

2016 年第 8 期 总第 8 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



财经参考

2016 年第 8 期·总第 8 期

国际财经

经济还能撑多久？	1
中国“市场经济”地位遇阻将引爆新贸易战？	5
对话穆迪首席经济学家：约翰·兰斯基：不要忽略美联储 12 月加息影响的滞后性	7

国内财经

“楼市之惑”系列报道之五：本末倒置的“去库存”	8
人民币停下国际化脚步？	13
中国式“险资举牌”不同于成熟市场并购的三大特征	17
等林毅夫张维迎大辩完 实体经济也该完蛋了	19
楼市新一轮调控释放什么信号？	21
人民币贬值本质上是修正高估	23

新闻快讯

人民币全球使用回落	25
中国将加强对国有企业境外投资的监督	26
11 月财新中国服务业 PMI 升至 53.1	26
美联储加息 25 个基点预计明年加息三次	27
全球经济今年普遍加速增长	27

财经参考

国际财经

经济还能撑多久？

来源：BWCHINESE 中文网 (2016-11-21)

作者：陶冬（瑞信董事总经理、亚太区私人银行高级顾问，中国首席经济学家论坛理事）

本文为陶冬在由亿信伟业主办的第三届私募基金发展黄金十年高峰论坛上的发言

相信各位很想听听怎么赚钱，我想告诉大家经过这三十年是黑天鹅迭起的时期，你应该考虑的是怎样保护你的钱袋子，今年年初的时候我就在说今年会有市场非常动荡的一年，黑天鹅事件可能不会少。

说黑天鹅事件就是不可控的，很多时候是没有预料到的，但是黑天鹅事件是有迹可循的。当经济、政治、社会、政策的弦绷到了极度的环境下，出事情的可能性自然就大了。此时此刻我们就面临着这么一个环境。

从另外一方面讲我们并不能够说这些黑天鹅事件真的没有任何的历史轨迹，只是我们听到的声音是政坛精英们的声音，是媒体主流们的声音，是华尔街交易员的声音。

这些声音代表的是精英思维、精英逻辑。它告诉你如果你不按照我的思路走的话经济会出大问题，市场会出大问题，你所面临的成本非常高。其实这些成本不是一般老百姓的成本，而是政治精英们的成本，华尔街的成本。

他们没有意料到的是这个社会的怨愤已经到了极度的程度，老百姓们并没有享受到好处，所以他才会说“NO”。我认为短期来讲特朗普当选对美国经济实际的影响有限，因为特朗普本人并不能够制造任何的就业机会，我认为他也难以摧毁任何一个就业机会，可能摧毁一个就业机会，那个就是联储主席。我估计在特朗普当选的那天开始就已经开始悄悄的更新他的履历书了。

所以短期特朗普可能会在财政政策上做一些事情，在外交政策上面做一些事情，但是这些动荡比起前一个时期里边市场的大起大落来讲，我认为市场的情绪过于波动。但是从长远来看特朗普当选意味着一个时代的结束。

自从第二次世界大战之后全球经济发展围绕着一主线，就是全球化，从欧洲共同体的产生到日本的崛起，到亚洲四小龙的奋起急追，到北美贸易区的产生，到中国成为世界加工厂，到欧元在欧盟中间的一体化。

实际上都是这条全球化过程中间的一个轨迹。全球化带来了生产的分工、贸易的分工，资金的自由涌动，信息的自由涌动，到欧洲甚至达到了人员的自由涌动，这就带来了生产力的提高，大家都赚了钱。

于是第二次世界大战的 70 年再也没有发生过一次超过区域性的战争，就是因为大家都赚到钱了。但是全球化最终令大量发达国家的制造业工人失去了工作，最终使得贸易和分配之间越来越不均匀了，全球化到本世纪初已经现出了疲态，但是格林斯潘撑了一下，结果撑出了全球金融危机。

在这之后世界有一个改变的机会，许多政治家们在改变的口号下面当选了，但是我没有见到过真正的改革。唯一做出来的事情是 QE。

今天世界需要的是结构性的改革、体制性的变革，但是各个国家走来走去都是印钱，如果印钱可以解决结构性问题的话罗马帝国就不会毁灭了，津巴布韦早就成为世界超强国家了。

印钱是不够的，印钱带来了更大的问题是几乎所有新制造出来的财富全部聚集在世界最少的一处具有投资能力的人手上，而那些靠死工资吃饭的人，他们的财富，他们的未来还没有从危机中间爬出来。这就是为什么有这么多人揭竿而起，对于现行的体制说“NO”。

特朗普只是一个新的时代的开始，接下来的黑天鹅是意大利，意大利总理再一次判断基层人们的反应，我相信他在 12 月份输掉的机会很大。五星运动和特朗普后任总统有许许多多的相似之处，欧洲的恶梦很可能重新开始。

明年还有法国大选，还有德国大选，我们会见到一个又一个民粹主义站到历史的中心点，有多少个能够像特朗普一样夺取政权此时此刻不得而知，但是他们给市场带来的震撼是此时此刻我们不能不非常关注的。

再看看欧洲的货币政策，再看看日本的货币政策，此时已经到了弹尽粮绝的地步，但是货币政策还需要进一步继续的宽松。再看看美国的政策，利率必须要升，但是耶伦实在没有太多的空间加息了。再看看中国的货币政策，所有的货币政策都面临改革，但是没有一个人知道怎么改，这就带来了黑天鹅事件的可能。这是今后两三年我们会面临到的政治空间、社会环境。

2017 年我们认为全球的经济增长是 3.4%，但是大家千万不要对这个数字太当真，自从金融危机之后的每一年经济学家在每年年初的时候的预测总是最高的，之后每个季度开始慢慢的下调它的预测。我们相信这个趋势也会出现非常类似的预测下调的空间。

说老实话我认为今后的十年全世界就是再一个没有增长，没有通胀，没有收益率的时代中间生活的。如果我们要看全球增长的话全球的投资自从金融危机之后一蹶不振。如果我们要看美国、日本、欧洲趋势的话，已经大幅度低过了中间历史的趋势，唯一一个增长在历史趋势之上的是中国的投资趋势。

我们都生活在中国，我们都知道今天中国投资的困难，而这个趋势也明显显示出在往下走。此时此刻真正能够把全球的增长重新拉起来，拉到一个可持续的，自我深层增长的良性循环，我认为要么靠改革，要么靠科技上面出现一次大的突破。科技突破早晚会有，但是我相信没有这么快就到达，至于改革在目前的时候没有太大的信心。

因此今后十年我们必须面临的环境就叫做增长难，目前我们所见到的增长不过是在 QE 下面产生出来的货币化，是政策印钱堆出来的增长，并不是真实的增长。接下来的十年还会面临的是同样的环境。

缺少了增长通货膨胀就出现了，央行印了这么多钱怎么可能没有通货膨胀，有通货膨胀，只是通货膨胀发生在了不同的领域里边。由于全球范围 QE 发出来的流动性都不能够进入到实体中间去，那么实体经济中间的 CPI 通货膨胀自然就起不来了。但是大量的资金滞留在货币领域，金融领域，所以金融通货膨胀压力非常的大，只是我们经济学家发明了 CPI，没有发明 FPI，FPI 是金融资产价格。

我们相信这一轮货币宽松环境在短期都出现了短期的调整，但是我相信只要增长没有真正起来各国的央行还会以不同的形式进行 QE。这也是下一轮 QE 的源头。

这一轮 QE 的重要特点是把资产价格炒起来了，但是并没有把实体经济真正的带活，要想在今后十年中间能够维持一个好的生存空间必须要投资，必须要聪明的投资，因为黑天鹅事件会迭起。如果你要是靠死工资吃饭的话你就死定了。

大家都在问 12 月美国会不会加息啊？实际上这句话新闻价值大过投资价值，报纸上报的事情不应该再谈这个问题，但是你要问我我可以告诉你 12 月加息的可能性还是很大的。耶伦如果不当的加息可能会把美国的经济拉下去，尤其是在政治不稳定的情况下我认为此时此刻横在耶伦 12 月加息的是特朗普当选到底会有什么样的振荡。我认为 12 月是美国重启加息最好的时间点。

但是这不应该是我们做投资最关心的问题，我们应该问的问题是今后两三年到底美国会怎么加息，以什么样的形态加息，会加多少，力度是怎么样的，时间点是怎么样的。我认为 12 月加息之后美国可能在 1—2 次加息，之后美国这一轮的加息周期基本上就到头了。

因为美国经济实际上并没有太大的加息空间，这已经是美国复苏第七年，我们已经是战后最持久的一个复苏周期了，美国的房地产是靠超低利率的情况下面扔出来的，如果要美元能够升一升，海外资金留一留的话，美国还能撑一年。

但是这个过程中间全世界的黑天鹅事件迭起，我认为美国超宽松的货币政策会维持相当长一段时间。如果要是看美国货币公开市场委员会加息预期的话，他们认为 2016 年底会加 0.5 个点，接下来再到 2019 年的话要再加 200 个点。这件事情是做不到的。

那些货币政策制定者自己都不知道自己在说什么，今年 1 月份的时候他告诉市场 2016 年我们会加息 4 次，实际上 2016 年 11 月份美联储一次息都没加成。尽管他们努力维持加息预期，但是实际上已经降了很多。美国的货币当局也不知道在干什么。

我曾经见过美联储的高管，我跟他说你在这个环境区间到底能加多少息？我还见过一个英国的高官，我问他同样的问题，他给我的答复是典型的英国答复，意思也是“我不知道”。

全世界的货币政策全是在摸着石头过河。要注意当特朗普开始做基础设施建设的时候短期的利率会在下面，长期的利率会慢慢下去，美国资金成本会有所上升，但是超宽松的货币环境我认为今后可预见的将来会一直维持下去。

说老实话欧洲今天并没有真正意义上的经济复苏，所谓的 GDP 增长是用钱砸出来的，砸出来钱的代价是什么？欧洲央行几乎把欧洲的那些国债基本上都搜罗到他的箱子底下去了，只剩下银行要的资本金。

所以现在市场上基本上看不到太多的国债了，因此他想再 QE 也难了，而负利率政策把银行搞的很惨，把银行的利润空间给挤压了。所以欧洲央行迫切的需要变招，但是变招不意味着退出 QE，而是用其他的形式继续 QE。在日本也是同样的情况。

在这个大逻辑下面，我认为今后 12 个月美元还是往上升的，美国经济实际上不怎么好，美国只是从危机中间把头抬起来，但其他的国家却趴在那儿了。所谓汇率是不同国家基本面的比较，我认为美元还会有一段时间的强势。

在这种情况下我认为无论是大中商品还是新兴国家都面临着相当大的压力，但是到了 2017 年中之后我认为美元的升值也就差不多了，接下来就会出现资金流向上面比较大的变化，这个本身就可能是个黑天鹅事件。

中国经济在改善，我们可以看到房地产价格已经把房地产从低谷拉了起来，房地产开发相关的建设是目前拉动中国经济最大的动力。除此之外是重型卡车的销售、电力的销售，以及汽车的销售。我们相信短期内中国经济从一个今年上半年低迷状态下面会有一定的复苏，有一定的恢复，但是这是一个不完全真实的复苏，并没有解决中国经济的核心问题，那就是民营投资消失了。

民营投资经历了共和国历史上极其罕见的负增长，因为产能过剩，政府对于民营投资的态度出现了重大的变革，环保成本大幅度拉升。民营投资说不玩了，要么买房地产，要么把资金移到了海外。

解决中国经济的处方一定是重新激起民营投资的积极性，但是政府给出来的方案是你不投资，我帮你投资。为了维持一个稳定的经济增长我们的货币发行疯了，如果我们看看今年前几个月的银行信贷，那是和当年 4 万亿有的一比，只是政府没在大声的干事情。

民营没人跟你玩了，国企和地方政府在反腐败的大环境下面也不作为了。尽管流动性制造出来了不少，但是银行并没有积极的贷款，需要借钱做正经事的企业，做投资的企业也不多。经济学里边出现的现象就是货币的成熟效应下来了，或者说政策的效率大幅度下降。尽管发了这么多钱，但是这些钱没有办法渗透到实体经济中，为实体经济所用，这笔钱就滞留在了金融领域，于是就出现了房价的飙升。

如果你要想从基本面来分析中国的房地产市场，无论你是看人口结构还是看收入增长，无论你是看房地产的供需还是看房地产的库存中国的房价都应该跌。但是你用任何一个逻辑去分析中国的房地产你就错了，因为今天中国的房地产不是住房属性，而是金融属性，这是一个投资产品。

这么多的钱积在金融领域里边，房价不涨才怪。所以此时此刻不要去赖投机者，此时此刻不要去找那些离婚人的麻烦，他们都是可怜人，此时此刻的问题在制造流动性的那些人身上。

在过去的两个月政府开始在各地一线、二线城市打压房价，这个是不是房地产牛市的结束？这个你要去问政府，我认为今天政府对于房地产市场向上的方向不会打压，也不敢打压，因为这是唯一的有机增长引擎，如果今天房地产完蛋了，中国经济跟着完蛋。

政府要做的事情是通过挤压一线城市把资金从一线城市挤到二线城市去，然后再打压二线城市，把二线城市的资金挤到三线城市去，希望为政府所用。希望用这个来消化过度的库存，如果你要是看这七八年政府政策的话，逻辑极其简单，就是把你我他兜里那俩钱掏出来，去填财政的窟窿。

2011 年的房地产就是把房价炒高了，政府可以卖地，当这个泡沫开始往下走的时候，下一个故事叫做理财产品。不同的方式，同样的逻辑。

当这个也玩不下去了，股市再加上地方债置换，同样的逻辑不同的方式。当这个也玩不下去了，一拍桌子说房地产 2.0 版还是同样的逻辑。房价什么时候开始跌我不知道，我要知道我今天就不站在这儿了。但是当一天房地产开始往下走的时候人们会突然发现中国经济最强的一环，那就是中国经济和地方债紧紧的连在一起。希望政府能在这上面做一些事情，亡羊补牢。

还是那句话房地产市场，房价什么时候跌我没法告诉你，但是我可以告诉你的是日本在 1990 年房地产泡沫顶峰的时候，日本住房的价值，整个国家住宅的价值相当于 GDP 的 200%，美国在美国房地产泡沫的顶峰，美国整个国家房地产价值相当于美国 GDP 的 170%。2015 年底中国房地产的价值相当于中国 GDP 的 250%，到今年年底我估计大概 280%，甚至更高一点。这个是在现在历史上前所未有的。

经济学家中间听到了一个新的观点，说咱们国家需要去杠杆，但是去杠杆不代表整体经济去杠杆，地方政府 2014 年的杠杆率是 43%，一年之后变成了 41%。你再看看民间的杠杆 2014 年底的时候是 36%，到 2015 年底的时候变成 40%。一年中的变化到今年年底我估计这个数字还会进一步往同一个方向走。

换句话说中国经济最弱的那一环的去杠杆是建立在老百姓增杠杆基础之上的。

所以大家要明白今后几年要把握风险，当信贷周期开始回落的时候你必须看清楚你的现金流能不能承受的住，不仅仅是你的现金流，你的上游、你的下游的现金流是不是能够承受的住。

中国经济已经有十几年不断递增杠杆，2007、2008 年的时候政府曾经试图想压一下杠杆，但是压不动，爆发了全球金融危机。本届政府刚刚上任的时候又曾经想把这个杠杆拉一拉结果银行间的利率跌到 15%，一停接下来就收不住了，杠杆率又上去了。

我们已经有十几年信贷周期光有上升周期，没有下降周期，信贷周期是经济学中间的一个基本工具，我相信政府有能力把这个周期伸长一点，但是未必有能力拉平这个周期。这是中国经济今后几年所面临的大挑战。中国的投资趋势，我们可以看到自从 2010 年开始尽管政府不断地通过财政刺激要拉动经济，拉动投资，但是我们的以过去投资正常的水平渐行渐远。这后面叫做后工业化时代。

中国已经进入了后工业化时代，我们的投资，尤其在制造业的投资已经太多的过剩了甚至我们在许多基础设施领域里边的投资也已经产能过剩了。中国制造这个产品在世界各个角落已经七七八八了，在这上面也撑不住了。所以我们很难维持过去成功的经济模式再进一步的复制下去，中国经济需要转型。

当下一个经济周期过来的时候，我认为中国经济会从制造业转项服务业，下一轮能够达到 4% 的增长就不错了。战后以来还没有一个国家成功的从制造业主导的经济性转移到消费主导的经济持续维持 4% 的增长，没有一个国家出现。如果我们能够做到 4% 增长的话谢天谢地。但是我觉得中国有这个可能，因为今天我们的居民储蓄率是 28%，下一个周期 15 年之后我估计中国的居民储蓄率也就是 5%—6%。

中国“市场经济”地位遇阻 将引爆新贸易战？

来源：FT 中文网（2016-12-12）

作者：肖恩·唐南，韩碧如

中国准备迎来与美国、欧盟(EU)及其他主要贸易大国的新一轮贸易战。此前，它主张依据世贸组织(WTO)规则自己应被视为“市场经济体”，但这一主张未能获得广泛认可。

北京方面一直力主一项条款应于上周日中国成为 WTO 成员国 15 年周年时终止执行。该条款允许各贸易伙伴国在反倾销案中，使用一个特殊公式来计算针对非市场经济体的惩罚性关税。

但是，该条款的终止执行如今却存在争议。该条款曾被认为应自动终止执行，但由于廉价中国钢材融入世界市场、引发了一波具有政治敏感性的反倾销案，这种处理已引起越来越大的争议。其结果是，中国将不得不对在美国和其他司法管辖区发起的对华新反倾销案提出抗辩，这个过程可能会持续数年，并成为中国与世界贸易关系中的一大问题源。

具有重要商业意义的一个迹象是，上周五美国对输美中国产洗衣机开征惩罚性关税。去年，中国

对美洗衣机出口额超过 11 亿美元。美国还宣布，对从中国进口的胶合板发起新的反倾销调查。去年，中国对美胶合板出口额超过 10 亿美元。

美国发起的反倾销案，以及围绕中国“市场经济”地位展开的斗争，都是与中国正在打的贸易战的例子。而就在此时，美国候任总统唐纳德·特朗普(Donald Trump)发誓要在贸易和其他问题上对中国采取强硬态度。

“我们必须改进的最重要关系之一……就是我们与中国的关系。”特朗普上周说，“中国对美国将近一半的贸易赤字负责，（而且）他们不按规则行事。”

中国商务部发誓，要对一切在反倾销案中拒绝把中国视为市场经济体的 WTO 成员国采取“必要措施”。中国的“入世”协议称，“在任何情况下”，一项允许其他国家使用第三国相关价格水准来计算中方成本的条款都应在 15 年后终止执行。上周日是中国“入世”15 周年。

“这是一个保护我们权利和维护规则的问题，”中国商务部下属智库“中国世界贸易组织研究会”副会长薛荣久说，“现在的中国已经不是过去的中国。中国的反制将是坚决的。”

美国和其他国家辩称，中国未能履行 WTO 下的许多义务，而且远非一个市场经济体。在欧盟、美国、英国和其他地区，钢铁企业在大量廉价中国钢材涌入后倒闭，再加上全球经济增长放缓，导致全球钢铁价格大幅下跌，这也引发了政治上的反弹。特朗普和其他人对这一经济冲击加以了利用。

“考虑到他们的国有企业、补贴和倾销，他们在很多方面都表现得像是一个非市场经济体。我的意思是，对中国发起的反倾销案比其他所有国家发起的反倾销案之和还要多，”众议院筹款委员会(House Ways and Means Committee)最资深的民主党人桑迪·莱文(Sandy Levin)说。

尤其要指出的是，这种面对中国一败涂地的局面已在欧盟内部引发了要求改变的呼声。布鲁塞尔方面正考虑彻底改变其操作反倾销和其他贸易补救案的办法，使其能够开征比现在高得多的惩罚性关税。

曾任白宫经济学家、如今在彼得森国际经济研究所(PIIE)任职的查德·鲍恩(Chad Bown)表示，巴西和印度等国也在对华发起反倾销案方面变得比以前积极得多。

“这是中国同世界各国、而不只是同美、欧之间的一个问题，”鲍恩说。

商业界担心，中国可能不会等到就他国拒绝授予其“市场经济”地位提起的申诉走完 WTO 程序再采取行动。相反，中国可能会以它自己开征的一波报复性反倾销关税来反制，这将伤及其他国家的出口商。

不过，这场争论发生的同时，外界对 WTO 和贸易也产生了更大的系统性担忧。

特朗普是靠保护主义政纲胜选的，他不大可能对美国对待中国“市场经济”地位问题的立场作出任何改变。但是，他发誓让美国退出大规模的环太平洋贸易谈判，并表示对 WTO 持怀疑态度，许多人已据此认为，中国将在全球贸易谈判中扮演更重要的领导角色。

一些人怀疑中国扮演的角色到底会有多大建设性。中国对“市场经济”地位和别的其所热衷的议题的关注，也令其他 WTO 成员国疏远了它，这些成员国将本月未能就环境产品贸易达成一项协议归咎于中国。“如果这就是中国的领导作用，那么我们在未来五年做不成多少事情，”日内瓦的一位资深贸易官员表示。

中国一方则对发达国家在“市场经济”地位认定和其他对中国出口商而言重要的问题上明显持双重标准感到沮丧。

对话穆迪首席经济学家：约翰·兰斯基： 不要忽略美联储 12 月加息影响的滞后性

来源：华尔街见闻网（2016-12-07）

作者：严婷

随着美国最新非农就业报告出炉，失业率降至 4.6% 的历史新低，市场普遍认为美联储于 12 月 13-14 号 FOMC 会议后决定加息已经是板上钉钉的事情。即便如此，市场会对美联储加息作何反应？美国 and 全球经济前景又将何去何从？

穆迪资本市场首席经济学家约翰·兰斯基（John Lonski）不久前对华尔街见闻表示，美联储想要加息，也应该会在 12 月加息。这一次市场已经计入了加息的影响，但市场的滞后反应不容忽略。2015 年 12 月，当时加息后市场并没有给出非常过激的反应，但今年 1 月的时候市场就崩溃了。对于美国经济，他表示，根据对劳动力和生产力的预测，预计未来十年美国经济增长将在 1.5% 到 2% 之间。

华尔街见闻：全球经济正徘徊在低谷。你如何看待未来全球经济前景？

约翰·兰斯基：从 IMF 的 GDP 数据来看，今年 GDP 增长 2.9%，明年可能会增长到 3.2%，但仍然低于以 2007 年结束的 10 年期平均 4% 的增速。但是就全球增长来说，我们并没达到趋势增长。而且从全世界情况来看，不同地区情况很不一样。在发达经济中，包括欧洲、美国、加拿大、日本，今年增长 1.6%，明年预计增长 1.8%，1.8% 这个增长率还是比 2007 年结束的十年期平均增速 2.7% 要低多了。而新兴经济中，今年 GDP 增长 4%，明年可能是 4.3%，比 2007 年结束的十年平均 5.9% 要低一些。所以，无论对于全球经济，发达经济还是新兴经济体，经济增长低于趋势增长的情况都会继续。从数字来看，新兴经济体差异会更大。

华尔街见闻：IMF 称经济已经在太长时间内增速过低，而且太少的人从中受益，你认为导致低增长的根本原因是什么？什么地方出错了？

约翰·兰斯基：就增长本身来看，发达经济体增长放缓是因为人口变化。发达经济体人口老龄化迅速，最明显的是日本，欧洲同样如此，一些国家人口在大幅度收缩。他们希望吸引更多移民，但目前看来并没有进展得很顺利，仍有很多摩擦，和移民者在同化中产生的问题。而在美国，在 2016 年结束的 20 年期里，美国 16-64 岁人口平均每年增长 200 万，而 65 岁以上人口平均每年增长 41 万。现在 2016 年，16-64 岁新增人口小于 100 万，但 65 岁以上人口新增 160 万。问题来了，未来 10 年（到 2027 年），16-64 岁每年新增人口预计只有 47 万，而 65 岁以上人口预计每年新增 180 万。美国劳动力未来 10 年预计平均每年增长 0.5%。要预测未来实际经济增长情况，我们需考虑劳动力人口数字变化和预计生产力增长水平。过去 10 年里，生产力平均每年增长 1.2%。如果生产力平均每年增长在 1% 到 1.5% 之间，我们得到长期增长速度也在 1% 到 1.5% 之间。所以根据对劳动力和生产力的预测，未来十年美国经济增长将在 1.5% 到 2% 之间。这比预计水平要低多了。

生产力增长缓慢是因为我们不再像过去那样开发新的产品。过去两波主要的革新，带来新产品、新产业、新工作的革新是什么时候？最近的一次是电信行业的革新，互联网的诞生。这发生在什么时候？1990 年后期。在那之前是 1980 年初个人电脑诞生。之后苹果公司改变了整个行业。而在 2000

年之后到现在的 16 年中，并没有真正意义上的突破性技术革新。

华尔街见闻：你是否认同美国前财长萨默斯（Larry Summers）的长期增长停滞（secular stagnation）理论？

约翰·兰斯基：同意，他是对的。金融危机已经过去七八年了。我觉得不能都归因于金融危机，不是说经济还在从金融危机中复苏。原因之一是美国并没有意识到人口变化的重要性，整个经济体在变老。为什么我们不能意识到人口结构变化究竟有多重要？我们曾谈论过这个问题，但没有真正意识到其所带来的后果是什么。

华尔街见闻：金融危机以来，全球经济就一直过度依赖央行的刺激。解决办法是什么？财政政策如何起到更大的作用？

约翰·兰斯基：美国政府负债占到 GDP 的 73%。在经济衰退之前，美国负债占 GDP 不超过 35%，很多年前这个数字是 20%。1980、1990 年代是在 30%-35% 左右，在 2007 年经济萧条之前也是 35%，不到今天的 73% 的一半。

要政府通过财政刺激计划是很难的。而且，日本已经推行财政刺激很多年了，与其说其加速了经济增长，不如说是防止了经济更缓慢的增长。对于美国来说，我们会有更多的基础建设花销，但这并不是直接刺激经济迅速增长的方法，而更是防止美国经济增长放缓。

华尔街见闻：你认为美联储应该选择在此时加息吗？

约翰·兰斯基：美联储想要加息，一方面是希望补偿美国的小储户，另一方面也希望加息会使退休金的发放更加容易。因为美国面临很多人即将退休。

华尔街见闻：你预计 12 月会加息吗？

约翰·兰斯基：假如金融市场不陷入低迷，应该是会加息的。我认为唯一可能使美联储 12 月 14 日不加息的情况是金融市场大跌。只要 11 月非农就业报告不是灾难性的，美联储应该会加息。（编者注：采访于 11 月非农报告发布前进行）

华尔街见闻：市场多大程度上已经消化了加息的影响？

约翰·兰斯基：我认为市场已经消化了美联储 12 月加息的可能性，但对于美元的走势我们还要拭目以待。美联储上次加息是在 2015 年 12 月，当时加息后市场并没有给出非常过激的反应，但今年 1 月的时候市场就崩溃了。2016 年 1 月市场开始恐慌新兴市场、中国经济，普通金属价格大跌、油价大跌。看来去年 12 月的加息并不是一个对的决定，但最终市场稳定下来了。我认为这一次市场已经计入了加息的影响，但市场的滞后反应不容忽视。

国内财经

“楼市之惑”系列报道之五： 本末倒置的“去库存”

来源：FT 中文网（2016-11-28）

作者：沈晓杰（中国独立房地产研究人士）

【编者按】针对现今“民怨沸腾”的楼市，中国最高层做出了一系列最新的“重要批示和部署”，从某种意义上说，意味着自去年中央经济工作会议所制定的、以去除行政限制、鼓励购房的“去库存顶层设计”的终结。此次“去库存新政”的失败，也再次提供了一个重新检讨房地产市场和住房供应模式的机会。“楼市之惑”深度系列报道意在梳理自 1998 年大规模房改启动历程和房地产市场发展史，使得读者在住房政策、房改及楼市发展的历史比较和反思中，获取曾经被忽视的更多启迪。本文为该系列报道第五篇。

日前中国国家统计局公布的“2016 年 1-10 月份全国房地产开发投资和销售情况”，以及“2016 年 10 月份 70 个大中城市及 10 月下半月一线和热点二线城市住宅销售价格变动情况”，这两份中国楼市最重要的统计报告，使自去年实施的“以去库存为纲”的楼市“顶层设计”，再次备受“煎熬”。

去库存为何事与愿违？

这两份统计报告，尽管出自官方，但其中几个关键数据，依旧凸显楼市糟糕的“健康状况”。

首先，从最被顶层看中的去库存数据来说，到 10 月末，中国房地产市场狭义概念上的商品房库存——商品房待售面积，仍然为 69522 万平方米，虽然比 9 月末减少 90 万平方米，但与去年同期相比，全国商品房的待售面积又上升了 1.3%。

而代表广义和隐性商品房库存的“房屋施工面积”，今年 1-10 月份更是达到了惊人的 730981 万平方米，不仅同比增长了 3.3%，而且增速比 1-9 月份提高 0.1 个百分点。尤其是住宅施工面积，更是达到 501471 万平方米（同比增长 1.8%）。以人均 30 平方米来计算，可满足 1.67157 亿人居住。

其次，从房地产开发企业土地购置面积来说，1-10 月份，全国房地产开发企业土地购置面积依旧同比下降了 5.5%（为 16873 万平方米）。看上去降幅比 1-9 月份收窄 0.6 个百分点，但如果算上去年 1-10 月全国房地产开发企业土地购置面积比前年暴跌 33.8%这个前提，就更加使人担忧。

再次，有关全国房地产开发投资，尽管 1-10 月全国房地产开发投资同比名义增长 6.6%，达到了 83975 亿元，似乎是房地产市场几大数据中少有的“亮点”，但按照国家统计局发言人的说法，其最主要的原因是“去年 10 月份房地产投资增速非常低，是-2.4%”所致。

最后，也是社会各方面最关心的房价数据。尽管 9 月底中国对近 20 个房地产市场热点城市进行了新一轮“最严厉的调控”，并明确提出“房价环比不增长，逐步有回落，努力回归到合理区间”的房价控制目标，甚至还挥起对房价继续上涨城市官员“不再约谈，将直接问责”的杀手锏，但 10 月份的房价依旧不容乐观，甚至到了中国房地产业协会都已不能公布各大城市与去年同期房价同比数据的地步。

就连一直被业界质疑“数据真实性”的国家统计局的数据也显示，在全国 70 个大中城市中，10 月份新建商品住宅价格指数环比下降的，只有成都和乌鲁木齐等 6 个城市，而继续上涨的占到了绝大多数（54 个），其中上涨幅度最大的无锡市，一个月的房价涨幅竟然高达 4.9%（该市的 10 月房价比去年平均水平上涨了 34.3%）。而更直接反映市场真实情况的房地产业协会发布的中国房价行情表明，全国有 42 个城市房价环比上涨超过了 5%，其中当月涨幅最高的达到 26.94%，天津、石家庄和武汉，单月涨幅都在 7.8%以上。

而从同比看，10 月份这 70 个大中城市新建商品住宅价格比 2015 年平均房价水平暴涨 30-40%的更是比比皆是。如北京比去年上涨了 35.2%，上海上涨了 45.9%，南京上涨了 48.3%，杭州上涨了 34.3%，

厦门上涨了 48.9%，广州上涨了 28.5%，就连合肥、郑州、福州和武汉这些过去房价相对比较平稳的城市，涨幅也分别达到了惊人的 49.2%、30.4%、29.6%和 27.5%。房价涨幅最高的深圳，10 月份该市的新建商品住宅价格，比去年的平均价格暴涨了 51.2%。

以上仅是全国 70 个大中城市的数据，而像今年房价暴涨的“猛虎”之一的苏州等城市，还并不在这些统计范围之内。前面所说的中国房地产业协会发布的 10 月份房价环比超过 5%的 42 个城市，多数也不在此范围内。

这些，不仅是“去库存顶层设计”所衍生的后遗症，更是“最严厉调控”必须面临的挑战和问题。

谁也不能否认，一年前提出“去库存”的本意良好，有着相当美妙的愿景和设想。比如，期望通过加快农民工市民化扩大房地产市场需求，消化库存；鼓励自然人和各类机构投资者购买库存商品房，让投资者成为租赁市场的房源提供者；还有，就是天真的希望房地产开发商能适当降低商品住房价格等。

但近一年实践证明：不仅越来越高的房价使更多农民工买不起房，而且在市场投机越来越热、房价愈加泡沫化的大背景下，投资者反而加速远离买房投入租房市场。至于鼓励开发商降低房价，更是成为市场的笑话。

事实说明，去库存的顶层设计想的过于简单。中国楼市高库存不仅没被压下去，反而有明显上升，这不得不让人深刻的反思。

从根本上讲，商品房高库存只是一种市场现象，简单的号召去库存，并没有触及问题的本质。应该说，高库存是中国房地产市场和住房政策多年积累的各种问题和矛盾导致的必然结果。要化解其，首先就必须了解和分析，究竟是那些因素和矛盾，导致了商品房的库存积压？其实，没有那些制约住房消费的矛盾和因素，数亿的进城农民工和新市民，怎么可能还要等到政府号召去库存，才去主动买房？

普通百姓买不起房，是导致楼市高库存的主要矛盾

中国楼市有各种各样的问题和矛盾。但起决定性作用的主要矛盾究竟是什么？这个基本认识不解决，无论是去库存还是“最严厉调控”，都将可能“半途而废”。

正如前面所说，高库存其实是问题和矛盾的表象。要从根本上彻底的去库存，首先就要搞清导致高库存的主要矛盾究竟在哪。是真实的市场供应过剩，还是居民潜在需求不足，或是产品供需的结构错位所致？

现在有一种说法，认为现在的商品房供应早已过剩，商品房生产的总量，早已超过了居民住房实际的需求。事实果真如此吗？这里首先必须明确一个基本的住房消费标准，人均的住房面积水平究竟该怎么定。总不能说，城镇居民人均住房水平只达到 20 平方米左右，就算得上满足了居民的住房消费需求。

早在本世纪初，当时的国家建设部正式推出的《全面建设小康社会居住目标》报告，系统阐述的“全面小康”下中国人的居住指标，也就是公认的住房小康的标准：在中国城镇居民的住房上，住房小康标准为到“2010 年人均住房建筑面积为 30 平方米。2020 年人均住房建筑面积为 35 平方米。平均每套住宅标准在 120 平方米左右”。此外，它对城镇最低收入家庭住房标准也提出了具体要求，这就是人均住房建筑面积大于 20 平米，保障面达到 98%（注：农村住房的全面小康标准为“2010 年农村人均住房建筑面积达到 35 平方米。2020 年为 40 平方米左右。”）。

按照城镇居民到 2020 年人均住房面积 35 平方米、户均 120 平方的住房小康标准的进展梯度，目

前中国城镇居民的人均住房面积应该要达到 33 平方米（户均 100 平方米）。中国城镇总体的住房总量只有满足了这个标准和要求，才能称得上房地产市场需求相对饱和，出现商品房库存积压才算合理。但现实情况又是怎样的？

根据住建部和国家统计局公布的数据测算，到 2015 年底，全国城镇所有的存量住房总面积大约为 162.85 亿平方米，与此同时，全国的城镇人口总数为 7.71 亿人。这就是说，城镇居民的人均住房面积只有 21.1 平方米，离应该达到的人均 33 平方米的住房小康标准，差了三分之一。

早在几年前，曾任住建部政策研究中心主任的陈准在一次全国性论坛上公开承认：“目前城镇居民人均住房面积 20 平方米，户均 60 平方米，这是一个低水平的小康，与全面小康差距明显”。这点，作为首善之地的北京前两年出台的整治群租房规定，提出只要人均居住面积达到 5 平米即算合格，又从另一方面对此“佐证”。

了解了中国房地产市场这个最根本的事实，对中国楼市目前的高库存，就会从本质上有了更清醒的认知。

中国的房地产市场，说到底有两个最显著的特点：一是，表现在市场上库存积压的高价商品房越来越多，而且到了在现有模式下难以自我消化的地步；二是，就是本身已高居“全球房价最难负担城市”前列的诸多中国大中城市，经过去库存等救市政策的催化，使得绝大多数城镇居民更加买不起房。

正是这样不可调和的根本矛盾，使中国楼市出现了“倒牛奶”般的奇观：一方面，大量空置和积压库存商品房无人问津，另一方面，却是数以亿计的“无房户”。据推算，在中国城镇现有的七八亿常住人口中，至少有 2 亿多的无房户，至于“半无房户”（人均居住水平不到住房小康 33 平方米水平的一半）则更多。

有人会奇怪，为什么在越来越多人买不起房的大背景下，一些房价本来就畸高的大中城市，房价会越炒越高，甚至“日光盘”比比皆是？问题其实很简单，就是这些爆炒的高房价，早已脱离了住房消费的价值范畴，衍变为金融投机的工具，和普通居民是否买得起房没有半毛钱关系。尤其是高杠杆和首付贷之类的金融工具，加上许多炒作房地产的大量实体经济的资本介入，以及一些似乎看不清道不明“灰色资金”，一起哄抬起这波疯涨的房价。“炒得起房”的房产价格泡沫，不知是“买得起房”的真实住房价值多少倍。就像股市炒作常用的各种概念股那样，资产泡沫和实际价值早已不可同日而语。

而这种现象，恰恰正是本末倒置、以去库存为楼市调控目的的一个必然恶果。它从反面证明，一旦把去库存作为房地产调控之本，就必然会释放出各种影响房地产市场甚至整个经济健康的“幺蛾子”。尤其是楼市任由投机者炒作，必然会加大本已困难重重的住房和市场矛盾。

就拿一二线城市来说，当房地产市场被金融性投机所左右，不但会把最基本的居住需求挤出市场，使住房消费从根本上被大大遏制，而且经历投机性炒热的楼市，自身也愈加临近崩盘的边缘，极大提高本地经济和社会的风险，此外，还会对当地的实体经济造成致命的打击。一方面，工商经营成本会因为房价的暴涨大大提高（从生产经营用房到员工住房租房费用都会大幅暴涨），从而使本来就以为成本为致胜法宝的“中国制造”优势消失殆尽，房市泡沫对实体经济挤出效应加剧，经营和生存愈加困难；另一方面，政府多少年来对房地产泡沫的“救市护盘”，使实体经济经营者以为房价一直会涨，做几年实体还不如倒腾几套房，促使他们把更多的资本从实体经济抽出，投入到房地产的投机炒作上，“失血效应”更使实体经济雪上加霜。

而从全国的房地产市场来说，当住房消费的居住属性被金融投机所取代，虽然炒热了少数一二线城市，但对绝大多数地方的房地产市场来说，则可能是致命的灾难。投资炒作一个最基本的特点，就是趋利而行。哪些城市的楼市易被热炒，房价易被哄抬，资本就会集中而去。

这些游资在炒热少数大中城市的同时，使众多本该投入到大多数中小城市房地产市场的资本抽卷而去。“虹吸效应”使全国多数城市的楼市一片“哀鸿遍野”，不仅库存积压商品房越来越多，而且房价甚至滑落到前几年的水平。此轮去库存后全国的房地产市场大势，充分证明了这一点。

所以说，把去库存作为调控之本，不仅极大的危害了社会民生和谐及政治安稳，对实体经济也造成极大的冲击和损害，同时也严重危害了中国房地产市场本身的有序健康发展。

那么，什么样的政策才能担当起扭转中国房地产市场乾坤的重担？

激活普通居民住房消费，应该成为中国住房政策谋篇布局之纲

既然去库存是本末倒置，那么，治理中国房地产市场治本之策又在哪里？

在前面的文章中，我们强调中国的房改之魂，是要让普通百姓买得起房；我们也重申：当前中国房地产市场的最主要矛盾，就是普通城镇居民越来越买不起房的同时，市场上积压了越来越多的高价商品房。只有破解了这一矛盾，楼市才能“改邪归正”。

不可否认，在高房价主导的楼市中，普通居民的住房消费被大大遏制。这几年数亿进城农民工和新市民引发的人类史上最大的城乡人口迁徙，并没有带来起码的城镇住宅产业的高速发展，就是最好的证明。那么，如何激活和释放普通人的住房消费？

前总理朱镕基在他主持的最后一次（2002年）中央经济工作会议上的曾语重心长的说过：既要注意投资的拉动，更要注意消费的拉动，只有消费的拉动才是可靠的，这才是人民大众的购买力，是真实的购买力。没有消费拉动是不行的。他希望各级政府和部门要把注意力放在消费的拉动上，“总而言之，就是要关心群众的生活，这才是真正的拉动”。

朱镕基当年的讲话，对我们理顺今天中国房地产市场的发展思路，同样大有帮助。早在2008年全球金融危机时，笔者就建议可通过激活普通人的住房消费来拉升中国经济，以民生促发展。令人遗憾的是，当年的决策者最终选择了一条房地产的救市之路，导致中国的房地产市场至今还在这条路上难以自拔。

在今天，笔者再次呼吁，把激活和释放城镇普通居民的住房消费，作为中国住房政策和房地产市场调控的治本之纲。

激活和释放城镇普通居民的住房消费一个最重要的标志，就是到2020年，中国的城镇居民都可以实现人均35平方米的全面小康社会的住房小康目标。

笔者曾经算过一笔账：按照国家的人口规划及现实发展，到2020年中国城镇总的常住人口大约为8.98亿人。如果要完成城镇人均35平方米住房的住房小康目标，中国城镇的住房总量在2020年就必须达到314.3亿平方米。若算上从2016年到2020年城镇改造拆迁等减损的6亿平方米住宅，全国城镇在这5年间要完成的总的住房面积必须达到320.3亿平方米。

到2015年底，全国城镇现有的住房总量大约为162.85亿平方米。这就要求这5年全国城镇必须新建157.45亿平方米的住房，才能实现城镇居民住房小康的目标。平摊下来，中国城镇每年应新建31.49亿平方米的住宅，才能完成全民住房小康的历史重任。

而从2013年到2015年这三年中，中国全国城镇房地产开发所竣工的住宅面积，分别也只有7.8741、8.0868和7.3777亿平方米，年平均只有7.78亿平方米。实现城镇的全民住房小康，就意味着中国城镇每年要多生产23.71亿平方米的住房，5年总共需超常新增118.55亿平方米住房，相当于到去年底全国城镇存量住房总量的72.8%，

而这超常新增的 118.55 亿平方米住宅，又能给中国经济带来多大的增长？

我们以国家统计局能够找到最新的 2014 年的数据来计算，每平方米商品住宅房屋竣工价值（根据国家统计局注解，房屋竣工价值指报告期内按规定已经上报竣工的房屋本身的建造价值）为 2730 元（当年商品住宅房屋竣工价值为 22079.17 亿元，商品住宅房屋竣工面积为 80868.26 万平方米），每年多增 23.71 亿平方米的商品住宅，相当于多增加 6.473 万亿的房屋产值。5 年 118.55 亿平方米的新增住房，就可带来 32.36 万亿元的新增产值。

但这还不是新增经济总量的全部。参考学界经常借用世界银行的数据模型（既每销售 100 元价值的住宅，可带动 130 元—150 元的其他商品的销售），我们以每 100 元的住房价值带动 130 元的其他商品销售的标准来计算，就可以发现每年超常新增的住房，还可带来 8.42 万亿元的其他商品销售。和每年新增 6.473 万亿的住宅房屋价值相加，仅此一项，每年新增的 GDP 增长就可高达 14.9 万亿元，5 年高达 74.5 万亿元，比 2015 年中国全部的 GDP 总值还高出 10%。

必须特别指出的是，住宅产业的爆发式增长，还可为处在“去产能”剧痛中的中国钢铁工业、原材料产业、电器和家装行业，甚至是煤炭等能源产业，雪中送炭一般的带来崭新的生机。

当然，中国的住宅产业不可能一下子就实现这般爆发式的“大跃进增长”。但它至少使人们可以清楚知道，政府和高层解决全民住房小康，看起来是一个“碰不得”的挑战，其实更是一个不可多得的发展机遇。尤其是在当前高库存已达到 80 亿平方米的情况下，更是为中国城镇全民的住房小康提供了不可多得的基础。

人民币停下国际化脚步？

来源：FT 中文网（2016-12-14）

作者：吴佳柏，米强

人民币从升值转为贬值，国际化也出现放缓。面对资金外流，中国收紧资本管制，令外界担忧其人民币国际化承诺。

回想 2015 年 10 月的时候，在时任英国首相戴维·卡梅伦 (David Cameron) 欢迎中国国家主席习近平访英之际，中国央行在伦敦的离岸人民币债券市场发行了一年期债券。此举被视为巩固了伦敦作为大中华区以外人民币业务中心的地位。再往前两年，时任英国财政大臣乔治·奥斯本 (George Osborne) 说过，在他有生之年人民币将“变成几乎和美元一样无人不知的货币”。

后来，国际货币基金组织 (IMF) 宣布将人民币纳入其特别提款权 (SDR) 货币篮子，并将此描述为“中国经济融入全球金融体系的里程碑”。

然而，在 IMF 的决定于 2016 年 10 月生效之前就有迹象显示，获准加入 SDR 最终可能只是表明人民币国际化达到了很高水准，而非表明世界即将迎来一种新的更为多元化的货币体系。

从一系列指标来看，人民币国际化步伐放缓，而且在许多情况下还开了倒车。

在过去一年里，中国对外贸易中以人民币结算的份额从 26% 降至 16%，同时香港的人民币存款较 2014 年的 1 万亿元人民币峰值下降 30%——香港是全球最大的人民币离岸中心。外资持有的中国境内

金融资产在 2015 年 5 月达到 4.6 万亿元人民币的峰值，现在则只有 3.3 万亿元人民币。就全球外汇市场的交易额而言，人民币只是全球第八大交易货币——排名介于瑞士法郎和瑞典克朗之间——与 2013 年排名第九相比变动不大。

如今看来，使人民币在国际上得到更广泛使用的结构性因素更可能是机会主义和投机。从 2005 年 7 月中国取消人民币盯住美元制度，到 2014 年 1 月人民币汇率达到 1 美元兑 6.04 元人民币的历史

高点，人民币几乎一路升值，升幅达 37%。

A long and winding road
Rmb per US\$



人民币不断升值的预期吸引数千亿美元外国资本进入中国，虽然后者出台了旨在打击投机性资本流入的监管措施，但这些资本绕过规则进入中国，希望从无风险的货币升值中获利。

但如今这股潮流已经转向。人民币兑美元汇率在上月末触及 8 年来的低点，今年还可能创下有史以来的最大年度跌幅。投资者纷纷抛售人民币资产，并利用同样的监管漏洞将资金转移出境。

1. 2005 年 7 月，1 美元兑 8.2765 元人民币。中国放弃人民币严格盯住美元的汇率制度；
2. 2008 年 7 月，1 美元兑 6.8211 元人民币。中国为应对金融危机，让人民币汇率重新盯住美元；
3. 2010 年 6 月，1 美元兑 6.8262 元人民币。随着危机缓解，人民币恢复“肮脏浮动汇率制”（dirty float）；
4. 2015 年 8 月，1 美元兑 6.3231 元人民币。在中国央行改革每日指导机制之后，人民币大幅贬值；
5. 2016 年 12 月，1 美元兑 6.8998 元人民币。人民币即将迎来历史上最大的年度跌幅。

瑞银 (UBS) 首席中国经济学家汪涛表示：“在多年经济繁荣和资本账户相对封闭之后，国内家庭和企业渴望去海外多元化配置资产。对国内资产泡沫担忧加剧进一步放大了这种渴望。”

特洛伊木马

美联储 (Fed) 加息预期——最早可能在本周三加息——以及唐纳德·特朗普 (Donald Trump) 当选为美国总统推动近期美元上涨至 13 年来的最高点。对中国来说，这加大了因投资者担忧经济放缓和债务增长而导致的资本外流压力。中国人民银行 (PBOC) 去年几次降息也削弱了人民币资产对渴求收益的投资者的吸引力。

在这种背景下，中国最近收紧了对中资企业海外并购以及其他需要兑换外币的交易的批准程序，这让人们进一步怀疑中国的人民币国际化承诺。

美国对外关系委员会 (Council on Foreign Relations) 高级研究员、前美国财政部官员布拉德·赛斯特 (Brad Setser) 表示：“保持稳定与成为全球货币所需具备的自由和灵活性存在着根本冲突。既然代价越来越清楚，中国政策制定者可能意识到，他们目前并不愿意采取让人民币成为全球货币所需要采取的措施。”

Cross-border payments in rmb

In rmb (rebased, Oct 2011)



Source: Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT)

来说，人民币国际化（尤其是纳入 SDR 带来的声誉价值）还有其他用途：它可以是来说服中共领导人和金融精英接受改革的“特洛伊木马”——在现实中，与人民币的国际地位相比，这些改革对中国国内金融体系更加重要。

自 2010 年开始推动人民币国际化以来，中国采取了许多改革措施：取消银行存贷款利率管制，出台存款保险制度以及更为灵活的汇率制度。

举起人民币国际化的大旗，还能证明中国在过去 5 年向外国投资开放国内金融市场的举措是正确的——这个名为资本账户自由化的进程对人民币国际化至为关键。要想让外国投资者大量持有人民币，必须让他们可以进入具备深度且多样化的人民币资产池，而且知道随时可以自由卖掉那些资产，并在需要时将收益兑换为本国货币。

Rmb trade settlement

Current account settlements (Rmb bn)

Share of total current account (%)



Sources: People's Bank of China; State Administration of Foreign Exchange; CEIC

FT

“资本管制当然会让人民币国际化开倒车，但鉴于中国面临的资本外流压力，它们对中国和世界来说可能是适宜的。”

人民币国际化作为银行业会议和智库研讨会主题的地位不可撼动。它提供了对美元主导的货币体系表达不满的途径——2008 年金融危机揭示出这一点——同时也体现一种渴望与中国体量庞大、快速增长的经济开展业务往来的心态。

然而，对具有改革意识的中国央行

其中最著名的措施是取消对外机构投资有 8 万亿美元规模的中国银行间债券市场的额度限制。“沪港通”和“深港通”项目则让全球投资者能够购买中国上海和深圳市场的股票。

在上周以前，监管机构还逐步放松了对外商直接投资和对外直接投资的审批要求。

但这些改革发生在资本流入和流出基本平衡的时候，那样自由化不会对汇率产生很大压力。现在情况截然不同。

FT

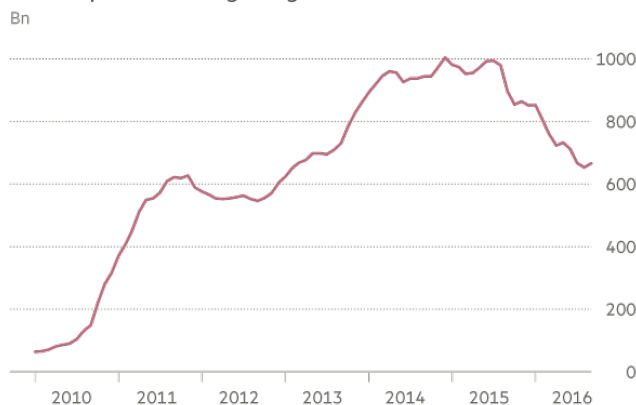
标准人寿投资 (Standard Life Investments) 驻伦敦的新兴市场固定收益业务投资总监伊姆拉德·艾哈迈德 (Imrad Ahmed) 表示：“我认为（中国政府的）想法是，他们向外国人开放资本账户，然后资本就突然流入了。当然不是这样。在这种根深蒂固的汇率贬值趋势下，外国投资者为什么要持有人民币资产？再说他们也对中国经济增长及金融稳定感到担忧。”

肮脏浮动

中国政府面临艰难的选择。要么接着放开资本流动（就像今年已经开始做的那样），要么放弃对

汇率的控制，接受人民币大幅贬值。

Rmb deposits in Hong Kong



Sources: Hong Kong Monetary Authority; CEIC

康奈尔大学(Cornell University)经济学教授、IMF 中国部前负责人埃斯瓦尔·普拉萨德(Eswar Prasad)表示：“这种试图管理人民币汇率同时还允许更自由跨境资本流动的做法显然正达到极限。”

很多经济学家认为，浮动汇率才是上策。

然而，中国央行仍然是外汇市场上活跃的买家和卖家。在过去 18 个月，这基本上意味着从外汇储备中卖出美元，以抵消人民币的贬值压力。

结果就形成了被交易员称为“肮脏浮动”(dirty float, 亦称“有管理的浮动”)的混合政策：汇率对市场力量做出反应，但央行干预限制了其波动范围。

这种战略代价高昂，它导致外汇储备从 2014 年 6 月的 4 万亿美元降至今年 11 月底的 3.1 万亿美元。央行干预的拥护者认为付出这个代价是值得的，通过采取激进行动遏制人民币贬值，阻止了全球投资者的恐慌性抛售。批评者反驳称，代价高昂的外汇干预只是拖延了不可避免的汇率调整。

多年来，IMF、美国财政部和其他外部专家一直敦促中国采纳浮动汇率制。从理论上来说，让汇率浮动，就不再需要通过收紧资本管制或花费宝贵的外汇储备来支撑汇率了。不然的话，人民币就会贬值，直到资金流入和流出达到平衡。

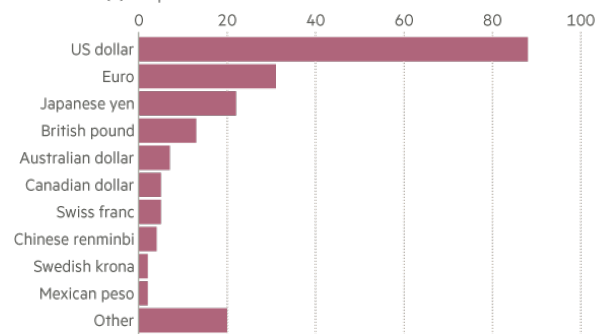
中国社科院教授、前央行顾问余永定支持这种方法。“一些中国经济学家担心汇率波动，”他表示，“他们担心，如果人民币汇率下跌 2%，那么它就会下跌 10%，如果它下跌 10%，那么它就会下跌 100%。这太离谱了。”

他们担心的是，如果不控制人民币贬值，将引发更广大经济领域的动荡，极端情况下甚至会造成政治不稳定。

余永定认为，人民币汇率将保持相对稳定，即便是实行浮动汇率制，原因是中国一直有巨大的贸易顺差、外币债务较低，而且以前就实行大量资本管制，只是最近重新收紧。“如果你考虑整体国际收支状况，人民币要稳定下来相当容易，”他表示，“即便一开始（下跌）过头，它也会反弹。”

Top currencies by foreign exchange market turnover

Market share (%) in Apr 2016



Market shares sum to 200% because each foreign exchange transaction involves two currencies
Source: Bank for International Settlements

然而，还有一些人认为，央行在限制汇率完全自由浮动方面保持谨慎是正确的。

“从理论上来说，让汇率浮动是合理的。它是符合逻辑的。但你要记住，我们现在正处于非常不同寻常的状况下，”汇丰银行(HSBC)驻香港首席中国经济学家屈宏斌表示，“鉴于美元升值以及围绕美国政策和可能爆发贸易战的不确定性，他们真的想让汇率自由浮动吗？那是不切实际的。”

混乱的信号

中国可能继续推行混合策略。

国家外汇管理局(Safe)上周表示,将继续鼓励对外投资交易。这类交易有利于中国实施经济转型、提高自身在全球价值链上的地位,以及推进习近平旨在投资建设连接中国与中亚、中东和欧洲的基础设施的“新丝绸之路”计划。但外管局也表示将密切关注针对房地产、酒店、好莱坞电影公司和体育俱乐部的收购。

这可能意味着食品添加剂行业大亨收购英国二流足球俱乐部的事情很难再出现了。它也表明当局将打击虚开贸易发票、赴香港买保险、在澳门赌博输钱等暗中把资金转移出境的渠道。但是,国家冠军企业仍将被允许收购受中国新兴中产阶层欢迎的先进技术和消费品牌。

“他们正试图排除所有低质量、可疑或欺诈性的对外投资项目,但他们也明确表示支持真实的高质量的投资,”屈宏斌说。

早在 2012 年,中国央行行长周小川就澄清过,放松跨境资本流动和外币兑换并不意味着取消全部管制。“我们会保留一些监测项目和对有一些敏感项目的控制,”周小川说。他在随后几年里多次重申了这一立场。

经济学家们认为,归根结底,人民币国际化的命运取决于当局是否开展具有深远影响的经济改革,而不是短期内对资本外流增加的回应。需要采取的改革包括解决日益增长的债务、重组浪费资源的国有“僵尸企业”以及在银行业进行资本重组——人们普遍认为,中国银行业的不良贷款问题比官方数据所显示的严重得多。

普拉萨德警告称,收紧资本管制的实际效果可能不如其所释放的信号。相反,他表示,中国当局需要集中精力实施改革,以恢复国内外投资者的信心。

“放松资本管制后又重新实施,有时可能会产生反效果,”《上升中的货币:人民币的崛起》(Gaining Currency: The Rise of the Renminbi)的作者普拉萨德说。“这会让人们担心当局是如何看待经济状况及其中蕴含的风险的。”

“他们需要完成的任务艰巨得多,那就是启动更广泛的改革议程,并证明他们是要动真格的。现在给人的感觉是其他改革都没什么动静。”

中国式“险资举牌”不同于成熟市场并购的三大特征

来源: 经济观察网 (2016-12-10)

作者: 郑志刚 (盘古智库学术委员、中国人民大学金融学教授)

最近一段时期,在中国资本市场频繁举牌的恒大、宝能等险资,由于快进快出短期炒作,甚至血洗董事会,一时之间成为众矢之的。那么,为什么原本市场司空见惯的并购行为让公众纷纷侧目呢?如果仔细观察,我们不难发现,发生在中国资本市场这些“险资举牌”行为确实与以往成熟市场的并购行为存在不同之处。它们构成了中国资本市场发展特定阶段独特并购行为,相应的利益冲突成为具有中国浓郁制度背景特质的公司治理故事。

第一，中国资本市场近期发生的以险资举牌为典型特征的并购发生的诱因并非代理冲突诱发股价低估，而是由于缺乏实际控制人。

如果股价低估是由于管理团队高的代理成本导致较差的绩效表现，在控制权转让完成后，通过对管理团队的更迭将降低代理成本，提升企业价值。因此，在成熟市场经济国家资本市场所发生的并购，甚至接管威胁，传统上被公司治理理论和实务认为是重要的外部公司治理机制。然而，目前在中国资本市场以险资举牌为典型特征的并购发生的诱因并非代理冲突诱发股价低估，而是由于缺乏实际控制人。

从图 1 我们看到，在过去的十多年中，中国上市公司第一大股东平均持股比例持续下降。其中存在两个重要的节点：其一是股权分置改革完成的 2007 年。上市公司第一大股东平均持股比例从 2005 年股改前的 40%以上下降到 2007 年的 35%左右；其二就是这次险资大举进入资本市场的 2015 年。第一大股东平均持股比例进一步下降到目前 33%左右。与此同时，从图 2 我们看到，第一大股东持股比例小于 20%的公司数量呈现持续增长趋势。截至目前，第一大股东持股比例小于 20%的公司超过 500 家，甚至有 50 家左右的上市公司第一大股东持股比例不足 10%。

上述变化意味着中国资本市场开始进入股权分散时代。而 2015 年 7 月发生的宝能举牌万科引发的股权之争，由于事件影响的持续和广泛而成为中国资本市场进入股权分散时代的标志性事件。

第二，公司治理从对经理人机会主义行为的关注转向对股东机会主义行为的关注。

公司治理传统上关注经理人与外部分散股东由于经营权与所有权的分离所产生的代理冲突。具有私人信息的经理人可以通过帝国扩张谋求私人收益，损害外部分散股东的利益，我们把扩展等行为概括为经理人机会主义行为。接管威胁所扮演的重要公司治理角色就是由于针对经理人机会主义行为而受到广泛的认同。然而，近年来，资本市场频繁发生的门外“野蛮人”闯入现象也使人们意识到外部接管对创业团队人力资本专用性投入的潜在激励扭曲。典型的例子如乔布斯同样控制权的不当安排一度被迫离开自己亲手创办的苹果公司。而近期爆发的宝能血洗南玻 A 董事会事件，开始使中国资本市场意识到“门外野蛮人闯入”的粗暴。

我们看到，随着中国资本市场进入股权分散时代，传统经理人机会主义行为倾向，逐步被门外野蛮人入侵等股东机会主义行为威胁所代替。如果预期到辛勤打拼创建的企业未来将轻易地被野蛮人闯入，以业务模式创新为特征的创业团队的人力资本投资激励将大为降低。因而，没有对野蛮人入侵设置足够高的门槛将挫伤的不仅是创业团队人力资本投资的积极性，甚至会伤及整个社会创新的推动和效率的提升。

第三，那些股权分散成为并购潜在对象的上市公司往往是从国企转制而来，一方面这些企业有引领当年规模很小，甚至亏损严重的国企一步步成长为今天行业龙头企业的强势企业家，但另一方面这些企业家从持股比例上看并非企业的实际所有者。例如，近期媒体曝光率很高的葛文耀曾经所在的上海家化、曾南曾经所在的南玻、王石目前所在的万科以及董明珠目前所在的格力都属于这类企业。由于国有体制对经理人股权激励计划，甚至经理人收购计划推行的相关限制，这些企业家的历史贡献并没有得到以股权形式的认同。当面临资本市场的控制权之争，他们的反抗不仅显得无力，心怀怨怼的他们的一些反抗行为有时甚至显得意气用事。这无形中增加了控制权之争的对抗性。

我们看到，今天发生在中国资本市场控制权之争总激烈的对抗一定程度与中国历史上的国企改制并没有很好地解决管理团队持股这一遗留问题有关。相比而言，在当年改制较为彻底的海尔和宇通等企业今天则并不会观察到类似问题的存在。从这个例子我们再次看到，在国企改革进程中一些暂时被搁置的问题，只是延缓了问题发生的时间，但并不意味着问题的根本解决。未来，我们仍然需要面对如何抚慰这些为企业能够成功走到今天付出巨大努力的企业家们，使这些企业能够顺利传承。

在我们看来，中国资本市场今天发生的险资举牌不同于以往并购行为最后的原因才是并购的发起者往往是近期与“妖精”、“害人精”等字眼连在一起臭名昭著的“险资”。险资作为重要机构投资者持有上市公司股份是资本市场十分常见的现象。但为什么在中国就突然变得天怨人怒，人人侧目了呢？我们看到，这显然与我们前面提到的三个方面原因分不开。

首先，由于中国资本市场仓促进入股权分散时代，成为第一大股东并非由于原来管理团队做的不好，而是由于缺乏实际控制人。这使得以往被认为是改善公司治理的外部接管失去了公司治理法理上的正当性。

其次，野蛮人入侵的股东机会主义逐步取代传统的经理人机会主义，构成对创业团队人力资本投资的威胁。在越来越多的人认识到“21 世纪最金贵的是人才”的今天，遭受野蛮人入侵威胁的创业团队获得了大众的同情。

第三，国企改制历史遗留问题使没有控制权但对企业影响举足轻重的企业家意气用事，增加了控制权之争的对抗性。因此，今天在中国资本市场发生的险资背景的机构投资者举牌只是我们所观察到这些不同以往并购行为其中一方面的原因，而并非全部原因。我们看到，不仅失去公司治理法理正当性，同时面对公众对遭受野蛮人撞门威胁的管理团队的同情，而且受到心怀怨怼，甚至意气用事的管理团队激烈抵抗，此时被推上了历史前台举牌的险资命中注定将在中国资本市场这一发展阶段扮演并不光彩的角色。

令人感到遗憾的是，雄心勃勃的险资面对缺乏实际控制人的股权分散时代似乎并没有意识到上述诸多不利因素的存在，谨慎地保守自身财务投资者的角色，没有与创业团队一起分享企业快速成长的红利，而是频繁越界，谋求控制权，甚至不惜血洗董事会。所以，今天险资在资本市场上所受到的人人狙击的局面除了客观上的不利因素，与自身的不加检点没有严格履行风险管理义务同样脱不了干系。

我们在这里希望强调的是，造成今天资本市场各方均不愿看到的“血洗董事会”，通常被认为是资本市场积极力量的机构投资者——险资声名狼藉的局面，有过错的不仅是举牌的险资。不积极谋求分散股权时代如何抵御野蛮人入侵的制度创新（例如推出双层股权结构或者类似于阿里在美国上市采用的合伙人制度等保护和鼓励创业团队人力资本投入等制度安排）的监管当局难辞其咎；延缓，甚至终止当年国企改制过程中推行的经理人持股计划，把问题遗留至今，使问题在当下爆发的当年主导国企改革的相关部门难辞其咎；面对险资的频繁举牌，态度暧昧，默许甚至纵容险资大举入侵的原国资背景的主要股东难辞其咎；太习惯一股独大治理模式下大股东的大包大揽，面对新入主股东与创业团队单方或双方“跨界”行为，并不愿意通过股东大会站出来投下自己“神圣的一票”来加以阻止的外部分散股东同样难辞其咎。

因此，出现今天资本市场各方均不愿看到的“血洗董事会”，通常被认为是资本市场积极力量的机构投资者——险资声名狼藉的局面是中国上市公司“仓促”进入分散股权时代被迫承担的制度成本。

等林毅夫张维迎大辩完 实体经济也该完蛋了

来源：和讯网（2016-11-28）

作者：王安

焦煤涨价 200%，玻璃涨价 40%，塑料涨价 30%，铝材涨价 30%，钢铁涨价 30%，不锈钢涨价 40%，运费涨价 33.6%，蒜你狠也来了……

近两月来，在上游原材料、运输成本和环境治理限产的冲击下，中国实体经济被扼住命门，苦苦挣扎。痛苦不是一天酿成的，是过去 8 年的超发造成的。

2008 年中国的 M2 是 47.5 万亿，2016 年 M2 是 149 万亿。过去几年，政府试图建立楼市和股市两个货币池子来锁住超发货币，但股市被一波人造牛市玩残，楼市泡沫又被政府强行盖住，流动性依然泛滥开来。2008 年之后房地产大跃进，给中国的煤碳、钢铁、水泥、建陶、卫浴、家具、家电、灯饰、五金、包装、印刷等行业带来了空前繁荣，也酿下了空前危机。这些行业的产能被放大，而如今住房严重过剩和年轻人口锐减交相进逼，与房地产相关行业产能的淘汰将非常残酷，而房地产泡沫的破灭反过来又会影响到居民消费，导致产能进一步过剩。

并且，过去几年中国外汇储备减少了万亿美元，但却没有回收相应比率的人民币，就更加剧了流动性泛滥。当通胀传导到终端消费，必将导致内需更加疲软，从而产生新一波产能过剩，如此恶性循环下去。

今年上半年，天津财经大学李炜光和冯兴元教授带领一个课题组，先后赴贵阳、武汉、杭州、大连等 4 个城市进行民营企业税费负担社会调查，结果，企业家选择频次最多的两种最不合理的税分别是企业所得税和与房产相关的税，认为税收负担很重和较重的比例很高，达到 87%，认为税负可以接受的占 8%，认为较轻和很轻的仅占 1%。

李炜光说，经过对 1978 年到 2015 年 37 年间中国税收政策与经济增长的关系的研究，中国宏观税负与经济增长呈负相关关系，而且政府支出的持续膨胀也具有挤出效应，说明我国政府长期实行的是与经济增长不大相合的重税主义政策。我的学生跟我争，说政府支出膨胀也有挤入效应，但是挤出效应和挤入效应哪个更大？我认为还是挤出效应大。长期实行重税主义的后果，就是经济动力和活力的下降。“自上而下”的思维主导财政体制建构过程，未能厘清央地公共责任与财权配置结构，这使我国由财政体制而重归过度集权体制的可能性增大，降低了体制的问责和纠错能力。中国历史上发生过许多次财政改革运动（变法），这些变法总体上有两个特征：一是“变法不变政”，二是“挹地方而注中央”，这也是中国传统社会财政体制运作的一个未曾改变过的规律。若想跳出历史周期率的影响，唯有实质性推进改革，唯有接受分权思维，唯有承诺从此不再与民争利。

当然，我们也可以举例子说明中央正在努力改变这种恶性循环，比如李克强总理就说减税也是积极财政政策，也在推行营改增。但我们也看到，减税的效果还有待验证，而一些新的税种，如房产税、遗产税等却在步步压来。

纵观中国改革开放 30 多年来，每天都奔得气喘吁吁，新事物、新思想、新辩题“突突”地冒，随便一捋，火药味浓烈的便有：关广梅 1987 年投书《经济日报》引发社会关于租赁企业姓资姓社的讨论，2000 年吴敬琏股市赌场论招来各路大佬轮番走台，2004 年郎咸平“国退民进”的论断惹起经济学和法学人的各种对垒并直接把顾雏军送进监狱……这些辩题大都围绕着政府与市场的关系。

前面提及的产业政策、货币政策、税收政策，都极大地影响着政府与市场的关系。偏在此时，11 月 9 日，北京大学国家发展研究院的两位教授，林毅夫和张维迎辩论国家产业政策，闹出大动静。粗看林张的辩论，说实话，没有出乎预料。

林毅夫支持政府产业政策：就像毛泽东说的集中兵力打歼灭战，国家要完善的基础设施太多了，如果你全都做，但资源不够多，只能像邓小平说的让一部分人先富起来，也就是让一部分产业的软硬基础设施先发展起来，最后是大家共同发展。但林毅夫也坦率，说他在世界银行当首席经济学家时研究产业政策，一千多个经济学家反对，理由是二战后很多使用了产业政策的国家，包括日本，效果很

差。但林毅夫还是坚持，不能不要产业政策，那样做是把婴儿和洗澡水一起倒掉。他给出的药方是：提高成功概率。

对此，张维迎兜头驳之：我一直试图从理论上寻找产业政策失败的原因，我发现，这和计划经济失败的原因完全一样，概言之，一是由于人类认知能力的限制，二是因为激励机制扭曲。更通俗地讲，一是由于人的无知，二是由于人的无耻。张维迎没有说出的话是：人，包括官员，无知是必须的，因此不可能提高成功概率。

几乎在这场辩论的同时，在另一场合，经济学家吴敬琏也谈到产业政策：现在各方正在讨论产业政策有效还是无效，其实这个问题已经讨论了二十几年了，但讨论并没有逐步深入，常常出现在表面层次上打转的情况。

在同一个场合，前国资委主任李荣融谈到国企改革：当时的国有企业产权不清，所以要把它放在第一位。现在我要说的是，应该要把政企分开放放在第一位，政企不分绝对搞不好国有企业。在十四届三中全会之后，选了一批亏损企业试点现代企业制度，这个试点到后来不了了之。国企改革依然走着走着没路了，下了这么多功夫还是不行，不行的原因是什么？体制没动，老体制走新路绝对不可能。所以 2002 年国有资产管理体制改革，到今天 14 年了，国有企业改革又成为中心环节，又在议了。

吴敬琏说产业政策讨论在打转转，李荣融说国企改革议了几十年，实际上都是在说一个事：议者无权，权者不议，不管这议的多么精彩。

2000 年 1 月 3 日，证监会副主席高西庆与中国政法大学方流芳教授、北京大学光华管理学院张维迎教授有一场辩论，末了，高西庆说：作为政府官员，要来对付学者提的问题是非常困难的，各位站在我的位置上去辩论也一样的困难。我要讲的是，国营企业在市场上到底应该占有什么样的位置，政府应该给他们什么帮助，我们必须历史地看这个问题。我们不能一下子把国有企业通通放到市场上。我以前工作的老厂，将近 6000 人，2800 多离退休职工，只靠一个 100 多人的家属易拉罐工厂的产品过活，问问这些老企业，这么多人怎么处理？让国家拿钱去给他们增加收入？你了解中国的税收有多么困难吗？

在中国，像高西庆这样在位的官员大多不喜欢参加辩论，肯出头的多是没有实权的学者，官员貌似委委屈屈，但结果还是官员说了算。而在美国，官员必须舍得老脸冲锋。2008 年为对付全球金融危机，美国财长保尔森轮番舌战议员要求批准刺激资金，甚至不惜给众院议长翠西下跪。

楼市新一轮调控释放什么信号？

来源：FT 中文网（2016-12-02）

作者：陈杰（上海财经大学不动产研究所执行所长、校讲席教授）

中国房地产，又迎来进一步紧缩。

这次上海调控新政出台的直接原因是前段时间上海房价又出现了回暖趋势，显示国庆期间出台的前期调控措施效果还没有达到预期效果。据市场监测数据，上海在 10 月出台“沪六条”后市场出现明显降温，成交量下滑，但是成交价格还在上涨。10 月份国家统计局数据显示，上海新建商品住宅成交均价不仅同比涨幅则达到 37.4%，涨幅居前，而且环比仍然上涨 0.5%，显示房价继续上升的格局还没有得到根本性扭转。为了防止大城市房价出现反弹，上海、天津出台了更加严厉的调控措施，以

继续对一线城市房价保持高压态势。

但从上海和天津政府对房价一冒头就打的高压姿态中可以看出，这次楼市调控更深层次原因是，目前各地政府把稳定房价作为头等大事和一项政治任务，尤其今年房价上涨过猛的城市政府希望在本区域内房地产市场降温方面做出表率、成为排头兵，深怕因为楼市控制不力而引起中央的问责。进一步，这些地方政府也是想以此表明一个姿态，这次是确实下定决心要调控，要言出必行、执行到位，不是作秀装样子，不达目的不罢休。否则，政府面对房价反弹不闻不问、装聋作哑，就可能前期高压政策都前功尽弃，政策公信力彻底失去，那么房价很可能一发不可收拾。

这次上海、天津出台进一步调控措施也是政府在房价上涨和下跌风险之间反复权衡的结果。这一轮房价上涨之后的房地产市场风险已经很大，积蓄了非常大的金融风险，所以现在一线城市非常需要密切防范房价继续上升引爆楼市泡沫的风险。而房地产调控用力过猛可能带来房价暴跌的风险，目前来看，相对还是比较小。另外今年宏观经济基本定局，6.7%的GDP增长目标看来能够保住，宏观经济对房地产的依赖也没那么大，此前房价上涨带来的投资回升并不明显，不用太担心楼市严格调控对经济造成太多不利影响。最关键的是，现在只是对一线城市加大调控力度，而一线城市的宏观经济基本面还是好的，政府对发生极端情况时候稳住一线城市楼市还是有比较大信心，不太担心会因为调控过猛而崩盘。

调控思路何在？

就上海而言，这轮房地产调控是继续延续国庆之后“沪六条”乃至更早时期“330新政”的基本思路，是以信贷紧缩为主线，以降杠杆为手段，以筑高楼市资金进入门槛为落脚点，以化解金融风险为目标。这个出发点是合适的，高杠杆下的信贷扩张是这轮大城市楼市飙升的最直接原因，买涨不买跌、预期驱动的大城市房价已经纯粹是金融现象，要遏制大城市房价飙升就需要多采用金融手段、从降杠杆入手。3月份上海就在查禁购房中的场外配资如取消首付贷，10月份“沪六条”的核心是明令禁止合力贷、接力贷等购房中的信用扩张，这次更加施出杀手锏，“认房又认贷”，而且还第一次宣称要提供银行系统全国性的联网来认定二套房，这个组合威力很大。眼下房屋总价这么高，入场买家极少数是第一次买房，大多数都是置换型购房或多次购房，“认房又认贷”本身就把大部分购买力屏蔽在外了，再加上全国联网认购，相当于把外地购买力基本封杀在上海之外，非本地户籍家庭哪怕符合了限购购买条件也要高首付购房了，这点比限购还要狠。这点很可能会形成全国示范。深圳楼市调控已经认房又认贷，但还没有说全国联网认贷，调控如果需要进一步升级时候肯定会考虑。北京现在则是只认房没有认贷。北京可能会伺机而动，如果房价回暖的话，北京也会加强调控，认房又认贷，包括全国性联网认贷。

后市预期？

如此严厉的调控措施之下，楼市后市发展预期显然下调压力很大。这一轮调控下来，已经有不少热点城市的房价在一年多来第一次出现滞涨乃至松动，涨幅越大的城市回调压力越大，当然在城市内部区域和分类型也有很大分化。虽然从历史经验来看，一线城市房价可能不会马上出现大幅度下跌，房价存在一定的惯性，因为市场预期不会立马发生逆转，房价反应会有一定的滞后期，但短期内至少楼市成交量会大幅下降，已经有一些热点城市的交易量出现速冻。而一旦成交量降下来，楼市资金的流动性就会出现問題，再加上房价上涨势头被压住，在“买涨不买跌”的心理作用下，房价下跌压力就很大了，尤其对高杠杆入市的投机性资金而言，爆仓的可能性很大。这轮调控措施坚持四五个个月，多数热点城市房价就很可能出现大面积松动。但房地产市场未来走势还是取决于宏观经济，只要实体经济基本面没有出现根本性恶化，在人民币汇率等方面不出现应对错误，中国楼市大崩盘的可能性不大。

这轮楼市调控新政还有一点可能需要特别强调。这次房地产调控，除了化解房地产市场自身风险，

决策部门可能还有一个出发点，就是要逼迫资金从楼市撤出到实体经济里。房价疯狂上行时候，大量资金都进入楼市，实体经济失血严重，如7-8月份银行贷款基本都是按揭贷款、给企业部门的贷款几乎为零，银行有按揭贷款可以发放，自然可以不用管实体经济的贷款需求。所以哪怕宏观经济下行，实体经济的融资成本仍然很高。但如果资金进入不了楼市了，大量贷款资金闲置剩余下来，那么才有可能重新进入到实体经济，降低企业融资成本。其实国庆节各地楼市管控后，股市马上开始有所升温，就表明楼市一部分资金开始撤出到股市来。但决策部门可能觉得楼市资金撤出的还不够，还要继续挤出楼市资金到实体经济部门来。如果这次政策还不收效，很可能干脆直接全面冻结二套房贷了。

人民币贬值本质上是修正高估

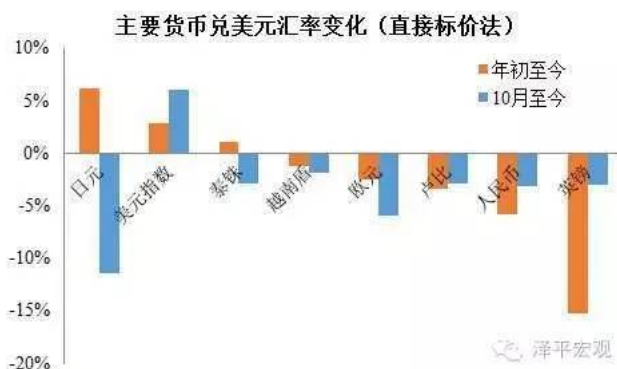
来源：华尔街见闻网（2016-11-28）

作者：任泽平（方正证券首席经济学家）

国庆过后，美元指数从95走强至102，创14年新高。世界主要货币相对美元纷纷贬值，在岸人民币跌破6.9，离岸人民币跌破6.94，创8年新低。

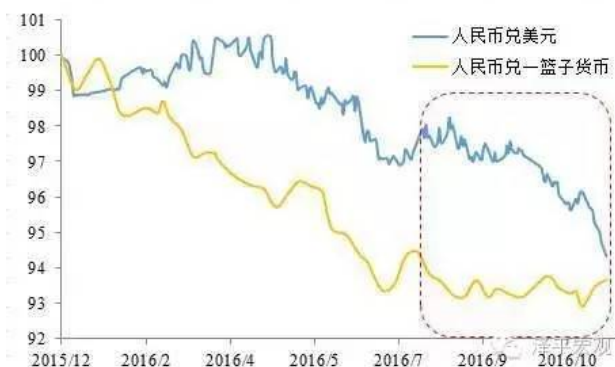
（1）核心观点：国庆以来，美元创新高，人民币汇率创新低，但人民币对一篮子货币基本稳定，人民币汇率锚转换。10月后美元走强主要受经济复苏、再通胀、加息预期强化、特朗普财政扩张新政、耶伦转鹰等内因影响，英国脱欧、意大利公投、德银危机、中国房地产调控等提供了外因。人民币持续贬值并不是基于经济基本面，而是对2014-2015年积累的高估修正，美元走强提供了契机。在2016年初美元回调和2016年底美元再度走强的情况下，人民币在美元和一篮子货币之间均选择盯比较弱的锚，这印证了人民币持续释放高估压力的诉求。除了美元走强之外，近期的快贬可能还和货币当局在关键节点到来之前提前释放风险和压力有关：12月美联储加息临近、明年1月份新的换汇额度出来。人民币修正高估有助于释放高估风险、缓解贸易部门压力，但渐进式贬值策略也带来资本流出压力，必然的选择是加强资本管制和保持中性的货币政策。考虑到资本流出整体可控，我们维持经济L型软着陆、轻型滞涨、货币中性、商品“周期牛”、股市“业绩牛”、债市调整、房地产小周期结束的判断。

（2）国庆以来，美元指数创新高，人民币创新低，但人民币对一篮子货币基本稳定，人民币汇率锚转换。受美联储加息时点临近、特朗普新政财政刺激、全球通胀预期等影响，美元指数从10月3日的95.34上涨到11月25日的101.49，50天增长5.98%，与之相对比的是1到9月下降3.44%；美元对人民币中间价由10月10日的6.70贬值到11月25日的6.92，44天贬值3.26%，大于1到9月的贬值2.34%，也就是国庆后的这轮贬值幅度虽大，但基本跟美元走强幅度相符。



而且，从10月3日至11月25日其他主要货币相对美元纷纷贬值，贬值幅度甚至大于人民币：1)发达国家：日元对美元贬值达到11.39%，而1到9月升值15.71%；德银危机、英国脱欧、意大利公投等因素导致欧元贬值5.95%，而1到9月升值3.38%；英镑贬值2.97%，1到9月贬值13.52%。2)新兴国家：泰铢对美元贬值2.92%，1到9月升值3.78%；印度卢比贬值2.93%，1到9

月贬值 0.74%。



由于人民币对美元贬值，其他主要货币也纷纷贬值，因此人民币对一篮子货币指数稳定，人民币兑一篮子货币收盘价最低 93.78，最高 94.64，波动幅度 0.92%。人民币汇率锚转换，由之前的盯住美元转变为参考一篮子货币。这样可以降低美元大涨大跌对汇率的影响，增强人民币的独立性，更加合理的体现人民币内在币值变化，从而深入汇率市场化改革方向，减少政府干预。

(3) 10 月后美元走强主要受经济复苏、再通胀、加息预期强化、特朗普财政扩张新政等内因影响。10 月的 CPI（6 个月最大增幅）、失业率（续请失业金人数四周均值为 2000 年 6 月以来新低）、新屋开工（9 年以来新高）等数据纷纷改善，自国



庆以来，联邦基金利率期货的 12 月加息概率不断上升，市场提前消化美元加息事件，调整国外资产配置，资金流入美国。特朗普推出“基建+减税+加息”的治国经济政策，均为强美元组合。

同时，英国脱欧、意大利公投、德银危机、中国房地产调控等非美经济体风险加大，更凸显了美元的避险属性。

(4) 人民币持续贬值并不是基于经济基本面，而是对前期高估的修正，美元走强提供了契机。2016 年 1-3 季度中国经济经历了一轮小周期复苏，PMI、PPI 和企业盈利边际改善，因此从经济基本面难以解释人民币贬值，而贸易顺差收窄和资本流出也只能解释一部分，且互为因果、相互强化。我们认为，本轮人民币大幅贬值与近期经济基本面关系不大，也非竞争性贬值，主要是对前期高估部分的修正。这可追溯到 2014 年 5 月~2015 年 7 月美元强势周期，在此期间世界主要货币相对美元平均贬值 20% 左右，而人民币汇率被人民币国际化、SDR 技术评估等绑架，锚定美元被动成为世界第二大强势货币，进而积累了高估压力。因此，我们可以看到，2016 年初美元指数回调，人民币盯美元贬值，2016 年底美元指数走强，人民币盯一揽子货币对美元贬值。人民币在双锚之间始终选择弱锚，以释放修正高估压力。

当前人民币汇率和房价有一个一定是错的，在 2014-2015 年美联储边际收紧货币的背景下，国内货币超发，货币超发意味着购买力下降和贬值，对内贬值表现为股市房市资产价格的轮番上涨，对外贬值意味着汇率调整。2014-2015 年人民币对内贬值但没有对外贬值，积累了明显的高估压力，这正是 811 汇改以来人民币持续贬值的基本背景。

(5) 人民币近期快速贬值可能是在提前释放风险和压力。从 10-11 月不到 2 个月时间，人民币对美元贬值幅度已超过过去 1-9 月的贬值幅度，除了美元走强之外，可能还和货币当局在关键节点到来之前提前释放风险和压力有关：12 月美联储加息临近、明年 1 月份新的换汇额度出来、特朗普 1 月份入主白宫可能推动认定中国是“汇率操纵国”、回归均衡汇率以后为货币政策赢得空间。需要说明的是，中国近期不是操纵汇率低估以获得不平等贸易优势的问题，而是存在显著的汇率高估使得贸

易部门承受了压力，如果不是中国央行采取渐进式贬值策略，可能贬值幅度会更大

(6) 人民币修正高估有助于释放高估风险、缓解贸易部门压力，但渐进式贬值策略也带来资本流出压力，必然的选择是加强资本管制和保持中性的货币政策。国内金融市场不是怕贬值，而是担心贬值预期引发资本流出失控。考虑到企业的适应性调整、国内房地产调控抑泡沫、经济基本面 L 型触底、企业盈利回升以及资本管制升级等，目前资本流出整体可控。因此，国内股债市场回归到自身的逻辑，对汇率进行了善意的忽视。我们维持经济 L 型软着陆、轻型滞涨、货币中性、商品“周期牛”、股市“业绩牛”、债市调整、房地产小周期结束的判断。

(7) 在人民币向均衡汇率回归以后，未来短期走势取决于中美在经济通胀形势、货币政策、贸易顺差等等方面的差异，长期取决于两国劳动生产率、改革前景、人口年龄结构等。汇率本质是两国货币的比价，也是大类资产配置，投资者之所以在两种货币之间进行选择，是因为其资产回报率存在差异，这种货币背后资产回报率的差异既来自金融市场也来自实体经济，但最根本的是来自实体经济。在短期，当前美国经济复苏前景好于其他主要经济体，这是引发美元走强、其他主要货币走贬的根本原因。在长期，未来人民币汇率前景取决于中国能否推动供给侧结构性改革、提高劳动生产率、改善经济增长前景。

新闻快讯

人民币全球使用回落

来源：FT 中文网（2016-12-12）

作者：米强，吴佳柏

国际货币基金组织(IMF)正式承认人民币为“国际储备货币”仅一年后，人民币的全球使用正在萎缩，令北京方面推动人民币成为美元竞争对手的目标受挫。

根据中国央行(PBoC)数据，中国以人民币结算的对外贸易从 2010 年的 0%激增到 2015 年的 26%，但之后已下降到 16%。今年头九个月跨境人民币支付同比下降 16%，反映人民币在贸易和跨境投资方面使用下降。

人民币在汇市交易增加也被证明是短暂的。据国际清算银行(Bank for International Settlements)，2013 年人民币为第九大交易货币，比 2010 年上升七位。此后这个排名几乎没有变动，今年排在第八位。

对人民币的需求减少主要缘于其相对于美元持续贬值的预期以及对中国经济前景的担忧，中国经济正以四分之一世纪以来最慢的年度增幅增长。人民币兑美元经过十年的稳定升值后，在 2014 年初达到峰值，此后人民币兑美元汇率已下跌 13%。

如果不是中国央行的支持，最近人民币兑美元汇率的下跌会更剧烈。中国央行一直在抛售美元来支持人民币，这一策略在一定程度上导致中国外汇储备减少了 25%，至 3 万亿美元。

北京方面在 2015 年 7 月决定干预国内持续大跌的股市，可追溯到那时的改革遇挫也带来损失。有关部门在那之后放宽外资进入金融市场，同时收紧资本流出。

康奈尔大学(Cornell University)中国金融专家埃斯瓦尔·普拉萨德(Eswar Prasad)表示：“这种试图管理人民币汇率，同时允许更自由的跨境资本流动的做法显然已达到极限。”

中国将加强对国有企业境外投资的监督

来源：华尔街日报中文网络版（2016-12-01）

作者：Liyan Qi

中国政府表示将加强对国有企业境外投资的监督，这是中国政府抑制不断加剧的资金外流的最新举措。

中国国务院在周三发布的一份公告中称，将对企业在境外的投融资、产权变动、资金管控等逐步实现常态化监督检查。

国务院称，此举是为了确保境外国有资产安全运营和保值增值。

中国政府持续出台了各种方案加强对中国企业境外投资的控制，以防此类交易成为资本外流的幌子。《华尔街日报》(The Wall Street Journal)上周五援引知情人士的话称，中国政府部门已被要求对国有及私人公司的一系列交易和投资进行审查。

中国公司今年加快了海外投资的步伐。中国商务部上周称，1-10 月非金融机构对外直接投资同比增长 53.3%，至 1,459.6 亿美元。中国官方数据显示，去年 1-10 月对外投资同比增长 16.3%。

11 月财新中国服务业 PMI 升至 53.1

来源：财新网（2016-12-05）

作者：李雨谦

12 月 5 日公布的 11 月财新中国通用服务业经营活动指数（服务业 PMI）录得 53.1，较 10 月提高 0.7 个百分点，为 16 个月来最高纪录。

这一趋势与统计局服务业 PMI 一致。国家统计局公布数据显示，11 月服务业商务活动指数为 53.7，比 10 月上升 1.1 个百分点，为年内高点。

中国服务业经营活动录得可观增速，抵消了制造业产出增速的轻微放缓。11 月，财新中国综合 PMI 数据（包括制造业和服务业）持平于 10 月创下的 43 个月最高纪录 52.9。

受访企业反映，新项目开工，新订单增加，带动了服务业经营活动的扩张。不过，服务业新业务整体增速温和，较 10 月略有放缓。制造业的新订单增速有所减缓。两者综合，中国企业新接业务总量连续第九个月保持增长，增速温和。

为配合经营活动扩张，服务业企业连续第三个月增加用工，增速为一年半以来最高。与此同时，制造业用工收缩率已放缓至 18 个月来最轻微。服务业用工增速上升，基本上可以抵消制造业的减幅，综合用工总量与 10 月几乎持平，仅有极微降幅。

11 月服务业价格压力相对轻松，整体成本涨幅虽然是 21 个月来最显著，但仍仅算小幅，而且低于长期平均值。

财新智库莫尼塔宏观研究主管钟正生表示，11 月服务业继续扩张，不过制造业增速已略有放缓。近几月经济回暖似乎更多是价格因素所致，难言结构改善。四季度中国经济有望保持稳定，但明年下行压力仍大。

美联储加息 25 个基点 预计明年加息三次

来源：FT 中文网（2016-12-15）

作者：萨姆·弗莱明

美联储(Fed) 10 年来第二次上调短期利率，并预期明年收紧的步伐将更快，这是对美国经济复苏势头增强且可能会进一步受到共和党减税政策刺激的回应。

伴随美国走向充分就业且通胀逐渐接近美联储的目标，美国央行将联邦基金利率目标区间上调了 25 个基点，至 0.5%-0.75%，与金融市场的普遍预期一致。在最近几个季度接连调降加息预测之后，美国央行的政策制定者对 2017 年加息次数的预估中值从之前的两次上调至三次，每次 25 个基点。

周三一致通过的加息决定，是美联储在当选总统唐纳德·特朗普(Donald Trump)上任前的最后一次会议上做出的，同时共和党正在酝酿的减税计划有望进一步助推经济复苏。

美联储在会后发表的声明中表示，加息的依据是“已实现的和预期的劳动力市场状况和通胀”，同时重申加息将“循序渐进”的现有指引。

美联储还表示，政策依然“宽松”，而这将支持劳动力市场进一步“有所”增强——这些措辞表明美国央行认为现在正接近充分就业。

全球经济今年普遍加速增长

来源：FT 中文网（2016-12-08）

作者：加文·戴维斯

一年前，经济学家和投资者对于 2016 年的全球经济前景普遍感到悲观。中国经济放缓，人民币大幅贬值的担忧相当普遍。油价暴跌导致能源行业的资本支出大幅收缩，同时消费者似乎不愿把他们大幅增加的实际家庭收入用于支出。

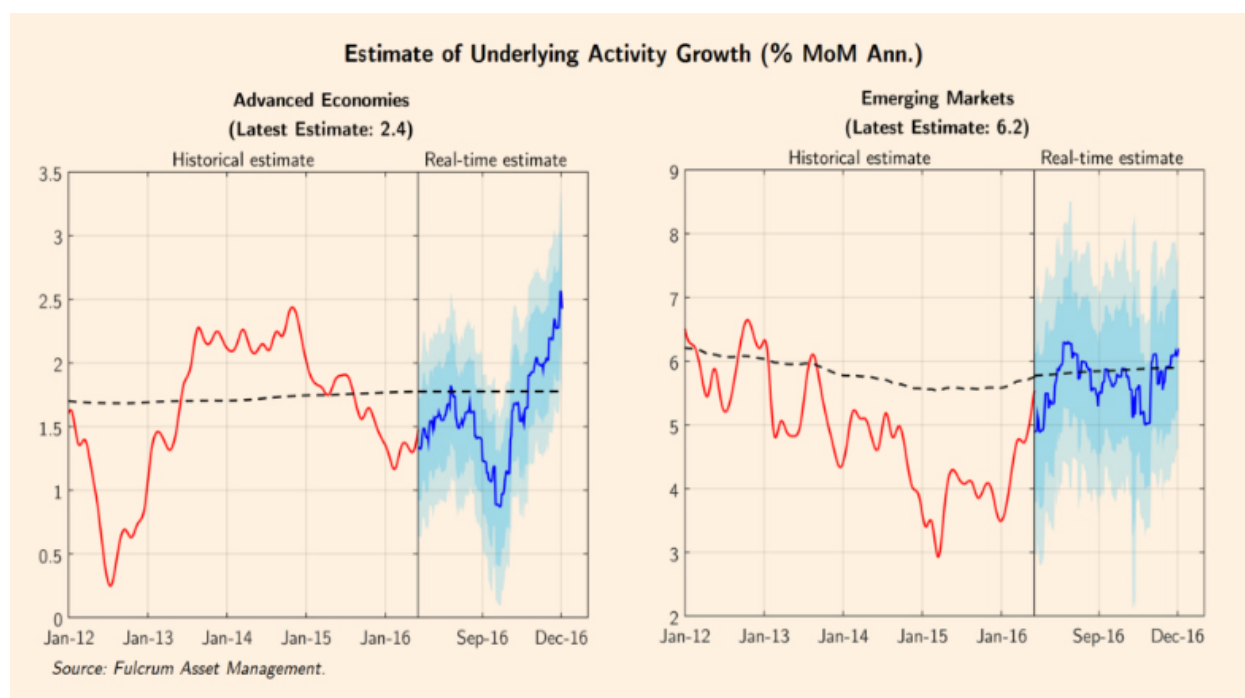
当时通缩风险主宰着日本和欧元区债券市场。在美国，尽管美元走强且海外经济疲弱，美联储(Fed)

似乎仍决心让利率“正常化”。

今年年初，有人曾预测 2016 年全球将陷入衰退。今年第一季度，经济活动和风险资产陷入低潮，全球经济增速（根据支点资产管理公司 (Fulcrum) 的“即时预测” (nowcast)）曾降至约 2%，而趋势增速为 4%。那是一段灰暗的时期。金融市场的主导情绪显然是通缩风险加剧。

然而，此后，全球经济活动明显回暖，最近几周，复苏趋势变得意外强劲，至少根据上次危机后经济复苏截至目前温和水平来看。根据最新的即时预测，全球经济活动增速现在的估值为 4.4%，今年 3 月曾跌至 2.2% 的低点。

最新经济增速估值是即时预测模型自 2011 年 4 月（在欧元区危机和中国经济放缓重创全球经济活动之前）以来的最高值。这种对现状的相对乐观的看法得到其他数据来源的支持。例如，高盛全球领先指数 (Goldman Sachs Global Leading Indicator) 刚刚触及自 2010 年 12 月以来的最高点。

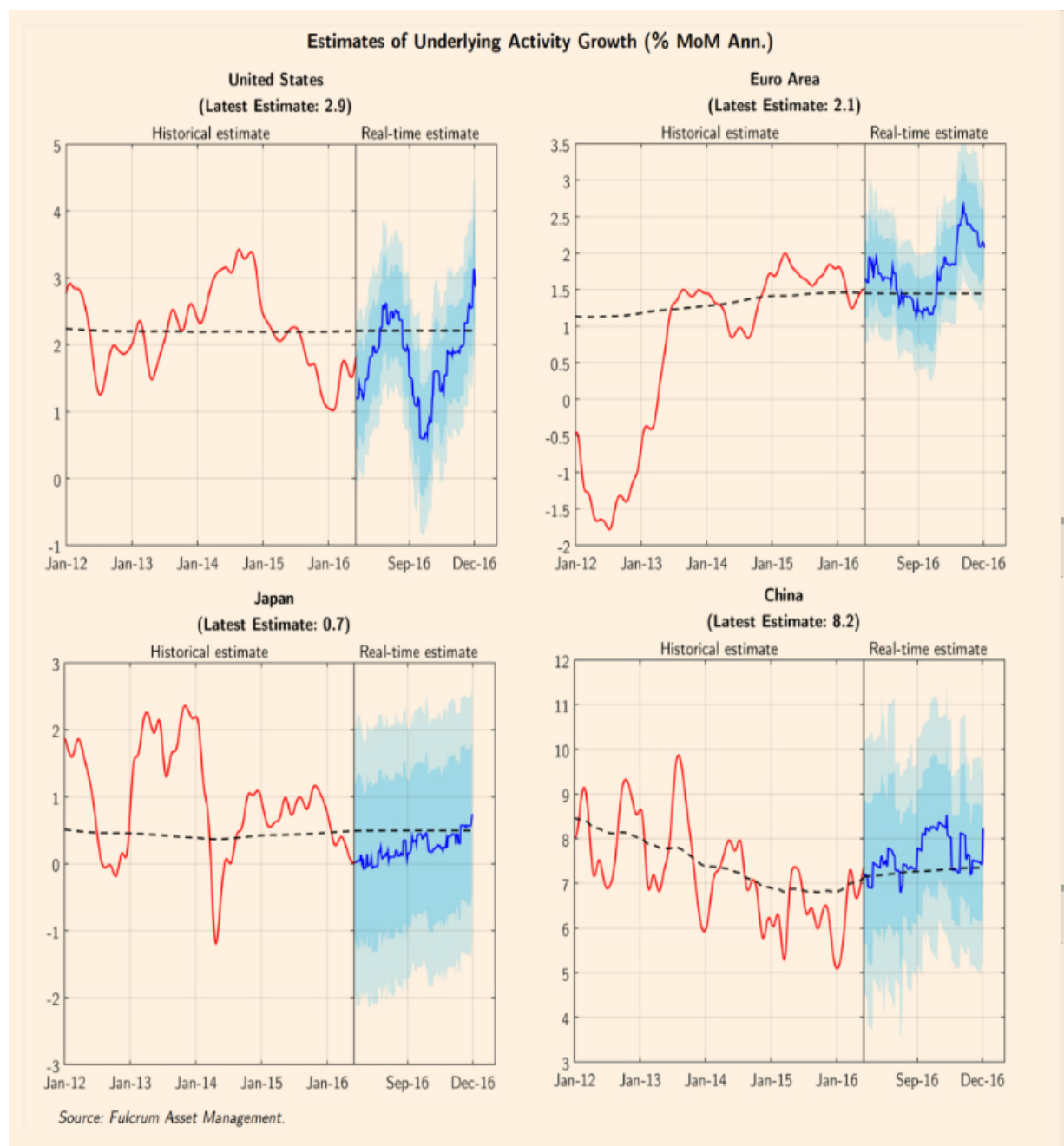


当然，全球经济活动增速的上升伴随着几乎所有主要经济体整体通胀率的上涨。最近我提出，通胀上行趋势仍“薄弱且不稳定”，并且几乎完全源于油价的部分回暖，上周市场对于石油输出国组织（OPEC，简称欧佩克）减产决定的反应进一步加剧了油价的上涨。

然而，债券市场越来越严肃对待“通货再膨胀交易” (reflation trade)，部分原因是市场认为在唐纳德·特朗普 (Donald Trump) 当选美国总统后财政政策将转向宽松。尽管 2017 年核心通胀率（与整体通胀率相对）上涨的理由远不能令人信服，但全球经济活动最近的复苏很有可能会给“通货再膨

胀交易”进一步的支撑。

摩根士丹利(Morgan Stanley)表示,投资者已不再问“通货再膨胀是否在发生?”,他们现在问的是“它是否可持续?”我们很容易对此提出怀疑。我们现在看到的可能只不过是经济活动的又一次短暂冲高。但目前来看,各种消息显然在转好,这是在“大金融危机”(Great Financial Crash)以来不稳定的“复苏”中不曾看到的。



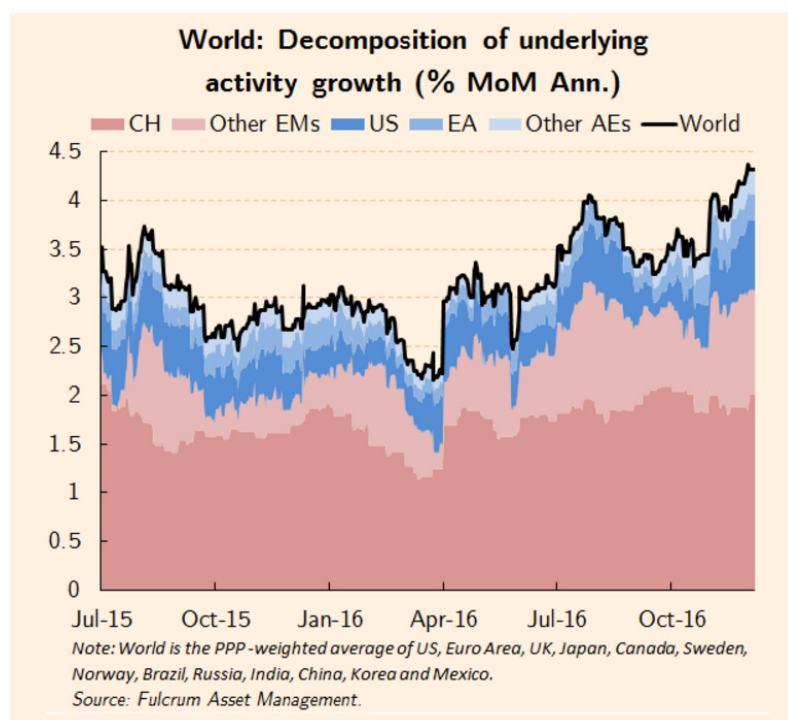
即时预测显示所有地区出现复苏

过去几年,主要地区的经济活动并不同步。通常会有一个或更多地区的经济疲弱拖累全球总增速。

现在似乎不再是这种情况了。自 2016 年初以来,发达经济体和新兴经济体都出现了复苏,不过最近 3 个月的复苏主要出现在发达经济体。

美国的经济活动飙升最为明显，但欧元区、日本和中国现在的增速都达到或超过趋势水平。这是多年来第一次所有主要经济体的增速都超过趋势水平。

各主要地区对全球经济活动反弹的贡献



我们可以用这些即时预测来估算每个主要地区对全球增长的贡献数值（注 1），下面是估算结果：

按购买力平价权重计算，仅中国就贡献了近一半的全球经济总增长，其他新兴经济体贡献了四分之一。发达经济体的贡献大约为四分之一，其中逾一半来自美国。欧洲和日本当前对全球增长的贡献微不足道。

下表表明，自全球经济增长在 2016 年 3 月达到低点以来，各地区对全球增长的贡献是如何变动的。

所有地区的贡献都是正的，表明全球经济普遍加速增长。但对这种

种加速增长贡献最大的仍然是新兴市场。在全球经济增速提高的 2.16 个百分点中，仅中国就贡献了 0.77 个百分点。其他新兴市场（尤其是巴西和俄罗斯）贡献了 0.90 个百分点，同时发达经济体贡献了 0.48 个百分点，其中一半来自美国。欧洲和日本的贡献仍然非常小。

这种加速增长能否持续？

World: Decomposition of underlying activity growth (% MoM Ann.)

	24-Mar-2016	02-Dec-2016	Change
World	2.15	4.31	2.16
US	0.47	0.71	0.24
Euro Area	0.15	0.27	0.11
Other AEs	0.11	0.25	0.13
China	1.24	2.01	0.77
Brazil	-0.46	-0.04	0.42
Russia	-0.01	0.09	0.11
Other EMs	0.65	1.02	0.38

Note: The table shows the decomposition of underlying activity growth at the trough and the peak of 2016.
Source: Fulcrum Asset Management.

对未来一两年全球增长拐点的预测尝试并不是非常准确。尽管如此，有理由乐观地认为目前在即时预测中发现的较为坚实的基调可能在 2017 年持续。

正如上文指出的那样，最近全球增长加速的主要原因是新兴市场，尤其是中国大幅放松财政政策以及俄罗斯和巴西走出深度衰退。新兴市场增长前景的主要下行风险是中国重新收紧信贷，以及美联储大幅收紧政策推

动美元走高、从而导致资本外流。有必要关注这些风险，但它们似乎不会立即出现。

在发达经济体，财政政策正在放松，货币政策仍然宽松，随着能源冲击解除，制造业部门正受益

于更为强劲的企业投资。这些发展可能使发达经济体的增长预测在多年来首次得到提高，前提是明年欧元区选举中向民粹主义的转向不会造成重大信心冲击。

整体而言，尽管不是完全有信心，但我们或许可以期望，明年全球经济将开始克服长期停滞的强大力量。