

2016 年第 7 期 总第 7 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 7 期·总第 7 期

国际财经

特朗普当选的经济影响.....	1
特朗普的经济计划真会造福劳动阶级？	2
量宽过头：全球或出现货币政策溢出效应碰撞.....	3

国内财经

短命“去库存”倒逼中国楼市顶层设计？	6
论有为政府和有限政府——答田国强教授.....	10
人大教授点评林毅夫 vs 张维迎思辨会：产业政策也应该是“市场化”的.....	12
中国如何发展衍生金融市场？	21

新闻快讯

人民币贬值引发中国新一轮资本外流.....	26
中国 10 月官方制造业 PMI 跳升至年内最高 51.2.....	28
中国第三季度 GDP 的五大看点.....	28
中国楼市泡沫的尴尬.....	30

财经参考

国际财经

特朗普当选的经济影响

来源：英国《金融时报》（2016-11-14）

作者：马丁·沃尔夫（英国《金融时报》首席经济评论员）

特朗普领导的政府可能逆转全球化，动摇国际金融体系，削弱美国的公共财政，危及各国对美元的信心。

虽然没有赢得直选票，唐纳德·特朗普(Donald Trump)还是赢得了总统宝座。其结果是，美国选择了一个经验、性格、脾气和学识似乎都不适合这一高位的人为下届总统。特朗普当选总统将带来多种多样的后果。但经济上的影响将尤为重要。他的政府甚至可能逆转全球化，动摇金融体系，削弱美国的公共财政，并危及全球对美元的信心。

美国领导的全球化早已四分五裂。特朗普看起来将让其“寿终正寝”。特朗普获胜后，《跨太平洋伙伴关系协定》(Trans-Pacific Partnership, TPP)似乎已死。这或将给北京主导的“区域全面经济伙伴关系协定”(Regional Comprehensive Economic Partnership)打开大门。但可能没有任何协定来代替 TPP。之前垂死挣扎的跨大西洋贸易与投资伙伴关系协定》(Transatlantic Trade and Investment Partnership, TTIP)如今也已断气。特朗普还建议废除或者重新谈判《北美自由贸易协定》(North American Free Trade Agreement)。

最重要的是，他建议征收高关税，特别是针对来自中国和墨西哥的进口商品，“以阻止企业解雇本国员工，到国外建厂并免税将产品运回美国”。这些措施几乎必然违背世贸组织(WTO)规则，还可能招致报复。它们对美国、世界贸易以及世贸体系的可信性造成的代价可能也会非常高。

第二个令人担忧的领域是金融监管。特朗普支持废除 2010 年为应对金融危机通过的《多德-弗兰克法》(Dodd-Frank Act)。许多金融企业不喜欢这一监管法案。然而，问题在于，将有一项更有效的法律来取代它，还是要回到危机前的放任状态。

如果是后者，那么未来再次发生（或许更大）危机的可能性必将上升。然而，不同于贸易，在金融监管方面，特朗普的民粹主义或许可以保护美国免遭国会共和党人放松管制的最坏本能的危害，而不是相反。

特朗普还希望大幅增加基础设施支出和大规模减税。前者将是可取的，特别是如果这些项目合理的话。实际上，如果特朗普在国会共和党人的支持下实施这一政策将很具有讽刺意味，因为正是这种凯恩斯式的财政刺激计划，巴拉克·奥巴马(Barack Obama)政府 2009 年合理地提出时却遭到了国会共和党人的坚决反对。遗憾的是，时机已变得糟得多，因为如今美国经济远比那时更接近充分就业。

减税提议将令已经很富有的美国人（如特朗普）享受巨大好处。根据美国税收政策中心(Tax

Policy Center) 的数据, 特朗普的最新计划将让处于收入分布中间五分之一的人口的税后收入提高 1010 美元或 1.8%。但收入最高的 0.1% 的人口平均将享受接近 110 万美元的减税, 超过税后收入的 14%。到 2026 年, 联邦债务累计增幅或将高达国内生产总值(GDP) 的 25%。国会的共和党人可能希望通过削减社保、医疗等方面的开支至少部分地弥补后者。

于是, 特朗普的民粹主义与共和党的减税狂热结合在一起, 或许会导致财政赤字大规模不断增加。这将给美联储(Fed) 带来巨大挑战。美联储的回应很可能是收紧货币政策。特朗普曾表示自己赞成这样。但他也表示过, 美国经济应该以每年接近 4% 的速度增长。考虑到劳动力的缓慢增长, 这好像是不可能的。

然而, 2018 年选择美联储主席珍妮特·耶伦(Janet Yellen) 的继任者时, 特朗普或许会寻找一位在假定这一增速可行的情况下实施货币政策的人士。结果将会是经典民粹主义组合: 超宽松的财政和货币政策的结合。这很可能将导致通胀走高, 长期名义利率上涨, 美元走软。这或将标志着全球货币机制的转变。这甚至会导致上世纪 70 年代的一幕重现, 当时掌舵的是总统理查德·尼克松(Richard Nixon) 和美联储主席亚瑟·伯恩斯(Arthur Burns)。

实际会发生什么既取决于特朗普担任总统时会不会履行竞选期间的承诺, 也取决于他与国会的互动。有人认为, 国会中头脑较智慧的人将约束他的过度行为。但从他过去的行为中几乎看不出这可信。别搞错: 特朗普的胜利可能会动摇美国和世界经济的稳定。

特朗普的经济计划真会造福劳动阶级?

来源: 英国《金融时报》(2016-11-16)

作者: 劳伦斯·萨默斯(哈佛大学教授、美国前财长)

在短暂的市场暴跌后, 当选总统特朗普在上周二晚的演讲比很多人预期的更加温和, 强调了他对基础设施投资的承诺。总的来说, 投资者的结论是, 向极具扩张性的财政政策转变、结合大幅削减对从能源到金融再到药品定价等多个领域的监管, 将促进需求并刺激美国经济。

结果是实际利率和通胀预期上升, 同时股市走高、美元表现强劲。然而, 经验表明, 市场对于重大政治事件的最初反应, 通常无法准确预示事件的最终影响。

已故的麻省理工学院(MIT) 经济学家鲁迪格·多恩布施(Rudiger Dornbusch) 在广泛研究了世界各地民粹主义经济计划的结果后发现, 尽管这些计划有时会产生立竿见影的正面结果, 但是从中期和长期来看, 这些打着造福劳动阶级旗号推出的计划会对劳动阶级造成灾难性的打击。鉴于特朗普计划的设计错误、不合理的假设以及对全球经济状况的草率忽视, 特朗普计划可能也会难逃这样的命运。

我长期以来一直非常赞成在利率水平较低以及美国基础设施陈旧的背景下, 以债务融资进行公共投资。因此, 看到特朗普强调这一点我很高兴。遗憾的是, 他的顾问彼得·纳瓦罗(Peter Navarro) 和威尔伯·罗斯(Wilbur Ross) 提出的方案表明, 该计划的实现方式将基于为股权投资和全体私人部门参与提供税务抵免, 不会覆盖一些最重要的项目、触及不到很多最重要的投资者、并且将涉及公共资源的大量错配。

很多回报最高的基础设施投资——比如改善道路状况、修复 60000 座存在结构性缺陷的危桥、升

级学校设施和空中交通管制系统——不会带来商业回报，因此被排除在特朗普的计划之外。享受免税待遇的养老基金、捐赠基金和主权财富基金这类最有可能为基础设施提供资金的机构，也无法受益于该计划。

我看好财政扩张的效果。但是任何负责的经济学家都不得不承认，超过某个度，财政扩张可能会导致出现以下三种情况中的一种或多种：外债过高、通胀、甚至是金融危机。正如多恩布施表明的那样，在新兴市场，这种局面可能会很快形成。在美国，该过程耗时会更长。

即使不考虑特朗普的基础设施计划（特朗普团队严重低估了该计划的成本）以及巩固国防提议的可能成本，特朗普的税制改革提议也太昂贵了。就像废除遗产税的提议一样，很多提议只会有益于储蓄率较高的富人。

尽管特朗普针对国内事务所提出的计划需要做出剧烈改变才能奏效，但是该计划增加公共投资、改革税制以及调整监管的总体方向是恰当的。特朗普针对全球的计划则不然，后者是基于他对世界经济运行方式的错误理解。

考虑一下特朗普获胜后的直接影响。由于市场担心美国会出台新的保护主义政策，墨西哥比索兑美元汇率下跌约10%，很多其他新兴市场货币也急剧下跌。这一变化的影响是增加了美国向墨西哥出口任何东西的成本、而降低了墨西哥向美国出口任何东西的成本。

对于全球企业而言，这还将使墨西哥和其他新兴市场相对美国的成本更加低廉。因此美国的工人（特别是制造业工人），将承受更大压力。

该计划似乎假定我们可以迫使他国不让其货币贬值，正如特朗普让新财长把中国定为汇率操纵国的打算所显示的那样。这是荒唐的。尽管有合理证据表明中国过去曾为了贸易利益而操纵汇率，但是事实是中国过去一年一直通过干预支撑人民币汇率。大多数新兴市场也是一样。即便是拥有政治授权的美国总统也不能推翻经济规律。

在美国实施民粹主义经济计划的过程将不同于在新兴市场实施同类计划的过程。但是结果会一样糟糕。如今，所有参与全球经济的国家肯定都期望，正如过去通常的情况一样，面对治理责任的美国总统可以在保留竞选经济纲领中站得住脚的核心要素的同时，对该纲领做出重大调整。

量宽过头： 全球或出现货币政策溢出效应碰撞

来源：上海证券报（2016-11-11）

作者：连平（交通银行首席经济学家、中国首席经济学家论坛理事长）

真正推动经济增长还是要靠相关政策的配合，主要是通过财政政策、投资政策、房地产政策和货币政策促成需求与金融的结合，这才会较为有效。否则，量化宽松时间越长，负面效应会越大，后遗症越多。

现在出现反全球化的很多现象并不奇怪。经济危机深重以及之后的低迷阶段往往是贸易保护主义甚嚣尘上的时期。但从人类社会发展的历史长河来看，国际化是长期发展趋势。现在整个全球经济遇

到很多新问题，不像过去那么好解决。全球化进程在最近几年会遇到很大的阻力。

量化宽松是镇痛剂还是消炎药

量化宽松作为镇痛剂的效果还是较为明显的，但多少还有一点消炎的作用，同时还应关注其所存在的负作用以及可能产生的后遗症。比如，在危机之后推行量化宽松政策，对当时经济的企稳、避免进入更大的危机，确实发挥了作用，这主要是镇痛剂作用。同时，量化宽松政策对经济的逐步恢复也发挥了一定的作用，比如说量化宽松带来低利率环境，促进了消费和投资；比如说由于流动性宽松产生了财富效应，也刺激了投资和消费；还有本币供应的急剧增加，推动了本币的贬值，刺激了出口，带来新的增长动力等。

但与此同时，我们更应看到，在经济恢复过程中，量化宽松政策的效果并不是十分明显的。从 2008 年一直到现在，发达国家推行了一轮又一轮十分宽松的政策，推行零利率，甚至是负利率，对经济所产生的刺激效应却越来越递减。同时带来一系列负面作用，比如泡沫增加、杠杆率的提升，为未来经济运行埋下了隐患。所以，我们观察量化宽松这个问题，应从更长时间段所产生的效果，尤其是它的实际运行之后产生的有利和不利的两方面综合来看。

有资料显示，在 2015 年到 2016 年全球城市房价涨幅前 15 位中，前 5 位有 4 个城市都是中国的城市，大家都说房地产泡沫很大。但有不少中国人去美国买房，或者跑到世界各地去买房，他们觉得那个地方泡沫不太多。我认为，对这种到境外买房来获得增值的想法还是要谨慎，因为中国整个房地产市场体制和机制与欧美有很大不同。不要只看欧洲和美国在短期内由于宽松政策刺激资产泡沫，导致房价出现一定程度的上涨，但随后相关的调节政策一定会出台。拿中国房地产市场这种理念跑到国外去投资，那是肯定要吃亏的。

量化宽松政策推动资产泡沫增大，这个观点是毋庸置疑的。至于有关形态，总体上可以梳理出三种表现形式。第一种形式是，在不同的国度，由于体制、机制和市场条件的不同，流动性宽松可能在不同领域带来泡沫式上涨。比如在中国比较明显的是房地产，这与中国土地制度、税收制度、人口因素和城镇化发展阶段乃至市场管理等各方面有关。而在欧美，我们看到的是量化宽松后股市的泡沫在持续上升。美国经济还没有走出非常明朗的复苏之路，但是它的股市在不断创新高；欧洲经济增长刚刚有一点起色，但是股市也是在不断攀升，权益市场泡沫的积累值得关注，应当警惕其大幅震荡带来的风险。

第二种形式是不同领域泡沫程度的表现各不相同，有的程度高，有的程度低，程度的高低主要看市场本身条件以及相关的监管和政策的调控。例如，供求关系偏紧的产品往往在宽松政策实施后出现价格泡沫。

第三种表现形式非常重要，就是泡沫出现很可能是循环往复的。不要认为今天在这个领域中间出现泡沫，明天在那个领域就不会出现。我认为量化宽松政策不变，泡沫还会继续出现甚至轮番表现。如果政策不做调整，未来泡沫会以更大的力度出现。当然美联储一直想要加息，想要促使利率进入较为正常的状态，改变这种极度宽松的局面，但是条件始终不太成熟。未来，对于欧洲、美国以及其他发达经济体，对于极度宽松以后所带来的泡沫绝对不能掉以轻心。逻辑仍会循环往复，大家可以拭目以待。

全球或出现货币政策溢出效应碰撞

从目前来看，欧洲和日本继续推行量化宽松政策是没有悬念的，短期内或者一年内很难迅速改变，但美国确实有加息的意愿，并且会继续付诸实施，今年 12 月再度加息的可能性很大，明年也可能会加息一至三次。一旦如此，一部分发达经济体继续推行宽松甚至是十分宽松的货币政策，但作为全球经济老大的美国却开始收紧货币政策，这势必会导致货币政策的溢出效应在全球出现一种碰撞，就会

导致全球资本流动出现剧烈的变动。如 2015 年底美联储加息，导致一些发展中经济体资本流出加剧，货币大幅贬值。去年下半年以来人民币贬值压力加大，美联储加息是其中十分重要的一个因素。所以我认为，在目前全球经济复苏进程依然步履蹒跚的状态下，发达国家货币政策分化是十分有害的。从某种意义上讲，更加协调的全球货币政策可能会对世界经济带来更多的好处。

对银行来说，现实的风险是流动性风险，流动性枯竭可以使一家银行顷刻之间倒闭。而宽松货币政策应该有助于银行业维持较好的流动性，避免银行倒闭风潮发生。但推行宽松的货币政策，直至负利率状态，而且持续很长一段时间，则毫无疑问会对银行业乃至整个金融业带来伤害。因为银行盈利能力大幅下降会削弱其财务可持续能力、资本补充能力以及不良资产处置能力等。已有的实践非常清楚地告诉我们，当经济出现问题的时候，通过降低利率，把银行业和金融业这块盈利蛋糕切一点出来，甚至切一大块出来给实体经济，是有必要的。如果切到不伤银行业的基础，问题还不大。但如果持续负利率，会深刻伤害银行业，最终导致银行业的危机。其实，当今社会的经济危机，差不多都表现为金融危机，而金融危机的核心是银行业危机。一旦银行业持续受到深刻伤害，那么经济离危机也就不远了。当然，通常的货币政策宽松不会对银行业带来很大问题，往往是货币政策紧缩力度太大可能对银行不良资产带来很大的压力。可见，任何政策都不能搞过头。

发达国家货币政策效果为何不明显

发达国家货币政策实际上是一种跛脚的宏观政策。为什么这轮调控 QE 规模越搞越大，零利率搞了还不算，还搞负利率？这是因为西方经济体其他宏观调控的政策基本失效。比如财政赤字高企和结构扭曲，财政政策没有空间；基础设施发达，投资政策也没有多大施展余地；城镇化水平和人均 GDP 都很高，房地产政策空间也不大。尤其是财政，由于选举体制的影响，发达国家财政中 80% 以上都给了选民，支出结构十分刚性，同时财政赤字累积到很高水平，长期债台高筑，欧洲一些国家就持续处在这种困境之中。再想不断扩大财政赤字搞投资，选民不同意。所以，发达国家的财政、投资和房地产等一系列政策在宏观调控中功效十分有限，只能大搞宽松货币政策，甚至将其推向极端。我认为其效果也是有限的，而时间越长，负效应会越多。事实上，真正能拉动经济的，还是要靠相关政策的配合，主要是通过财政政策、投资政策、房地产政策和货币政策促成需求与金融的结合，才会较为有效。否则，量化宽松时间越长，负面效应越大，后遗症会越来越多，未来一定会在一系列领域中看到相应的变化。

按照货币数量论的观点，通货膨胀是一个货币现象。这并不是说，通货膨胀完全就是由于货币多发所造成的，但确实是货币多发以后才可能产生这个现象，其原因很复杂。应该不会看到没有货币大幅度增长就出现通货膨胀的现象。通常是货币政策宽松一段时间之后，相关价格出现上涨，资产泡沫上升，这已经为大量事实所证明。因此我们认为，在西方经济体持续推行宽松货币政策甚至推到极致的情况下，对未来的通胀风险和资产价格泡沫风险不能掉以轻心。

出现反全球化现象并不奇怪

其实，现在出现的反全球化的很多现象并不奇怪。如果从人类社会发展的历史长河来看，国际化应该是长期发展趋势。但国际化在发展的过程中并非一帆风顺，在某些阶段可能出现停止和倒退。那么，什么时候出现停止和倒退？就是经济衰退的时期。经济出现衰退，国内的问题就多，政府和市场都希望保住自己的就业，保住自己的市场，能够让有限的利益更多地由自身获得。这样，对外来投资和贸易等都会采取一些阻止或把壁垒调高的相关措施。过去每次危机的时候基本上都是如此，所以，全球贸易往往在危机之前是阶段性的增速顶峰，危机之后则迅速地萎缩。经济危机深重以及之后的低迷阶段往往是贸易保护主义甚嚣尘上的时期。

当经济得到明显的恢复并进入一个明朗的复苏通道，贸易回升幅度往往比经济回升幅度还要大。问题是现在整个全球经济遇到很多新问题，不像过去那么好解决，存在的问题比过去更多、更加复杂。

我认为，全球化推进的进程在最近几年可能要长一点，会遇到很大的阻力。

从全球宏观调控角度看，无论国际化进程放慢或停止，还是货币政策宽松存在许多负面效应，我们都需要进行全球宏观政策协调，包括 20 国集团开展的一系列协调，因为从长远来看，这些都是十分必要的。

国内财经

短命“去库存”倒逼中国楼市顶层设计？

来源：FT 中文网（2016-10-24）

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一篇。

在比通常公布的日期一拖再拖后，中国国家统计局每月一次在既定日期公布的“全国房地产开发和销售情况”和“70 个大中城市住宅销售价格变动情况”这两份统计报告，终于在上周后半周陆续对外发布。有人猜测，这是国家统计局“太讲政治和大局意识”的缘故，也有人认为，这可能是其贯彻中央全面深化改革领导小组前几天刚刚推出的“提高统计数据真实性的意见”所致。但无论如何，最终不管是“丑媳妇”还是“靓妹子”，总是要见人的。

社会舆论和“最高指示”的双重高压，使投资性去库存打上句号

本月公布的中国房地产统计数据之所以备受重视和异常敏感，是因为从某种意义上来说，它是自去年中国中央经济工作会议所制定的、以鼓励投资为特色的中国房地产政策“去库存顶层设计”的一个转折性的终结。

被社会舆论和国内外媒体广泛质疑的中国房地产市场监管层，在对半年多来逐步波及全国众多大中城市的房价暴涨现象“无动于衷，无所作为”后，中国最高层对现今“民怨沸腾”的房地产市场，终于做出了一系列最新的“重要批示和部署”。

9 月 30 日住建部召开的全国热点城市房地产工作部署会精神上，透露出中国最高层已经对今年以来部分城市房价过快上涨的势头高度关注。此次会议特别把这些热点城市的“重大责任”，前所未有的上升到“这些城市的房地产市场如能稳定住，对国家是重大贡献，如果稳定不住就是失职”的讲政治的高度，并特别强调对调控不力、过高房价仍遏制不住的地方，要督办、约谈，直至启动问责。

也就是在这次会议上，中国住建部明确提出了“尽快遏制房价过快上涨的目标”，这就是“房价环比不增长，逐步有回落，努力回归到合理区间”。这样的说法，已经多年未见。上次中国政府提出房价回归合理水平，还是在前总理温家宝执政时所进行的房地产调控。为落实此项目标，住建部具体

提出了限购、限贷、确保土地和新房供应、遏制各种违规资金进入房市和整顿开发商和中介等多条措施。涉及全国20个左右大中城市的“国庆长假周最严房地产调控风暴”，由此拉开。

“最高指示”和社会舆论双重高压之下出台的这轮“最严房地产调控风暴”，从某种程度上来说，宣告了去年四季度开始的去库存房地产调控的“纲领性意见”，已经到了一个新的转折点，或者是告一段落。

数据揭密：投资性去库存，“高风险”未能化解楼市高库存

但这项短命的、以刺激房市和鼓励投资为特色的房地产市场调控新政，究竟给中国房地产市场带来了什么样的结果？这份“成绩单”的正负影响究竟如何？中国国家统计局最新公布的“2016年1-9月份全国房地产开发投资和销售情况”统计报告的数据，为理性分析和破解投资性去库存所带来的影响和正负效应，提供了相对理性和客观公正分析的基础和依据。

衡量去库存的首要和最直接的指标，当然还是要看房地产市场商品房库存的去化。现在一般人说到房地产库存这个重要指标时，通常以商品房待售面积来代表，以为当今中国商品房的库存面积，也就在六七亿平方米左右。其实，这样的算法是非常狭隘和不科学的。

只要到中国的各类城市走马观花转一下就会发现，在GDP政绩观的刺激下，发展乏力的各地政府都把房地产作为拉动经济增长的摇钱树。此举导致的结果是大大小小各类城市，成群成片未能完工的烂尾楼盘比比皆是。而这些楼盘，正是中国房地产市场最大的库存所在，它比国家统计局统计报告中的“商品房待售面积”，要高出一个数量级。在中国官方的统计报告中，一般它是以“房屋施工面积”来表现。

如果说，在房地产市场库存的统计数据指标上，“商品房待售面积”是狭义和显性的话，那么“房屋施工面积”则是广义和隐性的。而恰恰是后者，更能反映房地产市场库存问题的严重性所在。

那么，去年四季度提出、从今年伊始就大张旗鼓强力推行的“去库存”房地产新政，究竟消化了多少房市的积压库存商品房？

根据最新统计报告，今年1-9月，尽管全国众多大中城市的房地产市场的投机炒作达到了空前的“炒翻天”地步，商品房的销售面积更是暴增了26.9%，罕见的达到了10.5多亿平方米（其中住宅销售面积暴增27.1%，高达9.3亿多平方米），但中国房地产市场的库存，却并没有怎么下降，甚至大多数还又上升了。

从商品房待售面积来说，根据上述报告，到9月末，中国商品房待售面积为69612万平方米，虽然比8月末减少1258万平方米（其中住宅待售面积减少1177万平方米），但是和去年同期相比，却反而增加了4.7%（去年同期为66510万平方米），而且，这还是在去年同期暴增16.4%后的又一个累积增长。这方面比去年同期库存略有减少的，就是商品住房了。但其幅度也和一般人以为的“日光盘”的火爆市场效应相差甚远，到9月末，中国商品住房的待售面积为41367万平方米，只比去年同期少了可怜的2.6%（去年同期为42474万平方米）。

而更能说明中国房地产市场库存严重性的“房屋施工面积”数据，则是全面上升，无一减少。据这份统计报告，1-9月份，中国房地产开发企业房屋施工面积同比增长3.2%，达到了惊人的71.6亿平方米（住宅施工面积49.1亿平方米，增长1.7%）。

这组数据说明，尽管此次中国政府以前所未有的力度推广了近一年的去库存，尽管此次去库存弄得民怨沸腾，但最终结果是，中国房地产市场的整体库存，不仅没有减少，反而有所增加。这似乎也在说明，就是让那些投机炒房者把中国楼市炒翻了天，也救不了房地产市场整体积压库存的大势。如此得不偿失，想必也不是当初“去库存新政”的设计者所能预料和想象的。

最新公布的其他房地产数据，也着实不让人放心。虽然一些楼市的火爆吸引了更多的房地产投资，但1-9月全国房地产开发投资同比名义增长也只有5.8%（为74598亿元）。这不仅和同期全国8.2%的固定资产投资（不含农户）增长相比相差不少，而且纵比2014年同期的12.5%增长率，更是不及其二分之一。

此外，全国房地产企业的土地购置面积也继续呈现下降态势。据统计，1-9月全国房地产开发企业土地购置面积同比下降6.1%，为14917万平方米，虽然下降幅度比过去减少，但如果告诉你这是在去年同期已经大幅下降33.8%的基础上，再一次的探底下滑，估计也就没有人能对此“一笑了之”了。

当然，最能展现此轮去库存“负能量”的，还是众多中国大中城市的房价史无前例的空前暴涨。本来，这些城市的房价就已经高居“全球房价最难负担城市”的前列，经过“去库存新政”后所带来新一轮百分之几十的暴涨，更是如同即将吹炸的气球一样，处在“临爆”的边缘。这也就难怪国家统计局的“2016年9月份70个大中城市住宅销售价格变动情况”的统计报告，不仅通常公布的时间有所推后，而且还罕见的把10月上半月全国15个一线和热点二线城市住宅销售价格变动情况一并公布出来。不知道这是要向公众表示，“最严房地产调控周”后全国这70个城市的房价环比幅度已有所下降，还是借此对执行中央“房价环比不增长”不力的城市进行“敲打”。

不过，这次国家统计局在公布这70个大中城市房价变动数据时，最奇怪的还是，把以往固定在数据前面的新建商品住宅和二手住宅环比和同比价格变动的情况说明全部去掉，只是在相关人员解读这份报告时才略有提及。但这也不能掩盖，9月份，在国家统计局调查的15个一线和部分热点二线城市中，新建商品住宅价格涨幅在2%以上的城市有14个，而且在其他55个城市中，涨幅在2%及以内的城市有40个；而从同比看，国家统计局这份报告的数据是：15个一线和部分热点二线城市中，新建商品住宅价格涨幅在10%以上的城市有14个；其余55个城市中，新建商品住宅价格同比涨幅在10%以内的城市有42个。

大概就像国家统计局“羞于”对这份数据像往常那样加以说明一样，处在房价暴涨之中的大中城市居民，对这份“权威统计”的真实性似乎早已没了兴趣。

比国家统计局的“70个大中城市新建商品住宅价格指数”更能反映中国房地产市场价格波动的是，来自中国房地产业协会涵盖了全国336个直辖市和地级市的一手数据。根据该协会所公布的2016年9月“全国住宅房价行情城市排行榜”，在全国这300多个城市中，房价比去年同期暴涨了40%以上的，就包括北京、合肥、珠海和厦门等10个城市；另外还有9个城市，房价同比的涨幅也高达30%以上，其中包括上海、深圳、南京、苏州和石家庄等城市；武汉、天津、福州和郑州等9个城市，房价的涨幅也超过20%。根据该项统计，全国共有58个城市（包括前面所列）的房价涨幅超过了10%。

根据国际惯例，很多国家的房价，常年处于“冬眠”状态，长期稳定在一定的价格区间。房价年涨幅达百分之十几的城市，就可以登上全球房价上涨最快的城市之列。据不久前的媒体报道，根据国外某地产机构(Knight Frank)近期公布的全球城市年度报告，2015年全球城市房价上涨4.4%，房价涨幅只要超过16.1%，就可以“荣登”全世界房价涨得最快的前10大城市之一。如果该机构可以把中国上述的城市都统计上，全球房价上涨最快的前几十名城市，大概要被中国“承包”了。

中国众多大中城市房价还有一个重大的问题，就是它的“超级增长”，是建立在房价本身就已经是“全球房价最难负担城市”的基础之上的。所以，它所导致是尖锐的社会矛盾和问题的严重性，就要比国际上其他城市房价上涨所带来的民怨更烈。

官方和民间的统计数据都明白无误的表明，去年四季度开始的中国房地产去库存新政，已经走到了尽头。中国的房地产市场，如何才能真正实现“健康发展”，中国的住房政策，怎样才能实现让人

民满意，这些问题，已经到了非解决不可的时候了。

中国房地产到了非重启“顶层设计”不可的时候了

对于目前中国房地产市场所出现的严重问题，尽管公开报道不多，但也掩饰不了中国最高层对此的焦虑。

最近，全国各地从深圳到广州，从南京到苏州，从济南到石家庄等，众多城市都出现了密集严打开发商违规行为的浩大声势。有人更是把今年深圳对开发商的严打，和去年东莞扫黄相提并论。也有人认为，就像扫黄抓小姐，股灾拿下做空者一样，政府在为今年房地产政策的失败和“房灾”找替罪羊。

其实，中国最高层也在对目前的房地产市场问题进行反思，试图找到从根本上解决问题的办法。但他们的着力点，似乎还是在因城施策、分层而治、甚至是一市一策的习惯思维上。

一般人提起中国的房地产问题，常常也把责任归罪于地方政府，但问题真的如此吗？

在中国各级政府的房地产市场和住房政策的考量中，通常有三个指标决定和左右其政策和市场的导向。这就是地方的 GDP 发展，政府的债务化解，最后才是住房民生。如果中国最高层看重的是房地产的发展对 GDP 的拉动，对经济增长的贡献率，那么，地方政府在房地产政策和市场考量上，首先想到的，就可能是如何通过抬高房价提升 GDP，同时也正好捎带消化政府债务，至于市民的住房民生和权利问题，则就可能处于无人问津之地。

非常不幸的是，在当今中国官场的政绩考量中，GDP 和政府债务要比住房民生来得实实在在的多。甚至可以说，在目前对地方政府的房地产相关政绩的考核中，有关住房民生的指标，很多都已消失的干干净净，甚至有些地方做样子的公租房和廉租房，也逐步消失的无影无踪，更不要说经济适用房了。

从这点来说，在房地产市场的“顶层设计”中，如果没有在民生方面制定和实施必须达到的指标（如房价收入比，经济适用房和公租房在新建住宅中的比例等等），那么，再怎么从地方政府上“动刀子”，都解决不了住房和房地产市场的根本问题；再比如，在遏制房价过快上涨方面，中央政府要求地方各级政府实施的对应之策，主要是在限购限贷上做文章。但几年下来，随着“假离婚”之类的变通对策盛行，其效式微。而今年 8 月的加拿大大不列颠省对温哥华外国人购买住房征收额外的 15% 的物业转让费，当月就使温哥华的房价发生“雪崩”，28 天内暴跌了 20.7%。而这样的税收法规制定，地方无权制定，只有中央政府的“顶层设计”，才能制定和实施新的房地产相关税收政策，“立竿见影”遏制房价无序暴涨，并促使其真正回归到合理价格的水平。

所以，在房地产市场和住房政策上，一味的指责地方政府是不公平的。解决中国房地产问题的关键，还在“顶层设计”。

发展中国的房地产，究竟是为了 GDP 的增长，或化解地方政府的债务，还是唯老百姓的住房民生和居住人权是举，把解决老百姓的居住问题作为唯一的目标？中国高层在“顶层设计”中这个问题不解决，房地产市场的属性和定位就难以走上正道。

如果是为了 GDP 和政府债务，中国楼市势必要允许炒房和投机，以实现 GDP 的最大化和政府债务最大程度的消减；如果是住房民生为纲，使房价回归到普通百姓买得起的合理水平就会成为房地产调控的“主旋律”，从住房福利保障政策到遏制炒房投机新的税制，都会应运而生。

而现实是，尽管今年 5 月中国的“权威人士”就在人民日报上呼吁让房子从投机炒作属性抽离出来，“回归居住属性”，但楼市政策的“顶层设计”，无论是在“大政方针”，还是具体的政策法规，都

没有与之相配套的内容出台。这也在某种程度上导致了后来疯狂的房地产市场乱象，在全国众多城市“传染蔓延”之势。

多年来，笔者一直呼吁，要从根本上解决中国的房地产市场和住房问题，必须重启房地产和住房制度及政策的改革，创新发展能满足人民住房需求、可激活普通人住房消费的新的住房供应模式。

此次“去库存新政”的失败，从某种方面和积极意义来说，正好提供了一个重新检讨房地产市场和住房供应模式的“大好机会”，也为我们对房地产“顶层设计”上所存在的问题，提供了一个深刻反思和重新设计的不可多得的契机。

其实，只要认真梳理一下自从 1998 年大规模房改启动历程和房地产市场的发展史，就可以在住房政策、房改及楼市发展的历史比较和反思中，获取过去被忽视的更多的启迪。

论有为政府和有限政府 ——答田国强教授

来源：财新网（2016-11-07）

作者：林毅夫（全国工商联专职副主席，中国民间商会副会长，北京大学国家发展研究院名誉院长、教授）

编者按：近来，围绕中国产业政策，林毅夫与张维迎二位学者之间展开了热烈的争论。话题迅速扩展到政府在经济发展中的角色这一更为根本的问题，田国强等多位学者加入了讨论。这场争论，涉及“政府与市场的关系”这一经济体制改革的核心问题，必将对中国经济政策的制定和未来经济的走势产生深远影响，因而广为社会公众所瞩目。在前期讨论的基础上，田国强教授发表了《对当前中国改革及平稳转型意义重大的三个问题》一文，林毅夫教授随即发表《论有为政府和有限政府——答田国强教授》。双方讨论更加深入。

从林张争论，到林田争论，再到即将在北京大学举行的林张公开辩论，这一争论历时长、规格高、意义重大。惟其重大，因而十分必要；也正因其重大，我们殷切盼望它能产生高质量的智力成果。进而，我们希望这场争论能够增进学界共识，对未来政策制定提供富有深度、吸收现代经济学成果而又立足中国现实的理论依据。这场辩论是一场学术争论，应由学者严格遵循学术规范来进行。理论探索无禁区，应避免贴标签、意识形态化。媒体同仁亦当恪守客观平衡报道原则。

田国强教授在 10 月 24 日登载于《第一财经》网上的《对当前中国改革及平稳转型意义重大的三个问题》，以及 11 月 5 日发表于《财经》杂志的封面文章《争议产业政策：有限政府，有为政府》的两篇宏文中，对我在《新结构经济学》中提出的“有效市场、有为政府”的看法提出了商榷，认为“有为政府和有限政府的取向和定位，虽只是一字之差，却是天壤之别，甚至是本质差别”，并主张“一个有效的市场的必要条件是有有限政府而不是有为政府”，为了让真理越辩越明，我提出以下几点看法，就教于田国强教授。

首先，在中国的语文用法中，“有为”是和“无为”及“乱为”对应的，只有一个行为主体所为的结果是好的，符合社会预期的，这样的行为才是“有为”。就像我们称赞一个年轻人是“有为青年”，这个年轻人绝不是好吃懒作，无所作为，一事无成；也不是胡作“乱为”，给个人、家庭、社会带来了许多麻烦。所以，“有为政府”必然是给国家发展社会进步做出贡献的政府。

其次,“有限政府”或“有为政府”都不能从字面理解其含义,都需要进一步从倡导者的文章或著作中理解其定义和行为范畴。新结构经济学作为一个发展经济学的理论体系,所主张的“有为政府”的“为”是在经济发展结构转型过程中,软硬基础设施的完善出现了市场不能做或不能为的市场失灵时,为了使无效的市场变成有效而采取的因势利导的行动。新结构经济学并进一步探讨在经济转型升级时市场不能做或不能为会出现在什么地方,以及如何来克服,让政府不会因为无知而“无为”或无知而“乱为”。

第三,“有限政府”论认为“所谓有限政府指的是,只要市场能做的,就应让市场发挥作用,只有市场不能做或失灵时,政府才应发挥作用,从而导致好的市场经济和有效市场。简而言之,有限政府的主要职责就是维护和提供公共服务”。但是“有限政府”论者并没有讨论什么是市场不能做的,除了公共服务之外,政府该做什么。而且,就政府的主要职责“就是维护和提供公共服务”而言,在发展中国家,基础设施普遍短缺,营商环境不良,法律、制度不健全,政府的资源和执行能力有限,无法使得全国的基础设施、营商环境、法律、制度达到理想的情况下,如何推动经济发展?新结构经济学认为发展中、转型中国家不可能等到所有基础设施、营商环境和各种法律、制度都已经完善后再来发展经济,因此,必须有选择地使用其有限资源和执行能力创造局部有利的条件,像经济特区或工业园区,并以渐进改革的方式来支持具有比较优势的产业迅速形成竞争优势,以推动产业的转型升级和经济发展,并为逐步完善全国的基础设施、营商环境、法律、制度创造条件。这种特区和工业园和新任世行首席经济学家 Paul Romer 所倡导的“特许城市”有异曲同工之效,只不过规模更小、更可行。遗憾的是,“有限政府”论者经常以建立有效市场的目标代替建立有效市场的手段,把试图在基础设施、营商环境、法律、制度等均不健全,政府的资源和执行能力有限的发展中转型中国家以务实渐进的方式来推动改革和发展的努力贴上“不改革”或“不重视改革”的标签,而不是以针对逻辑、针对经验事实的严谨的学术方式来进行讨论。

第四,且不说,不管一个国家的发展程度如何,在一个国家的现代化努力中,各种硬的基础设施,软的制度的完善是一个永无止境的过程,即使到了发达国家那样的阶段,经济发展所依赖的技术创新和产业升级,必须靠自己的“研究和开发”(R&D)来取得。这时,企业对开发(D)有积极性,因为开发出来的新产品和新技术可以申请专利。对于基础研究(R),则因为投入大、周期长、风险高,其成果是公共知识,如果政府不支持企业则不愿做。但是,如果没有基础研究,新产品新技术开发就成了无源之水,为了经济的发展,基础科研只能靠政府来支持。可是政府能用来支持基础科研的经费有限,而能做的基础科研无穷多,因此,政府也就只能有选择的支持,而这种选择也就决定了一个国家的产业技术发展方向。这种选择性支持也就是一种产业政策,其范畴超过“有限政府”之主张,而属于新结构经济学的“有为政府”之范畴。

第五,“有限政府”论者,担心“有为政府”的提法会成为政府乱为的借口。但是,“有限政府”论者并非建议政府“无为”,主张政府应该提供社会治安、国防安全、健康、教育、监管、法律建设等公共服务,以及以机制设计来解决市场失灵等等,这些都要求政府有能力、有信息、有意愿来做。以机制设计为例,政府必须知道市场失灵在何处、何人有能力设计、设计出来的机制政府有意愿执行,以及政府不会以机制设计为名来追求自己或小圈子的利益等等。所以,不管秉持何种理论,任何需要政府作为的主张都可能成为政府“乱为”的借口。这也就是为什么“党要管党”,“全面从严治党”需要永远在路上的原因。

最后,主张“有限政府”的学者所依据的理论其实来自于无“结构”的现有经济学理论,强调建立了在结构处于稳态时的政府的守夜人角色,但是却没有讨论在在经济发展、结构转型的动态上,政府应该做的与稳态时做的究竟有什么不同,这些不同应该如何随发展阶段与经济结构的变化而变化。新结构经济学作为一个新的发展经济学理论体系,把结构引进现有的经济学的理论分析中以探讨政府和市场在经济发展、结构变迁过程中各自的作用,这种有结构的经济学理论所主张的政府的作用,自

然不会完全等同于没有结构的、处于静态状况的经济学理论所主张的政府的作用。确实如田国强教授所言“有为政府和有限政府的取向和定位，虽只是一字之差，却是天壤之别，甚至是本质差别”。从二次世界大战以后的近 200 个发展中国家中能够摆脱低收入陷阱或中等收入陷阱而进入到发达国家行列中的国家屈指可数，新结构经济学这种理论创新的努力希望能够使众多的发展中国家在“有效市场、有为政府”的共同作用下，克服在经济发展、结构转型过程中必然存在的各种体制、机制、软硬基础设施的缺陷和市场的失灵，取得经济稳定快速绿色包容和谐开放可持续发展，实现几代人追求的现代化之梦。

人大教授点评林毅夫 vs 张维迎思辨会： 产业政策也应该是“市场化”的

来源：经济观察网（2016-11-09）

编辑：李晓丹

11 月 9 日，一场被视为中国版的凯恩斯和哈耶克之争的辩论在北大举行，辩论的双方是两位经过西方经济学教育的中国教授：林毅夫和张维迎。他们争论的核心问题是中国到底需不需要产业政策。而这一问题脱胎于他们已经争论了十年的命题：政府和市场。

论战虽然没有预想的激烈，但是两位经济学家对各自观点的解释和说明让这场产业政策思辨会有了人们真正想看到的碰撞：林毅夫明确表示没有说经济发展靠政府，张维迎也阐明并不是说不要政府，而是政府的有为要做到什么程度。

中国人民大学经济与发展研究院教授张杰对论战进行全程的分析和点评。

政府与市场之争，为什么会集中到产业政策上？

经济观察网：为什么林毅夫和张维迎关于政府与市场的争论，现在会集中到产业政策上？

张杰：产业政策引起争论的背后是，中国经济在今后的发展中如何来思考政府和市场之间的关系，这是一个关键问题。所以从这个角度来看，大家对产业政策今后的一些问题的考虑，背后所反映的是对中国经济发展过程中，政府和市场的各自边界和二者之间功能的定位究竟如何看待，这是个重点问题。

中国的政府和市场之间的关系，对这个问题的认识迄今为止还存在很多争论。两个典型的观点就是，有学者认为，中国的政府在整个经济过程中起了一个积极有为的作用，帮助中国经济实现了起飞，保证了中国这 30 多年来的有效发展。但是也有学者认为，中国对经济的辅佐和干预，存在很多问题，中国整个的经济发展在很大方面是依靠市场化改革激活了各种类型的经济性为主体的创新、创业的动力，民营企业大规模地兴起，推动了中国的经济增长。

经济观察网：国际上没有一个统一的定义，在中国来说产业政策应该怎么理解？

张杰：实际上这本身是一个比较复杂的问题，从发达国家的立场化历史来看，都是以市场这只看不见的手为主导来发展经济的。但是市场化的经济发展模式中也面临很多市场失灵和信息不对称，导

致市场缺陷。

打个比方，比如说创新，经济学定义很明确，创新是外部性很强的一个经济活动。所以市场在解决创新对经济增长具有根本性作用的机制方面，特别是在基础创新、原始创新方面，市场是不能够有效地促进创新和经济增长的。基于这一领域的问题，以市场化为主导的发达国家都采取各种有效的产业政策，试图弥补这些领域的市场失灵，或外部性等等一系列信息不对称的问题。

但是这个问题如果放在发展中国家来看，它可能面临的问题有所差异。一方面，发展中国家处于经济起飞的阶段，对于创新的需求，通过创新来推动经济增长，特别是前沿创新来推动经济增长的需求相对需求比较低一点，它更主要是追赶型、发展型的经济模式。经济型、模仿型、追赶型、发展型的发展模式之下，发展中国家既面临各种市场发育不完全，以及市场发展滞后导致的市场失灵的问题，也面临外部信息不对称、市场失灵和市场缺陷的问题。所以发展中国家在这种特定的情形下会广泛采取各种产业政策。

经济观察网：如何来看不同国家的产业政策？

张杰：一个比较有趣的现象是，我们对世界范围、全球范围内不同的国家实施产业政策，一个最为典型的案例就是日本。在上个世纪二战以后特定的追赶型发展阶段，如何通过有效的，各种各样的产业政策促进经济起飞和快速发展。有不少学者认为，日本经济的起飞，经济发展的成功与产业政策的制定和实施有很大的关系。所以产业政策为什么在发展中国家，特别受到青睐和看中，也与日本这样的国家采取产业政策实施成功发展的经验有很密切的关系。

但是也有学者指出，日本经济在整个经济的发展过程中面临很多矛盾和困惑。比如说针对产业政策，有不说日本国内的学者自己就在反思这个问题。也有学者指出日本在整个经济起飞过程中，某些方面产业政策达到既定的发展目标。但是在日本经济处于完全起飞阶段，具有高端化的发展过程中，特别是基于创新前沿的发展过程中，产业政策面临很多的事物，甚至扭曲的现象。

也有学者专门就这个问题进行大量的案例研讨，发现日本即使在经济起飞的状态中，很多产业政策，也是顶层设计比较好的产业政策，在具体的实施过程中效果没有想象那么有效，甚至某些方面完全没有效果。所以把日本的经济发展归结为自身的市场化改革，整个经济、人力资本的充分利用、创新能力的累积，这些关键的方面。

经济观察网：回到产业政策本身，中国的产业政策，它的制定流程是什么样的？

张杰：中国的产业政策的制定、实施有自己的特色，最大的特点是从上至下来制定和实施。首先，针对中国经济发展的阶段，以及发展的一些问题和障碍，来做顶层设计，制定一些重大的产业政策目录。

目录定下来后，各级政府肯定要在落实中央政府的产业目录的扶持，或者是这些战略。各级政府怎么来实行中央政府的鼓励政策，主要是通过政府的财政资金的运用，以及各种优惠政策的运用，通过招商引资的模式，来吸引这些企业项目进入到本地的工业开发区，或者是高新企业居住区，或者帮助这些企业往这个方面转化。

迄今为止中国的绝大部分地方政府按照这样的模式来具体实施产业政策。

经济观察网：林毅夫老师刚才举例的产业政策中，有一个情况需要注意的是，不同国家的起步基础是不同的。

张杰：林毅夫老师说的产业政策给了一个定义，我们清楚地看到，无论是中央政府，还是地方政府，为了特定的产业发展，这些特定产业发展是经济在特定阶段所需要的，需要从这个角度来阐述产

业政策到底定义和范围是什么。

林毅夫老师讲的产业政策，无论是从发展中国家还是发达国家都广泛运用这一个事实来看，强调整个产业政策在整个人类的经济发展过程中是具有必然性的。因此，林毅夫老师坚持了他一贯的观点，就是通过政府这只看得见的手，利用产业政策来促进经济发展。

另一方面，就是我们要反思的问题。政府在通过产业政策来干预产业发展，以及产业结构转型升级，应该强调不同国家不同经济发展的阶段性。处于经济起飞阶段国家的产业政策，跟创新的前沿国家的产业政策肯定是不同的。

产业政策也应该是“市场化”的

经济观察网：刚才林毅夫老师提到了日本的产业政策，现在怎么来看待日本的产业政策？

张杰：林老师一直强调的，一个国家的产业结构是内生于它的要素禀赋结构的。而且林老师也强调，一个国家在不同的发展阶段，它在不同时间，它的要素、禀赋结构应该是有动态变化的特征。这很自然就会引出一个问题，一国要素的禀赋特征随着经济的发展，要素的供给关系也会发生变化，它始终处于一个变化的状态。

但是产业结构一旦形成以后，它在短期之内相对的要素结构变化的速度，或者是变化的态势，肯定是要与稳定性，或者是固化性产生矛盾。突出的难题是，随着要素结构的快速变化，产业结构如果不能进行相应调整、变化，这是很多发展中国家遇到的难题。我觉得林老师在这点上，要把他的问题给解释清楚。

经济观察网：中国有没有典型的案例呢？

张杰：举个例子，比如说我们和林毅夫老师开会的时候讨论过这个问题，有新经济学学者指出深圳就是这方面的典型案例。深圳的创新能力在近几年得到很大发展，但是拿这个案例对应林老师新经济学，可能解释上会存在逻辑问题。从深圳这个特定的区域来看，深圳经济改革前是一个小渔村，既没有人才优势，也不具有技术和资金优势，最大的优势是地理优势，这个地方可以发展以加工贸易为主出口导向模式。发展加工贸易为主的出口导向模式，可以把内地的劳动力通过低成本地转移到这个区域里。所以这就是一个问题，从一个国家的要素和一个小区域的要素来看，要素的禀赋结构是可以通过外来的力量而发生变化的。

如果按照林老师的要素禀赋，深圳的经济创新模式是不可能成功的。我们经过大量调研，深圳有一个致命的问题，就是深圳的人才，缺少高质量的大规模工业化创新人才。那么为什么在不具有人才优势，缺乏人才优势的前提下能成为吸引最有活力的创新人才、创新和创业业态最活跃的一个区域？所以，要素禀赋结构决定产业结构的理论，是面临很多疑问和挑战的。

经济观察网：从产业政策的定义来看，政府对基础设施大规模投资，对工业园区基础设施的建设以及专利制度，这个是不是属于产业政策的范畴，是不是产业政策的侧重点？

张杰：林毅夫老师在演讲里强调发展中国家建设基础设施，包括工业园区，以及强调专利制度对一国经济发展的重要性。有网友就提问，到底按照产业政策的定义来看，基础设施的建设，包括专利制度的建设，是不是就属于产业政策的范畴？从经济学的基本定义来看，基础设施是一个纯粹的，或者是在很大程度上是一个公共产品。按照经济学的逻辑来看，基础设施是公共产品，应该由政府提供，政府作为提供公共服务的基本职能范畴之一，所以在我看来它不属于严格意义上的产业政策。

对于专利制度属不属于产业政策，从经济学整个逻辑角度来看，专利制度是针对创新这种存在外部性的，导致市场失灵或市场不能有效投资到这类领域，当然是政府看得见的手应该干预和加强的地

方。所以从市场和政府的各自逻辑角度看，制度本身也不是产业政策，而是整个市场化的，是对市场化缺陷的，为了弥补市场失灵所创造出的制度设计，它本身不属于严格意义的产业政策。

寻租从何而来？

经济观察网：刚才林毅夫老师提到了寻租问题，实际中，监管和问责机制缺失下的寻找和腐败行为，在很大程度上已经影响到了中国产业政策的制定、运行效率和实施效果各个环节的不可忽略的重要因素。

张杰：林毅夫老师在整个演讲过程中一个最重要的问题，我认为这个问题从中国的现实背景来看，肯定是一个特别要重点关注的问题。当然从发达国家各种法制环境比较好，市场化的监管机制比较好的国家，产业政策制定出来在具体实施和执行过程中，有可能面临较少的寻租和腐败的问题。即便产业政策最后的实施效果出现一些问题，肯定也是市场环境变化不适应的问题。但是从中国来看，当前产业政策中我们最为诟病的问题不是产业政策需不需要、顶层设计得好不好。而是各级政府在实施和落实中央部署的各种产业政策的时候，由于政府官员的专业能力、行政体制、监管能力缺失，导致各种以财政补贴为主的产业政策出现了众多的、不可忽略的寻租和腐败活动。

有些寻租和腐败活动是难以被监管的，所以这些产业政策在地方政府和官员落实和执行过程中，腐败和寻租问题相当突出，导致这些产业政策不能达到既有的、预设的目标。不但不能达到预设的目标，而且还会产生大的负面影响，也就是错配效应和扭曲效应，这是要重点关注的一个问题。我想林毅夫老师在这点上应该没有很好地回答，并没有落实到中国现实的背景这个特定环境里去。

经济观察网：从理论框架来看，张维迎和林毅夫老师观点分歧点在哪里？

张杰：张维迎老师说林毅夫老师在分析产业政策的时候，是基于新古典经济学的框架，我认为这个可能还是有些偏颇。实际上，随着市场经济和经济学的不断发展，我们把很多经济学定义为现代经济学框架。现代经济学一个重要的框架就是市场机制的框架，从这个角度来看，只要是遵循市场经济，遵循现代经济学框架的逻辑，是可以既谈市场机制的作用，也可以谈由于市场失灵所导致的政府看得见的手干预经济的必要性。从这点来看，张维迎老师指责或者是批评林毅夫老师的观点，可能是存在一点的疑惑的。

按照既有的现代经济学的理论来看，确实有很多外部性导致市场失灵，导致市场机制不能够有效供给这一类商品的情况，所以需要政府来进行干预。但是政府干预也面临着很多，比如说交易成本很高，收集信息成本很高，以及政府对成本收益的分析，导致收益要远远小于成本支出。政府在干预经济过程中是可以跟市场机制再次结合的，这个在整个新的经济学里有很好的阐述。所以张维迎老师因为这点否认那一点的逻辑，可能本身也存在问题。

张维迎老师所批评的中国的产能过剩，僵尸企业，以及各种制造业效率的过快、过早地下降，这些重点的问题都是由政府不恰当地干预所造成的。这一点现在很多经济学者，对这个问题是有很多看法的。但是较多的学者都认为，中国很多企业产能过剩、僵尸企业的形成，在很大程度上确实是由政府过多地干预，以及政府和市场的功能定义不清，这个根本性的问题所造成的。

日本产业政策，成功还是失败？

经济观察网：刚才张维迎老师提到日本的产业政策时表示，日本的企业家有效抵制了政府干预。对比刚才林毅夫老师的分析，应该怎么看？

张杰：张维迎老师刚才举了个例子，说明日本的企业家通过自己的聪明才智，成功地抵制了政府的干预。这句话我个人认为肯定是有失偏颇的，为什么？因为从日本整个经济发展的阶段，特别是二战以后，它整个经济工业化高速发展的阶段中，日本的整个经济发展特定的模式是财团主导制。所谓

的财团主导制，概括起来就是工业资本和金融资本合二为一。这种特定的财团主导制在整个日本的经济发展过程中是积极作用的。

比如说丰田要生产汽车，需要大量投资，资金从哪里来？就是由财团所掌控的银行体系提供的。银行提供给丰田企业的贷款可能不是一年、两年的短期贷款，都是长达二十年的贷款，所以很好地适应整个产业发展的巨大的资金需求。特别是对长期发展资金的需求，以及应对发展过程中出现的各种风险。这个特殊的制度安排，是整个日本经济起飞的一个主导模式。

但是这个模式并没有反映对政府干预的抵抗性。实际上，日本在整个日本经济起飞阶段中属于追赶型的，它能可靠预测到今后要重点发展的产业，它有美国这样重点的产业为参照性，比如说汽车行业，所以财团和政府是一致的，是密切参与的，是互动出台这些产业政策的，所以抵制这个说法有待商榷。

另外，日本的产业政策失败还有其它原因，日本已经到了追赶上美国的经济发展阶段，但它还处于整个产业创新发展的青年时期，不知道创新或者新产业是什么。张维迎老师讲得是有道理的，无论是政府，还是企业家，都不能有效、完全地判断整个发展的方向和前沿是什么。美国的依靠市场导向的模式是具有优势的，日本政策产业政策导向就会出现大量问题，这是日本整个产业政策由成功到失败的原因。

经济观察网：中国应该从日本产业政策里借鉴什么？

张杰：对中国来说，只有少部分产业发展到了创新阶段，这个就需要去预测和把握方向。由地方政府或者行业专家来对此做出预判，有着不小的难度，风险也在于此。但是从另一个角度来看，现实的问题是，很多产业还未达到创新的基本面。

产业政策制定的大背景是什么？

经济观察网：二人争论又提到了比较优势，张维迎教授认为发挥比较优势与强调政府作用存在矛盾。这个矛盾，在现实中是否有比较明显的案例？林毅夫认为，必须要由政府协调不同的企业来进行，或由政府来提供。从操作层面看，效果怎么样？

张杰：刚才张维迎老师批评林毅夫老师新结构经济学的基础，要素比较优势的发挥。林毅夫老师所定义的比较优势主要是从国家的层面来定义的，张维迎老师是从个人和企业层面定义的。定义可以从不同的角度，比较优势按照既有的经济学，比较优势不仅是国家的，也可以是企业和家庭的，都是存在自己的特征的，这是经济学的一个基本理论，这是没有歧义的。

这个问题还有一个层面叫区域层面，因为一个国家内部的经济的发展不可能同时推进，肯定在不同的地理区位，存在要素禀赋差异。

上面我讲过深圳的例子，深圳这个地方只有一个地理的相对区位优势。为什么在中国的对外开放中成为中国出口加工贸易的基地，是因为各种要素都是可以流转的。深圳可以把河南、山西、安徽、湖南、湖北等劳动力大省的劳动力吸引过来，创造出一个新的要素比较优势。这一点我觉得可能是林毅夫老师的解释的缺陷所在的，当然张维迎老师的解释也是有点缺陷的。

要素在一个特定的区域，一个国家内部都可以流转的。单纯看原始的要素禀赋而忽略动态变化看待经济发展，这是有问题的。

如何来理解中国经济在特定的阶段经济起飞的成功，我这里的定义，如果说才一个初级阶段取得的成功，从0到经济初步实现发展这个阶段我们实现成功，往后的成功我们不知道。就是改革开放以后，我们取得了初步的成功。这个初步的成功有一个重大的争论，到底是市场化改革所激发的各个经

济主体的活力所导致的，还是通过国家有效地干预，工业化园区、基础设施建设等手段，政府提供大量的财政补贴给企业家，增强他的预期和信心来促进发展。这个问题我觉得都是二者兼有的。

经济观察网：张维迎老师提到了大国特有的发展模式，这是否会成为中国未来的产业政策制定的一个重要背景？

张杰：张维迎老师提的大国特有的发展模式我觉得还是有道理的，因为比较优势主要是针对小国。对小国来说肯定特定的某种比较优势要素非常重要，大国的要素优势更多，因此大国起飞的经济发展模式不可以按照小国禀赋要素的模式来单一实现，肯定有多样化的趋势和可能性。我觉得这个问题是对林毅夫老师的新结构经济学，包括财政政策的基础，应该是一个有力的回应。

所以我们在考虑中国当前的经济发展，包括产业政策运用的时候，要更多考虑中国这个大国的背景。中国不同的地区的发展经济阶段是有差异的，要素禀赋、技术特征也是有差异的，包括人的制度和文化都是有差异的。在这种复杂的背景下，中国的经济发展模式，不同地区的经济发展模式是千差万别的。所以我一直坚持这个观点，中国的产业政策也一定考虑区域的差异化，就中国来说不应该追求一种单一的、由中央统一指导的产业政策，这种模式是有很大问题的。

现在我们也观察到的，比如说发改委出台一个战略性新兴产业的指导目录，那么很多地方政府又没有技术，不具备人才，又不具备资金的优势，也要去搞新兴产业，这完全是违背本地经济发展禀赋优势的。这在中国当前整个产业政策制定和实施过程中，也是一个非常突出的问题。

中国需要什么样的产业政策？

经济观察网：回到中国产业政策本身，目前的中国产业政策的特征是什么，有哪些问题？

张杰：今天非常有幸看到二位学者的讨论，从我的角度来看，我们更要考虑的是，中国的产业政策如何随着整个经济发展目标的变化、经济发展阶段的转换而不断调整。

首先，我们要探讨中国当前的产业政策到底是什么样一个特征，呈现哪些最基本的特征。这个问题不搞清楚的话，脱离中国的现实，谈是没有意义的。

在我看来，中国当前的产业政策有四个最基本的特征：

第一，中国当前的产业政在相当程度上，是中国在既有的政府和市场各自功能的定义不清的背景下所产生的。从现实观察来看，中国很多地方政府在执行或者是实施、落实产业政策过程中，主要是以优惠的政策，如说土地、税收、资金使用优惠、出口退税等优惠政策，以及大量运用各种政府财政支持的手段来具体实施的。

当然前面的政策林毅夫老师也探讨过了，提供优惠政策是中国各地政府普遍采取的手段。此外，地方政府经常使用的还有财政补贴或者财政奖励。

这种方式出现的问题就是，各种优惠的一揽子招商计划，很多是违背市场公平竞争的原则。所以一定程度上说它会对市场的配置效率产生各种各样的扭曲，这然必然的。

第二，中国的各级政府在实施各种产业政策的时候。地方政府在制定和执行产业政策动机，实际上是官员为了自身的需求，为了实现当地的 GDP 在短期之内快速增长的动机出发的。这种前提下来看，要准确认识中国的产业政策背后的驱动力，就不能脱离这个特殊的政府体制这个角度。那么这个体制随着政府官员的变更，各种产业政策的制定和落实也会发生容易改变，哪一任官员来了以后我就改变，按照我的设想换一套产业政策和经济发展的目标，所以产业政策不具有可持续性。

第三，地方政府官员的专业能力和执行的能力。政府推了这个政策以后总得有人落实，靠谁落实？

按照我们的行政体制由相关部门、相关科室具体的、少数的官员执行。出现一个很复杂的问题，整个产业政策针对具体的产业需要很强的专业知识才能加以判别，整个产业过程中这些风险，各个环节的风险问题都需要很专业的水准进行判别。而我们这些地方政府官员能力主要是行政管理能力，他哪有这些专业的能力去控制和识别风险？这是非常重要的问题。我们在实地调研过程中就发现，不是产业政策本身制定得好不好，而是地方政府官员的能力跟产业政策的需求不匹配，所以导致产业政策失效。这其中也有监管的问题，很难监测产业政策推下去以后到底有没有达到目标。

第四，不能忽略的问题是，张维迎老师也提到的，中国特定的当前发展背景下，法制以及政府的监管机制相对整个还是存在很多弊端。这种特定的背景下，中国的很多产业政策，特别是给产业政策配套的财政资金应用不到位，容易滋生大量的腐败和寻租的机会，这进而导致不少地方政府的产业政策的实施效果不佳，配置效率产生极大的、不可忽略的扭曲效应。即便产业政策的顶层设计很合理，但由于地方确实鼓励创新的机制，并不能真正帮助那些需要政府支持的企业能够获得政策的激励。这对中国的产业政策产生了不可忽略的负面冲击。

经济观察网：实践中，产业政策的负面效应日渐凸显，如何对上述背离和扭曲加以校正？

张杰：我们知道当前的产业政策存在上述特征，其中正是由既有的体制和操作问题造成的。当然我们也不能因此完全否认产业政策在中国经济的起飞阶段，特别是出口导向的发展阶段所具备的利大于弊的效应。

张维迎老师全盘否认产业政策的有效性可能也不符合客观的逻辑，对处于经济起飞阶段的中国经济，市场经济发展相对滞后，很多市场经济优势没有得到发挥，导致制度性交易成本提高。这个时候政府通过特定的产业政策，通过政府的财政资金帮助企业发展，实际上对企业来说是有好处的，增强了企业家投资的信心，帮助企业能够在较短的时间内达到规模经济，获得特定的出口优势，为中国经济起飞创造条件。我还是强调这一点，完全否认中国既有的经济政策是不合理的。

但最关键的问题是，当前，中国经济已经越过了经济起飞的阶段，由要素粗放型的发展模式转化为要以创新驱动的发展模式。产业政策对中国整个经济发展的新动力的已经形成，就有的产业政策不调整就会给新旧动力的转换造成很大的扭曲效应。

我谈四点。第一，这些既有的地方产业政策，已经对中国经济结构调整的根本性目标产生很大负面效应的。如果帮助在市场上已经获得竞争优势的企业维持它的地位，而对那些真正需要政府扶持的新产业、新业态不能提供很好的扶持，这样的产业政策是错位的。

第二，在创新驱动的国家发展战略发展的背景下，当前很多产业已经到了创新的较前沿发展阶段，应该鼓励企业基础创新、应用创新、技术创新、产品创新、工艺创新等新业态发力。所以既有的产业政策要避免技术的外用效应导致的投资不足。

第三，既有产业政策与中国的制造业立国或工业强国发生背离。中国的经济为什么能腾飞，主要是我们利用自己的优势成为世界工厂。正因为我们的制造业规模迅速扩张，才可以获得当前的产业规模。但是产业政策不是单纯用来增强产品数量，也要提升自主创新能力，提高工艺水平。因此，中国的制造业不能过于依赖产业政策，这会导致自身能力的弱化，对整个制造业的发展还是存在很大负面效应。

第四，与中国整个市场化的总体发展战略目标，也可能存在一些背离现象。十八届三中全会说得很明确，中国整个经济发展的目标是由市场决定配置资源的主导性作用，这个目标指明中国今后的整体发展是以市场化为导向的。而我们固有的产业政策，我前面也强调了，它本质上是生产性补贴，这个东西再搞下去对我们建设市场化这个目标会产生很大的负面效应。

这四个背离的存在造成中国当前固有的产业政策，实际上是破坏需要调整和全面的转型升级。这才是中国整个今后的产业政策要关注的和重点改革的。

经济转型的核心动力是什么？

经济观察网：中国经济转型升级的最核心的动力是什么？面对多重困局，未来产业政策的改革取向是什么？

张杰：再回到这个问题来看，到底导致中国经济持续下行最主要的原因是什么？这个问题不探讨清楚，就没有办法对中国整个今后经济发展形势的判断，也无法把握产业政策要调整的方向。

中国当前经济整个发展的最大动力在中国高端制造业。我们做过这样的研究，2014年中国制造业的劳动生产率只有美国的20%不到。如果把这个数据再细看，从传统制造业、战略性新兴产业以及生产装备制造业这三个部门来看，于发达国家的差距还是很大的。

除了差距大，中国的劳动生产率出现一个突出的现象，过早、过快地弱化的现象。我们做过测算，中国当前的制造业部门真实劳动生产率差率和美国同期相比，中国最近这三年制造业的劳动生产率增速只有一点几，美国同期是四点多，韩国高达六点八。中国今后的产业政策都要围绕这个核心来开展，可能我们做的措施有以下几个方面。

第一，对中国今后的产业政策不要大量实行生产性补贴，而应与创新驱动发展战略全面融合，要以强化创新作为最根本的目标。为什么中国的制造业竞争力有弱化问题，说白了就是自主创新能力不够，还是依靠老一套的规模扩张，要素粗放型的增长模式。围绕着一系列的以创新为主导的目标全面展开。前面林毅夫老师也强调，从这些创新角度来看，都或多或少存在外部性造成的市场失灵的现象。因此，完全由企业来承担，肯定是不可能的。让企业完全去判别风险，风险大的东西企业家肯定不愿意冒这个险。张维迎老师说企业家一定会冒险，这句话只讲对30%，一个理性的人，就包括我们在内，在风险大和风险小的投资项目里去，一般会选择风险小的投资项目。所以我们不要高估人类的冒险精神，没有这么多人愿意去冒险的。这种情况下政府的产业政策全面向鼓励、激励、创新，一些良好的激励机制来鼓励制造业企业的创新，各个层面的创新，很显然是极有必要的。

第二，对中国整个产业政策的退出还不能操之过急，不要一刀切。目前，中国经济面临的困局一方面经济下行压力加大，这会导致金融风险、就业压力等问题的暴露。这个时候一下子把既有产能政策全部退出，经济可能面临更大的困局，所以产业政策的调整要因地制宜，不同发展地区还有差异。相对比较滞后的地区可能还要认真学习这些产业政策，对于处于比较前沿的地区，可能鼓励它加快产业政策的转型。

第三，我前面也强调了制约当前中国产业政策的一个重要因素是，地方政府官员的能力跟产业政策制定和实施的不匹配，或者是专业能力的不够。最好的解决方法就是各司其职、各归其位，政府官员就负责资金的使用，以及对产业政策效果的监督，而把这个产业政策的识别、具体的资金投入方向交给市场去执行。比如说我们现在做了很多探索，很多政府功能的外包。再比如，一直鼓励的购进新型的政府股权产业引导基金，这个新型的政府产业引导基金，就是想把政府的手和市场的手结合起来，政府制定产业政策和投资方向，具体政府的钱和私人资本结合起来，由专业的投资公司打理，按照市场的逻辑进行投资，这就是很好的改革方向。

第四，必须开创由政府、市场和第三方专业机构、专家，以及专业人士来协同合作的新型产业政策运行的架构。我前面讲了，新型的政府股权引导基金是很好的尝试，也有利于政府和市场的平衡。但是有一点还要强调，从既有的地方政府搞政府产业引导基金反馈的情况来看，还是发生一定的变形，有的地方搞股权引导基金有其形无其神，表面上很像，但是内部还是按照旧有的模式操作，披着新型的外衣，这是需要重点关注的现象。此外，假设没有外部良好的法制环境监督，大量的寻租和腐败行

为在新型政府引导基金也会发生。所以这种新型的市场和政府结合的新尝试，也需要良好的法制和政府的监督机制。

如果再沿袭以往由各级政府行政机构官员制定、执行、财政资金使用和监督“四位一体”的产业政策运行模式，必然会成为塑造经济增长新动力、新动能和推进供给侧结构性改革中的最大障碍，必须开创由政府、市场，以及第三方专业机构、专家等专业人士协同合作的新型产业政策运行架构。政府研究和制定产业投资方向的政策依据，以及承担最终的监督功能，产业政策的具体运行和审计工作则交付市场、专业机构和专业人士来完成，真正建立市场这只看不见的手和政府这只看得见的手在产业政策制定和执行中的有机平衡。

此次的产业政策思辨会已经结束了，在聚焦林毅夫与张维迎公开辩论之余，场外还有许多关注此次活动的网友向经济观察网发来了他们的一些思考，以下为各位网友的观点锦集：

观点 1：上海交通大学现代金融研究中心主任、安泰经济与管理学院教授潘英丽：

我对林毅夫和张维迎争论的意见：想起与产业政策相关的农民智慧：政府让我种葱我一定要种蒜！山东魏桥集团就是在政府压纱锭时做纺织业起家的。现在列入民企 TOP5，中国未来经济规模可达全球三分之一，目前社会需求正从基本大类需求进入多样化、个性化、人性化发展阶段。有为政府应与营造“让市场在资源配置中发挥决定作用”的法治环境相联系，并淡出产业政策。因此政府既是有为的也一定是有限的。各执一词的争论是没有结果的。更应关注双方观点的交叉项。共识比分歧更重要。

观点 2：北京大学经济学院经济学系副主任苏剑

产业政策该不该有？看发展阶段。在发展中阶段，产业升级的方向相对比较明确，可以有产业政策，由政府有意识地进行引导；但在经济达到一定程度之后，尤其是科技水平接近世界科技前沿的时候，就不行了，因为此时产业升级的方向不确定，由政府官员来识别哪些产业该支持就很不靠谱。林毅夫的理论是关于发展中经济的，张维迎的理论适合发达经济。所以二者之间没有必然的冲突。

林毅夫的理论比较中规中矩，提倡“有效市场、有为政府”，这个理论有一个前提，就是政府是一个“有为政府”，这就要求：（1）政府想作为；（2）政府想适当作为；（3）政府能作为；（4）政府不能乱作为。因此，这个理论要实施，就必须全面改革，也就是实现“国家治理体系和治理能力的现代化”。从这个意义上说，林毅夫和张维迎关于改革的态度其实没有多大差别。

观点 3：富溪投资管理有限公司董事长、独立经济学家刘维明：

林张之争，归根结底是市场和政府功能、作用之争，在我看来，他们都对又都不对，思维方式更像西方人，而忘记了中国文化之精髓，即中庸之道。任何事情都存在一个“度”的问题，在度内是好的，超过了就变遭。政府和市场的关系也是如此。

市场并不是完全有效的，事实上往往还往往是无效的，因此完全依赖市场自发是不可取的，必须加入政府干预，因后者掌握更多的宏观数据、尤其是本次争论的焦点“产业”的详细信息。然而，后者的干预应建立在前瞻性的统筹和连贯性的政策上，而不是追着市场跑。

因此，对于政府干预的质量有着非常高的要求。所以，问题的症结不是要不要政府，而是政府应该做什么、做多少，怎么做。

观点 4：申万宏源证券固定收益首席分析师范为

与财政货币政策更侧重于在时间与空间两个维度调配资金、资源的分配功能相比，产业政策更侧重于创造更大的“蛋糕”。因此，产业政策对于一国的国民经济发展具有引导与促进作用。与此同时，我认为：我国过去的产业政策在一定程度上存在着修缮的必要性和空间，过去我们的产业政策扶持了

很多产业，但最后要么出现“一窝蜂、产能过剩”，要么“一放就乱、一收就死”。未来产业政策应该更多的放到“供给侧改革”的层面，提升产品质量；同时更多的注重产业创新、产品创新，通过提升全要素生产率，来推动国民经济及相关产业的发展。

后记：这次产业政策论证之所以受到如此关注，一个深刻的背景是中国经济正处在转型升级的关键时刻，产业政策是顶层设计之下连接微观经济主体的关键一环，产业政策对微观经济和宏观经济的影响和作用不言而喻。中国产业政策的讨论和争议，需要用未来的经济实验来验证。

中国如何发展衍生金融市场？

来源：FT 中文网（2016-10-25）

作者：欧阳辉（长江商学院金融学杰出院长讲席教授，长江商学院互联网研究中心主任与金融创新和财富管理研究中心联席主任），孟茹静（香港大学经济及工商管理学院金融系首席讲师，香港大学金融学硕士项目主任）

发展资本市场已经成为中国深化改革、加速发展的进程中一个日益重要的课题，政府的“十三五”规划中明确表达了发展资本市场的决心。近年来，中国开通沪港通，筹备深港通，向境外金融机构开放债市，而且近日中国证监会和基金业协会在北京召集多家国际知名机构座谈，进一步明确外资私募入华政策口径，都是为了这一目的。与发达国家相比，中国股票和债券市场已具有相当的规模，但衍生品市场却差之甚远，这阻碍了资本市场的进一步成熟。

首先，由于金融衍生工具的缺失，市场上缺少做空的工具，价格发现功能不够完善，为市场带来更多的不确定性。同时机构投资者缺乏对冲市场风险、利率风险和信用风险的工具，导致其缺乏在大陆市场投资的信心。

其次，近年来中国开通了沪港通并同时筹划深港通，本意是吸引境外投资以增加国内市场的体量，但大陆衍生产品的缺乏给国外机构投资者对冲风险带来一定的限制。

再次，同样因为缺乏对冲工具，国内的私募投资基金以做多为主，难以真正地对冲，也很难追求绝对收益。一些采用市场中性策略或多空策略的私募投资基金，也由于股指期货的名存实亡而不得不转向商品投资或是海外股票市场。

最后，对境外机构投资者而言，汇率风险也使他们对中国市场望而却步。中国最近进一步向境外金融机构开放债市以吸引境外资金进入债券市场，但由于国内市场上作为风险控制工具的汇率和利率衍生品的缺乏，这一政策推出后的效果仍是一个疑问。

基于中国发展衍生品市场的迫切需求，本文旨在介绍大陆衍生品市场的现状，及其与香港衍生品市场的比较，并且对大陆衍生品市场未来发展提出几点建议。

大陆衍生品市场的现状

随着金融改革深化，中国衍生品市场逐渐发展起来，按资产类别划分有以下几类产品。利率类产品包括场内的国债期货以及场外的利率远期和利率互换产品。2015 年中国国债期货市场全年日均成交金额达 246.20 亿元人民币，相比美国国债期货 2015 年每日成交金额 3140 亿美元而言规模较小。中国的利率远期市场更是处于萌芽阶段，而利率互换产品则相对较为成功，2016 年 6 月人民币利率互换名义本金成交额约 9000 亿元人民币。

权益类衍生品主要包括股票期权、股指期货和认股权证。股票期权中仅有唯一一只以上证 50ETF 为标的的 ETF 期权，还未有任何个股期权上市。股指期货包括以沪深 300 指数、中证 500 指数和上证 50 指数为标的的三个产品，一度十分成功，2014 年其交易量在全球主要股指期货交易所中排在第五，然而自 2015 年“股灾”后，股指期货成为众矢之的，持仓交易保证金和平仓手续费大幅提高，其流动性受到重创，基本名存实亡。国内的认股权证产品种类稀少，市场开创初期投机炒作严重，交易异常频繁，价格常常远远偏离理论价值。自 2011 年 8 月后，权证交易陷入停滞，而且在 2011 年 7 月后已无新上市权证发行。

货币类衍生品包含人民币外汇期权和期权组合、外汇远期、外汇掉期和货币掉期。外汇期权和期权组合的市场规模较小，2015 年交易金额共达 4047 亿美元，并且多数发生在银行间外汇市场。外汇远期最早由中国银行于 1997 年推出试点，2006 年已有 50 家银行开办该业务，2015 年全年交易金额共达 4950 亿美元。人民币外汇掉期和货币掉期分别于 2005 年和 2007 年在银行间外汇市场推出，2015 年全年交易金额共达 86033 亿美元。

商品类衍生品目前仅有期货产品，尚无期权产品。商品期货的标的涵盖化工产品、金属产品、农副产品、能源产品等几大类。中国的商品期货市场发展非常火热，尤其是农产品期货。2014 年，世界前二十个交易最活跃的商品期货合约中有十个都在中国市场交易，全球最活跃的十家商品期货交易所中，上海期交所、大连商品交易所、郑州商品交易所分别占据第一、第三、第四的位置，主导了全球商品期货交易的大方向。

中国市场上的信用类衍生品目前仅包含 2010 年 10 月推出的信用风险缓释合约（CRMA）和信用风险缓释凭证（CRMW）两类产品。前者与国际通行的信用违约互换（CDS）类似，不同之处在于其标的债务限定于具体指定的债券和贷款。后者则是由符合资质的机构所创设，为持有人就公开发行的标的债务提供信用风险保护、可交易流通的有价凭证。由于中国的这两类信用类衍生品的标的债务对应

大陆与香港场内衍生品品种比较

衍生品种类	场内衍生品市场			
	香港市场		大陆市场	
	产品名称	相关资产	产品名称	相关资产
利率期货	一个月和三个月港元利率期货	一个月和三个月香港银行同业拆息	5 年期和 10 年期国债期货	面值为 100 万元人民币，票面利率为 3% 的中期和长期国债
股指期货	恒生指数期货 小型恒生指数期货 H 股指数期货 小型 H 股指数期货 IBOVESPA 期货 MICEX 指数期货 S&P BSE SENSEX 指数期货 FTSE/JSE 指数期货 恒指股息期货 恒生国企股息期货 恒指波幅指数期货 中华 120 指数期货	恒生指数 恒生指数 恒生中国企业指数 恒生中国企业指数 IBOVESPA MICEX 指数 S&P BSE SENSEX 指数 FTSE/JSE Top40 指数 恒指股息点指数 恒生国企股息点指数 恒指波幅指数 中华 120 指数	中证 500 股指期货 沪深 300 股指期货 上证 50 股指期货	中证 500 指数 沪深 300 指数 上证 50 指数
股指期权	恒生指数期权 小型恒生指数期权 H 股指数期权	恒生指数 恒生指数 恒生中国企业指数	---	---
股票期货	股票期货	74 家股票（3 家 ETF）	---	---
股票期权	股票期权	83 家股票（3 家 ETF）	上证 50ETF 期权	上证 50ETF
货币期货	人民币货币期货	美元兑人民币（香港）	---	---
商品期货	伦敦铝期货小型合约 伦敦锌期货小型合约 伦敦铜期货小型合约 伦敦镍期货小型合约 伦敦锡期货小型合约 伦敦铅期货小型合约	电解铝 电解锌 电解铜 原镍 锡 标准铅	有色金属：铝、锌、铜、镍、锡、钛合金 化工：天然橡胶、聚乙烯、聚氯乙烯，等等 农产品：玉米、玉米淀粉、黄大豆，等等 贵金属：黄金、白银 黑色金属：螺纹钢、线材、热轧卷板 能源：燃料油、沥青、动力煤	

不同的具体债务，而不是像国际通行的 CDS 一样对应一整类债务，导致其规模效应不足、流动性低。而且在 2014 年之前中国存在刚性兑付，市场对信用类衍生品的需求不足，因此 CRMA 和 CRMW 的市场规模很小。据对外经贸大学金融市场研究中心统计，这两种产品推出 3 年内累计交易的名义本金仅约 50 亿元人民币。随着 2014 年中国刚性兑付的打破，以及债券违约事件的增多，通过 CDS 来规避信用风险的呼声渐起。中国银行间市场交易商协会(NAFMII)今年 9 月 23 日正式发布信用违约互换(CDS)和信用联结票据(CLN)业务指引，并同时发布了修订后的信用风险缓释工具相关业务规则。市场期待中国版 CDS 产品的发行。

与国外的衍生品市场相比较，中国场外金融衍生品市场仍处于商品衍生品领先、金融衍生品缺乏的初级阶段，在流动性、市场结构、基础性建设等方面均存在很多不足。一方面品种发展不平衡，商品衍生品市场较为发达，但依然缺乏石油衍生品等一些关键性的品种，而金融衍生品中更是匮乏期权产品和信用衍生品。另一方面市场发展不平衡，场内市场品种较多，交易活跃，场外市场（银行间市场）却交易寡淡，许多场外衍生品一经推出即无人问津。

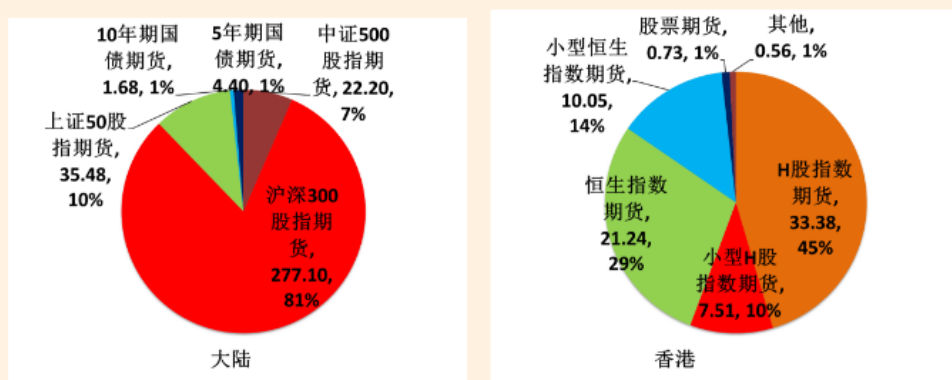
大陆与香港衍生品市场的比较

香港的衍生品市场比大陆市场发展时间更长，产品更加丰富，市场更加成熟，可以作为大陆发展的参考。两者的差别在于交易品种各有侧重，而且市场参与者的组成大相径庭。

如下表所示，香港的衍生品品种比大陆丰富很多，涵盖了股指期货和期权、股票期货和期权、货币期货等产品，而大陆市场的股指期货、股票期货、货币期货则是一片空白，股票期权仅有一只 ETF 期权。但是相对于香港市场，大陆的商品期货品种更齐全，交投更活跃。

场内金融衍生品市场方面，香港市场的产品结构相对不均衡，其股指期货和股票期权占据绝大部分。如图 1 所示，超过 98% 的期货交易集中在恒生指数期货、小型恒生指数期货、H 股指数期货、小型 H 股指数期货这几个主要产品，所有 74 只股票期货仅占 0.99%。反观大陆市场，因为没有股票期货的存在，所以我们无法从股指、股票期货成交的平衡角度来比较，期货成交量集中于沪深 300 股指期货，达 81.29%，且大陆市场交易张数一度远高于香港市场。当然，这可能归咎于 2015 年“股灾”风波中股指期货的异常表现，而非正常发展的必然。在 2015 年“股灾”风波后，只要大陆股指市场由于政策压力形成的沉寂局面不被打破，大陆股指期货的未来就不容乐观。其次，香港活跃的期权市场与大陆形成了鲜明对比。香港期权交易与期货交易恰好相反，个股期权（包含 ETF 期权）2015 年成交 92,463,479 张，占市场总量的 79.46%，股指期权仅占 20.54%。而大陆市场唯一一只 ETF 期权

图1 大陆与香港金融期货品种及比重对比



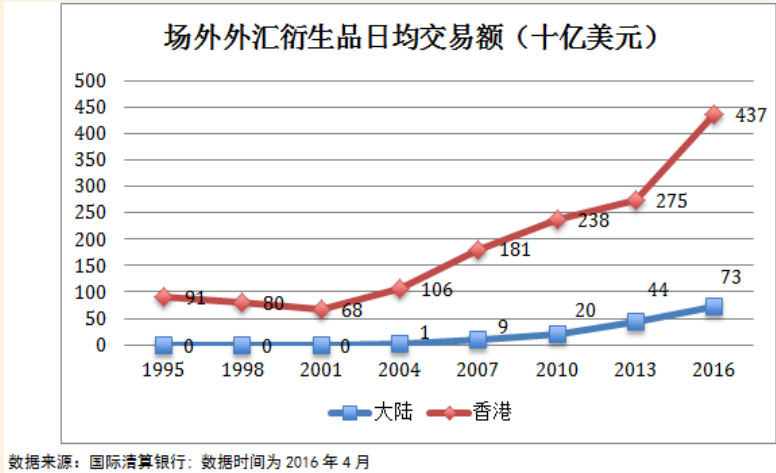
（注：图中数据标注依次为衍生品名，2015年总交易量（百万张），占总交易额百分比。数据来源：中国金融期货交易所、香港交易所）

2015 年成交 35,268,556 张，远低于香港市场。同时，大陆市场尚无个股期权，大陆投资者对冲个股风险的工具十分缺乏。

商品期货方面，香港商品期货的标的资产均为基础金属，而大陆有其他诸如化工、农产品、贵金属、

能源、黑色金属等多种商品期货，种类更丰富，交易也更活跃。事实上，早在 1977 年香港即推出棉花期货，其后相继推出原糖和黄豆期货，不过经营并不成功。棉花期货因经营惨淡于 1981 年停板，到 20 世纪 90 年代初黄豆和原糖期货也日渐式微。香港商品交易所于 2011 年曾推出黄金和白银期货，但由于收入不足以支撑日常开支，香港商品交易所也于 2013 年停止运营。与大陆交易所相比，香港因为本身并非传统商品市场，缺乏本土商品，不具备发展大宗商品的先天优势，但现有的几只基础金

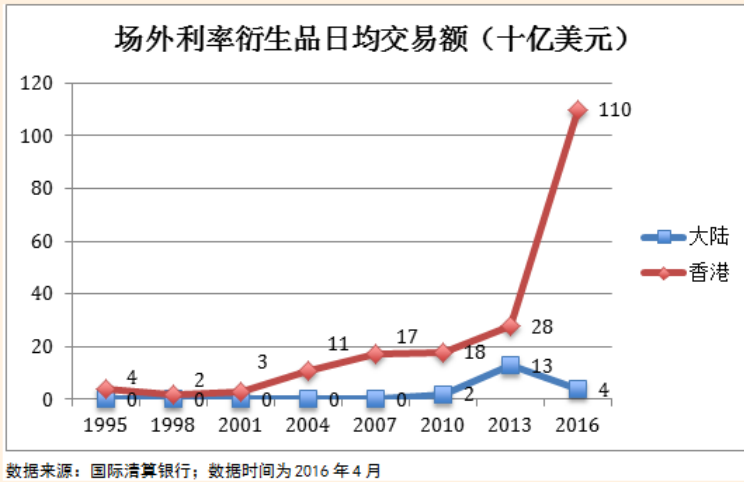
图2 大陆与香港场外外汇及货币衍生品日均交易额比较（十亿美元）（包括现汇）



属期货合约都发展得非常成功。长期来看，香港和内地的商品期货联系将愈发紧密、相辅相成。

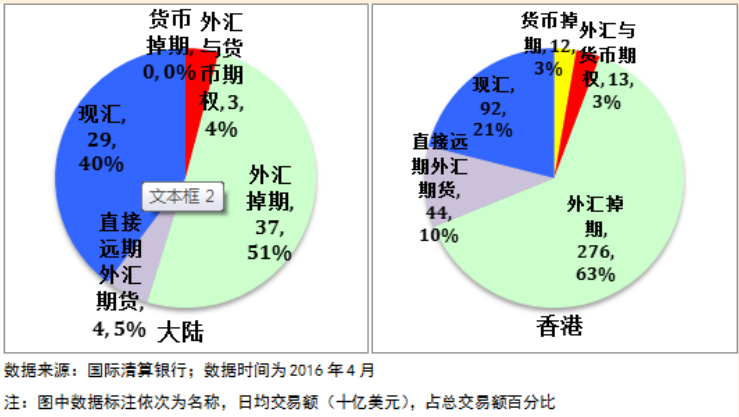
场外衍生品方面，香港作为一个国际性的金融市场，市场参与者规避汇率风险的需求较大，并且外汇市场交易活跃，因此其外汇衍生品交易非常活跃。如图 2 所示，香港市场的交易额远高于大陆市场，大陆市场在 2004 年前还是一片空白，但近年来发展也十分迅速。如图 3 所示，无论大陆或香港，外汇掉期合约都占据了交易量的半壁江山，分别占 51% 和 63%。相比之下，大陆市场缺乏货币掉期合约的交易，交易额总占比不到 1%。

图4 大陆与香港场外利率衍生品日均交易额比较



如图 4 所示，香港场外利率类产品的交易量远低于汇率类产品，但近年来增长也十分迅速。如图 5 所示，大陆市场交易额的 98% 都由利

图3 大陆与香港场外外汇及货币衍生品品种与比重比较（包括现汇）



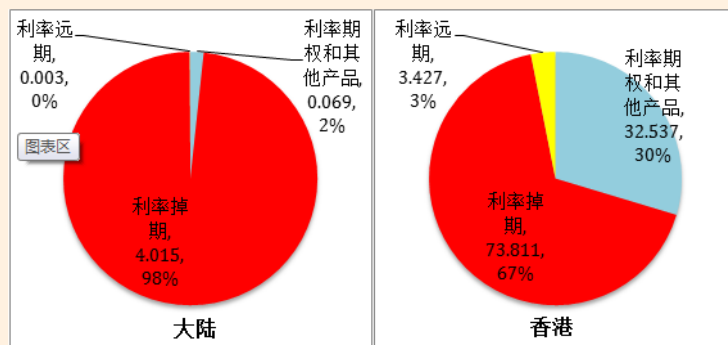
率掉期合约贡献，而香港市场的利率期权、利率远期合约虽然交易额不大，但不容忽视。

总体而言，与香港市场相比，大陆金融衍生品市场的交易品种有几个特点。其一，无论是场内还是场外，交易品种都较稀少，且现存产品里的合约种数也不多。其二，因为种类稀少，大陆场内金融衍生品市场交易非

常活跃且集中。其三，场外市场发展始于近年，相对场内市场而言发展缓慢、规模很小。

大陆衍生品场内市场尚处发展初期，而且出于对个人投资者的保护，目前准入门槛较高，譬如至少拥有 50 万元的个人投资者才可开通期货和期权交易账户，还需通过一些资格测试。场外市场上，汇率类衍生品的参与者较为分散，利率类衍生品则以其他金融机构占主要，占总交易量的 54%，境外做市商的比重较小，在利率类和汇率类衍生品中分别仅占 8%和 16%。相比之下，香港作为国际性的金融港，海外投资者的交易更为活跃，其中机构投资者居多，主要来自于英国、美国、欧洲其他国家、日本、中国内地及中国台湾地区，亚洲区的其它国家也占据一定份额。这些海外机构投资者在场内市场上主要投资于港元利率期货及恒生指数期权，在场外市场上主要投资于汇率类的衍生产品，其在利率类和汇率类衍生品交易量的占比分别达到了 61%和 68%。

图5 大陆与香港场外利率类衍生品品种与比重对比



数据来源：国际清算银行；数据时间为2016年4月

注：图中数据标注依次为名称，日均交易额（十亿美元），占总交易额百分比

大陆衍生品市场未来发展的建议

根据以上大陆衍生品市场与香港市场的比较，我们对大陆衍生品市场的发展提出以下几点建议。

第一，加强衍生产品业务知识的宣传教育。大陆衍生品市场仍处于新兴阶段，投资者对衍生品

了解不够充分，投机气氛浓厚，导致市场波幅较大。机构投资者对较为复杂的衍生品业务也不熟悉，内部风险控制机制不够完善，对于较大的市场风险无法把控，近年来也不乏中资企业在海外从事衍生品交易而产生巨额亏损的事件。香港的投资者教育则较为成熟，香港交易所、香港证监会、香港金融管理局及投资者教育中心都会通过各种渠道向投资者普及必要的金融知识，相比之下，国内投资者教育情况仍存在巨大的差距。做好投资者教育和服务工作，引导投资者理性参与衍生品交易，尤其是大力培育国内的机构投资者，是衍生品市场长期稳定发展所不可或缺的。

第二，建立完善的金融衍生工具监管制度，加强政府监管、交易所和行业自律。香港主要采取政府监管和交易所自我管理相结合的办法，一方面通过香港金管局发布的风险管理指引和香港政府于1997年金融危机后推出的30条监管措施，为政府监管设立了总体框架，另一方面成立了证券业检讨委员会、证券及期货事务监察委员会并进行一系列改革，推动了行业内自律监管。大陆市场目前尚处在新兴阶段，政府主导、分业监管的模式无可厚非，但决策部门与众多监管部门间的协调配合应得到重视。尤其是场外衍生品市场由于信息不对称、产品非标准化等原因，需要更加严格的监管。虽然中国人民银行、国家外汇管理局、银行间市场交易商协会都制定了不同的管理规定，但仍然缺乏统一的监管法规，使得对于更加自由、复杂的金融衍生品监管较为乏力。结合香港及其他成熟市场的经验，我国应该加快市场立法进程，对场外衍生品市场进行统一监管。

第三，积极发展场内市场，优先发展及完善股指期货、股指期权。正是由于股指期货、股指期权这些风险对冲工具的缺乏，限制了很多市场参与者投资于大陆资本市场，阻碍大陆股票市场甚至债券市场的发展。所以，大陆相关监管部门应加快研究步伐，丰富衍生品种类和数量。香港恒生指数期货虽然在1987年全球股灾几乎崩溃，但在政府果断采取严格的风险控制措施之后再次顺风顺水，新衍生产品也层出不穷，关键就在于恒生指数期货提供的良好基础，其做多、做空的双向机制及价格发现功能有助于平衡现货市场上多空双方力量的对比，在一定程度上降低了市场的不确定性，因而吸引投资者的广泛参与。大陆衍生品市场虽然屡遭挫折、富有争议，特别是在2015年“股灾”中成为

众矢之的，但发展的脚步不能停止。随着大陆机构投资者的日渐成熟和大陆市场对海外投资者的逐渐开放，市场参与者对风险控制的需求日益强烈，股指期货与股指期权的发展及完善更是刻不容缓。

为了推进中国资本市场的健康发展，健全现代金融体系，有效防范和化解金融风险，衍生品市场的发展成熟已经成为必不可少的重要一环，它为股票、债券等市场提供了风险对冲和价格发现的工具，有利于加强资本市场的有效性。中国衍生品市场目前仍处于新兴阶段，与成熟市场相比还有一定差距，尤其是通过与香港市场的对比更体现出大陆市场的不足。一方面从交易品种来看，虽然大陆市场的商品市场相对活跃，但缺乏诸如股指期权、股票期权等基本的衍生工具，而且一度活跃的股指期货也由于过度严厉的监管而形同虚设。另一方面从市场参与者来看，大陆衍生品市场参与者较为单一，尤其缺少境外机构的参与。这些缺点都限制了大陆衍生品市场的进一步成熟与发展。

考虑到政府发展资本市场的决心和衍生品市场对发展健全资本市场的重要性，以及中国衍生品市场的现状，我们建议监管部门应当加强衍生品知识的科普和教育，建立完善的衍生品监管制度，以及积极发展场内市场并优先发展股指期货和股指期权，通过这一系列措施来促进衍生品市场的健康发展。最后，随着资本市场的国际化和中国市场的进一步开放，中国更需要深化与国外监管机构的合作和沟通，共同促进市场发展和抵御市场风险。

新闻快讯

人民币贬值引发中国新一轮资本外流

来源：《华尔街日报》中文网络版（2016-11-17）

作者：SAUMYA VAISHAMPAYAN，LINGLING WEI

资本外流的幽灵重返中国。

越来越多资本流出这个全球第二大经济体，这一局面对中国政府让人民币以可控制的步伐贬值的策略构成威胁。

周一公布的官方数据显示，中国 10 月份外汇储备比 9 月下降 457 亿美元，至 3.12 万亿美元，创 1 月份以来最大降幅，也是资本大举外流的最新证据。10 月份外汇储备的大幅下降表明，资本外流的规模可能重新攀升至去年年底和今年年初的创纪录水平。

根据高盛集团(Goldman Sachs Group Inc., GS)衡量资本外流的数据，9 月份流出中国的资金可能达到 780 亿美元，仅次于去年 12 月和今年 1 月该行估计的逾 1,000 亿美元的单月流出额。分析师称 10 月份资本外流规模预计也将较大。

中国监管机构承认有资金外流的压力，但迄今为止仍表示无需对资本外流感到担忧。

分析师和投资者称，资本外流规模加大的一个原因是人民币兑美元的贬值速度再次加快，重新引发了迫切希望对境内存款和资产进行保值的中国人和中国企业的担忧。

尽管中国政府多次承诺将维持人民币汇率基本稳定，但 9 月底以来人民币兑美元已下跌 1.6%。中国对人民币交易区间实施严格控制。中国央行采取的一些努力帮助避免了人民币出现更大幅度的贬

值（第一季度人民币兑美元为升值，并且在 7 月份和 9 月份再度小幅上涨），但今年以来人民币兑美元仍累计下跌 4.2%。

王芳（音）是北京的一位教师，她最近在微信上发问，谁能告诉她人民币汇率到底怎么了，人民币还能跌多少？王芳在接受采访时表示，她的许多朋友都已去香港购买外币计价的保险产品，原因是人民币的贬值速度加快。她说，她当然也在考虑这一点。去香港购买外币保险产品是目前中国内地人士将资金转移至境外的一种常见方式。

寻求避免人民币贬值冲击的中国人一直在投资从黄金到虚拟货币比特币在内的所有选择。自 9 月底以来比特币在国内平台的交易价格已上涨 17%。

另一个造成中国资本外流增多的因素是像索通发展股份有限公司 (Sunstone Development Co.) 这样的中国出口商。这家公司生产用于制造铝的炭块，每年有三分之一的产品销往海外。和许多类似的制造商一样，索通发展董事长郎光辉说，该公司并不急于把美元利润兑换为人民币。这意味着流入中国的外币减少，无法弥补从中国流出的资本。

过去一年，索通发展还通过衍生产品合约押注人民币贬值，如果人民币下跌，这种合约将获利。

对于中国政府来说，一方面有必要让人民币贬值以促进经济增长，但另一方面也要防范过度贬值造成不稳定的资本外逃，这种平衡本身就很难把握，而目前越来越多的资本流出无疑又给中国政府带来挑战。去年 8 月份，中国央行宣布让人民币汇率更加市场化，同时让人民币一次性贬值近 2%，这记组合拳导致人民币大幅下跌，并引发全球市场大震。尽管中国采取了遏制企业跨境交易和限制个人购汇额度的资本管制措施，但仍有大量资本流出中国市场。

根据一些估计，到 2015 年底，随着人民币兑美元汇率大幅下跌，每月有近 1,500 亿美元流出中国，这个速度让从国际货币基金组织 (International Monetary Fund，简称 IMF) 到中国央行的所有人感到不安。

中国央行通过采取多种措施控制人民币的贬值和资本外流，包括干预汇市支撑人民币币值，对资金流出交易进行更严格的管理，以及实行一种在人民币汇率上赋予央行更多控制权的汇率设定机制。在美元或其它货币已经升值之际，中国央行使用该机制让人民币贬值。

然而现在，受美国联邦储备委员会（简称：美联储）将在今年年底前加息的预期推高美元影响，人民币贬值的速度正在加快。

很多分析师表示，一个危险的反馈回路正在人民币贬值与资本外流之间形成：随着人民币走软，更多中国居民和公司在海外寻求更安全的价值储藏手段，这反过来导致人民币进一步走低。

美银美林 (Bank of America Merrill Lynch) 估计，第三季度中国资本外流总计达到 1,130 亿美元，高于第二季度的 990 亿美元。该行目前预计，2017 年年底人民币将触及 1 美元兑人民币 7.25 元，此前的预期为 1 美元兑人民币 6.8 元。该行对预期进行调整的部分原因是预计大规模资金外流将在明年继续。

中国银行 (香港) 有限公司 (Bank of China (Hong Kong) Limited，简称：中银香港) 私人银行业务主管曾锦燕 (Wendy Tsang) 称，人民币最近的贬值使得各收入水平的大陆客户针对如何购买美元计价公司债或伦敦房地产等外国资产的问询量增加。

中国政府再次加大了遏制资本外流的力度。中国银联股份有限公司 (China Unionpay Co.，简称：中国银联) 10 月末出台了禁止中国内地客户使用该公司发行的信用卡或借记卡购买多数外国保险的规定。用银联卡购买保险是投资者将大笔资金转移到境外的常用方式之一。

中国外汇监管部门高级官员 9 月表示，将对试图通过虚假海外收购交易绕过资本管制将资金转移到境外的企业采取高压态势。

中国 10 月官方制造业 PMI 跳升至年内最高 51.2

来源：《华尔街日报》中文网络版（2016-11-01）

作者：Zi Guo

中国国家统计局与物流与采购联合会周二发布的数据显示，10 月份官方制造业采购经理人指数 (PMI) 跳升至年内最高的 51.2，也创下 2014 年 7 月以来的最高，并超出市场预期。

这也是该指数连续第三个月扩张。

接受《华尔街日报》调查的 11 位经济学家给出的预期中值显示，10 月份中国官方制造业 PMI 可能会从 9 月份的 50.4 小幅下降至 50.3。

中国制造业活动连续扩张，楼市过热之际政府采用 PPP 等方式扩大基建开支的举措可能正在为中国制造业活动提供支持。9 月份官方制造业 PMI 为 50.4，8 月份亦为 50.4。

PMI 指数高于 50 表明制造业活动扩张，低于 50 则说明萎缩。

从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数、供应商配送时间指数高于临界点，从业人员指数、原材料库存指数低于临界点。

国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河称，10 月制造业 PMI 明显上升推动因素有：生产和市场需求回暖，扩张有所加快；新动能加速聚集，结构持续优化；供给侧改革取得积极进展，部分传统行业生产经营状况有所改善；价格持续回升，进一步刺激生产；企业预期继续向好等。

具体看，生产指数和新订单指数分别为 53.3 和 52.8，比上月上升 0.5 和 1.9 个百分点，均为今年以来的高点

高技术制造业和装备制造业 PMI 分别为 53.7 和 52.3，比上月提高 1.3 和 0.4 个百分点，均为一年以来的新高。

不过，赵庆河指出，企业生产经营中仍面临一定困难。由于全球经济复苏乏力，进出口形势依然严峻。新出口订单指数和进口指数分别为 49.2 和 49.9，均在临界点之下。

同时，资金紧张、市场需求不足的企业比例仍超过四成，尤其是中、小型企业反映资金紧张的状况还有所加剧。

中国第三季度 GDP 的五大看点

来源：英国《金融时报》（2016-10-18）

作者：米强

中国国家统计局将于明日公布对经济增长的最新季度估计值。自中国这个全球第二大经济体 1 月份遭遇市场和汇率双重危机的震动后，其经济增长已恢复稳定。在北京方面专注于抑制失控的公司债务水平之际，经济稳定对其至关重要。

此前公布的一季度与二季度 6.7% 的增长率让投资者和经济学家基本放心，这一数字符合去年底中国政策制定者设定的 6.5% 至 7% 的目标值。但他们将提出一个疑问，即可行的减债努力是否真能与这一数值范围内的持续增长并行不悖。以下五点需要注意：

房地产业及其对增长的贡献

今年房地产一直驱动着中国经济。一些分析师估计，如果算上房地产开发商对水泥、钢铁及其他建筑材料的需求，房地产最终占总投资一半以上。

房地产是一个矛盾的行业，其特点是中国几大经济中心城市房价暴涨，但较小城市存在供过于求和停滞现象。作为北京方面控制不断升高的债务水平的更大努力的一部分，十多个市政府已经采取措施为过热的市场降温，这可能对未来的增长造成拖累。本周五，中国国家统计局将公布 70 个大中城市住宅销售价格月度报告。

基础设施和私营部门投资

中国政府已承诺不会再重复债务驱动的投资热潮，这一热潮曾支撑中国在全球经济危机期间维持了经济增长势头。煤炭和钢铁生产行业所感受到的痛苦（尤其是今年一季度），证明了北京方面坚持更缓慢、更平衡增长的“新常态”的决心。但由于私营部门企业未能挑起大梁，经济规划者已鼓励国有企业投资基础设施。

鉴于从公共交通到水处理厂等一切领域都确实需要有益的投资，此番投资不一定是又一次为了增长而增长的浪费性项目投资热潮，但考虑到国有部门的高债务水平，这种投资也不可能无限期持续。

工业生产

在年度钢产量和发电量 20 年来首次出现萎缩后不到一年，制造商乃至长期处于困境中的煤炭和钢铁生产商都迎来了一个夏天的复苏。随着北京方面在煤钢行业淘汰实力较弱的企业，煤钢生产商应该会继续受益。尽管部长们一直拒绝接受国际社会对中国钢材出口引发钢价暴跌的批评，但中国国务院坚守其削减钢铁产能的承诺。

通货膨胀

今年 9 月，中国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比变动自 2012 年初以来首次由负转正，这部分得益于上涨的煤炭和钢材价格。PPI 同比上涨 0.1%，而居民消费价格总水平 (CPI) 同比上涨 1.9%，比 8 月的 1.3% 有所提高。

这一进步应该会反映在名义国内生产总值 (GDP) 增速加快（延续第二季度的明显势头）以及更高的平减指数（衡量整体经济价格变化的最广义指标）中。最重要的是，通胀持续上升将帮助企业减轻债务负担。

服务业和私人消费

在上半年 6.7%的年化增长率中，消费的贡献为 4.9 个百分点，这一证据证明中国经济再平衡已真正启动。投资仅贡献 2.5 个百分点，而净出口的贡献是-0.7 个百分点。但有迹象表明，此前增长强劲的服务业正在放缓，特别是在去年股市暴跌之后。

中国楼市泡沫的尴尬

来源：日经中文网（2016-10-24）

作者：原田逸策

中国一部分大城市的房地产泡沫风险正在加强。中国国家统计局 10 月 21 日发布的 9 月 70 个主要城市新建住宅价格统计数据显示，厦门的住房价格同比上涨 47%，上海同比上涨 39%。为了抑制价格暴涨，北京和天津等 20 多个城市的地方政府自 9 月底开始相继出台了房地产限购措施，但能在多大程度上取得成效仍是未知数。

从同比涨幅来看，安徽合肥上涨 47%，深圳上涨 34%，北京上涨 30%。而从环比涨幅来看，除北京（4.9%）和上海（3.2%）之外，无锡（8.2%）、郑州（7.6%）和杭州（5.5%）等城市也大幅上涨。在北京中心地段，面积 80 平方米售价 1 千万元的住房不在少数。

据美国调查公司统计，深圳住房的平均价格达到居民平均年收入的 70 倍。通常，这一比例在 3~6 倍被视为正常水平。而中国的这一数据显示出老百姓已很难有能力购房。大连万达集团董事长王健林 9 月在接受美国有线电视新闻网(CNN)的采访时表示，中国房地产目前的市场泡沫是人类史上最大的泡沫。

对暴涨日趋充满危机感的地方政府自 9 月底至 10 月初国庆节长假期间相继出台了房地产限购措施。核心举措是提高购买房地产之际的首付款比率。尤其是购买第 2 套房以上，将该比率提高至 4~5 成以上。中国国家统计局发言人盛来运认为“调控目的主要针对投资性和投机性需求”。

统计局此次特意发布了一般情况下不公开的 10 月中旬的价格。从环比涨幅来看，北京为 1.2%，上海为 0.7%，无锡为 4.4%，涨幅均比 9 月有所收窄，而深圳和成都略微下降。房地产中介商中原地产首席分析师张大伟分析称，由于调控政策，房地产交易减少。今后在政府的调控之下，涨幅将不断缩小。

上海、深圳和南京等城市今年春季推出了住房限购政策。价格上涨速度一度放缓，但 8 月后涨幅再次扩大，9 月出现过热迹象。因此，此次的措施能否产生效果仍是未知数。

中国的房地产易于暴涨，是因为中国人缺少资产投资手段。中国人民银行（央行）2015 年实行了存款利率自由化，但为了支撑银行经营，事实上恢复了利率限制。中国投资者基本上也无法购买海外的股票。在中国国内股票投资方面，由于去年夏季的上海股市暴跌，很多个人投资者遭受了打击。在找不到房地产以外的适当投资对象的背景下，旨在支撑经济的货币宽松释放的资金流向了房地产。

北京一家房地产投资公司的总经理表示，“北京中心地段的住房以前是台湾和香港人购买，但他们去年抛售了大部分”。如果大城市的房地产价格下降，以住宅作为担保发放贷款的银行的财务也将遭受损失。中国银行业监督管理委员会副主任王胜邦表示，该委员会在北京和上海采取要求银行大量收集贷款审查证据文件等措施，正在关注风险。

在中国国内，房地产暴涨的是沿海地区等的 20 多个大城市。在 70 个主要城市中，靠近朝鲜边境的丹东和维吾尔族生活的乌鲁木齐等 6 个城市房价出现环比下跌。中国国家统计局发言人盛来运表示，中国大部分地方城市的课题仍然是如何减少大量住房库存。中国房地产市场的严重两极分化也正在成为课题。