

2014年底的“卖房炒股论”犹在耳边,转眼间过了半年,随着一线城市楼市的回暖,“卖房炒房”的说法又重现江湖。这两个说法孰对孰错暂且不论,但显然,股市和楼市,一个当前的热点和一个过去十年的热点,免不了会被大家联系到一起比较。这两者间到底是此消彼长的零和游戏,还是互相促进共同进退?为了看得更清楚,我们把时间跨度拉长到10年,从历史数据中寻找答案。

## 中国股市与楼市的关系

■ 刘澜 中原集团研究总监

2014年底的“卖房炒股论”犹在耳边,转眼间过了半年,随着一线城市楼市的回暖,“卖房炒房”的说法又重现江湖。这两个说法孰对孰错暂且不论,但显然,股市和楼市,一个当前的热点和一个过去十年的热点,免不了会被大家联系到一起比较。这两者间到底是此消彼长的零和游戏,还是互相促进共同进退?为了看得更清楚,我们把时间跨度拉长到10年,从历史数据中寻找答案。

首先定义一下数据指标。我们用中国股市上证综指代表股市涨幅,中原地产的一线城市二手住宅价格指数代表楼市。这里之所以用二手价格而不是新房的,一方面是因为一线城市二手住宅成交量早已超过新房,二手才是市场主力;另一方面,二手房价不受开发商定价和成交结构的影响,更能反映市场真实价格;同时,数据都采用指数形式,能做到同质可比;还有一点,中原二手价格指数有超过10年的历史,有足够长的历史数据,可以做长期比较。

不过,中原二手住宅价格指数都是以城市为基础的,这里我们用“北上广深”四大一线城市的平均指数为房价涨幅依据。主要是考虑到一线城市市场化程度高,交易活跃且投资属性强,它能充分反映房价的变化趋势。其他城市并不具备上述特性,所以暂不列入比较范围。

我们以10年为界,先看两个指数的累计总涨幅。从2005年4月到2015年4月,两个指数的涨幅大致相当,上证综指涨了283%,而一线城市二手房价涨了248%。

十年间房价和股价涨幅如此接近并不是巧合。从宏观上看,楼市和股市都是整体经济的反映。股市被称为宏观经济的晴雨表,而楼市则是社会总财富的反映。中国经济的持续增长是过去十年股市、楼市增长的基础。同时,货币的流动性也对这两个市场有直接影响。当整体流动性提高时,社会投资意愿增强,对股市和楼市都有正面影响,反之亦然。

对比房价指数和股指曲线可以发现,在过去十年的多数时间段内,股价和房价的上涨下跌周期都是同步的。首先,从2005年5



月起至2010年10月,在这5年半时间里,A股和房价经历了5个基本同步的上升和下降的小周期。其次,从2010年11月起至2014年9月,在这将近4年的时间内,A股和房价走势相反。其中,2010年11月到2014年4月的3年半中,房价上涨了45%而上证指数跌了32%。而在2014年5月到9月之间,上证指数开始上涨,而房价则短暂下跌了5个月。最后,从2014年10月开始至今,A股和房价又进入同步上涨周期。

从以上历史数据的对比不难发现,在过去10年中,有超过6年的时间中房价和股价是同步变化的。而从两者之间的涨跌关系来看,每次股市上涨,都会带动房价上涨;而当房价下跌的时候,股市也常出现下跌。反过来

则不成立,比如房价上涨时,股市不一定涨;而股市下跌时,房价也不一定下跌。

房价涨则房价必然上涨,这一规律贯穿于过去10年。唯一的例外发生在2014年5月至9月的短短4个月之间。此时上证指数已开始触底回升,而房价仍有小幅下跌。考虑到当时股市刚从长期熊市中复苏,涨幅也有限,可以看作是股市对楼市影响的滞后。随后两市即进入了同步上升轨道,这一规律仍然有效。

之所以股市涨会带动房价上涨,除了前面提到宏观基本面因素外,财富效应是主要原因。股市大涨使得投资者资产增值,促进包括住房在内的各类消费增长。而房地产生产周期长,供应短期无法跟上。供不应求情况下

房价自然随之上升。美国互联网泡沫期间,硅谷豪宅价格飞涨就是例证。

另一条规律是房价下跌股市也常出现下跌。过去十年中,房价下跌的时间很短,下跌的原因也分两种。一种是宏观基本面的问题,2008年金融危机的影响下,股市楼市都出现下跌,投资者对未来信心不足,因此影响买房意愿;另一种情况是政策影响,这是全国第一个限购城市。受此影响,一线城市二手房价出现3个月的短暂下跌。同时,受楼市调控和流动性收紧的影响,股市也出现短暂下调。不过相比经济基本面的影响,政策对楼市的影响时间要短得多,这轮调整仅维持了3个月就结束了。

当然,这一条规律也有反例,同样是出现在2014年5月至9月间。当时一线城市房价出现回调,主要原因在于楼市供求格局的变化,购房需求分流而新房存量高企,同时又叠加了银行控制房地产行业信贷的负面影响。由于这是房地产市场本身的调整,所以除了地产股受影响外,并未引起股市整体的变化。

从历史数据中寻找规律,目的还是为了预测未来。目前股指和房价的走势与2007年非常接近。从2005年5月到2007年12月,上证综指涨了将近400%,带动同期一线城市房价上升了84%。而目前上证指数比一年前的低位已经上升了150%,一线城市的二手房价从去年9月回升起至今,平均涨幅还只有7%。从历史经验来看,在股市财富效应的影响下,年内一线城市房价上涨是没有悬念的。

当然,我们也应该意识到,股市毕竟不是影响房价的决定因素。市场基本供求关系和房地产政策对楼市的影响更直接。随着房地产黄金十年的结束,人均居住条件已有很大改善,未来成交量和价格大幅增长的空间比8年前小了很多。而一线以外的众多二三四线城市,供应压力依然较大,需求也远不如一线城市稳定,楼市的回升很难一蹴而就。而政策方面,虽然二套房贷利率不断松动,“3·30新政”二手房营业税下调更是对一线城市利好,但同时限购仍在,只要确保执行不放松,仍将对一线城市房价的涨幅有所限制。

以股市促增长,在当前全社会干实业氛围不足的情况下,极易异化为创造概念、制造“泡沫”的投机行为;希冀以股市的自反馈机制来促进经济增长,实则是一项危险的游戏。

## 股市繁荣难当“稳增长”重任

地发生在个别层面上,并不具有普遍意义。原因在于经济主体的行为,是各种因素综合影响的产物,并非单一因素影响结果,不同经济体系中因财产结构、市场制度、经济发展阶段等因素的不同,家庭和企业对股价变动的反应存在明显差异。

社会保障体系越完善,居民财产中金融资产比重越高,经济运行越稳定,资本市场越完善,价值投资氛围越明显,等等条件下,股价变动的自反馈机制才是最高的,股价上升才会对当期的消费和投资产生正面影响。可见,股票价格变动对实体经济部门影响的效果以及大小程度是不确定的,其结果和实际表现要受到诸多因素的影响和制约,比较典型的因素有:财富类型、股市的稳定程度、经济周期状态、冲击类型和冲击本质。

对家庭部门而言,不考虑财富类型(股票、房产或其它更小的资产),认为消费跟预期财富成比例的消费的生命周期假说,仅在长期内正确,但近来大家关心的是短期效应。股票财富效应存在差异的原因可能是,不同家庭对股票资产价格变动的持续性和确定性存在差异,或者股票价格变动给不同人的心理账户(mental account)感觉不同。

中国的资本市场发展还不完善,片面重视股市融资功能,因而社会对股市“圈钱”诟病一直未消除。这种状况下,企业对股价上涨的反应,恐怕不会是托宾“Q”效应。毕竟创造概念要远比真正投身实业来得容易,赚钱也更多、更快。

基于对中国股市现阶段自反馈机制的怀疑,我认为,股市不能承担“稳增长”责任。这种认识,实际上隐含着“是经济运行决定股票价格而非股票价格决定经济运转”的内在逻辑。不可否认,股市上涨对国民经济发展产生影响,但只能影响周期发展速度而不能改变趋势,更不可能左右、决定等。决定国民经济运行指标的只能是实体经济部门的基础发展情况。

关于股价变动对经济活动的影响,一致公认的结论是,股市繁荣对经济的扩张作用是通过提高生产率和收益率实现的,股市发展对经济产生的重分配效应是促使生产率提高的基础;股价上扬的公司能为更多的投资项目融资和对整个经济体系产生劳动力的再分配效应。可见,股市发展对经济的促进作用是通过资源的配置效应实现的,而不

是通过促进经济扩张的方式来实现。金融危机后,欧美股市各自受QE影响,持续繁荣并达到了历史高点,但经济增长仍步履维艰。这一事实充分说明,当经济转型重任的股市,并不胜任“稳增长”。

### 以股市促增长:危险的游戏

中国当前的经济、货币组合格局呈现“经济差、货币紧”,同时,中国股市却经历了持续的繁荣,股市走势和经济、货币增速间首次出现“双背离”。市场普遍认为,中国本轮牛市为“政策市”,是政府在房地产大周期拐点到来、政府投资受债务约束无法扩大的情况下,以股市救经济的政策选择结果。

但实际上,股市对经济发展的长期目标“经济转型”有影响,对经济增长的短期目标并无影响,靠推动股市上涨来促进经济增长,不但与事无补,反而会加剧经济运行的深层次矛盾,阻碍经济转型战略目标的实现。

中国经济过去发展长期积累的矛盾,不在于环境、资源的恶化,以及“土地财政”格局的形成(以致“诸侯经济”被地产所绑架);当前经济运行的困境,也不在于人口红利消失、产能过剩、杠杆过高等问题。中国经济发展当前面临的深层次问题,根源在于社会缺少干实业风气,仅有的创业氛围,也是在充斥着概念创造和快速上市的造富故事中演绎。中国已改革开放30多年,前20余年的民营经济领域(改革初期,国有经济还不是真正的市场主体),传统的“实业兴邦”思潮是社会的主流,民间资本发源地浙江的“四千精神”为全社会所盛誉;2003年后,城市化超越工业化成为推动经济增长优先基石,成为引领中国经济发展主流,财富分配逐渐超越财富创造成为中国财富实现手段,干实业不如“炒房”、不如“放高利贷”,先后成为社会经济活动的“经济法则”。这种局面不但加剧了投资对经济增长的重要性,而且使得经济行为短期化,创新导向不足,增大了经济波动性,客观上形成了当前所谓的“产能过剩”和“杠杆过高”局面。

可见,解决中国增长后劲,激发经济运行活力,扩张需求的基础,是要在全社会重新形成从事实业的氛围。这也是中国经济当前面临的紧迫问题。

## 俄罗斯成为中国最大原油供应国

随着莫斯科在欧洲以外寻找客户并加强与东方国家的关系,今年5月,俄罗斯首次成为有记录以来中国最大的原油供应国。

日前公布的中国海关数据显示,俄罗斯超过了世界最大石油出口国——沙特阿拉伯,每日向中国输送近93万桶原油,5月较4月增加了21%。沙特从榜首跌至第三(甚至低于安哥拉),对华出口量下降至每日72.2万桶,比上月减少近43%。

乌克兰冲突引发的对俄制裁,加剧了莫斯科与西方关系紧张,中俄关系得到升温。析师表示,这些数据是中国与包括受国家支持的俄罗斯石油公司(Rosneft)在内的俄油企业签署的一系列石油换贷款协议的成果。中国正在超越美国,成为世界最大的石油进口国。

伦敦咨询机构Energy Aspects石油研究负责人阿德里塔·森(Amrita Sen)说:“随着这些长期原油供应合同的履行,未来几年来自俄罗斯的进口很可能继续保持高位。”“根据我们的记录,这是俄罗斯首次成为中国最大的原油供应国,我们的记录始于2007年。”她补充说。

这些数据可能有所波动,但沙特仍是中国的主要石油供应国——该国4月的出口量为三年来的最高水平。但最新的进口数据说明俄罗斯正在迎头赶上。俄罗斯是欧佩克(OPEC)之外的最大的石油出口国。

2010年以来,俄对华的石油出口量增加了超过一倍。这些数据也表明,中国正在从那些可以将其财政实力转化为谈判筹码的国家进口更多石油。

作为世界主要石油生产国,俄已在寻求使自己的出口市场多元化,以摆脱对欧洲的依赖,尤其是在美国和欧盟的制裁加剧了对抗之后。

分析师表示,俄日益增加的出口只会给沙特及其他欧佩克产油国增加压力,后者正在努力确保长期客户和市场份额。花旗集团(Citigroup)大宗商品研究全球主管艾德·莫里斯(Ed Morse)说:“这一趋势仅反映了中产产油国在中国将不得不面对的问题。”

中国与俄罗斯以及巴西等国签署的贷款换石油协议,将“使沙特、伊拉克及其他产油国更难以竞争中国的市场份额”,他补充说。如果制裁被解除,来自伊朗的更多石油必然将使争夺更加激烈。

美国页岩油革命降低了其对中东、西非和拉丁美洲的石油依赖,促使石油出口国寻找替代买家。他们已经加快转向亚洲,寻求从中国的进口中获得更大份额。

长期以来一直为外国石油支付溢价的的中国如今有了更多的选择余地。沙特、伊朗等国的石油官员今年频频造访北京,积极推销本国的原油。

虽然中国5月进口同比下降11%,至每日550万桶,但进口势头仍保持强劲,即便经济增长已经放缓。中国正在提升炼油能力以满足能源需求,而且人口结构变化未来几年内也将推动石油需求。(FT中文网)

## 走出公司治理的六大误区

■ 张维迎 北京大学国家发展研究院教授

(上接 O1 版)

### 误解六:贪婪与无知

最后一个误解:贪婪与无知。什么意思呢?现在总能看到企业的丑闻,说经理人大贪了,太自私。很多情况下确实是。但是我提醒大家,人类犯的很多错误可能不仅仅由于我们的贪婪,而且由于我们无知。

一、无知不同于信息不对称

无知意味着什么?无知意味着可能所有人都不知道,但我们还要做出一个决策来。这样我们人类需要给予他一定的宽容。如果不给予一定的宽容,那就没有人敢冒这个险,人类就不会进步。我们前面讲到信息不对称。无知和信息不对称不一样。无知是你不知道,我也不知道。我们的媒体宣传中特别要注意这一点。包括我们的一些其他的技术性产品问题,很多产品,比如抗生素,大家看到它好的一面,没看到不好的一面。不能说发明抗生素的人故意要害人。这用到公司治理上非常重要,怎么样让企业家敢作敢为,而不是缩手缩脚,这非常重要。

二、从“经理人中心模型”转变为“以企业家为中心的公司治理模型”

我要给大家讲这样一个概念:目前公司治理文献都表现出了对市场的高度不信任。这部分原因也是由于经济学家对市场的理解错误。主流经济学或者是新古典理论,我认为这不是市场的很好描述,它讲的是静态的。我在30年前写的那本书——《企业家,跟盖茨先生一块合作的。企业家在经济增长中如此重要,但是经济学教科书中没有这个概念,讲信息是完全静态的。由于这个错误,回过头来怎么也办法放在中心地位,这是我孜孜以求的事情。关于怎么样把企业家放在中心地位,我最近写了一个教科书,里边会给企业家相当的分量,如果不能理解企业家,就不能理解市场经济,不能理解所有权的重要性。我们需要“从经理人中心模型”转变为“以企业家为中心的公司治理模型”和企业理论。这样对整个企业制度才有一个正确的认识。(完)



■ 胡月晓 上海证券首席宏观分析师

经过前期持续大幅上涨后,上周(编者注:6月15—19日)中国股市迎来“预期”中的调整,截至上周四(6月18日)收盘,上证综指下跌7.37%,这无疑给“疯牛”行情泼了一盆冷水。以股市促增长,在当前全社会干实业氛围不足的情况下,极易异化为创造概念、制造“泡沫”的投机行为;希冀以股市的自反馈机制来促进经济增长,实则是一项危险的游戏。

### 转型和创新需要股市扩容

按照直接融资和间接融资的份额差异,各国的金融体系通常被区分为银行主导型金融体系和市场主导型金融体系。前者中,以银行信贷为主的间接融资方式通常是该经济体融资的主要方式,如中国、日本、德国;而后者中,市场融资通过发行(公开、非公开)各种债务和权益类型的直接融资工具,等市场融资方式,是该经济体融资的主要方式,如美国、英国等。前者因其能够集中全社会金融资源,集中力量办大事,因而比较适合“赶超型经济发展”;后者比较适合“创新型经济发展”。

间接融资体系发展的标志和表现,是资本市场的繁荣和发展。中国经济“新常态”下对经济转型的需求,自然有改造和完善传统银行主导型金融体系的要求,加快发展间接融资,2008年和2014年的旧、新“国九条”的先后发布,正是体现了现阶段经济发展对金融体系变革需求的政策确认。简言之,中国经济要转型,发展要上台阶,股市在内的资本市场的发展,既是实现这一经济转变的基础,也是实现创新型经济目标的手段。换句话说,如果没有上世纪90年代美国科技股、网络股泡沫,没有NASDAQ,美国领先全球的信息产业是难以发展起来的。

从微观角度,创新实际上就是一个不断“试错”的过程,众多企业在经营中竞赛,寻找合适的技术进步和商业模式变革,因而也是一项成本高昂的社会运动。创新过程的成本在整体上更多地表现为,泡沫破裂后众多投资者的血本无归。要使创新发展的社会成本最小化,平稳发展、适度泡沫的股市,将是一个理想的状态。当然,竞赛胜利者获利丰厚。成功后的丰厚回报预期让投资者愿意冒险,这就是股市泡沫对产业升级和经济转型的宏观效应。

当然这并不能说明,直接融资为主的场型金融体系,比银行主导型金融体系有“优越性”,更能促进经济进步。现有比较金融体系研究和理论的发展,也没有发现这一点。对此问题,世界银行早在2001年就有定论:金融发展对经济的促进作用是通过提高全要素生产率(total factor productivity, TFP)来实现的;银行主导体系和市场主导体系都可以提高TFP。

### 股市担当“稳增长”重任?

然而,担当“经济转型”重任的资本市场,却难以担当“稳增长”重任。因为股市是一个实现经济长期发展目标的有效工具,却并不是一个维护短期增长稳定的适合手段。

股市持续繁荣的宏观影响,除了上述长期性的积极效应,还会通过各自自反馈机制对当期经济运行产生影响。具体说,资本市场上股票价格的变动,通过财富效应、资产负债表效应、流动性效应、托宾“Q”效应、预期效应及资本流动效应等,对实体经济部门的投资和消费支出产生重大影响,进而对宏观经济的运行表现产生影响。但是,股票价格变动产生的“自反馈机制”,在很多情况下仅具有理论上的意义,现有的诸多实证研究和经济实践表明,股价变动产生的自反馈机制,更多