

中国股市容易出“疯牛”的原因并不复杂。首先是散户比例过大,受政策的影响远大于公司基本面的影响,一致预期形成之后,容易产生巨大的单边力量。其次是做空不易,看空者通常只能选择袖手旁观,而很难入市做空。第三是股票供应受限,赶不上资金入市的速度。第四,也是本轮疯牛的特点,也就是叠加了杠杆的推动,结果导致疯牛更疯。

胡伟俊
麦格理证券大中华区首席经济学家

中国股市最近遭遇一场黑色风暴,在两周内下跌约20%,而6月26日更上演了约2000只股票跌停的小股灾。之后不少市场人士预测周末政府将出台救市措施,果然27日(周六)中国央行宣布降息并且定向降准。

当然,央行的文告中并未提及股市。但是,近期经济并未加速放缓,同时货币市场的情况也还尚属平稳。在这个敏感的时点推出历史上很少见的“双降”,不论是海内外投资者还是普通民众,恐怕大多数人都会将此解读成救市的行动。

当然,为了防范系统性风险,在金融市场大幅波动的时候,政策当局加以干预无可厚非。1987年10月19日当美国股市遭遇黑色星期一之时,当时上任不久的美联储主席格林斯潘也曾出面喊话并迅速放松银根。但是西谚有云“不要浪费每一次危机。”过去两周市场和政策戏剧性的变动,值得坐下来细细思量,以作为将来的参考。

根据美国商务部经济分析局公布的最新资料,2014年度美国GDP增长为2.3%,已突破17万亿美元,其中以商业综合体为主的第三产业产值高达64.4%。其中全美社区型商业综合体零售额为8035亿美元,都市型商业综合体6345亿美元和区域商业综合体4832亿美元。商业综合体的地产及其产业的总产值在美国经济中的地位已经超过农业、文化业和采矿业。

佛约翰·格雷
瑞斯特研究院研究员、博士

据美国佛瑞斯特研究院最新权威报告指出,在当今国际经济际发展态势中,第三产业对世界经济的拉动作用越来越大,其中商业综合体的地产及其产业愈发起到举足轻重的作用。根据美国商务部经济分析局公布的最新资料,2014年度美国GDP增长为2.3%,已突破17万亿美元,其中以商业综合体为主的第三产业产值高达64.4%。其中全美社区型商业综合体零售额为8035亿美元,都市型商业综合体6345亿美元和区域商业综合体4832亿美元。商业综合体的地产及其产业的总产值在美国经济中的地位已经超过农业、文化业和采矿业。佛瑞斯特报告认为,商业综合体是美国市场必然的选择,也是国家经济与产业发展相互促进的良性结构。

商业综合体与社会经济的能动关系

美国商业综合体地产的发展已经经历了几十年历史,因此其开发程度、运营管理模式与产业效能都已经比较成熟。美国是全球发展商业综合体的先驱。早在19世纪,美国商业综合体建设就已经拉开序幕,但是其在20世纪以前的发展速度相当缓慢。到了20世纪20—30年代,商业综合体在设计、开发和运营方面取得了显著的进步。例如20世纪30年代在美国郊区,一种以建立在公路交叉点上的综合商店为核心的区域型商业综合体已经非常普遍。特别是1940年纽约建成洛克菲勒中心之后,都市型商业综合体开始在美国各地得到了高速发展。

到了上世纪末,依托于规模化,美国成片社区兴起开发商业综合体的热潮;越来越多的老牌住宅开发商开始将投资向商业地产倾斜,由原来房地产业快速周转、赚快钱的思路,转向具备持续造血机能及良好增值空间的社区型商业综合体物业转移。

“商业综合体是社会经济高度文明的功能典范。”哈佛大学政治经济学家艾瑞克·沃克指出,“商业综合体的每一个功能要素既有

首先,未来如何处理股市里的杠杆?6月26日之后,在铺天盖地呼吁救市的声音中,一大理由就是由急剧平仓带来的系统性风险。具体来说,由于目前存在2万多亿的场内融资,以及大量难以统计的场外配资,一旦股市大幅下跌,将会导致平仓潮,从而对金融全局的稳定。姑且假设这种说法成立,在这次央行救市之后,非常可能发生的是,市场参与者会把央行防范系统性风险的行动,解读为未来市场下行风险的锁定。结果是,市场的风险偏好进一步上升,未来加杠杆的行为也会较以前更加激进。

市场参与者总是试图从政策变化中解读出政策制定者的风险偏好,以决定自身的交易行为。美联储前主席格林斯潘对市场呵护有加,而投资者也总结出所谓格林斯潘看跌期权(Greenspan Put),意指当市场跳水的时候,美联储会出来救市。有意思的是,在1987年联储救市的时候,道指在前两周跌掉了约35%,大大超过了A股过去两周的20%。换个角度看,黑色星期一那天美股收于1738点,道指上一次在这个点位附近还是一年以前。也就是说,道指两周差不多跌掉了一年的涨幅。而上证综指6月26日收在了4192点,差不多是5月初的水平,或者说两周差不多跌掉了两个月的涨幅。由此可见,当时美股的下跌程度,要比这轮A股下跌严重得多。

而且,格林斯潘的做法并非没有争议。美股后来也曾发生过多次短期内的大幅下跌,最近如2011年夏天,道指在两周的时间内跌掉约15%,但股市没有崩溃,美国经济也没有受到太大影响。而格林斯潘本人,虽然有很长一段时间受到一致好评,被认为是成功熨平经济周期(Great Moderation)的大师。但在金融危机后,由于格林斯潘看跌期权被认为是鼓励了激进的交易行为,其本人也受到了广泛批评。

评价格林斯潘的功过并非本文目的。关键在于,一旦投资者产生了政策会为资产价

降息降准难以回避五大问题

格托底的预期,政策制定者就需要防范投资者进而采取更为激进的交易行为,以免日后在救与不救进退两难。例如,美联储确实在雷曼危机之后救市,但美国政府随之推出了极为严厉的金融机构监管政策,以防止金融机构借政府的托底而变得更加激进。回到中国这次“双降”,之后也要防止投资者在政府会托底的预期下进一步加杠杆。除非中国政府能够可信的承诺下不为例,但这是很困难的。

其次,未来金融改革的步伐如何推进?今年以来,中国在金融改革,特别是利率市场化和资本账户开放方面明显发力。毋庸置疑,一个更为市场化和国际化的金融体系对于中国接下来的发展至关重要。但是,国际金融史也显示,金融市场化和资本账户开放后中国经济和金融市场所面对冲击,将远远超过过去两周股市的波动。另一方面,金融市场化和资本账户的开放,也会导致政府对于金融体系控制能力的下降。而且,随着中国金融市场产品的日益丰富,将来必然会有越来越多的交易品种比股市配资包含的杠杆更高而且更不透明。那么,未来的政策底线在哪里,这是需要在开放前就想清楚的。

第三,中国央行今后如何更好地引导市场?今年6月,正值“钱荒”两周年,市场对于流动性的细微变动非常敏感。但市场对于货币政策方向的理解,一直处于不是非常清晰的状态。6月17日有媒体传出,央行对MLF部分不续作,从而引发了市场关于央行将在那个周末降准的预期。而降准预期的落空,加上央行逆回购的操作,市场的一致预期变成了货币宽松将延后。而周六的双降之后,市场的预期又变成了宽松货币政策将延续。短短两周,市场对于货币政策的共识来回变化,莫衷一是。

当然,目前一方面地产有所起色,另一方面经济仍然很弱,央行不论是继续货币宽松的步伐,又或者有所调整,都是可以理解的。

但是,很重要的把央行的想法沟通给市场。毕竟,市场需要一个对于流动性的观点,如果没有一个官方的观点,市场也会形成一个观点,而市场观点的反复变化,客观上增加了市场的波动。从这个角度来说,未来央行每个月是否需要有一个类似议息会议的形式,来和市场沟通货币政策走向?

第四,如何让中国股市从“疯牛”变慢牛?中国股市的一大特点就是牛短熊长,这并不是说中国股市长期来看表现不好,而是中国股市往往容易在短期内出现“疯牛”,股指在一段时间的飞奔把未来几年的涨幅全部透支,随之而来又是长时间的漫漫熊途。上证综指在过去一年里上涨了大约150%,而在美股号称牛市的上世纪8、90年代,道琼斯指数的年涨幅也极少在30%以上。许多国际投资者对于印度股市更加看好。这并非是他们对于印度的改革比中国的改革更有信心,而是因为印度过去几年每年20%到30%的涨幅显得可持续性更强。事实上,如果A股不是在一年,而是在3到5年内完成150%的涨幅,国际投资者对于中国股市也许会更加看好,参与热情更强。

中国股市容易出“疯牛”的原因并不复杂。首先是散户比例过大,受政策的影响远大于公司基本面的影响,一致预期形成之后,容易产生巨大的单边力量。其次是做空不易,看空者通常只能选择袖手旁观,而很难入市做空。第三是股票供应受限,赶不上资金入市的速度。第四,也是本轮疯牛的特点,也就是叠加了杠杆的推动,结果导致疯牛更疯。

的确,本轮牛市有其基础,不论是实体经济包括地产投资回报的下降,还是政府对于股市重视程度的上升,以及中国经济转型升级的大趋势,乃至金融市场对内改革对外开放的大环境,都让人对中国股市充满期待。但是,接下来需要思考的是,如何调整中国股市的现有制度,让疯牛变慢牛。目前最让人担心的是,有了政策托底的预期,歇口气回来,这

头牛会不会更疯。

第五,如何看待国家牛市?可以预见,双降以后,国家牛市的信念将会更加深入人心。毫无疑问,对于中国这样一个以银行融资为主体的金融体系,股市作为更加市场化的融资手段,对于解决融资问题,发现和培育新的经济增长点,有着不可忽视的作用。就像笔者在“利率市场化之名与实”一文中提到的,在股市债市都没有打通的情况下,降低实体经济融资成本是非常困难的,而利率市场化也只能得其名而不能得其实。

正本清源,国家牛市并不是股指越高越好。事实上,没有盈利支撑的股价上涨,本质只是零和游戏而已。国家牛市,应该是股市能够充分发现和反映企业的价值,帮助好的企业更好地融资,让不好的企业丧失融资功能。好的公司通过股市发掘和灌溉由小变大,投资者通过分享公司创造的价值而获利,国家则因为拥有一批伟大的公司而崛起。所谓“为国接盘”也许不无道理,但国家牛市中资本市场价值发现和融资功能才是正道。

这一轮牛市,股指无疑是创了新高,但中国股市发现好公司的能力在这段时间内是有所上升,还是有所下降,其实值得商榷。从股票平均两周就换手一次的高换手率来看,投资者买入股票时的期望是,在基本没有任何变化的很短时间里,就可以将手中股票以更高价格卖给其他人。在这种泥沙俱下的环境中,股市很难履行其职责:鼓励创造价值的企业,惩罚毁灭价值的企业,把资本配置到实体经济中能够产生最大回报的地方。

以上五个问题,值得在戏剧化的两周之后慢慢思考。中国经济走到今天,增长引擎面临切换,而股市在其中将扮演不可或缺的角色。而中国金融市场也日趋市场化和国际化,在面对欧风美剧前经历这样一场洗礼,也有助于市场参与者对一些深层问题进行反思。

美国商业综合体的开发定位与发展模式

一定的独立性,又相互依存、相互补充。其为当今地产模式的最高形式,它是伴随着城市功能的综合化、社区规模大型化和区域空间与流线组织复合化而顺应成长的一种全新的复合地产——HOPSCA(城市综合体)。”

美国洛克菲勒财团首席顾问凯文·卡瓦莫托认为,所谓“HOPSCA”,就是由酒店(Hotel)、写字楼(Office Building)、公园(Park)、购物中心(Shopping mall)、会议中心(Convention)、公寓(Apartment)等的英文单词或词组的首个单词的首个字母构成。对于都市型商业综合体、社区型商业综合体和区域商业综合体而言,每个商业综合体至少组合了上述功能中的四种,并在各部分间建立一种相互依存、相互助益的能动关系。

商业综合体的开发定位与发展模式

对于商业综合体的开发定位,由哈珀柯林斯出版摩根士丹利首席经济学家赖因哈特的《商业综合体开发定位与实践分析》一书,对美国的商业综合体作了比较性研究介绍,认为美国商业地产的终端产品主要分为三种发展模式,即都市型商业综合体、社区型商业综合体与区域型商业综合体。

但对于整体定位问题,赖因哈特认为美国的商业综合体主要有七个特点:

- 一是出现在交通枢纽地区;
- 二是在城市的CBD(Central Business District,中央商务区)主要商业活动地区;
- 三是在开发区或者新的城市中心;
- 四是在商业街区、商业集群地区;
- 五是大型的新型交通设施聚集区;
- 六是休闲设施、会展设施与大型商业集会设施地区;
- 七是旅游风景区,这是伴随着区域型集成化旅游产业出现的商业综合体。

对于美国商业综合体的发展模式,赖因哈特与美国佛瑞斯特研究院权威顾问、社会经济学家沃纳·伍尔夫合作,曾做过系统性调查研究;他们认为,作为精明的商业地产开发商,在重视整体定位问题的同时,大型商业地产的投资开发充分体现了专业化与模式化。无论是投资开发还是经营管理都由极富竞争力的专业机构进行操作,而且这些机构的资金实力和企业规模都具有很大的影响力与号召力,比如:

一是社区型商业综合体模式:典型代表是路易斯公司开发的亚利桑那中心,其规模为29.7万平方米。为了创造一个活跃的社区型公共商业中心,亚利桑那州政府与工程组和发展商一道设计了一个3英亩的城市花园,还包括办公塔楼和8个重建区的零售服务中心。花园荫蔽一片绿洲,以人行道分割,中间穿插了林荫小道、阶梯、喷泉和市区仅有的柔和灯光,椰树赋予空间一种尺度感。所有的零售、餐厅、办公

与休闲在繁杂的社区中创建一个让人心灵舒畅的绿洲,不仅有一个放松的花园,更有一些户外用餐、聚会的好场所,绿色植物在整个景观设计中起到了至关重要的作用。

该商业综合体的特点是设有安静的花园小道、饮食区、迷宫式的花坛组群和俯览花园的跑马廊都给人一种亲切而又丰富的体验。其该工程曾荣获ElbasaniandLoganArchitects-SWA社区、商业、住宅与ELS四项设计大奖。

二是区域型商业综合体模式:典型代表是ArdenRealty房地产商开发的洛杉矶霍华德·休斯购物中心,其规模:占地面积28万平方米,建筑面积25万平方米。在霍华德·休斯中心长廊是一个户外区域型购物商场与生活方式中心,位于加利福尼亚州洛杉矶的405号州际公路旁。405号州际公路是贯穿美国西部的最主要高速公路之一,每天有超过297,000驾车通过。该综合体在2000年开业,这是一个两层户外混合使用中心,就在商场的一部份是70英亩的商业园,其中包括2,700,000平方英尺混合使用办公,零售和卫生设施的配合。其功能融合了娱乐、餐饮和购物。

该商业综合体的特点是克服了高速公路对场地划分的不利因素,使整个综合体连为整体,成为405州际公路上最著名的区域型商业综合体。该中心的商业、写字楼与住宅群建筑曾荣获巴斯克斯建筑奖、美国景观设计协会北加州分会优异奖等。

三是都市型商业综合体模式:典型代表是米高梅公司和迪拜世界子公司无限世界合作开发的拉斯维加斯City Center综合体。其总建筑面积约167.4万平方米。由于拉斯维加斯是美国内华达州最大的城市,1931年的“赌博合法化”法令,将这座城市推向了以“博彩”为主要支柱产业的大繁荣。City Center综合体是美国拉斯维加斯于2009年底建成的大型综合开发项目,位于拉斯维加斯大道的核心地段。项目预算总投资额85亿美元,耗时将近五年建成,是美国历史上规模最大的和投资额最高的商业地产项目。建筑物业包括4座独立的酒店(其中一座含赌场)、一座购物和文化娱乐中心、两座公寓楼。根据规划,这些设施中共包含约6000间酒店客房(含产权式酒店)、2400套公寓/住宅、38家餐厅和酒吧、一个会议中心、一家购物中心、一个180座的剧院。特别是City Center综合体由6根类似水晶的巨塔组成,是集豪华酒店、购物中心、艺术画廊、健身中心、娱乐中心和住宅区为一体的商业综合娱乐中心,是全世界至高无上的度假休闲圣地,游人可以在此尽享一站式的度假体验,从饕餮美食、顶级SPA、风情酒吧到特价购物广场。它将米高梅酒店的“目的地”服务模式及服务娱乐化经营理念发挥到了极致,把酒店客房、餐饮、综合会议、演艺等功能聚合,将酒店和城市生活融为一体,以服务娱乐化打造城市综合体。

该商业综合体的特点是主题酒店最为集中的区域,每一个酒店都有自己鲜明的特色;其主要盈利点仍为赌场收入,酒店与餐饮收入为次要盈利点,购物中心收入为第三盈利点。综合成功点在于综合体设计注重业态之间的互补,注重人流共享,善于把握业态与建筑设计格局的最佳匹配。因此曾获得美国景观设计师协会大奖。

商业综合体推动商业地产复苏再现产业商机

得益于低利率环境下投资者竞逐高收益资产,以及贷款机构激烈竞争推动商业贷款大增,美国商业综合体房产价格时隔七年又创新高。经过2007年巅峰期后,美国商业房产价格一度大跌40%。如今在商业综合体的推动下不但全数回涨还略有反超,较2007年末信贷泡沫巅峰期高0.2%。

据格林街顾问团的指数显示,以商业综合体为主的美国商业地产,其价格已经收回了危机时的跌幅。虽然工业用地价格涨幅不大,但是高端商场和沿街购物中心等商业综合体的价格都远超过之前的最高价。特别值得注意的是,随着股市走高和经济复苏,酒店行业已经大幅复苏。希尔顿酒店最近宣布计划再次上市就是一个例子。

现在在美国,在投资者寻求高风险、高回报资产的推动下,各类商业综合体及其地产抵押贷款支持的证券CMBS(商业房地产抵押贷款支持证券,是指商业地产公司的债权银行以原有的商业抵押贷款为资本发行证券)规模也在迅速增长。Dealogic数据显示,2014年度发行的CMBS将超过1150亿美元,去年规模为1080亿美元,创2008年以来最高纪录。

后摩根士丹利分析师Richard Hill称,虽然美国商业综合体房产价格已超越七年前巅峰期水平,但国内总体房价回升幅度有限,只有巅峰期的55%。他估计,未来三年再融资还需1万亿美元商业贷款,这是巨大的商机。一些贷款机构还会放宽标准争夺商业综合体及其地产市场。

佛瑞斯特研究院还公布了商业综合体另一方面的利好态势:五年前美国国会的立法者和高管们都警告称,在住宅地产崩溃后,酒店、商场和办公室等商业地产也将紧随其后。而近年来,虽然美国的商业地产曾跌逾40%,但是它绝没有像住宅市场那样发生崩盘。现在,拥有多处商业综合体的希尔顿酒店集团宣布计划再次上市,它曾在2007年被黑石集团进行私有化重组。这证明:当前美国商业地产已经迅速恢复,再现巨大的未来商机。

哈佛大学政治经济学家艾瑞克·沃克在CNN论坛中撰文称,有一些原因可以解释美国商业地产为何没有崩盘,也可以解释商业综合体及其地产为何比住宅市场恢复得快。他称,美国商业综合体及其地产与产业并没

有像住宅市场那样存在太多的泡沫,也几乎没有过度供给。

“的确,不像住房地产市场那样严重。”宾州大学沃顿商学院的房地产和金融学教授苏珊·韦希特尔分析认为,“近十年来,美国商业综合体及其地产与产业的任何解决措施都没有刺激市场过度发展。因此,美国的商业地产领域几乎没有发生过度供给。”

“美国商业综合体及其地产产业迅速恢复再现商机的另一方面原因是引发了新一轮套利投资。”沃克指出,“各家银行开始就贷款期限进行重新谈判,并再次出售商业地产或接管这些地产。”特别是私募股权也涌入这个领域,并且买入困厄的商业性房产。

“这就是美国商业综合体地产和住宅地产发展的时间差起到了很大作用。”芝加哥大学经济学教授Casey Mulligan对此指出,“在美国住宅地产繁荣之际,它吸引了来自商业地产领域的工人、材料和土地。特别是2005年后,住宅市场泡沫破裂后,更多的资源转向涌入商业地产领域,建筑工程也开始增多。”

“当前美国商业综合体及其地产迅速恢复又再现商机的关键因素,在于美国健全的地产业金融机制与可持续产业运营管理模式;”政治经济学家艾瑞克·沃克认为,他分析指出,美国是国际上房地产金融市场最发达、制度体系最健全、品种最丰富的国家。因此,美国商业综合体及其地产的金融机制概括起来主要有四个方面的优势:

- 一是美国商业地产金融架构体系完善,专业分工度高;
- 二是美国商业地产金融市场的竞争性与开放性相当透明;
- 三是商业地产融资工具多样化;
- 四是抵押贷款证券化程度很高。

对于商业综合体及其地产与产业的运营管理模式,沃克认为,美国商业地产的价格虽然也遭遇过下跌,但是它与住宅地产不同,商业地产拥有者仍然能够从承租人那里持续获得收入,这就减轻了商业地产受到的许多影响。

其实,美国商业地产与其他国家商业地产主要区别就是开发商所做的不仅是地产的开发,更重要的是商业综合体前后期的可持续运营与服务。可持续运营并不是指类似于商场运营那样的持续,而是把整个地产项目当作一项产业来运营管理,以长期可持续经营为出发点,不是仅仅将商业综合体销售出去由社会、购买者去承担他的风险,同时还要完善它的后期经营。因此大多数美国开发商对于商业综合体及其地产与产业的操作模式,几乎已完全脱离了将地产物业出售作为资金回笼的途径,而是把重点放在商业综合体整个产业经营的可持续运营及其长期租金的稳定收回上,从而获得长期的可持续投资回报,以利于新项目的建设。(王志成译,译据美国杂志《佛瑞斯特经济》2015年第6期)