

經濟觀察家

政策定調穩中求進 資產投資左右逢源



◀從環比數據看，PPI已有走弱跡象，或許表明這輪民間投資增
速的回升，如果沒有政府投資的持續加碼，恐怕還是一輪反彈而

與過去兩年的經濟環境相比，儘管今年外部的不確定性還在增大，如特朗普對華政策、歐盟前景、朝鮮半島局勢等，但國內政策的確定性卻明顯增強了。去年末中央經濟工作會議把「穩中求進」上升到作為治國理政總原則的高度，並明確提出「穩增長」和「不發生系統性金融風險」的底線目標。因此，今年對政策的把握會比去年相對容易，相應的，民企和居民的投資行為也更容易被預見。

中泰證券首席經濟學家 李迅雷



察股觀經

PPI的同比為負持續了近三年，到2016年的3月份才止跌為穩。這輪PPI的上漲，主要是中上游產品價格的上漲，由於民企在製造業的投資佔比遠超國企，生產資料和原材料價格的同步上漲，意味着中上游投資回報率的上升，這就很容易解釋近期民企投資增速大幅回升的原因。

既然民間投資增速回升與PPI上漲有很大相關性，那麼PPI何時回落，也就決定了民間投資增速的回落時間。從環比數據看，PPI已經有走弱的跡象，這或許表明，這輪民間投資增速的回升，如果沒有政府投資的持續加碼，恐怕還是一輪反彈而已。從這個意義上講，鼓勵民間投資、開放民間投資領域仍成為政府今年的政策方向，亦反映出中國央行直接上調存貸款基準利率的時機還不成熟，因為民間投資對利率的敏感度很高。

房產稅延後房價難抑

房產稅沒有納入今年全國人大的立法計劃，對於購房者而言基本面已經明朗化。2016年的時候，大家還在猜測房產稅是否將出台，若2017年還沒有進入到立法討論程序，那麼，2018年的年內是否能完成立法並正式推出呢？從時間上看，難度很大。如人大對《證券法》的修訂草案早在兩年前就出台了，迄今《證券法》何時正式出台仍無時間表。

如果今後兩三年內不徵房產稅，持有房產的風險就大大降低。而政府對房地產政策的其他底牌，實際上在去年的中央經濟工作會議上也亮出來了：要落實地方政府主體責任，房價上漲壓力大的城市要合理增加土地供應，提高住宅用地比例，盤活城市閒置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，帶動周邊中小城市發展。

最後一句話其實很有意思，既可以解釋當前一線城市房價堅挺、新樓盤遭瘋搶的緣由，也可以解釋部分三四線城市房價上漲，銷售火爆的原因。即像北京、上海和深圳這樣的超大城市，既要嚴格限制人口流入，也要限制土地供應

，但人口流入與貨幣流入都是市場行為，政府無法控制，那麼在需求遠超有限供給的情況下，要抑制一線城市的房價上漲，難度很大。

中央經濟工作會議明確要求「特大城市要加快疏解部分城市功能，帶動周邊中小城市發展」，並且對於圍繞京津冀、長三角和珠三角周邊的三四線城市而言，本身就存在特大城市購房資金的外溢效應，如果又有國家的大都市圈規劃作支持，還有三四線城市去庫存作為供給側結構性改革的一大任務，那麼，房價上漲的動力就不言而喻了。

如果今年房價繼續大漲，官方會因為怕引發系統性金融風險而放棄干預樓市嗎？牌總是你出一張，對方也出一張：當管理層看到樓市繼續瘋狂的將導致的風險成本過大時，必然會出新招。下跌固然有可能引發風險，但持續上漲意味着未來的跌幅會更大，風險爆發的能量也會更大。至於接下來還會有哪招，這不是難題，因為辦法總比問題多。

熱錢找出路泡沫疊加

跟隨美聯儲的加息，中國央行將逆回購的利率再次上調10個基點，同時開展了SLF（常備借貸便利）和MLF（中期借貸便利）的操作，大致都上調了10個基點。央行此次操作選擇的時機非常好，儘管美聯儲加息後未必需要馬上跟進，但此次央行的積極跟進，可以抵銷市場對貨幣收緊政策的猜疑，畢竟維持人民幣幣值穩定也是央行的一大任務。

通過觀察2016年中國商業銀行的信用創造，就會發現要控制熱錢規模何等之難：2015年末，中國外匯佔款餘額為24.87萬億元（人民幣，下同），至2016年末只有21.94萬億元，一年內減少近3萬億元，但2016年的M2（廣義貨

幣供應）增速依然維持是11.3%，即如果外匯佔款不減少，則去年的M2應該達到13.4%。

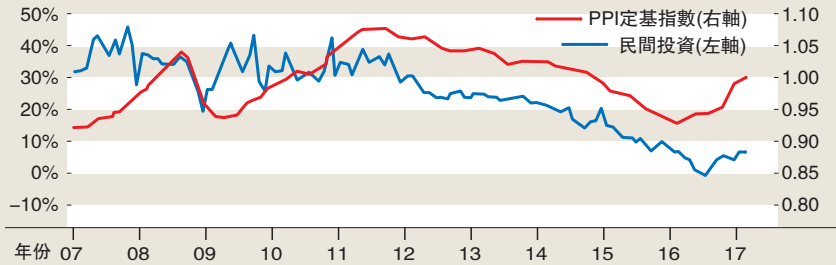
由於存量資金大部分都已經配置在資產上了，由此形成了資產泡沫，而當前政策的底牌又是穩增長和防風險，即政策的底線是不去刺破泡沫，而只是抑制泡沫，這就使得泡沫不斷疊加。從過去近二十年的房價走勢看，每逢房地產政策收緊，房價漲幅趨緩或微跌時，都是買入的好時機。這就使得每年居民部門新增的資金大部分會去配置房地產，房地產作為居民家庭最大比例的配置資產，延續了那麼多年只漲不跌的神話。

正是因為樓市長期演繹着財富效應，使得今年居民家庭的增量資金依然會青睞樓市。為了抑制這些增量資金對樓市的宣泄，近期北京、廣州等地又出台了更嚴厲的限購增速。這也說明，即便沒有房產稅，抑制房價上漲的政策手段還是有的，只是再嚴厲的政策還得有度，即不要刺破泡沫。

除了樓市存在泡沫，其他市場也或多或少存在泡沫，之所以那麼多所謂的理財產品能夠獲得較高的預期回報率，就是因為其收益都是建立了泡沫不破的基礎上，一旦泡沫破滅，所謂合理估值的假設就不復存在，有多少產品的價格還能保持堅挺呢？所以，對各類資產的管制強化已經成為迫不得已的選擇，但卻不能成為永久的選擇。

不過，底牌既然已經看見了，而且不會突然抽走，那麼，2017年的各大類資產的投資風險應該都不大：跌多了，政策會放鬆，反彈可期；漲多了，政策會收緊，要注意回落風險。但不可否認的是，沒有不破的泡沫，中短期的維穩將導致長期風險的累積，這已成為我們未來不得不去對付的高難度牌局。

民間投資增速與PPI(設當前基數為1)走勢



改善營商環境金融服務大有可為

中國外匯投資研究院分析師 古宇



在兩會最後一天的記者會上，國務院總理李克強在回答有關「推進自由貿易和開放型經濟」的問題時，引用了一個數據：世界銀行對中國營商環境的評估，2016年較2013年相比上升了十八位。誠然，根據世界銀行的評價指標，中國近幾年營商環境有了明顯的改善。從遼寧省近期主要經濟指標一路下滑來看，營商環境應該存在改善空間。世銀對營商環境的評價體系中，包括創業、建設許可、用電、產權登記、信貸、保護少數投資者、稅收、跨境交易、破產等十個方面，涉及領域很廣。囿於專業所學，本文擬從金融服務角度提出一些改善營商環境的建議。

首先，秉持一種不急功近利的理念，建立並完善長效機制。「冰凍三尺，非一日之寒。」改善營商環境，不是一朝一夕的事情。同樣的，營商環境對實體經濟真正產生促進作用，也不是一朝一夕的事情。2016年12月，遼寧省發布了《優化營商環境條例》，並且從省到市的層面，近期出台了一系列打造國際化營商環境的文件。客觀講，通過行政手段，督辦執行，引起重視，對改善營商環境能起到較強的推動作用，但應避免工作不實，停留在行政文件運轉的表面，而是形成一種長效的、內在的、自我增強的機制。總之，改善營商環境，應發動社會全員的力量，從細節做起，從最容易實施、起效最快的地方入手。

其次，堅持以人為本的思想。中國古代商業發展中有一個信條——「和氣生財」，可以說就是對優良營商環境的高度概括。現代經濟中，想要繁榮投資和貿易，提高生產力水平，提高收入，除了天時、地利，關鍵一點是人和。因此，改善營商環境要堅持以人為本，只有滿足了人的物質、精神雙重需求，讓人在陌生的地方找到家的感覺，才能吸引投資人、留住

為本地區經濟做貢獻的人。

第三，改善營商環境要以改善金融服務領域為切入。金融是現代經濟的潤滑劑，根據世界銀行評估報告，中國2016年全球營商環境綜合排名78，與金融相關的信貸方面排名62，但香港與台灣的排名則在全球前20名以內。由此看來，中國與發達經濟體在營商環境上的差距依舊很大，而筆者認為可以從下幾個方面推動完善：

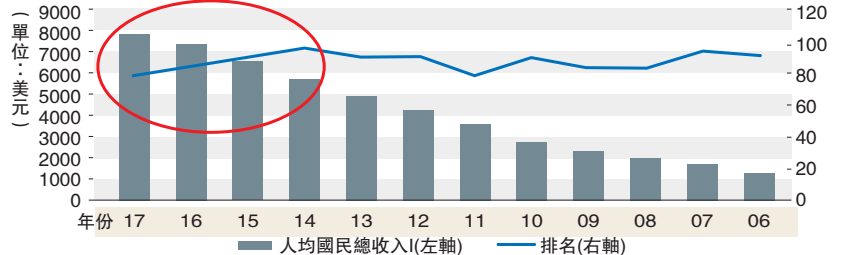
培育壯大金融市場，推動直接投資發展。從融資渠道的角度看，隨着經濟增長方式的轉變，金融體系的結構也需相應做出改變，直接融資比重應逐步提高。完善多層次金融市場體系，一方面，鼓勵和支持金融機構增加對本地區的金融服務供給；另一方面，通過資本市場、票據市場、銀行間債券市場、銀行間同業拆借市場等拓寬融資渠道。

完善金融基礎設施建設，提高服務質量。金融基礎設施包括市場交易、支付結算好支持保障三個方面，良好的金融基礎設施有利於提高金融配置資源的效率，有利於貨幣政策有效傳導，有利於增強金融發展後勁。

改善金融生態環境，促進地區經濟金融協調發展。金融生態環境是金融主體得以生存、發展的空間，同時金融主體也通過金融行為主動或被動地影響着金融生態環境。金融生態環境優劣，決定着對金融要素的吸引力，也決定金融發揮作用的大小。應在信用體系建設、金融法治環境建設、金融消費者權益保護等方面下功夫。

制定具體政策措施，或提供金融產品服務之際，應兼具前瞻性與一定的國際視野。當前與金融相關的信息技術、網絡和手機應用發展迅猛，正逐漸改變傳統金融業務的面貌，因此，任何改善金融服務角度的政策設計，都應站在發展前沿去考慮便利與風險的平衡。此外，金融機構的產品或服務設計，要充分考慮客戶可能來自世界各地的，不局限於本地區或本國。

世界銀行報告關於中國營商環境情況



辣招下的換樓高牆

祥益地產總裁 汪敦敬



樓市新態

作為香港專業地產顧問商會的代表，筆者昨日到立法會發表對樓市辣招的看法。作為地產從業人員，我們能體會到政府是有需要通過推出不同的「樓市辣招」去防止炒賣，以及在環球量化背景下維持借貸率在較低水平，但當面對土地供應量不足於資金氾濫愈演愈烈的事實，我們有必要考慮到辣招推行下所帶來的副作用及後遺症？作為地產代理的一員，是應該在此分享一下自己的看法。

樓市辣招最大副作用是令二手放盤量大減，以上車為主的屯門區二手放盤量，現時對比2010年11月份推出辣招的時候，總共減少了近七成。業界一眾商會亦認同，各區住宅普遍的放盤量減少幅度相若，在樓盤大減的情況下，樓價如何會有合理的發展？

二手市場放盤量大減的原因之一，即樓市辣招下的按揭規限對換樓人士造成了「入市高牆」，這高牆正在600萬元以上這條界線上。假設一個市值400萬元而又供滿按揭的細單位，業主賣出單位後去換樓，如果他買入600萬元樓價的單位，兩成首期連印花稅所需費用是138萬元（佔400萬元的34.5%），但是若他買的是601萬元樓價的單位，由於超過400萬元的樓要按規定付四成首期，連印花稅所需費用258.5萬元（佔400萬元的64.6%）。換樓門檻之高，已經可以用不近人情來形容。

入市高牆令到大部分的小業主不能換樓，於是市場放盤量應該愈來愈少。樓價在資金過多、放盤量更少的背景下只會易升難跌，政府每年增加區區幾千伙供應，又怎能彌補每年數以萬計的放盤量和成交減少？

「集郵買家」日漸增多

另一個二手放盤量減少的原因在於一個大家都忽略的事實，就是「在市場上，買家和業主本是一體」。大部分業主賣出單位之後，都會再買入新單位去投資，就如一手樓盤一樣，賣出樓花予小市民之後，也會買入新的地皮。當買入新地皮不順利的時候，發展商便會選擇「搶貨」（即封盤不賣），就好像最近發生的事情一樣。也因此，當樓市辣招為市場買家增加風險及成本的時候，亦等於為放盤業主增加風險及成本。但是，一手發展商買地皮是不需面對辣招的，而二手業主若賣樓後再投資就要面對愈來愈多的辣招了，可以說是在制度下被迫「搶貨」，這規劃不改變的話，我相信樓市放盤量會不斷減少，這是不正常的情况。

一個想換樓的業主，他不可以透過換樓去投資，他便很容易成為一個「集郵買家」，不斷增加手頭上持有的細單位數目，而有異於過去「愈換愈大」而改變為「愈換愈多」。

官員和政客們竟然都不關心二手放盤量的乾塘，亦無人去弄清楚實際情況，我們只好盡我們的能耐去發表意見，令到市民知多一點，然後自己去決定和判斷了。