

观察家

直接融资:未来中国房地产融资主导模式

□易宪容

我从来不做预测。因为,任何人都无法掌控一个能预测未来的水晶球,借此穿透时空发现未来可能会发生什么事情。如果有人能做到这一点的话,那么他的财源肯定会滚滚而来。但实际上,没有人会做到这一点。既然未来是难以预测的,同样我也无法预测到十年后国内房地产市场会发展到什么程度。对十年后国内房地产市场之发展,我只能根据现有的一些信息进行观察与分析,来发现未来可能会发生什么事情。这种观察与分析并不是预测,只不过是分析一下未来国内房地产市场发展的可能趋势。

要做这种分析,我们既要了解未来十年中国房地产市场的发展趋势,也要了解未来十年中国金融市场的发展。我想,未来中国房地产市场持续发展十年是没有问题的,只是这一市场的发展快慢程度而已。对此,我们可以从以下三个方面来思考这个问题。

一是未来国内房地产市场发展与政府的政策密切相关。也就是说,中国房地产市场将采取什么样的发展模式,不同的房地产市场发展模式决定了中国房地产市场是否具有发展的可持续性。如果采取中国香港地区的房地产市场发展模式,那就意味着未来中国房地产市场不具备发展的可持续性。因为,这种发展模式不仅会导致房地产市场泡沫越吹越大,而且泡沫最终会戳穿并发生根本性逆转,并引起整个产业的周期性衰退。从这个角度看,2006年出台的国六条细则就是要扭转前几年国内房地产市场的发展模式,即我们不会采取中国香港地区的房地产市场发展模式,而是会采取一种新的房地产市场发展模式,以生产中低档的房产产品来满足国内绝大多数民众的住房需求。这种房地产市场发展模式的转型已从2006年开始,在10年后将成为中国房地产市场发展的一种成熟的主流模式。

二是未来国内房地产市场发展与国内人口结构的变化有关。最近市场有一种说法,未来

十年是中国的“婴儿潮”进入消费期的时期。在1962年至1980年期间,中国人口增长出现了一个高峰期,人口增加了4亿多。有人把这一时间出生的人口称之为中国的“婴儿潮一代”。由于他们出生与成长都处在一个特定的历史时期,这一代中国的“婴儿潮”也有着鲜明的时代特征。他们中大部分人都出生在“文化大革命”时期,在改革开放的经济转轨时期中成长与学习,进入社会后又融入了市场经济的热潮,所以他们与前后不同代的人在价值取向、行为方式和消费行为等方面都有很大的不同。1990年代以后,中国的婴儿潮人口逐渐进入结婚、生育、储蓄及消费时期。可以说,1998年以来国内房地产业的快速发展与繁荣在很大程度上是与中国的婴儿潮一代人口进入消费期密切相关的。

从统计数据看,在2008年左右,25-34岁年龄段人口(这个年龄段人口的最优先消费选择是购房)会出现下降,而40-49岁年龄段人口直到2015年之前还会

处于增长过程中。也就是说,从需求角度看,如果我们把人口红利分为投资红利与消费红利的,那么在2008年之前,中国能够充分分享人口红利,经济也能够保持较快增长。但是,在2008年之后,尽管消费红利依然会随着高消费人口增长而增长,但投资红利有可能会出现逆转并导致社会经济增长出现变数。在这种情况下,居民收入增长可能会放缓,而且居民对未来的预期也会发生变化,从而导致整个社会经济增长面临着不确定性。因此,从人口结构的变化来看,未来十年国内房地产市场发展仍将面临许多不确定性。

三是未来十年国内房地产市场的发展与民众收入水平增长幅度有关。目前国内房地产市场发展面临的问题就在于高房价,就在于绝大多数居民没有能力进入到高房价的市场上。为了解决这种问题,有人建议政府应出台政策来解决目前国内财富分配不公、两极分化严重的问题,以及大力提高绝大多数民众的收入水平。但

是,导致收入分配不公问题的根源在于制度上的缺陷,是难以通过市场可以解决的事情。如果制度结构没有什么大的改变,希望在未来十年内解决这个问题并非易事。同样,提高公务员系统及国有企业员工的收入似乎问题不大,但要提高非公务员系统及民营企业员工的收入并不是那么容易的事情。改革开放以来,民营企业及外资企业员工工资水平一直维持不变,尤其在目前国内劳动力无限供给的情况下,要提升他们的工资水平更是不容易。如果绝大多数民众收入水平增长低于住房价格增长,那么十年后国内房地产市场发展的繁荣程度会如何也是不确定的。

总之,从政府政策、人口结构的变化、居民收入水平变化三方面看,尽管十年后国内房地产肯定会发展,但也面临着许多不确定性。

就国内金融市场而言,无论是国有银行的重组与上市,还是证券市场股权分置改革完成及保险业的快速发展,这些都为未来

国内金融市场的发展提供了坚实的制度基础与市场环境。特别是2006年底国内金融市场向世界全面开放之后,国内金融市场将进入到一个前所未有的发展时期。这些发展也为十年后的中国房地产市场提供了坚实的制度基础与市场环境。因此,十年后国内房地产市场肯定会改变以银行信贷为主导的房地产金融体系,并建立起以资本市场为主导的房地产金融体系。

在以直接融资为主的这个房地产金融体系中,不仅有实力、规范的房地产开发企业能够从股票市场、债券市场获得资金,而且房地产信托基金、资产证券化等金融创新工具推出及金融创新市场发展,也会推动房地产市场融资的快速发展。此时,银行体系在房地产市场融资中的重要性将会弱化。只要房地产市场有融资的需求,那对国内金融市场就有能力对这个行业提供相应的金融服务。

以上,就是我对十年后国内房地产市场将会发生什么所做的一点分析。



■人物志·易宪容

经济学博士,现任中国社会科学院金融研究所金融发展与金融制度研究室主任、研究员。

来自日内瓦

男性投资回报为何低于女性

□徐千惠

投资看起来似乎非常简单,无非就是“高抛低吸”,但真的操作起来却远非我们想像的那么简单。

回想一下1999年网络股泡沫破灭之前的情形,你或许还有你的朋友都从科技股的飙升上赚了一大笔钱。当你拿起任何一本投资杂志或打开财经频道时,金融分析师们都会向你提示继续持有科技股,甚至鼓励你买入更多的科技股。如果此时你表现犹豫甚至想套现时,不免会引来诸多的非议。然而,随着网络股泡沫的破灭,可能会让你曾在股市上赚到的账面财富一下子缩水了。也许,你会后悔当初的投资决策。

“行为金融学”向我们揭示了这种矛盾的投资心态,并指出这突出地反映了人的投资行为往往并不是那么理性的。因为,即便我们假定市场是理性的,但现实世界中的投资者还是有可能受到极端情绪(如恐惧或贪婪、自恋的错觉和高估等)的影响,这既能说明人的投资行为并非是完全理性的,这些非理性的情绪也可能会反映到金融市场上。

在现实中,我们往往会发现有些相当聪明的投资者们沉溺于对自己起见的投资技术或技巧的过度自信中而不能自拔,这种情况被行为金融学专家称之为“自恋”。这类现象普遍存在于男性而非女性中。在一份调查分析报告的定量分析中第一次解释了为什么会产生这类自恋或过度自信的投资行为。

据一份调查报告从45000个不同的投资者样本中获得的分析结果显示,在1991年到1997年期间,对金融交易能力的过分自信导致了男性的交易次数要大大高于女性,男性在金融市场上每月上交易的买卖次数平均比女性高出45%。结果是,频繁的交易所带来的相应税收和交易费用减少男性投资者约2.45%的投资回报。与女性投资者相比,一个典型的男性投资者将1万美元进行期限30年的投资,可以获得7%的年化投资回报率。如果减去相关费用,男性投资者将获得3万8千美元投资收益,而女性投资者将获得约4万6千美元的投资收益。

有意思的是,这份调查报告也显示,对女人而言,金钱意味着是安全性;对男人而言,金钱则意味着是力量和权力。难怪我的同事Matt Dubois(一个瑞士法语区财富管理公司客户经理)也同意这一传统的说法:男性投资者往往更为激进,女性投资者则更为保守和考虑更为周到。

那么,如何回避这类过于自信的交易行为?在我们看来,或许可以更好地引导他们去投资一些交易费用较低的产品如指数类金融产品。

■多声道

加大投入解决城乡金融发展八大不平衡

唐双宁(银监会副主席):

解决城乡金融发展不平衡问题,需加快构建“功能完善、分工合理、产权明晰、监管有力”的农村金融服务体系,按照产权股份化方向改革农业银行;按照功能扩大化方向改革农业发展银行,扩大业务范围和服务领域,增强支农服务功能;按照经营现代化方向改革农村合作金融机构,用5至10年时间分期分批过渡为现代金融企业;按照机构企业化方向改革邮政储蓄机构,组建邮政储蓄银行,并进一步完善农村金融服务体系,全面提升农村金融服务水平。

“强势美元”符合美国利益

保尔森(美国财政部长):

美国目前面临社会保障和医疗等方面的福利开支过于庞大的问题。此外,能源安全是美国面临的另一个长期的结构性挑战。高油价已让美国人不堪重负,美国将采取一整套措施,从能源开发、消费等各个领域入手,确保能源安全。美国经济目前状况良好,正在“转向”慢速但更可持续的增长。“强势美元”符合美国的利益。货币价值应由开放和具有竞争性的市场来确定,应当反映

■多棱镜

□赵庆明

中国人民银行将从8月15日起上调存款类金融机构存款准备金率0.5个百分点至8.5%,这与市场的加息预期明显不同。因而,有人认为,央行提高准备金率仅是一个次优选择,言外之意只有加息才是最优选择。那么,这一评述是否合理?

如果结合和体察中国经济的现实看,我认为央行的选择是对的。在今年4月28日,央行上调金融机构贷款基准利率,而不是像以前那样同时调整存贷款利率,这一举措至少是一举三得:一是适当提高了利率,不仅向国际上主要国家的利差水平靠近,也保障了商业银行经营的积极性和利益;二是贷款利率上调增加了信贷资金的成本,能起到一定的抑制企业贷款需求的作用;三是在提高贷款利率的同时不提高存款利率,不会改变居民的储蓄行为。我国居民消费的增长率相对于投资、GDP等增长都是相对不足的,若是同时提高了存款利率,这必然会促进居

经济基本面因素。

徐工被外资并购并不可怕

王志乐(商务部跨国公司研究中心主任):

关于徐工的并购,我觉得被凯雷收购也好,或者最终被卡特彼勒收购也好,就算由外资控股,也是变成了一个中国的外资企业,它是中国企业群体的一分子,其运行受中国的法律规范,受中国政府的管理。如果通过并购,外资企业形成行业垄断,那么我们可以通过相关法规来约束。我们应当对国家管理和约束外资企业的能力有信心。

中国享受了20多年的“人口红利”即将枯竭

蔡昉(中国社科院人口与劳动经济研究所所长):

在过去的20多年里,劳动力的充足供给和高储蓄率,为中国经济增长带来了可观的“人口红利”,其人均GDP增长的贡献超过四分之一。但是,这一贡献将随着人口结构变化而逐渐减弱。随着出生率的下降,中国的劳动人口数量可能在2013年从增长变为稳定,然后逐渐下降,这意味着中国享受了20多年的“人口红利”即将枯竭,面临剩余劳动力短缺的重大转折,急需把经济增长转到提高劳动生产率上来。

(雨人摘编)



■本期人物话语

把开拓农村市场作为内贸工作之重

黄海(商务部部长助理):商务部将把开拓农村市场作为内贸工作的重中之重来抓。在社会主义新农村建设中,商务部将围绕打造“万村千乡市场工程”、“双百市场工程”以及“东桑西移工程”、“信福工程”和完善“农村市场监测系统”五大重点展开工作。

央行紧缩性措施道理何在

□赵庆明

民储蓄并降低其消费,而这正与当前要增加居民消费是背道而驰的。更何况,由于当前通胀水平较低,存款的真实利率并不为负,并无提高的必要!

同样,两次提高存款准备金率而不是采用提高利率的办法,也是应该值得称赞的。因为,就抑制当前我国信贷增长过快而言,提高存款准备金率比提高利率更有效。当前我国经济中的主要问题之一是信贷增长过快,尽管上调存款准备金率和提高利率水平都能起到抑制信贷过快增长的作用,但上调存款准备金率能够直接降低基础货币,进而抑制货币创造和降低货币供给,最终起到抑制信贷增长的目的。而提高利率水平,一方面,贷款利率提高能够抑制社会对信贷资金的需求,但是另一方面,存款利率的上涨又能增加银行的货币供应,使得银行可贷资金增加,因此,信贷扩张能在多大程度上被抑制不确定性很大。

另外,从实践经验来看,具体采用哪种调控措施更合适也要结合我国的实际情况。众所周知,我国固定资产投资对利率变化并不敏感,但我国居民的消费信贷对利率水平的变化却是很敏感的。央行今年5月份发布的《2005年中国区域金融运行报告》中也指出:2004年10月29日上调基准利率和2005年3月17日取消个人住房贷款利率优惠政策后,各地房地产市场出现了提前还款以及全额付款比例上升等现象,有些银行住房贷款提前还款是正常还款额的三倍,有的地区还出现了个人住房贷款负增长。

此外,还有一种观点认为,不采用提高利率的办法是为了保护我国股票市场。我认为,这种保护也没有什么不妥。一是我国直接融资比重还非常低,大力发展直接融资既是一种共识,也是我国金融发展的主要目标之一;二是自去年5月实行股权分置改革以来,我国股票市场出现了恢复性发展,但是在整体上仍然微弱,仍是在于襁褓中的婴儿,确实需要保护。在这种情况下,假如央行的货币政策操作果真顾及股票市场的发展,我们不仅不应该责备和批评,而是应该予以肯定和支持。

中国经济作为一个大国经济,并且是作为一个处于转型中的大国经济,我们的诸多经济问题并不完全符合由英美等老牌资本主义经济发展产生的经典经济学,因此,也就不能完全套用西方经典经济学给出的药方,而是应当对当前央行实行的调控措施予以全面的考量,当前央行的调控措施可谓良苦用心,我们不仅不应责备,而是应为之喝彩和叫好。

■第三只眼睛

制度建设为中国经济释放潜力

□杨英杰

当前中国经济面临的主要问题是过度投资。上半年全社会固定资产投资增长29.8%,增速比去年同期加快4.4个百分点,这说明调控中的投资仍在强劲反弹。同时,粗放型经济增长方式也带来了资源枯竭和生态环境恶化。按照中国科学院根据资源绩效水平对世界59个主要国家的排序看,我国位于第54位,也是倒数第6名。国内生产总值、国民生产总值是最常见的评量方式,但这两种指标忽略了自然资源的消耗,也未计入环境所受到的伤害。如果将资源消耗和环境损失纳入到经济增长的计算之中,那么我国经济增长率是否还会如此之高,也将成为一个疑问。

不可否认的是,投资拉动是我国经济增长的主要动力之一。目前我国的高投资现象具有一定的合理性,我国处在工业化的中期,正从原来的轻工业化进入重工业化,重工业化需要有大规模的投入,投资加快是必然的;另一方面,城市化进程的加速也是投资旺盛的一个原因;还有,市场化改革的深入产生了大量非国有的投资主体,他们的投资积极性很高,这几年我国的高投资在相当程度上是非国有企业在发挥重要的作用,加之市场化改革之后,居民对未来的不确定性增加,不断攀升的储蓄最终大部分都会转化成投资。

尽管如此,过度投资无疑会在不久的将来损害我国的经济增长,影响经济的可持续发展。过度依赖投资拉动增长,有可能出现投资回报递减,即投资效率下降。目前已有数据表明我国投资效率过低。更值得注意的是,我国企业的投资主要靠银行信贷支持,而投资效率过低意味着信贷回收的前景堪忧。如果这些投资不能收回,结果便是金融系统风险的积累。因此投资效率过低的情况一旦长期持续,不仅会带来短期的金融风险,而且长远的问题将更加严重。

经济增长取决于软件和硬件基础设施的数量及质量,所谓硬件基础设施是指公路、机场、港口等;软件基础设施指的是制度如法律法规制度和金融体制等。无疑,仅靠投资与硬件基础设施来拉动经济缺乏可持续性。

世界银行于2005年底公布的“2000年国别财富报告”,以2000年数据为基础,统计分析了120个国家的财富构成基础。结果发现,越富庶的国家,有形资本所占比率越低,无形资本所占比率越高。有形资本主要指生产资本和自然资源,自然资源包含原油、天然气、矿藏之类的无法再生资源,以及耕地、牧区、自然保护区等;无形资本则是整体财富扣除除生

产资本和自然资源之后所剩下的部分,组成要素包括人口的知识技能、特殊专长、社会互信程度以及各种正式与非正式的社会组织制度。

就我国情形而言,与美国和德国相比较,美国的人均总财富是我国的54倍,德国是我国的53倍。其中,在人均自然资源财产方面,美国是我国的6倍,德国仅是我国的2倍;至于人造财产方面,美国是我国的27倍,德国是我国的23倍。但在无形资本方面,美国是我国的99倍,德国是我国的100倍。这说明,我国同发达国家的差距,主要是差在无形资本上。由世界银行报告发现,一个国家无形资本的大小,主要取决于法治程度与教育水平。在中低收入国家中,其无形资本平均有36%取决于教育水平,57%取决于法治程度。这意味着一个国家的富裕程度,同该国的法治程度及教育水平成正比。根据统计,如果国家居民多受一年教育,国家的人均财富将增加838美元,法治指数提高一个数字,人均财富将增加100美元。

即使与印度相比,中国亦存在不小差距。就硬件基础设施而言,中国很明确走在印度前面。据摩根斯坦利的估计,中国的高速公路网大概是印度的7倍。但就软件基础设施而言,印度则在某些关键方面领先中国,比如产权保障、私有企业的融资能力以及公司治理等。根据麦肯锡咨询公司的一项调查,中国大学的本科毕业生更能够胜任国际公司工作的比例大约是1/10,而印度的本科毕业生可以达到1/5以上,因此,印度培养的高等教育者的可用性至少是中国的两倍左右。再比如说股票市场,当前所有上市公司的流通市值是印度GDP的80%,而中国的流通市值不到GDP的10%,也就是说,印度资产和财产的股票化、证券化的程度是中国的8倍。正是由于这个原因,印度通过民间的和证券市场的金融证券化,使得其配置和调动资源、利用现有资产和财富发展经济的能力都要高于中国。

总而言之,影响目前中国的问题及未来的发展障碍,不在于硬件基础设施之不足,而在于软件基础设施即制度建设之匮乏。若想支持中国经济增长保持目前所必需的发展势头,必须在契约执行架构、信息提供架构、权力制衡架构作进一步的改革和完善,为市场交易提供更为可靠的法治架构和信息架构。这才是中国经济增长的潜力所在。