大问题中,已经提出要“完善人民币汇率市场化形成机制,加快推进利率市场化,健全反映市场供求关系的国债收益率曲线”。人民银行研究局首席经济学家马骏此前也撰文认为,应提升国债收益率曲线的完整性。马骏表示,中国国债收益率曲线可以作为预测未来利率、经济增长率和通胀趋势的工具,也有助于货币政策通过预期渠道实现对实体经济的传导。

发布国债收益率曲线是国际通行做法。在发达市场经济国家,国债市场收益率已成为金融市场的基准利率,并成为投资者判断市场趋势的风向标。金融产品定价也可依据国债收益率曲线来确定。比如美国,贷款利率一般用LIBOR加点或国债收益率加点的方式确定,因此市场利率对贷款利率的作用十分直接和显著。历史数据显示,美国国债收益率和美元是正相关关系,较高的政府债券收益率往往意味着较强的美元。

## 为利率市场化改革奠定坚实基础

正如央行在公告中所言,发布国债收益率曲线可为境内外机构和投资者了解、参与中国债券市场提供便利,提升市场主体对国债收益率曲线的关注和使用程度,夯实国债收益率曲线的基准性,为进一步深入推进利率市场化改革奠定更为坚实的基础。随着存款利率上限的放开,

我国的利率市场化已进入新阶段,近年来不断有新的政策出台,加快利率市场化步伐。今年3月,央行行长周小川在参加“中国发展高层论坛2016”时曾表示,我国的利率市场化已经基本完成。从我国金融改革战略来看,汇率、利率改革一直都是重中之重。去年“8·11”汇改以来,人民币汇率改革成为我国金融改革的主要推手,不仅承载着人民币国际化重任,尤其是在“一带一路”国家战略背景下,汇率改革取得了重大进展。去年12月,国际货币基金组织宣布人民币加入SDR货币篮子,同时3个月期国债收益率作为计算SDR利率的人民币代表性利率。今年10月,新货币篮子将正式实施。

在人民币越来越多地受到国际社会关注的同时,在岸人民币债券市场的透明度也日益受到境外投资者的高度关注。近几年的数据显示,中央国债登记结算有限责任公司编制的3个月期国债收益率曲线整体反映了在岸人民币债券市场信用水平的变化。截至2015年末,港澳台地区、新加坡、卢森堡等境外主要离岸市场的人民币存款合计约1.4万亿元。据不完全统计,2016年1月至4月,境外离岸市场发行人民币债券196.9亿元,这个规模依然很大。到目前为止,人民币已成为全球第二大贸易融资货币,第三大支付货币,第六大国际银行间贷款货币。业内人士称,在央行网站展示债券收益率曲线进一步提升了中国债券市场的透明度,将进一步发挥国债利率等市场化利率的定价参考基准作用,助力人民币国际化进程。

## 中国债券市场加速发展

近年来,我国债券市场加速发展,截至2015年底,我国债券市场余额为47.9万亿元,位居全球第三。其中,公司信用类债券余额为14.5万亿元,位居全球第二。而2016年5月份,债券市场共发行各类债券3.0万亿元。其中,国债发行2812.1亿元,地方政府债券发行5271亿元,金融债券发行4332.1亿元,公司信用类债券发行5505.2亿元,信贷资产支持证券发行237.3亿元,同业存单发行1.1万亿元。

值得注意的是,高收益率使得中国国债受到国际市场关注。在全球各国政府国债维持低位震荡,并且英国公投“脱欧”恐慌情绪上升,且中国政府国债收益率仍可观之际,中国政府国债已供不应求成为“香饽饽”。来自香港上市基金交易公司的报告也显示,近期中国五年期国债表现良好,购买人数激增,仅上周发行两只中国CSOP五年期交易型开放式国债基金当日吸资规模就达到约10亿人民币。负责管理该国债基金的CSOP资产管理局表示,全球各国国债收益率均维持在较低水平,而且近期德国和日本10年期政府债券收益率进一步下滑,使得中国国债收益尤为可观从而吸引了一大批国际投资者。此外,人民币贬值尘埃落定,短期内缓解了人民币进一步走弱的忧虑,使得中国的五年国债收益率企稳2.8%。中国国债优良的收益率已成市场追捧的明日之星。

完善我国的国债收益率曲线势在必行,这有利于避免短端利率受美国等发达国家货币政策以及资本外流的影响波动,带动债市收益率震荡加大。可以预见,央行将通过公开市场操作和其他各种数量和价格的综合手段,在银行间市场决定某种短期利率,通过这种短期利率影响国债收益率曲线,进而影响所有市场利率,最终影响经济增长、物价水平和就业等实体经济目标。

### 联系我们

本篇文章如无特别申明,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0755-83501640;发电子邮箱ppl18@126.com。