

2016年第6期 总第6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 6 期·总第 6 期

国际财经

FT 分析：英国面临 200 亿欧元退欧账单.....	1
OPEC 的没落江湖.....	2

国内财经

中国正在上演第三次财富大洗牌.....	4
主流分析的致命误区——为什么房价难言“历史大顶”.....	9
产业政策大讨论：企业家、法治与产业政策.....	17
产业政策大讨论：林毅夫这次为什么更受欢迎？.....	19
人民币汇率已累计贬值近 10%但中国货币不会出现加速贬值机制.....	21
中国房地产泡沫会引发债务危机吗？.....	23
人民币“入篮”只是序幕.....	25

新闻快讯

中国 9 月 PPI 同比涨 0.1% 结束连续 54 个月下降势头.....	27
“美联储通讯社”：非农数据意味着美联储 11 月不加息.....	28
“全球经济面临通缩和贸易减速风险”.....	28
中国经济触底企稳了吗？.....	29

财经参考

国际财经

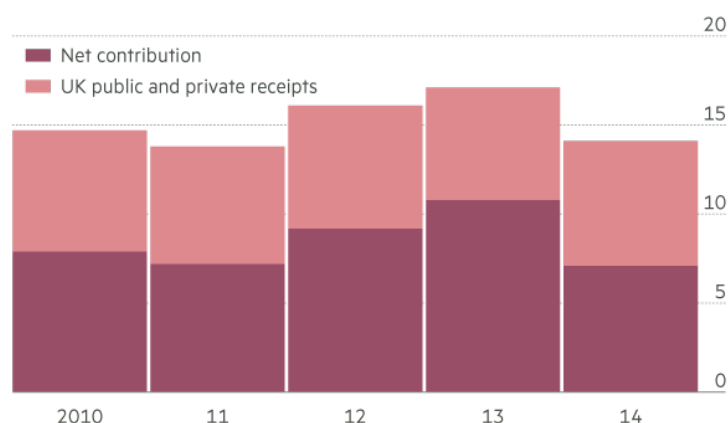
FT 分析：英国面临 200 亿欧元退欧账单

来源：FT 中文网（2016-10-13）

作者：亚历克斯·巴克, 乔治·帕克

根据英国《金融时报》的一项分析，英国面临最高达 200 亿欧元的欧盟“离婚账单”，这表明欧盟的共同预算正成为达成一项英国退欧协议的最大政治障碍之一。

UK contributions to EU budget
€bn

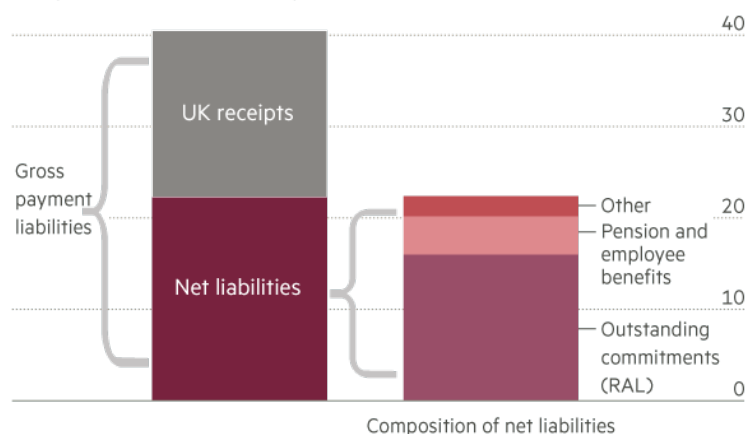


Source: EU

FT

Britain's exit bill?

UK's possible share of EU multi-year liabilities (€bn)



Source: EU data, FT research

根据欧盟账目，逾 3000 亿欧元的共同支付责任将需要在“离婚”清算中厘清。这些是几十年遗留下来的共同财务义务，而布鲁塞尔方面将坚持要求英国履约。

据参与相关过程的多名欧洲资深人士介绍，上述估计上限（一些欧盟官员还认为太低）的惊人数额，有可能对退欧过程造成负面影响，使英国退欧过渡和贸易协议难产。

200 亿欧元的估计上限覆盖多年持续支付责任（包括未缴付的预算拨款 2410 亿欧元，退休金支付责任 638 亿欧元，以及总计约 320 亿欧元的未来合同和其他支出承诺）中英国应承担的份额。

对于英国纳税人可能不得不为退欧支付巨额代价，英国保守党议员也很可能觉得难以接受。一位部长级官员表示：“这一切必须得到非常仔细的解释，解释我们为了获得市场准入要付出什么。”

伦敦政治经济学院 (LSE) 的欧盟预算专家伊恩·贝格 (Iain Begg) 表

FT

示，英国《金融时报》的计算中所采用的前提“完全合理”。他表示，这个问题正在变成一场“大战争”。

这是首次有人尝试全面量化英国在欧盟预算中的遗留义务。此前英国财政部(UK Treasury)等机构对英国脱欧的分析没有充分考虑解决欧盟预算承诺的成本。

谁也不可能算出精确的脱欧账单，它将取决于政治协议。然而，来自英国以外四个欧盟国家的官员们在审议了英国《金融时报》的估算后表示，它们合理代表了相关金额。

其中一些官员还质疑了英国《金融时报》的某些假设，这些假设削减了英国的脱欧账单；他们辩称，英国必须履行其所有支出承诺，不仅是到 2019 年，而是到欧盟长期预算结束的 2020 年。

英国脱欧使欧盟预算出现一个缺口，可能造成深远的政治后果。它使德国、意大利、法国和其他净捐款国面临一个两难：要么填补任何缺口，要么放弃一些计划，而这些计划被布鲁塞尔方面和中、东欧国家视为具有法律约束力的承诺。

200 亿欧元的预估仅涵盖其余 27 个欧盟成员国已经批准的项目，而不包括在 2019 年以后由英国退出欧盟长期预算造成的未来短缺。其中也不包含欧盟对英国组织的支出。

英国脱欧阵营人士曾声称，退出欧盟，英国每周可节省约 3.5 亿英镑。但英国一位前部长级官员表示：“我们实际上可能向欧盟预算缴付更多，这将是未来两年的一个大故事。”

OPEC 的没落江湖

来源：FT 中文网（2016-10-13）

作者：胡森林（作者任职于世界石油理事会中国委员会）

艰苦达成的限产协议表明 OPEC 试图重回市场管理者角色，夺回被页岩油抢去的话事权，但仍难掩落寞。

在秋意渐凉的地中海滨城市阿尔及尔，石油输出国组织（OPEC）于 9 月 28 日出人意料地达成了一项限产协议，决定将石油日产量从当前的 3340 万桶减至 3250 万到 3300 万桶，来平衡市场供求，拯救处于泥潭中的国际油价。OPEC 表示将成立一个技术委员会，来确定各成员国的产量配额，具体结果将在 11 月份的维也纳会议上公布。待这一限产目标实现后，OPEC 还将寻求非 OPEC 产油国的支持，来共同支撑油价。

两年前，以沙特为首的 OPEC 成员国面对国际油价暴跌仍拒绝减产，进而导致国际油价断崖式跌落。2014 年 11 月至今的 OPEC 会议一直被各种花言巧语和勾心斗角所充斥，因而此次会议召开前并不被人看好，没想到结果却来了一个大逆转。尽管有许多评论低估此次会议的影响，但市场短期反应还是异常迅速，国际油价连续数日上涨，已越过 50 美元大关。

与许多持“然并卵”观点的看法不同，我认为这是 OPEC 从消极转向积极、从放任转向有为的一个标志，说明他们的思路和策略已经从保份额为主转向了稳定价格为主。而其中的关键，在于“带头大哥”沙特的态度转变。《石油经济学家》专栏作家德里克·鲍尔斯就表示，从会前的情况来看，沙特对于达成协议的意愿是很强烈的，这是和 4 月份多哈会议最大的不同。

鲍尔斯的说法并非空穴来风。沙特从去年以来便积极洽谈冻产相关事宜，希望借此应对油价持续下滑所带来的经济压力。但由于其他产油国尤其是“死对头”伊朗坚决拒绝减产，无人配合的情况下，沙特也唱不了“独角戏”，冻产便一直无法从愿景变为现实。而到了现在，沙特的态度更为实际，放下了执念，允许伊朗、利比亚和尼日利亚获得“限产”豁免，从而扫清了达成限产协议的障碍。

而沙特的态度变化，说到底，又是经济压力增加和市场份额压力减弱两方面促成的。之前 OPEC 发动价格战，就是希望用泛滥的供应将美国页岩油气赶出市场，结果美国页岩油并没有很快倒下，战争进入了冗长、缓慢的拉锯过程。油价的低迷影响到世界上所有的石油生产者。从各大石油公司发布的半年业绩来看，上半年除了埃克森美孚等极少数公司外，上游生产者几乎全军尽墨。尽管页岩油气生产商受到很大冲击，一些公司倒闭关门，但战争另一端的 OPEC 成员国同样损失惨重，实力最雄厚的沙特财经压力也与日俱增，赤字扩大，外汇储备减少。甚至连作为石油竞争者的新能源商马斯克都在抱怨，油价太低对未来不利，因为低油价压制了新能源的发展。这样一个没有胜者的多输局面自然是持续不下去的。

而在另一方面，OPEC 不减产争夺市场份额的策略取得了阶段性成功，中东国家获得 35% 的市场份额，达到 1975 年来的历史新高。沙特在这个时候出牌，说明他们经过了压力测试，试图通过限产找到油价、市场份额和财政支出的最佳平衡，虽然减产对油价的抬升有利于页岩油气部分复苏，但这部分市场份额完全可以由油价收益来弥补。

除了页岩油气之外，OPEC 的另一个潜在敌人是新能源，中东人对石油命运的关注比任何人都强烈，他们害怕新能源带来的釜底抽薪式的石油灾难。但从目前的情况来看，新能源发展得并没有那么可怕，短期内还不可能撼动石油的地位，OPEC 产油国将地下资源变现的心态没那么强烈。而全球油气投资下降厉害，稳定油价也就间接稳定了投资预期，如果投资短缺导致未来几年油价短期蹿升，刺激新能源加速发展，这是沙特所不愿看到的。

同样值得注意的是，此次会议是在 OPEC 主要产油国产量均达到历史峰值的背景下开始的，沙特、伊拉克、伊朗、阿联酋等国此前都加大了马力生产，以便获得更优越的谈判条件和占据更多市场份额，之前产量中断的尼日利亚与利比亚也在逐渐恢复出口。在产量增长空间不大而油价持续低迷的情况下，OPEC 国家的意见分歧逐步缩小，是什么都不做而坐视油价崩盘，还是适当限产来稳定市场，对于 OPEC 来说是一个并不太难的选择题。而且，由于季节的原因，夏天过后本来就面临减产，现在是达成共识的最佳时机。

一个相对温和的油价才是各方最大的合意。所有的生产者，最终的目的都是为了把生产出来的石油换成真金白银，其他的一切都不过是手段和策略。对于全球石油市场来说，最坏的时刻可能已经过去，限产有望把市场实现再平衡的时间提前。当然不容忽视的是，限产协议目前仍有大量问题待解，譬如协议的执行时间、限产的具体额度和执行速度等等，各国的小九九更是一刻也没有停过，谁也不知道会有什么变数。一旦处理不当，都可能给油价复苏蒙上阴影。

对于市场来说，此次限产究竟带来怎样的效应，除了要关注 11 月份维也纳会议确定的细节，以及 OPEC 成员国的执行情况，还需要密切关注沙特等主要产油国产量与出口量的关系，因为沙特等国由于国内天然气替代等原因，产量减少并不意味着出口量同步减少，在出口量不变甚至增加的情况下，限产等于是虚晃了一枪。此外，限产协议要对油价产生实质影响，俄罗斯等非 OPEC 产油国的支持也不可或缺，但俄罗斯暧昧的态度，让人依然无法乐观。

显而易见的是，OPEC 试图重新回到市场管理者的角色，夺回被页岩油抢去的话事权。这是一个曾经叱咤风云、鏖战江湖许多年的“老炮儿”的挣扎与回归。它曾经挑战旧的规则，建立了自己主导的“江湖秩序”，眼下这一套秩序也已经分崩离析，石油世界已经发生了翻天覆地的变化。这不是石油危机的时代，也已经没有了亚马尼那样德高望重的人物，OPEC 的影响力已不大如前，页岩油气却

在高歌猛进，它们的快速复产能力和金融运作技巧，令 OPEC 寝食难安。

历经艰辛达成的限产协议，饱含着“老炮儿”捍卫昔日尊严和荣光的志向，但仍旧难掩其落寞。就像阿尔帕西诺主演的那部老电影《情枭的黎明》，曾经的黑道老大从狱中出来，却发现世道已经变了，过去的一套行不通了。

在江湖的游戏规则里，从来都是新的战胜旧的，新事物只有比上一代更生猛，他们生存发展的力量才能够超过保守的力量，成为又一个时代的强者，这是一种弱肉强食的自然选择。曾经的 OPEC 之于“七姊妹”是如此，今天的页岩油气之于 OPEC，也同样如此。

“老炮儿”这种旧时代的人物在和新时代交汇时的无力、没落和那种不甘心，更多是在提醒人们，是建立石油世界新的规则和新的治理体系的时候了，摆脱江湖周期律带来的剧烈变动，建立更良性、更透明的治理秩序，创造石油市场的多赢正和格局。这样我们期望的，就不仅仅是限产带来价格反弹的喘息之机，而是一个更稳定、更均衡、更持续发展的市场。

国内财经

中国正在上演第三次财富大洗牌

来源：BWCHINESE 中文网（2016-10-10）

作者：蒋国云（对外经贸大学金融产品与投资研究中心执行主任，复旦大学经济学博士，深圳金融学会副秘书长）

这次为什么是 30 年来最大的一次财富大洗牌呢？为什么今天的财富洗牌会是一个非常容易理解的事件呢？

随着时代的变迁和中国经济结构的转型，正在上演的第三次财富大洗牌是不可避免的。按照现有趋势，财富洗牌是一个仍然在继续的过程，那么，如何避免被洗或者成为洗牌中的赢家就是摆在我们面前的突出问题。

时代伯乐股权投资团队经过长期研究发现，中国改革开放以来，已经经历了两次财富大洗牌，正在经历第三次财富大洗牌：

第一次是胆大的对胆小的进行洗牌，所以，中国第一批富起来的并不是有多大学识的，而是胆大的。在此过程中，配合改革开放以后的货币发行和通货膨胀，依靠工资积累的人士，突然感觉到财富相对贬值越来越厉害。这也是东南沿海一带财富崛起，而中西部地区，特别是东北地区财富地位急剧衰的原因。

第二次大洗牌是有知识、有见解的人士对知识和见解缺乏的人士大洗牌，这种洗牌发生在 15 年前，突出表现在一大批优秀民营企业的崛起，包括华为、腾讯、TCL 等，而那些所谓的“投机倒把”分子的没落。

目前正在上演的第三次财富大洗牌将是新思维方式者对旧思维方式者的洗牌，在过去三年和未来 10 年都将不断上演这一曲大戏。

为什么过去 3 年和未来 10 年，都将不断上演第三次财富大洗牌呢？为什么是 30 年来最大的一次

财富大洗牌？

这就要从过去 30 年这些富人为什么赚钱，现在赚钱的基础是否存在？如果不再存在，财富的洗牌就是一个非常容易理解的事件。

第三次财富大洗牌的表现形式和内涵是什么？

1、股权投资和房地产投资成为第三次财富洗牌的赢家，并成为未来 10 年仅有的能够对抗通货膨胀和人民币贬值的投资工具

去年，时代伯乐股权投资团队曾经在中国首先提出“人无股权不富”、“未来 8 年，中国最大的投资机会来自于股权”的观点，并深入人心。资本市场上演的财富梦想，新股财富神话与熊市无关，正在证明这一结论的正确性。

房地产价格超越工资收入的大幅度上涨就是一种典型的财富大洗牌，它并没有新的财富被创造，同样也是资金的横向流动而已。在这种模式的财富转移中，一线大城市和部分二线城市的有房居民自动成为财富转移的受益者，而全国其他地方居民的财富却在浑然不觉中悄然缩水。地区间、城乡间的差距被进一步拉大，中西部地区和中小城市的增长发动机不断熄火，少数城市的繁荣掩盖了大部分城市的萧条。

房地产投资之所以能够成为第三次财富洗牌的赢家，存在几个核心原因：

第一 中国仍然存在资产荒，发行的大量货币（中国的 GDP 远小于美国，但是货币发行量远大于美国），并没有去处。大众创业，股权投资，并不是很多人熟悉和擅长的领域。

第二 中国房价成为全球第一是必然趋势。中国房价已经涨幅巨大，但是，由于中国人口众多，10 年左右的时间又有可能成为全球 GDP 最大的国家，同时，也会是全球财富最大的国家。中国人喜欢大城市，喜欢教育、医疗好的城市，这样的话，就会出现过多的钱去追逐一线城市以及部分二线城市。房价上涨不可避免。一旦中国 GDP 成为全球第一，加上中国人口众多，就会产生巨大的“虹吸效应”，周边国家和地区就会不断边沿化。不排除再过 20 年时间，日本都可能成为边沿地带。再现大唐盛世，房价全球第一，是完全可能的。

但是，我们必须保持清醒头脑的是，三、四线城市特别是人口净流出的城市，房价虽然相对较低，反而存在巨大的泡沫，因为泡沫本身是相对于需求和购买能力而言的。

2、财富在亲力亲为和使用杠杆中消失

我们时代伯乐股权投资团队发现，去年发生的股灾，很多所有走向失败的高净值个人投资者主要缘于亲力亲为和使用杠杆，过去 30 年实业投资以及房地产投资的成功经验，让很多财富拥有者认为自己无所不能，包打天下。

反思最近两年发生的事件：高利贷的破产和股灾的发生，导致千家万户一夜回到解放前。

主要原因：

亲力亲为：房地产投资的成功不需要多大的专业，主要缘于整个房地产过去 10 年，平均房价上涨超过 10 倍，而且只涨不跌，就好比股市连续 10 年一样。散户都会成为股神。但是股市看似简单，其实无比复杂，专业选手未必赚钱，更何况业务人员。

使用杠杆：在一个单边上涨的行情中，是可以使用杠杆的，但是，中国股市与赌博并无二异，使用杠杆，等于赌博。从未见过赌徒借钱去赌博的，而且，一旦使用杠杆，即使赌对 100 次，只要有一次失误，可能会导致前功尽弃，一夜回到解放前。为什么炒股不能使用杠杆，而房地产投资就可以呢

呢？房地产使用杠杆，即使房价下跌，也不需要增加抵押品，但是，股市一旦下跌，是一定需要增加保证金的。

3、仍然停留在过去的成功，而没有看到失败的来临。突出表现在：许多企业盲目上项目，铺摊子，陷入资金链的困境。

盲目直接介入陌生行业：典型案例就是湘鄂情。盲目扩大产能，在产能上做死主业：山西鑫海、江西赛维、无锡尚德等，都是典型的案例。盲目铺摊子、上项目：四川长虹后任董事长赵勇的等离子项目。急于赚快钱而陷入高利贷或者房地产：今天大量三、四线城市的小房地产商陷入资金链的困境，浙江温州等地区高利贷破灭。

4、难以适应互联网文明和空间文明时代的来临，仍然停留在传统产业的思路，梦想传统产业继续复苏

以移动互联网为核心，人类进入空间文明时代。智能化、非现场、不接触、无纸化，这是互联网文明和空间文明的典型标志，而这些标志性产物对应的标志性产业都是对传统产业的替代，并形成致命打击：

非现场买卖将逐渐超越现场买卖，以阿里巴巴集团为代表的非现场买卖将彻底击败百货商超。原有商业业态将发生根本性变化。阿里巴巴一家公司，年交易金额超过 1 万亿元，是前十大百货商超的总和。

以微信和微博为代表的新媒体，逐渐取代报刊杂志、电视广播，成为主流信息传播渠道。以智能手机为代表的新一代智慧消费终端，为无纸化时代和非现场行为的空间文明准备扎实的物质基础。

虚拟消费逐渐超越实物消费，精神消费逐渐超越物质消费，以腾讯为代表，虚拟消费时代的到来，意味着人类不仅消费食品和饮料，住房和衣服，更需要精神层次的虚拟消费。

3D 打印技术改变人类的制造业状态。打印出机器零件、食品服装，这将是制造业领域的最大革命。

以电动汽车、页岩气为代表的新能源技术成为影响和改变人类能源格局的核心推动力。这一事件，使得煤炭等传统能源走向衰落成为必然。

5、第三次财富大洗牌的趋势和赢家

财富大洗牌的趋势和方向之一：知识和企业家精神成为财富创造的主流方式。

根据《国富论》和所有经典经济学理论，财富的产生来源于劳动和资源。财富结构与人口结构的对应角度，全世界较为发达的经济体中，只有香港和大陆与学历基本无关。与学历无关这种情况几乎是不可能持续的。当容易赚钱的时代过去时，中国将回到真正依靠技术进步和诚实经营赚取财富的时代。

财富大洗牌的趋势和方向之二：简单的“钱生钱”的时代终将过去，长期的低利率时代将彻底毁灭那些高利息成本者

简单的“钱生钱”的时代过去：过去 10 年中国创造财富的主流方式不是依靠诚实劳动、不是依靠智慧和辛苦经营，而是依靠资产的泡沫，依靠钱生钱，这种泡沫贯穿整个社会：大宗矿产品泡沫、收藏品泡沫、奢侈品泡沫等等，很多人几乎一夜暴富：2015 年，全社会的财富水平几乎是 2000 年的 40 倍，但是，实际 GDP 只是增长了 300% 而已，泡沫的严重程度可想而知。

财富大洗牌的趋势和方向之三：劳动密集型、加工制造业将被品牌拥有者和核心技术拥有者替代

中国的比较优势发生根本性变化，低端劳动力成本日益上升，但是中高端劳动力成本仍然相对低廉，这种情况下，劳动密集型产业逐渐出局或者转移，而转向品牌+技术的拥有者，因此他们将是财富大洗牌的最终赢家。典型案例是华为。

财富大洗牌的趋势和方向之四：宁为鸡头，不为凤尾的局面将结束。

根据赢家通吃的原则，行业的剩者往往不超过 5 家。这意味着中国将有千千万万的企业或者倒闭或者被购并。

中国人喜欢自己当老板，并没有衡量自己的能力、水平、资源，在过去 30 年的野蛮生长阶段，草莽英雄时代，这是可行的，今天，能够成为胜者的必将是那些拥有企业家精神和素质的人员。

今天的欧洲、日本和美国已经 10 年不见创业潮了。中国也不需要那么多的老板。

大众创业，万众创新，最终的结局一定是“一将功成万骨枯”。

思考过去 30 年富人取得成功的关键条件和因素（为什么是他们富起来），这是理解今天发生第三次财富大洗牌的前提

时代伯乐股权投资团队研究发现，过去 30 年富人之所以成为富人，其实是与当时的环境高度相关，是典型的“时势造英雄”。现在必须进行深入分析，这些环境的要素是否继续存在，如果不存在，财富是否必须洗牌。

1、30 年改革开放创造了极为有利于中国富人投资成功的外在环境，到处都充斥着创富的机会

全球化红利：改革开放使得中国融入全球，配合全球经济的一体化，尤其是劳动力、技术和资金的一体化，使得中国成为最大的受益者；

要素红利：三十年改革开放，包括劳动力、土地和资本等要素，不断增长，春风从东南沿海吹向内地，形成梯次转移。

制度红利：制度是联系要素之间的桥梁和纽带，是大幅度提升要素效率关键所在。30 年改革开放，就是一个不断释放制度红利的过程。

消费升级红利：三次消费升级和出口高速增长成就一批富有者。

三十年改革开放，中国经济经历了全面增长，各行各业从百废待兴变成全面欣欣向荣，以三次消费升级和出口的高速增长。

第一次消费升级：八十年代，从百元级迈向千元级，表现为彩电、冰箱、洗衣机取代手表、缝纫机和自行车，衣食住行。

第二次消费升级：九十年代，从千元级迈向万元级，表现为电脑、手机走入千家万户，成就了比尔·盖茨和微软，联想和柳传志。

第三次消费升级：2000 年后，从万元级迈向几十万元，甚至百万元级别，表现为以汽车、房地产为代表，进入寻常百姓，成就了大量房地产老板和矿老板。

2、30 年来，中国主流投资者对政府监管和法制缺失的利用是取得成功的内在基础和条件。

低廉地获取政策信息和优势：只有东南沿海和大城市。廉价的劳动力：低工资、低福利、高强度。低廉的土地成本。低廉的环境破坏成本。技术和产品的低成本仿制和抄袭。低廉和无控制状态的资源获取。不断攀升的资产价格。法制和政策的不完善，监管的不到位。

为什么 30 年后的中国，一定会发生财富大洗牌——变化的环境和背景、不变的知识结构和认知水平必然导致财富大洗牌

时代伯乐股权投资研究并总结出以下原因：

1、世易时移，变化已经发生，但是更多的人在刻舟求剑、缘木求鱼，思想和思维没有发生变化，甚至连危险已经出现都不知道。

这一点特别表现在一批创业成功的 50 岁以上的成功人士，他们仍然坚守原来的成功经验，故步自封，仍然不愿意承认现实的来临。

我们时代伯乐在股权投资的项目企业中确实发现，他们很难改变。面临一个全球的环境，如果企业 10 年做不大，必然存在致命的问题，而这一问题的核心就是企业领军人物的保守和僵化。

2、现有财富者 80%以上并不具备掌握和驾驭这笔财富的能力：知识结构、认知水平、视野范围、道德品质等存在巨大的局限性。

我们必须看到的是，现在已经取得财富的人，并不意味着其能力和品德比别人强。很多人的知识和能力、视野范围等并没有随着财富的增长而增长。

3、30 年所积累的问题，不可能没有人买单：中国金融资产的大泡沫；中国房地产的全面泡沫；中国过度重化工业。

时代伯乐股权投资团队认为，30 多年的改革开放，最终一定会有有一次买单机会，即使我们认为中国的房价会成为全球第一，但是并不意味着，中间没有价格的巨幅下滑，即使是香港的房价也是经过几次大幅度下滑之后，才大幅度上涨的。

我们积累的如此巨大的金融资产，使得人民币贬值的压力无比巨大。如果中国的贸易不断取得顺差，那么，结合人民币接下去放水速度下降的话，人民币贬值的压力会得到缓解，否则，人民币贬值的压力只会越来越大。

中国过度重工业化，使得主要的工业产品产量，中国几乎全部占据全球第一。接下去，去产能将是一个持续而漫长的过程。在此过程中，也是一个财富不断重新洗牌的过程。

4、变化的环境和背景、不变的知识结构和认知水平必然导致财富大洗牌。

以下情况的出现，标志着第三次财富大洗牌正式来临：

中国重化工业基本完成：钢铁、水泥、电解铝等产量占据全球的 70%以上，使得行业的空间几乎不再存在。

出口成为全球第一之后，普遍出现困难，2012 年全年的进出口量估计增长率不会超过 7%。

用工荒大面积出现，标志着中国人口红利阶段性结束，依靠现有的二胎政策，人口红利至少要在 15 年才能有所体现。

三次消费升级最终导致资产的严重泡沫和中国环境的严重恶化，中国成为世界上最不适合人类居住的国家之一。

在这种情况下，曾经的富人赖以生存的条件和基础发生根本性变化，财富洗牌不可避免：

信息优势无存，全国基本上都已经形成改革开放局面。劳动力价格持续上涨，导致今后劳动用工将越来越难，一般加工制造业和低附加值劳动密集型企业将出现大面积破产倒闭。大宗原材料价格将

是一个持续不涨的时代，绝大多数原材料价格将长期徘徊不前。中西部地区的崛起和越南、柬埔寨等地的开放，新的竞争对手的形成：更为廉价的劳动、土地成本。

法制日益完善，违法成本越来越高。人民币可能存在一个较大幅度地贬值：金融资产的比值中可以发现，中长期而言人民币贬值是一个大趋势。缺乏合适的投资渠道，同时，原有主业又基本上没有多达的发展空间。存银行，每年贬值 7% 左右，买股票又天天跌。

牺牲者已经出现，先烈们的鲜血估计会是白流。温州、鄂尔多斯等地的房地产泡沫的破灭，完全可能被最近中国一、二线房地产的疯狂所掩盖。

如何在中国第三次财富大洗牌中成为赢家？

随着时代的变迁和中国经济结构的转型，正在上演的第三次财富大洗牌是不可避免的。按照现有趋势，财富洗牌是一个仍然在继续的过程，那么，如何避免被洗或者成为洗牌中的赢家就是摆在我们面前的突出问题。经过反复研究和论证，时代伯乐股权投资团队认为，股权投资和人口净流入城市的房地产投资才是未来 10 年能够保值增值和对抗通货膨胀的投资方向，坚守主业，拥抱并购，都是重要的主流选择。

时代伯乐团队反复研究后认为，对于投资理财而言，股权投资和人口净流入城市的房地产投资是过去 3 年和未来 10 年最有效的财富增值方法，其中股权投资的风险相对更低，而房地产投资已经阶段性出现一定程度的泡沫。选择股权投资，选择人口净流入的城市房地产投资，应该能够在第三次财富大洗牌中处于相对优势的地位，有很大的概率成为赢家。

主流分析的致命误区 ——为什么房价难言“历史大顶”

来源：华尔街见闻网（2016-10-13）

作者：邓海清（九州证券全球首席经济学家）

2015-2016 年，中国房地产销售市场再度火爆，根据百城价格指数，两年全国平均房价涨幅超过 20%，一线城市平均涨幅超过 40%，部分热点二线城市涨幅甚至超过一线城市。

主流观点认为，中国进入老龄化时期，城镇化接近尾声，货币超发、加杠杆是房价上涨的主要原因，因此房价上涨不可持续，随着新一轮房地产调控政策出台，中国房价将出现“历史大顶”。对于上述各项观点，我们均持否定态度。

海清 FICC 频道认为，不能简单的认为高房价就是“房地产价格泡沫”。中国一线城市的高房价本质上是“产业集聚、资源集聚导致的特大城市化倾向”（决定需求）与“严控特大城市规模”（决定供给）之间的矛盾。

在政府城镇化政策根本改变之前，一线城市的价格扭曲将长期存在。与 2010-2011 年房地产调控类似，此次房地产调控可能导致一线城市短期止涨甚至下跌，但改变不了一线城市房价的长期上涨趋势。

在本文中，重点分析主流观点普遍存在的五大误区：

误区一，房地产市场只考虑需求不考虑供给；

误区二，认为“人口流动”可以代表房地产需求；

误区三，认为“老龄化”将导致房价下跌；

误区四，认为中国城镇化接近尾声；

误区五，认为加杠杆必然等于“炒房”和泡沫。

主流房地产分析框架。



图1 北京、上海销售下滑，重庆销售上升

进行讨论。

从宏观角度，市场上对于中国房地产的主流分析框架是“人口流动+货币现象”。这一分析框架的本质是，认为房地产价格由需求决定，而需求分为两部分：刚性需求和投资需求。其中，“人口流动”对应“刚性需求”，“货币现象”对应“投资需求”或者反映价格泡沫程度。



图2 北京、上海房价飙升，重庆房价基本不变

对于中国房地产问题，主要有两种分析方法：一种是从宏观的角度，研究房地产的供需和政策，判断房地产市场的拐点；另一种是从估值的角度，使用房价收入比、杠杆率等指标，确定中国房地产市场相对于全球的估值水平，判断房地产市场的拐点。

在本文中，主要集中于宏观的角度，对目前主流的房地产分析框架提出质疑。在之后的系列文章中，将对估值指标

其中，“人口流动”又包括两部分，一部分是“老龄化”，一部分是“城镇化”，这两部分共同决定了城市人口的变化，市场主流观点认为城市人口的变化可以代表房地产的需求变化。

市场主流观点认为，中国已经进入老龄化拐点，同时城镇化接近尾声，因此购房人口数量或增速将下降，房地产需求将长期下滑，因此中国房地产正处于存在历史大

顶。同时，主流观点认为，由于房地产需求正在下降，因此房地产价格上涨是“货币现象”，也就是

房地产价格泡沫。

海清 FICC 频道认为，上述房地产分析框架看似很完整，很充分，但实际上存在诸多似是而非的问题，也完全没有揭示中国房地产问题的本质。下面重点分析“人口流动+货币现象”框架的五大误区。

误区一：房地产能只看需求而不看供给吗？

在“人口流动+货币现象”框架中，只从房地产需求的角度出发，而完全忽略了供给因素。

事实上，供给是中国房地产问题的关键之一。最直接的证据是，北京、上海低供给、高房价，重庆则是高供给，低房价。

北京、上海实行了严格的控制土地供给规模政策，而重庆则没有限制土地供给，导致北京、上海2010年以来房地产销售面积维持低位，而重庆房地产销售面积则持续上行。

与北京、上海等一线城市甚至绝大多数二线城市相比，重庆的房价涨幅微乎其微。我们认为，重庆的土地供给、住房供给充分，是其房价能够在2010-2015年基本不变的重要原因。

在2014-2015年“忽视房地产供给”的误区较为突出，2016年以来已经得到一定程度的修正。“土地供给不足”因素越来越被市场接受，呼吁放松特大城市人口和土地规模管制的声音越来越多。

2016年以来，市场主流的误区出在需求端，这些错误观点包括：“人口流动决定刚性需求”、“老龄化导致房价下跌”、“中国城镇化接近尾声”、“加杠杆就是炒房、泡沫”，在下面的误区二到误区五中将一一进行论述。

误区二：“人口流动”能决定房地产刚性需求吗？

我们认为，决定房地产刚性需求的并不是“人口流动”，而是“购买力流动”。

在2016年初，很多人将上海“人口净流出”作为上海房价不能上涨的主要依据，但结果让人大跌眼镜。事实上，2011年以来一线城市人口增速一直在下降，但一线城市房价在全国涨幅仍然位居前列。



图3 北京、上海人口增速持续下降

为何人口下降，反而房价大涨？因为我们只关注了人口下降，而没有关注其背后的原因。是因为大家不渴望北上广的教育、医疗、就业、娱乐条件吗？答案显然是否定的！

一线城市人口增速下降，根本原因有两个：

一是限制特大城市人口规模是一项基本国策，“严格控制特大城市人口规模”明确写在“十八届三中全会”

《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》、《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》等重要文件中。北京市人口上限为2300万；上海市人口上限为2500万。

二是一线城市超高的房价使得很多人难以在一线城市体面的生活，不得不“逃离北上广”。

换句话说，一线城市的人口增速下降，是政府政策、高房价阻止了中低收入阶层人口流入的结果。如果人人都能在北上广深买得起房、人人都有购房条件，那一线城市的人口增速有可能下降吗？

尽管现实有些残酷，但不得不承认，离开北上广的是中低收入阶层，而全国各地的中高收入阶层仍然在进入北上广，只有极高收入阶层才有可能真的希望离开中国一线城市、出国移民。

我们的核心观点是，衡量一线城市房地产刚性需求，要看的是“购买力流动”，而不是“人口流动”。即使一线城市总人口数量减少，只要买得起房的人口数量在增加，一线城市的刚性需求就是在增加。简单的将“人口流动”等同于“购房需求”，存在严重的问题。



图4 美国老龄化加剧，房价反而上涨

蹶不振。

误区三：“老龄化”真的会让房价下跌吗？

在宏观层面，“老龄化”一直是论证中国房地产市场“历史大顶”的重要依据。很多观点认为，“老龄化”导致适龄购房人口占比下降，进而导致房地产需求下降，进而导致房地价格下跌。

上述观点的主要证据是日本，日本70年代之后人口老龄化加速，最终导致了日本80年代的房地产泡沫破裂，同时日本房价近二十多年一

上述理论和证据是不是看起来合理、很充分？但事实并非如此。从全球数据来看，“老龄化”与房地产价格基本没有关系，日本更可能是一个特例。



图5 英国老龄化加剧，房价反而上涨

先看美国，老龄化完全无法阻挡房价上涨。美国1990年之后老龄化明显加剧，适龄购房人口占比持续下降，但美国房价上涨并未停止，甚至出现加速趋势。即使次贷危机房价阶段性下跌，目前房价也已经涨回危机前的水平。

再看英国，老龄化之后房价反而加速上涨。英国1990年之后老龄化加速，2000年之后适龄购房人口占比下降，英国房价却一路上涨。同样经历次贷危机阶段性大跌

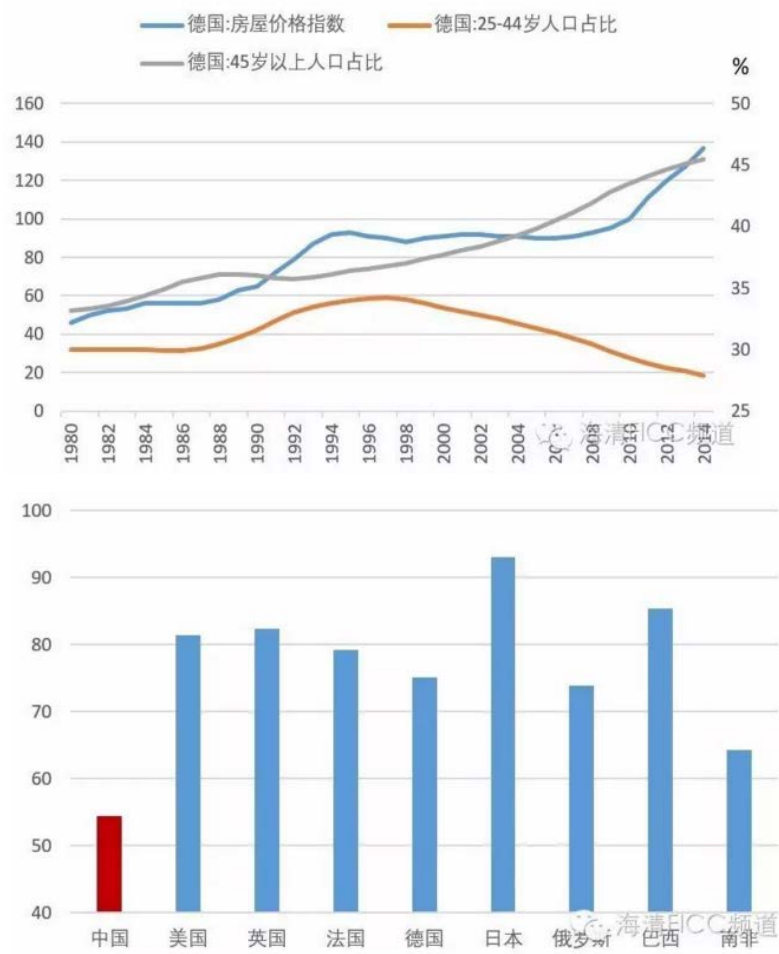


图7 中国城镇化率远低于其他国家（均为联合国口径）

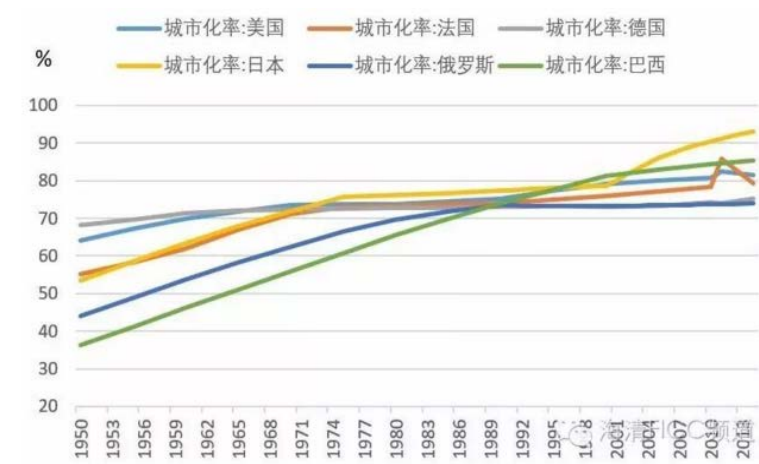


图9 全球经验来看，城镇化率70%之前均为快速城镇化阶段

户口相对三四线城市户口更有价值。

如果不看户籍城镇化率，而是看常住人口的城镇化率，中国 2015 年城镇化率也仅为 56%，远低于

之后，目前房价已经涨回危机之前的水平。

最后看德国，老龄化最严重时期反而是房价上涨最快时期。德国 1980 年之后人口老龄化一直在持续，1995 年适龄购房人口占比见顶、之后长达二十年下降，但在人口老龄化程度最高、适龄购房人口占比最低的 2010 年以来，德国房价却一路飙升。

美国、英国、德国等例子可以看出，“老龄化”决不能与“房价下跌”划等号。如果简单的看图说话，我们能得到的结论反而是：美国、英国、德国房价均呈现长期上涨趋势，而无论老龄化与否，甚至无论经济危机与否。

不管上述看图说话的结论是否成立，至少我们已经能够证明一点：将“老龄化”作为中国房价大顶的理由是大错特错；除日本之外，多数国家“老龄化”与房价涨跌无关。

误区四：中国城镇化真的接近尾声了吗？

从宏观层面，城镇化率接近尾声也一直是看空中国房地产的重要理由。但真实情况是，从国际比较看，完全得不出“中国城镇化接近尾声”的结论。

如果看户籍城镇化率，中国户籍城镇化率不足 40%，显然距离城镇化结束还有相当相当远的距离。

不过，户籍城镇化率对中国的城镇化程度存在明显低估，特别是对于三四线城市而言。由于户籍制度的原因，很多农民已经在三四线城市购房，但不愿放弃农村户口，因为农村

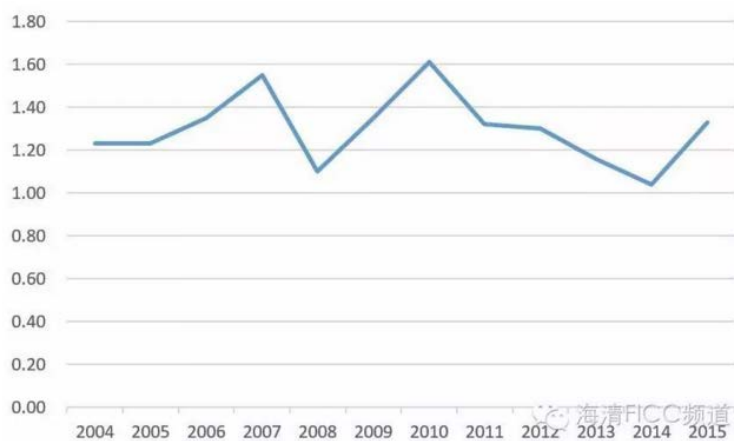


图8 中国城镇化率增速仍高

2015年城镇化率增速仍然为1.33%，城镇化率增速最低的年份也达到了1%以上，中国显然还处于城镇化的趋势之中。

从国际经验来看，无论是发达国家还是发展中国家，城镇化率至少要达到70%以上，城镇化才算接近尾声，而中国距离70%还有极大的差距。

如果按照70%作为中国城镇化的终点，则还有10-15年的城镇化时间。目前中国为56%，距离70%还有14%的距离。中国过去平均每年城镇化率提高不超过1.5%，这意味着中国距离城镇化结束至少还有10年的时间。如果按照1%的城镇化率增速计算，则还有将近15年的时间，

难道10-15年是一个很短的时间吗？中国过去10-15年发生了多少变化？房价在过去10-15年又涨了多少？“中国城镇化接近尾声”的结论到底怎么得出来的？

误区五：加杠杆就一定是“炒房”吗？

前面四个误区都是围绕刚性供需或者真实供需，最后一个误区讨论货币因素。中国高房价真的是货币超发或者加杠杆炒房的结果吗？

首先要讨论的问题是，房价上涨与货币超发，孰因孰果？从数据上看，中国确实存在所谓“货币超发”，即“M2增速”高于“GDP+CPI增速”，很多人认为货币超发是房地产泡沫的原因。

但事实可能恰好相反，房价上涨是货币供应的原因，而不是结果。并不是每年央行印好钞票，然后大家拿着钞票去买房子；而是在买房子贷款的过程中，才创造了M2。从时间先后顺序看，只能是先有买房子的行为，才有货币供应的增长。这就意味着，是高房价导致了高M2，而不是高M2导致了高房价。

尽管我们不认为货币超发（高M2）导致高房价，但是我们承认房价上涨与货币宽松的正相关关系。货币超发与货币宽松的区别是，货币宽松只关注资金成本的高低，而不看货币供应量的多少。

我们认为，2014-2016年的货币宽松降低资金成本、放松首付比例，是加剧房价上涨的重要因素。但这是否意味着全国范围存在泡沫？我们持怀疑态度。

我们认为，对于全国房地产市场不能一概而论，而必须分类讨论。

首先是一线城市，我们认为一线城市“炒房”的可能性并不大，一线城市加杠杆不等于炒房。主要原因是，2014-2015年全国取消限购潮中，所有一线城市均没有取消限购。2011年以来，一线城市

于发达国家，也低于部分发展中国家。相比之下，美国城镇化率80%，日本城镇化率93%，德国城镇化率75%，法国城镇化率80%，英国城镇化率82%，韩国城镇化率82%。即使看发展中国家，俄罗斯城镇化率75%，巴西城镇化率86%，南非城镇化率64%，中国城镇化水平在发展中国家中依然算低的。

从中国城镇化率的增速看，也完全得不到城镇化接近尾声的结论。1996年-2015年，中国每年城镇化率增长速度均为1.3%左右，最新的

均限制购买两套或以上住房，这使得炒房的难度极高。一线城市的加杠杆只能用于首套或者二套，对应的是居住或者改善需求；除非该购房人未来永久离开中国一线城市，否则加杠杆买房最多算是刚性需求的提前释放，而非以未来卖出为目的的“炒房”。

其次是三四线城市，高库存下“炒房”的可能性也不大。三四线城市尽管没有限购，但是一直处于供给过剩的状态，即使到现在，库存去化周期一般都在两三年甚至更长时间，还没有听说过有“炒家”会炒供给严重过剩的东西。

真正可能存在“炒房”的是所谓热点二线城市。一方面，这些城市在 2014-2015 年取消了限购，使得“炒房”成为了可能；另一方面，这些城市存在阶段性的土地供给不足、住房库存不足，为“炒房”提供了空间。从历史上看，每一轮房地产价格上涨都是一线城市涨幅最高，而 2015-2016 年部分热点二线城市涨幅超过一线城市，也从侧面反映其存在过热或者泡沫的可能。如果二线城市采取了“限购抑制需求+加大土地供给”，则“炒房”部分将退潮，存在重演当年温州或者鄂尔多斯房价大跌的可能。

因此，我们认为：

（1）对于一线城市，货币宽松和信贷放松使得刚性需求提前兑现，加速了房价上涨，但与以为将来卖出的“炒房”有本质不同，一线城市即使房价下跌，也难以超过 2012 或 2014 年的跌幅；

（2）对于三四线城市，“炒房”的动机本来就不存在，未来仍然是城镇化与高库存的博弈，大涨大跌的空间都不大；

（3）对于二线城市，存在一定程度的“炒房”泡沫，“限购+扩大土地供给”可能会导致二线城市房价大跌，这种下跌是房地产市场正常化的结果。

中国存在“房地产泡沫”吗？

最后谈谈中国是否存在“房地产泡沫”。我们一直不太认可“中国房地产存在系统性泡沫”的说法，特别是不认可“一线城市高房价等于泡沫”的说法。

中国一线城市的高房价本质上是“产业集聚、资源集聚导致的特大城市化需求”（决定需求）与“严控特大城市规模”（决定供给）之间的矛盾。在中国“严控特大城市规模”这一城镇化路径没有得到改变之前，一线城市房价上涨将长期存在，而与“会因杠杆断裂的泡沫”有本质不同。

所谓“资产价格泡沫”，需要有两个要素：一是“价格偏离价值”，价格上涨脱离基本面，即由于炒作无法实现的预期导致的价格上涨，二是“存在加杠杆投资行为”，加杠杆买入的目的是为了将来卖出，只能通过资产价格上涨偿还加杠杆的利息，当资产价格停止上涨，则会发生剧烈去杠杆，引发泡沫破裂、资产价格暴跌。

最近的资产价格泡沫是 2015 年的中国股市。股价上涨时由于“国家牛市”等错误预期，同时存在配资等加杠杆投资行为，最终体现为暴涨暴跌。

同样是暴涨，但与股市不同，2016 年黑色系商品可能并非资产价格泡沫。2016 年初，我们在《美元周期见顶&大宗商品见底》、《为何产能过剩无法阻挡大宗商品暴涨？》（邓海清、陈曦）等文章中提出，基于“供给侧改革+经济企稳回升+美元指数见顶”的逻辑看多黑色，黑色系商品也确实出现了暴涨，但市场却一直认为是“资产价格泡沫”。市场当时的逻辑是，“黑色系存在严重的产能过剩，所以价格大涨是不可能的，必然是泡沫”。不过，到了 2016 年下半年，随着黑色系趋势性走强越来越确定，市场上“黑色系暴涨是泡沫”的论调已经基本消失。

在衡量“资产价格泡沫”的第一个要素“价格偏离价值”中，必须注意，政府政策因素应当体现

在“价值”中。这就跟分析债券市场时、必须考虑央行货币政策，分析股票市场时、必须考虑尚未实行注册制一样。脱离开政府政策，谈论价值是没有意义的。黑色系暴涨的根本原因是“供给侧改革”，这一政策因素确实会改变黑色系商品的长期价值，因此价格的上涨是符合基本面的，而不是价格偏离价值。

在“价格没有偏离价值”的情况下，加杠杆只会“加速价格向价值回归”，而不是“加剧价格与价值的偏离”，也不会导致资产价格泡沫，这就跟“加杠杆套利”可以抹平错误定价、实现市场有效性的逻辑是一样的。特别是，在一线城市一直存在限购政策的情况下，加杠杆只是加速刚性需求的释放，而不会导致未来的去杠杆和崩盘。

房地产的逻辑与黑色系商品的逻辑是类似的，都是由于政策因素导致的价格扭曲，而且这种扭曲可以长期存在。我们很难想象，写入“十八届三中全会”《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》的“严格控制特大城市人口规模”、写入《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》的“有效控制特大城市新增建设用地规模”等政策能够在未来几年得到改变，尽管这些政策的合理性确实存在很大疑问。

海清 FICC 频道并不认为中国存在系统性的房地产泡沫，特别是一线城市高房价绝不能轻易与“房地产泡沫”划等号，更不能轻易将日本房地产一蹶不振的孤例套用到中国。

当然，正如前面所述，部分热点二线城市可能存在房地产泡沫，因为其房价上涨与“不限购+阶段性低库存”有关，而这两个因素都已经或将要改变。不排除在个别热点二线城市重现温州房价大跌的可能，但也正与 2012 年的温州类似，暴跌扩散到其他城市的可能性很低。

要想从根本上改变一线城市房价的长期上涨趋势，我们认为有两个解决办法：

一是放弃“严格控制特大城市人口规模”政策，也就同时放弃由这一政策导致的“严格控制特大城市土地供给”，但这种可能性极小；

二是将“控制人口规模”与“控制土地规模”脱钩。“控制土地规模”一直被作为“控制人口规模”的工具，未来有可能只控制人口规模，而不控制或少控制土地规模，同时加快引导特大城市人口向周边转移。

总结全文，我们的结论是：

1、宏观层面的主流房地产分析框架——“人口流动+货币因素”忽略了供给因素，而供给因素在中国房地产问题中有重要位置。

2、“人口流动”并不能决定房地产的真实需求，只有“购买力流动”才能反映房地产的真实需求。一线城市的人口增速放缓或负增长不代表一线城市购房需求下降，也不能作为一线城市房价将下跌的依据。

3、国际经验表明，“老龄化”绝不等于房价下跌。美国、英国、德国等案例表明，“老龄化”阶段恰恰是这些国家房地产价格上涨时期；不能将日本的特例作为“老龄化”导致房价下跌的依据。

4、用“城镇化接近尾声”论证房地产见顶是错误的，“中国城镇化接近尾声”是伪命题。全球经验来看，城镇化率 70% 以下为城镇化加速阶段，中国城镇化率远低于发达国家和部分发展中国家，未来还有 10-15 年的城镇化时间。

5、加杠杆不必然等于“炒房”，也不必然等于泡沫。（1）一线城市加杠杆是刚需提前释放，与为了卖出而买入的“炒房”有本质区别，未来即使下跌也难以超过 2012 或 2014 年跌幅；（2）三四线城市房地产一直高库存、供给过剩，“炒房”的前提都不存在；（3）真正有泡沫风险的只有部分二线城市。

市，一方面 2015-2016 年没有限购，另一方面供给短期不足为“炒房”提供了理由，未来二线城市房地产正常化、刚需化可能会导致二线的房价短期大跌。

6、不能简单的认为高房价就是“房地产价格泡沫”。中国一线城市的高房价本质上是“产业集聚、资源集聚导致的特大城市化倾向”（决定需求）与“严控特大城市规模”（决定供给）之间的矛盾。政策因素应当被包含在价值之中，在政策具有持续性的前提下，一线城市的高房价可能并未明显偏离价值。在“价格没有偏离价值”时，加杠杆只会“加速价格向价值回归”，而不是导致资产价格泡沫。

在“有效控制特大城市新增建设用地规模”政策没有改变之前，一线城市的房价扭曲将长期存在，房地产调控只能导致短期价格波动，而无法从根本上改变一线城市房价的长期上涨趋势。一种可能的从根本上改变一线城市房价上涨趋势的方法是，将“控制人口规模”与“控制土地规模”脱钩，在控制人口规模的同时，放宽土地供给，加快引导特大城市人口向周边的转移。

产业政策大讨论：企业家、法治与产业政策

来源：FT 中文网（2016-09-27）

作者：王勇（北京大学新结构经济学研究中心学术副主任）

在关于国有企业改革与产业政策的讨论中，张维迎老师一直比较强调企业家与企业家精神的重要性。虽然我也很认同我们国家的确应该形成充分尊重企业家、培育企业家的环境氛围，但张老师批评经济增长等主流经济学文献不研究企业家，这是不恰当的。事实上，单单经济增长与发展文献里就有很大的一个分支是关于职业选择（occupational choice），研究的是当企业家还是工人的选择。还有很多主流经济学研究是关于最优投资选择的，关于动态契约设计的，关于企业的最优研发投入规模的等等，这些所刻画的也都是企业家的一些核心决策活动。企业家精神，如果非要作为独立的生产要素，它与物质资本、人力资本、劳动力等等在 GDP 的实现上也并无本质差异，都是稀缺的，都需要充分竞争、可流动的市场，也都需要所有权的充分保护。

讨论产业政策，就必然要提及市场缺陷。假冒伪劣有毒牛奶地沟油等现象的普遍存在，说明法律的规范、政府的干预都是必不可少的。在企业家论坛上呼吁要重视保护企业家，政府要少干预、少插手，这些自然会获得欢呼与掌声。但是如果跳出企业管理的微观框架，将企业绩效和制度环境纳入到对应的发展阶段的动态宏观框架下，我们就会发现，保证市场有序竞争的法治环境、金融体系、教育水平等等都是内生于经济发展水平的，而且实施与监督也都离不开政府。譬如说，好的法治水平就需要足够的财政投入以保证具有较高人力资本的法律专业人才的培养与储备、需要足够的财政收入来维持、更新执法技术设备并且供养执法队伍，需要足够的财政投入以保证整个立法机构的高效运作，需要足够的财政收入以保证立法与执法都能够同时受到有效监督。而所有这些财政投入都是与这个国家本身的经济发展阶段相匹配的，除非有一个经济足够富强的殖民宗主国愿意为这一切操心 and 买单。

张维迎老师相关分析的失误之处，在于他似乎过于局限于企业内部治理结构，却未足够重视企业的外部治理，并且他无意识地将企业的外部治理水平与经济发展阶段做切割，将政府的作用、法治水平也与经济发展阶段切割或者将前两者完全对立起来，把市场运作中出现的一系列缺陷与外部性统统归咎于“制度”不完善、“法治”不完善，主张政府应该靠边站，用制度来替代政府干预。应该说，这些也是比较普遍的看法，其实也是“新制度经济学”的想法，主张制度重要，但却没有充分重视与强调其实制度是内生的。良好的法治水平，的确是一个社会长期所应该追求的目标，但是各国的改革

实践证明，脱离经济发展阶段与制度起点谈制度改革，谈法治水平，将目标当手段，只有比较静态没有过渡动态的改革策略分析实际上是非常低效的。

具体到企业改革问题上，持“华盛顿共识”的学者，往往会给出如下政策建议：先将企业私有化，着重解决公司内部代理人问题，然后把剩下的所有问题主要归结为外部法治环境的改善问题。比如认为此时政府的主要作用就应该是加强法治，然后依靠法治来处理解决市场失灵的问题，等等。这种经济发展思路的主要问题在于：落后国家可能在所有方面都是相对落后的，无论技术、资本、法律执行、金融体系，政府效率...这时候经济的发展就需要从已有条件出发，边发展边改革、改善制度与体系。不能等所有制度都先变成与发达国家一样“最好”的，然后再去发展经济，因为这个过程非常漫长，所以必须要充分考虑在经济发展、制度改善的漫长的过渡动态路径上的老百姓的福利，考虑制度改革的最优路径，而不能单纯考虑制度改革结束以后的稳态。

现实中，一个国家的政府如果强势到可以长期指定企业去承担种种额外的非营利性的功能和政策性负担，那么这个企业的所有制形式、管理方式的内生均衡结果是什么？不消除这种指定的额外政策性负担这个根本性问题，只是将其私有化会不会解决官商勾结的问题？会不会反而让问题更加糟糕？这个时候，强调这些企业缺乏企业家精神，有意义吗？换成一个民营企业的老总去管理这个国有企业，在这些政策负担不变的情况下，能够真的解决企业的经济绩效问题吗？在经济水平发展较低的时候，真的能够建立一个超然于经济发展阶段的先进法治体系（包括相关法律法规的及时制定与有效执行）来解决政策性负担的问题吗？一个更加具有务实的改革与发展政策究竟应该是怎样的？如何结合相应的发展阶段和由此内生出来的资金、人才、及时等一系列约束，推行在整个过渡动态路径上的最优的经济发展与制度改革，这才是真正需要深入思考的核心问题。对于政府的作用，包括产业政策，也应该放置在这个动态宏观一般均衡框架下去思考。

一个企业家或许并不需要关心这个全局性的宏观发展问题，而是关心在既有制度条件下如何整合资源，自己去创新或者套利以达到赚钱的目的（创新型与套利型企业家的划分是张维迎老师的深刻洞见），所直接面对的就是政府无处不在的各种管制与干预，还有贪婪的索取贿赂的双手。对此，企业家在心里当然会反感“有为政府”这个词，即使自己也没搞清楚这个词的学术含义；对此，企业家也会大声疾呼要求政府应该少干预、取消管制，即使很多时候自己其实也是在利用这种政府管制与干预去套利赚了大钱。

建立职业经理人市场、培育和保护优秀企业家对于一个经济体的确是至关重要。但是，如果是讨论诸如产业政策这类涉及到全民利益与长期发展的改革问题，我们学者必须同时聆听分析企业家与政府部门官员两边的说法，聆听分析被雇佣者、消费者与广大居民的看法与利益之所在。在商学院教书、认识很多企业家、更加了解企业内部的微观管理，了解企业如何与政府打交道，这些的确都会更加有利于了解真相，但对于中国的国企改革，对于产业政策，这个微观层次的视角是不够的，是远远不够的，因为当下的国企改革与产业政策问题，影响的是整体经济的全局，而绝非单个企业是否赚钱、企业老板与政府官员如何在桌底下从事黑幕交易的问题。

为避免误解，我也必须说明，法治建设乃至政治体制改革，我都觉得是重要的，都是需要认真借鉴积极学习发达国家经验的。但我想强调的是，这是一件有成本的长期过程，是一个与经济发展水平相配套的过程。在法治不健全的实际的过渡动态路径上，如何考虑政府的能动作用，如何尽量引导政府去做积极的有利于经济发展的事，如何有效地批评政府所做的错误选择，如何形成客观的全面的正确的社会思潮，这才是更加务实的方式。倘若只谈将政府手脚绑住，只谈“所有的产业政策都注定是失败的所以都应该被取消”。这些所谓的“常识”，这些口号，虽然可能一部分企业家听了以后会觉得遇到了知音，觉得非常解气，但是这无助于我们对产业政策成败原因的客观理解，亦非实际改善世界的有效方式。

产业政策大讨论： 林毅夫这次为什么更受欢迎？

来源：FT 中文网（2016-09-28）

作者：周浩（德国商业银行亚洲高级经济学家）

林毅夫和张维迎两位教授关于产业政策改革的争论，不仅代表着两种观点的碰撞，也将对新一轮国企改革产生深远的影响。事实上，在目前的时代背景下，林毅夫的观点更容易占据舆论的制高点。但冰冻三尺非一日之寒，关于中国和全球经济，过去数年的若干讨论，正构成了林张之争的历史背景。

林毅夫观点更符合潮流 两位教授的观点之争，是对过去一段时间经济现象的一个思考。总体而言，张维迎教授更加强调市场的自我调节能力，以此为出发点，他认为政府应该减少对经济的干预。林毅夫教授倾向于政府在经济发展中的调控作用，而这也符合过去三十多年来中国经济发展的基本基调。

理论上来说，两位学者的观点并没有根本不同，按照林毅夫的说法，双方的观点甚至是“自治”的。政府多一点，还是市场多一点，这在理论上都很难给出一个数量级的估量，但在实际操作中，其对经济政策的影响却是大相径庭的。

在笔者看来，林毅夫的观点更符合眼下的潮流，这就像十多年前，张教授的观点更符合市场潮流一样。首先，中国经历了高速发展后，尽管在近些年出现减速，但并未出现如西方主流观点预期的“硬着陆”，这样的现实不得不让大家对于此前的观点进行修正。第二，全球出现“去全球化”的潮流，在这一过程中，保持“可控”开放速度、坚持自身特色、并非一股脑追随“全球化”的中国，反而成为了大家开始模仿的对象。

如何评估中国风险？

先从眼下的一个热门话题说起，即所谓的投资减速问题，这似乎构成了市场看空中国经济前景的一个新论据。但回想一下，在 2009 年以后，市场看空中国经济的一大论据是“投资增速过快”。在几年的时间里，这样的观点转变，表明了市场其实心里也没底。事实上，没有一个经济学家能够给出一个“合意”投资增速，那么市场以什么为基础来讨论投资“过快”或者“过慢”，又如何得出中国经济将出现新的风险的结论？

如何准确评估中国风险，这是一个让人头疼的问题。笔者曾参加过一个国际评级机构的会议，在谈到如何给地方政府融资平台评级时，这家国际机构给出了一个有趣的方法：只要是地方政府融资平台，该评级机构可以最高给予 6 档的升级。这样的“升级”是基于评级机构“默认”地方政府融资平台在困难时刻可以获得政府的支持。这样的一种看似妥协，却代表了一种尴尬：按照评级机构的全球评级模型，中国的地方政府融资平台只能被授予“垃圾级”评级，或者说早应该破产。但事实上，中国地方政府融资平台却开始在海外发债，其发行的债券还颇受欢迎，对于评级机构来说，如果给予地方融资平台垃圾级评级，那么将失去这些客户，但给予他们投资级评级，又难以在逻辑上站住脚。最后，通过所谓的“政府隐性担保”给予其升级，是一种妥协。但不要忘记，在过去的几年中，包括评级机构在内的很多国际机构却也认为“政府隐性担保”代表着中国政策的“不透明”，是地方融资平台的最大潜在风险。

中国信贷泡沫为何仍能扩张？

另一个问题则是中国的信贷扩张，这也是很多人观察中国风险的一个窗口。信贷扩张在历史上曾经造成过严重的通货膨胀，而这会导致货币政策转向紧缩，于是潮水退去，信贷扩张的负面作用开始显现。换句话说，历史经验表明，信贷扩张不可持续。但在全球主要央行开始实施量化宽松的货币政策后，西方观察家们似乎很难批评中国的信贷扩张政策。更要命的是，中国的信贷扩张基于国内储蓄而进行，并没有过度依靠外债，这让经典的“外债增加——贬值加剧——外债膨胀——汇率经济崩溃”的理论在中国案例上难以奏效。

于是很多人将目光转向中国商业银行（主要是影子银行），认为其无度扩张资产负债表，将造成严重的资产泡沫（主要是房地产），一旦泡沫破裂，风险将十分巨大。由此衍生出的问题是，中国央行和商业银行共同进行大规模的资产扩张，这与西方的量化宽松有根本不同——西方国家的问题是，商业银行没有扩张意愿，因此央行不得不越俎代庖。在中国，央行和商业银行的同步扩张，将会成倍地放大风险。各类研究也表明，一旦房地产崩盘，那么后果将不堪设想，美国的“次贷危机”也依然历历在目。这其中的问题是，大量的研究基于历史经验得出，首先，历史是否将被重复，这本身就是一个未知数；第二，在货币理论已经失效（货币超发没有带来通胀）的背景下，我们为何纠结于历史？第三，中国没有出现过房地产崩盘的先例，如何要求商业银行在其风险评估模型中加入这样的风险因子？

市场越来越没有共识

事实上，类似的矛盾几乎无处不在。在这种情境下，决策者也会非常头疼，但即使没有明确共识，决策仍然要做出并执行。总体来说，中国仍然偏向于相对保守、缓慢甚至可逆的操作方式。而这样的方式是否正确，可能需要更长的历史来检验，至少到目前为止，这样的方式仍然保证了中国经济的成长。在亚洲，我们也发现，政府力量相对较强的经济体，其对经济的“熨平”能力也更强。比如说韩国，尽管其经济结构与中国台湾十分类似，但韩国政府明显对于经济更有控制力，比如说面临经济下滑，其出台财政刺激举措、重组政策性银行来帮助企业重组，等等。标普在过去的数年中连续上调韩国的主权评级，给出的理由之一就是财政政策相当积极有效，并表示韩国可能在未来数年内获得AAA的最高主权评级。换句话说，政府力量较强，并非在任何时刻都是坏事。

而在西方，对于很多经济学理论和社会制度的反思，也在日渐高涨。在长期的经济停滞，大家自然会考虑出发点是否本身是错误的。这在英国脱欧公投上已经凸显。英国本身倾向于美国的市场经济制度，但欧洲经济却倾向于带有“社会主义”的市场经济制度（这里的“社会主义”含义并不相同），两种似是而非的经济制度通过欧盟融合在一起时，被认为是“全球化”的经典案例，双方合作初期似乎严丝合缝并且运转良好，但经过多次市场动荡后，英国开始反思这一制度的合理性，最终的“脱欧”事实上反映了世界观的差异。

推而广之，很多经济学家开始反思目前的社会运行方式背后的问题，比如说财富分配严重不均。在美国，《纸牌屋》的流行，表明了对于传统精英政治模式的反思，希拉里“电邮门”事件也揭露出西方政治体系中的另一面。在中国，《北京折叠》的一纸风行也代表了对“社会分层”的反思（甚至是“反感”）情绪日盛，而社会分层在西方社会并非不见端倪。

所以，当我们把林毅夫与张维迎之争放在这样的时代背景下，很多人都只能自怨自艾地承认，“中国模式”仍然被证明有其存在的价值。同时，经济仍旧需要发展，否则，我们只会遇到更多难以解决的问题。在这样的基础上，经济政策需要具备的是“建设性”而非“颠覆性”。因此，从某种程度上来说，林毅夫的观点占据上风，在某种程度上也是另一派观点不断积弱的表现。

人民币汇率已累计贬值近 10% 但中国货币不会出现加速贬值机制

来源：经济观察网（2016-10-07）

作者：郭豫媚（中央财经大学金融学院讲师）

2015 年 8 月 11 日中国央行实行人民币汇率中间价报价机制改革，引起人民币汇率大幅波动，连续三日累计贬值幅度超过 5%，创 20 年最大跌幅。截至 2016 年 8 月末，人民币汇率已累计贬值近 10%。

目前人民币贬值预期仍然存在，并有逐步升温的态势，在外汇储备快速下降、美联储进入加息周期以及金融自由化加速等多重因素的影响下，市场甚至开始担心中国是否会发生货币危机。

货币危机的后果十分严重，国际经验表明货币危机是新兴经济体爆发全面金融危机的关键环节，一旦发生货币危机，通常会恶化国内金融风险并导致全面金融危机的爆发。1994-1995 年墨西哥金融危机、1997-1998 年东南亚金融危机、2001-2002 年阿根廷金融危机等新兴经济体历史上最为严重和和被人所熟知的金融危机均伴有货币危机。

从历史经验来看，新兴经济体在发生货币危机前夕，与汇率密切相关的经济指标通常会出现全面恶化。例如，经济增速作为决定汇率水平的基础性因素会大幅下滑，经常项目差额作为决定外汇市场供求的主要因素会从顺差转为逆差，外债余额作为诱发货币贬值预期的重要因素会出现大幅上升，外汇储备作为预防货币危机的重要战略性资产会快速减少，资本管制作为保卫本币遭受攻击的重要手段出现放松等等。当前，中国经济增速逐步放缓，经常项目出现了衰退性顺差，外汇储备也较前期有大幅回落，这些因素都在一定程度加大了中国的汇率风险。但是，笔者认为中国目前不会发生货币危机，主要有如下五大理由。

第一，从全世界范围来看中国经济增速依然较高。2015 年，中国经济增速达到了 6.9%，远高于全球（3.1%）、发达经济体（1.9%）以及新兴市场和发展中经济体（4%）的经济增速，也远高于美国（2.4%）、欧元区（1.7%）、日本（0.5%）和英国（2.2%）等主要国际储备货币发行国的经济增速。与新兴经济体货币危机爆发前夕的经济增长状况相对比能够更加明显地看到中国目前不可能发生货币危机。新兴经济体货币危机爆发前夕，经济增速通常出现断崖式下滑，甚至出现负增长，是导致市场对该国经济和货币失去信心进而引发汇率暴跌的重要因素。例如，1995 年墨西哥货币危机爆发前，墨西哥经济增速在一年之内暴跌 10 个百分点，陷入负增长（由 4.7%急速下跌至-5.8%）；1997 年泰国货币危机爆发前，泰国经济增速由 8%（1994 年）大幅下降至-2.8%（1997 年），也出现了负增长；1999 年智利货币危机爆发前，经济增速也在两年之内下跌了 7 个百分点（由 6.6%下跌至-0.7%）；阿根廷 2002 年货币危机前已连续 4 年出现负增长，货币危机爆发时经济增速更是跌至-10.9%。相比之下，中国步入新常态以来经济增速虽然也出现一定程度的下滑，但仍然处于中高速增长而且增长趋势平稳。

第二，中国经常项目仍保持较大顺差。从国际经验来看，经常项目的大幅逆差是引发新兴经济体货币危机的直接因素，墨西哥、泰国、智利和阿根廷货币危机爆发前经常项目都处于逆差状态。然而，2015 年中国经常项目顺差高达 3306 亿美元，比 2014 年的 2774 亿美元上升 20%。根据央行工作论文的预测，2016 年中国 GDP 增速和经常项目顺差占 GDP 比重仍将分别达到 6.8%和 2.8%，这意味着若按 6.6 人民币兑 1 美元的汇率（2016 年 1 月~8 月平均汇率）换算，2016 年经常项目顺差仍将保持在 3100

美元以上。因此，从经常项目差额的角度来看，外汇市场对人民币仍存在较大需求，爆发货币危机的可能性不大。

中国经常项目顺差主要来源于货物贸易顺差，有观点指出目前中国的货物贸易顺差属于衰退性顺差（指在货物进出口双双下降的情况下由于进口下降速度快于出口下降而形成的顺差），据此认为中国的货物贸易顺差和经常项目顺差不可持续，将影响人民币汇率稳定。事实上，目前对于人民币贬值和货币危机的担忧主要是人民币相对于美元的贬值。但是对于人民币对美元汇率影响最直接的中美货物贸易顺差仍在逐步扩大，且中国对美国出口仍处于正增长，不属于衰退性顺差。2015年中国对美国货物贸易顺差达1.62万亿元，相比2014年的1.46万亿元，上涨了11%，其中2015年对美国出口额相比2014年上涨了4.5%。因此，衰退性逆差本身并不足以对人民币汇率构成较大威胁。

第三，中国外债余额较小，汇率贬值和债务相互恶化引发汇率加速贬值的机制并不存在。外债高企是导致汇率贬值向货币危机发展的催化剂。这是因为，在外债高企的情况下，汇率大幅贬值会导致外债水平进一步上升，而原本就已高企的外债进一步上升将会加剧对该国未来偿债能力、财政状况乃至经济基本面的悲观预期，进而引发汇率加速贬值。但是，中国外债规模较小，2015年外债与GNP之比仅为9.3%，远低于墨西哥1995年和泰国1997年爆发危机时的26.9%和74.6%。

第四，中国仍有相对充足的外汇储备来保障人民币汇率稳定。有观点认为，当前中国外汇储备未必够用，主要判断依据是M2与外汇储备之比或将高于5~10的标准。截至2016年7月末，中国M2余额149万亿元，若按7月末人民币兑美元1比6.65计算，中国需持有2.24~4.48万亿美元的外汇储备才算充足。而中国外汇储备在一年多时间内已经从前期3.8万亿美元的高点回落至3.2万亿美元，按此趋势未来很有可能跌破充足要求的下限。但是，M2与外汇储备之比并不适合作为货币危机的预警指标，新兴市场国家货币危机发生时该指标通常完全达到要求。阿根廷2002年发生货币危机时，M2与外汇储备之比只有2.6，远低于5~10的标准，而且为1991年以来的最低值；智利1999年发生货币危机时M2与外汇储备之比也仅为2.6。

相比之下，外汇储备与月进口之比和外汇储备与外债之比更适合用于从货币危机的角度判断外汇储备是否充足。墨西哥1995年发生货币危机时，外汇储备不足以支付1个月的进口额，泰国、智利和阿根廷在爆发货币危机时外汇储备也仅够维持4~6个月的进口额。偿债方面，墨西哥1995年外汇储备与外债水平之比仅为47%，泰国1997年更是低至24.5%，外汇储备均不足以偿还外债。中国目前外汇储备的水平远高于新兴经济体货币危机爆发时的外汇储备水平。截至2015年末，中国外汇储备与进口量之比达到18.8个月，意味着中国外汇储备足以支付中国近一年半的进口额；中国外汇储备与外债水平之比在2014年末也达到406%，足够用于偿还外债。

第五，中国资本管制力度仍较强。从反映资本账户开放程度的Chinn-Ito指数（开放程度越高指数越大）来看，2014年中国Chinn-Ito指数仅为0.16，不仅远低于当前大多数发达国家的水平，而且明显低于1995年墨西哥、1997年泰国和2002年阿根廷货币危机发生前的资本账户开放程度（分别为0.69、0.41和0.76）。同时，中国在对汇率稳定威胁最大的短期跨境资本流动方面管制仍较为严格。作为外汇管理局控制短期跨境资本流动的主要手段，合格境外机构投资者（QFII）、合格境内机构投资者（QDII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）的限额仍较低。截至2016年8月底，外汇管理局累计批准815亿美元QFII额度、900亿美元QDII额度和5103亿元RQFII额度，仅分别占同期A股总市值的1.15%、1.3%和1.1%。

尽管中国尚不会发生货币危机，但仍应重视维持汇率稳定，协调好汇率稳定与金融自由化的关系。

“8.11”汇改后，中国或将进一步推进金融自由化（尤其是资本项目自由化），以加速实现人民币国际化。在中国经济逐渐放缓的大背景下，金融自由化将使不可能三角约束进一步收紧，影响到汇率稳定。不可能三角理论表明，货币政策独立性、汇率稳定和资本自由流动三个目标不可兼得，至多

只有两个目标可以同时实现。中国央行长期以来选择的是不可能三角的“中间解”，即部分弹性的汇率、部分的资本账户开放和部分的货币政策独立性。人民币国际化带来的资本账户开放，无疑将威胁到货币政策独立性和汇率稳定。而且，即使央行牺牲货币政策独立性以试图换取汇率稳定，也难以成功。其原因在于，在产能过剩、银行不良贷款增多和债务高企的背景下，若缺乏货币政策的保驾护航，经济下行风险及债务风险很可能将难以得到控制，导致人民币产生较大贬值压力。因此，当前应谨慎推进资本账户开放和金融自由化，以维护汇率稳定。

中国房地产泡沫会引发债务危机吗？

来源：FT 中文网(2016-09-26)

作者：黄凡(宁波银行私人银行部总经理)

近期忙里偷闲观看了电影《大空头》(The Big Short)。影片讲述的是美国次贷危机 2006-08 年，在绝大多数美国人民陶醉于住房繁荣而华尔街大鳄们沉醉于繁荣的房市衍生出的次级债产品时，有几个聪明人通过独立思考，坚持己见，积极挖空心思大规模做空相关金融衍生品而最终大赚特赚的故事。

那么，这些房贷支持证券是如何变成“高效的大杀伤武器”高效的大杀伤武器的？我们回到电影说的故事吧：本世纪的头几年，美联储为应对高科技泡沫破灭而造成的经济下行而持续降息，市场流动性过度泛滥，房价一路上涨，银行为增加业务收入而大规模发放按揭贷款；于是，很多没有稳定收入，无力筹措首付的人也纷纷获得银行贷款买房，电影中的脱衣舞娘、酒吧侍应等“下里巴人们”也敢于贷款买了 N 套大房子；

银行当然也不笨，知道这些贷款有较大的成为坏账的可能，为了甩掉这些低质量的按揭贷款以规避违约风险，他们把这些按揭贷款打包卖给投行；投行再以这些资产包为基础发行 MBS，卖给投资者；投资者也不笨，也知道这些债权有违约风险；于是，投行们就把这些债权分为优先级，劣后级，其中优先级卖给不愿意承担风险的投资者，投资者因有劣后的垫背也就放心了；然后，劣后级再卖给能承担风险的对冲基金或其他投行，其他的投行则再以此为基础发行债权产品，再分为优先级，劣后级……如此这般，再不济的，买入信用违约保险(CDS)来避险。然后信用评级机构也就大笔一挥：A 级、A+……

国内的情况又如何？最近楼市盛况空前，身边的人几乎没有不谈房市的。说起都喜上眉梢：刚刚买入赚了多少钱……准备到哪里去再买……要想法买多几套……。首付要凑？没问题！首付贷、信用卡都可解决……房子买得多，就赚得多。至于几百万，上千万的房贷如何还？还需要考虑吗？房子一定涨的，到时卖掉就得，还怕还不起？！

这与《大空头》里描述的 2004 年-2005 年的美国楼市盛况以及购房者的心态简直太像了。至于美国楼市泡沫的结局？我们都知道了：

当全美国都陶醉在“房价只会涨，不会跌”的狂热中，大家热衷于借债消费，感觉良好之时，危机正一步一步逼近……当全国各地房地产都房价高企而且严重过剩、租金回报不足一提、银行都在降低贷款标准的时候，低质量的按揭贷款比重实在太大了。就好比是一堆垃圾债权，不管如何打包，再如何分级，拆解，最终出来的当然还是垃圾债权，区别只在于优先包里垃圾少一点，而劣后包里垃圾多一点，仅此而已。而信用违约保险保的就是这些包里的垃圾不发生腐烂，结果？这些垃圾包就集中发生腐烂，连 AIG 这样的巨无霸保险公司也保不起了。

当然了，电影中也提到了，其他衍生工具如担保债务凭证（CDO）等把这些垃圾包几何级数扩大并运送到全世界，最终放大了危机的级别。

于是，原本貌似坚固而无缝的房市泡沫最终破灭，引至次级债危机爆发，进而引发了一场席卷全球的金融海啸。大多数最大的一流金融机构被一举“打残废”，最后靠各国政府全力救助才勉强存活。

笔者 2012 年到了美国，亲眼目睹危机过后的满目疮痍：许多人失去了靠之养家糊口的工作、失去了赖以以为家的房子。到处可见因还不起房贷而被法院没收的“法拍屋”（Foreclosure），以及因房价大跌而成为“负资产”的银行共同主张屋（Shortsale）。顺便提一句：敝人当时就马上出手抄底买入了几间，其后因美国房屋市场开始见底复苏而有所斩获。

我们再回过头看我们房地产泡沫的盛况：

一方面，楼价无论以何种口径计算与衡量都非常昂贵。根据包括亚豪机构等在内的房地产专业机构的数据，今年上半年，北京新建纯商品房均价达到了 3.8 万元/平米，二手房成交均价超过 4.3 万元/平米，均达到了历史高点。这意味着，在北京购置一套 100 平左右的普通住宅，支付的房屋总价在 300 万元至 450 万元左右。而北京 2015 年人均可支配收入为 4.8 万元，等于 1 年的收入只能买 1 平米左右的住房面积，买一套 400 万左右房子，即使不需要任何个人消费，也要工作接近 50 年，那就是从大学毕业开始工作到 70 多岁不用考虑退休了。

另外，上海、北京、深圳等大城市的租售比早已经远远超过了 1:200 的国际标准安全线，保守估计在 1:500 以上，一些地区甚至到了 1:1000 的程度。这意味着，按照现在的租金，在这些城市买房投资，要靠租金收入回本可能会接近 100 年，远远超过了房子法定 70 年的房龄！在一、二线大城市，房价已经涨得令人瞠目结舌，地价还继续高涨。频频出现地王，这些地王光是地价形成的“楼板价”就已经明显高于周边的现房价格了。高价拿地王的企业无非预期房价会涨得更高。

另一方面，社会整体的负债率已是非常高。很大部分与房地产相关的，由三方理财债权、影子银行固定收益产品、银行理财产品、部分地方债、部分企业债、部分银行房贷等构成的国内规模庞大的次级债与美国 2006-2007 年次级债危机爆发的前夜非常相似。据相关机构的统计，政府、企业、居民累计的债务总额已达我们国内生产总值的 280%，远高于绝大多数发达国家的水平。而且，与房地产开发相关企业依然在不断加杠杆，广大购房者也在不断加杠杆。

至于国内楼市泡沫膨胀后的结局？我认为不会与历史上的其它泡沫有本质上的不同。泡沫最终破灭的具体形式要么是日式的“长痛（长期低迷的慢跌）”或是美式的“短痛（一步到位的急跌）”。只是，哪一根是压垮骆驼的最后一根稻草？我们无从预知。

然而，国内楼市的各路参与者并不这么认为。于是，全国各地“地王频出”，土地的价格屡创新高。在上海，甚至有了广大市民为规避传说中的“严厉限购”而排长队离婚的全球独一无二的怪象。房子，仿佛是一件万能的投资工具，买到了就等于赚到了。大家都认为，最悲催的人生莫过于一直没买房！

大家不惜一切代价买房，最根本的原因还是房价过去十多年一直大涨，在 2016 年前几个月的房价进一步大涨和地王频出之后，这种对房价只涨不跌的预期又再进一步被强化。大家都担心，现在不拼命买，将来更买不起。然而，正如“权威人士”所表述的：树是不可能长上天的。而且我认为，最近楼市参与者们表现出的不可思议的“最后的疯狂”或许在预示，房地产泡沫的破灭以及因此引发的债务危机离我们不远了。

再深究一下，就会发现，目前阶段的国内楼市与去年二季度的股市在以下几个方面非常相像：

一，均为高层为稳增长、去杠杆而发起。发起股市上涨的目的是为了解决社会过于依赖间接融资难题，为企业去杠杆。企业通过股市融资顺畅了，银行的坏账、地方政府平台的债务等问题也就好解决。今年初刺激楼市的目的也很明确，把积压的库存去掉，把房地产企业的杠杆去掉，同时让地方政府顺利卖地还债。

二，均表现为脱离了经济基本面的快速上涨。由于货币政策长期相对宽松、流动性非常充裕，而国民的财富积累总量非常大，加上外币资本项下依然严格管制无法顺利完成全球化配置，一旦国内某一类资产有上涨的苗头，资金就蜂拥而至，马太效应非常明显。

三，均由加杠杆推动。去年股市的上涨，名为“改革牛”，实为“杠杆牛”，全靠数万亿的“场内融资”和“场外配资”推起。而今年楼市上涨表面上是“去库存”，实际上是全社会加杠杆。今年以来的新增贷款大部分为房贷。根据广发证券的研究报告：上半年按揭贷款同比增长 111%；房贷余额占储蓄比重达 28.5%，超过 1989 年日本泡沫破灭的前夜的水平。而且，不少投资者纷纷通过“首付贷”、“P2P”等各种无抵押的融资取得首付，然后再通过按揭买房。这种现象与引发上一轮金融危机的“零首付”美国次级债是异曲同工的。

四，对存在严重泡沫的事实，参与者们均心知肚明。无论是去年上半年的股市投资者，还是今年“打飞的”全国到处跑买的楼市投资人，都怀着一个共同的信念：泡沫不会在现在破灭，即使泡沫最终要破灭，破灭之时自己一定能逃脱。因此都欣然在泡沫中畅泳。记得去年股市疯狂上涨时，朋友圈流传着这样的段子：“每次泡沫来时，总是存在两种人：一种人不停地指出泡沫会很快破灭，另一种人欣然在泡沫中游泳。前一种人越来越聪明，后一种人越来越有钱。”不过，在去年股市最终崩盘时，这些“游泳健将”们也没有谁正真顺利逃脱。

投资者乐于拥抱楼市泡沫的信心还来自于“政府一定不会让房价跌，房价就不会跌”的信念。然而这是“政府万能”的唯心论。香港、日本、美国等政府没有一个愿意看到本地的房地产下跌的。结果，“涨多了就跌”这一铁律还不是照样起作用？投资者可能说：其他政府不行，我们的政府行！那么，我想问您，中国政府希望股市跌吗？当然不希望！而且去年股灾时还派出国家队投入了几万亿的巨资来托市，然而股市该跌不是照跌吗？

其实，在楼市不断高升之际，富人们大多选择把丰厚的投资收益落袋为安。大家公认的“楼神”——地产出身的大亨李嘉诚在去年几年频频在香港和大陆出售地产项目，其中上海浦东新区陆家嘴核心的东方汇经中心，广州西城都荟项目等也在出售之列，共计过百亿。

作为楼市投资者，可能也像当年嘲笑巴菲特卖中石油一样轻视李嘉诚的举动，觉得他卖错了，因为，最近楼价大涨了。然而，大家不妨回顾一下这位商界“超人”在过去几十年数次经济波动大周期中的举动吧，他过往减持资产的节点，往往正是该项资产所处的行业位于或接近顶点之时。温故而知新，笑话他的人很可能高兴得太早了。

古今中外，从来就没有过只涨不跌的投资品，国内的房子也一定不会是例外，这是常识。从投资角度，不应把大部分的财富都押在房地产上的原则如同“不应该把几乎所有鸡蛋都放在同一个篮子中”的道理一样，也是常识。既然知道了这些基本的常识，我决意知行合一地去坚守。您请随意。

人民币“入篮”只是序幕

来源：财新周刊网(2016-10-17)

作者：胡舒立(财新传媒总编辑)

根据去年底的安排，10月1日，人民币正式纳入国际货币基金组织（IMF）的特别提款权（SDR）篮子。这是国际社会对中国近年来金融改革成果的肯定，是人民币国际化的重要里程碑。然而，人民币欲成为全球主要储备货币，成为金融市场公认的“可自由使用货币”，还有漫长的路要走。

“入篮”成果来之不易。它是决策层做出的重要战略抉择，中国央行会同多个部门与IMF通力解决诸多难题，才实现这一目标。它更得益于中国经济规模居全球前列，人民币国际地位不断提高。未来，IMF成员国可以在交易中接收和使用人民币，中国将在与IMF及其成员国的交易中，最终实现人民币与其他自由使用货币的自由兑换。鉴于SDR在市场风险显露时尤为重要，人民币实际上已成为未来应对全球范围内金融危机的重要工具。

从更宏观的历史视野观察，人民币“入篮”可视为“金融入世”，是中国对外开放的新的推动力。二者的区别在于，“入世”通过中国兑现承诺，谋求开放，来助力经济发展；而“入篮”则促使中国先期付出努力以达标，并凭借这一动能，使得金融、经济改革愈发不可逆转。

随着人民币跻身国际货币“精英俱乐部”，中国也将更有能力、更有动力推动全球金融治理和国际货币体系改革。这一势头日益明显。今年，在G20下推动扩大SDR使用，世界银行在中国发行了首期SDR债券，迈出了完善国际货币体系至关重要的一步。如此显著的进展，恐怕是众多力主这一改革的海内外学者也未曾预料到的。

不过，应清醒地看到，“入篮”并不代表人民币业已成为国际主要货币，特别是广泛使用的国际储备货币。数据显示，虽然进步迅速，但由于基数过低，人民币迄今在国际银行业负债、国际债券余额、跨境支付、主要外汇市场交易量等方面的份额依然偏低。与其将“入篮”视为对人民币成为国际储备货币的背书，不如将其看作对中国金融改革可喜进展的嘉许。当然，国际社会有理由相信，只要中国能延续改革和发展势头，人民币必将在未来成为国际主要货币。

然而，这一美好前景不会自动到来，曲折反复在所难免。去年下半年以来，人民币国际化的一些指标出现下滑，作为支付货币的排名现已下滑至第五，甚至一度被加拿大元赶超。表面看来，人民币国际化似显后劲不足之态，缘于与其直接相关的改革举步维艰，根本上则是源于整体经济体制改革进展缓慢。金融运行也形势严峻。目前，去产能、降杠杆等政策执行进展曲折缓慢，导致实体经济萎靡，金融部门脱实向虚，资金在股市、债市、大宗商品市场、房市间轮动，造成资产市场行情大起大落，实体经济融资成本居高不下，杠杆率进一步攀升，金融风险加剧，国内外对中国经济的信心愈发脆弱，资本外流和人民币贬值压力不减。

在此背景下，有人主张，资本项目开放不宜再衔枚突进，汇率改革恐怕也难在短中期内实现更自由的浮动。在其看来，当前，较为审慎的路径不是货币金融部门逆势突进，而是其他领域加紧推进改革，赶上金融改革的步伐，同时完善金融市场，再来完成资本项开放、汇率改革的下一程。诚然，改革最终必须整体推动，单兵突进终究行而不远，然而，如今的难题并不在于金融领域推进过快，而恰是其他领域改革过缓。惟有改变这一格局，人民币国际化才能重拾动能。

就近期选择而言，央行行长周小川近日在IMF世行年会期间表示，将努力在提高汇率灵活性和保持汇率稳定之间寻求平衡，这无疑是货币当局中短期内的主要任务。“入篮”尘埃落定后，人民币汇率有理由扩大波幅，近日也确实呈现扩大之势。汇率问题的要务仍是避免单边升贬值预期重来，一次性或主动贬值绝非政策制定者所望。

“入篮”并非一劳永逸。每五年，IMF均会对SDR篮子中货币以及可能纳入其中的货币做例行评估。人民币通过这一“小考”似是板上钉钉，不过，央行负责人早先关于“不符合条件时也可能（被

迫)退出 SDR”的言论所表达的忧患意识更为可贵。

一国货币国际化根本上系于海内外投资者和持有人对其所持的信心。人民币晋身国际主要货币的终极测验亦在这一关。这要求中国的货币政策制定和汇率政策制定更加市场化,更加灵活透明,并进一步开放金融市场,为海外投资者提供更多人民币资产。更为根本的是构建举世信赖的国家治理体系。货币的崛起和衰落从来不是直线式的。上世纪 80 年代,日元也曾雄心勃勃欲问鼎国际主要货币,在“失去的 20 年”之后,这一目标仍可望而不可即。他人教训足资借鉴。

货币是一国综合实力的体现。成为国际主要货币,是一国成为经济金融强国水到渠成的结果,可以说,这一地位不可强争而得。人民币今天的地位,是过往近 40 年中国改革开放的成果,未来人民币的地位将由今天的改革实绩来铸就。“入篮”只是序幕,人民币国际化的高潮和考验还在后头。

新闻快讯

中国 9 月 PPI 同比涨 0.1% 结束连续 54 个月下降势头

来源: 华尔街日报中文网络版(2016-10-14)

作者: OLIVIA GUO

中国国家统计局周五公布的数据显示,9 月份生产者价格指数(PPI)同比转而上涨,结束了连续 54 个月的下降势头,表现强于预期,环比涨幅则进一步扩大,显示工业运行状况持续改善。

统计局公布,9 月份 PPI 同比上涨 0.1%,是自 2012 年 3 月份以来首次由负转正;环比上涨 0.5%。

8 月份 PPI 同比下降 0.8%,降幅连续第八个月收窄;环比涨 0.2%,涨幅与上月相同。

此前接受《华尔街日报》调查的 16 位经济学家预计,衡量出厂价格的 PPI 9 月份可能同比下降 0.2%,较 8 月 0.8%的降幅进一步缩小,继续走出长达四年多的通缩困扰。

此外,1-9 月份 PPI 同比下降 2.9%;前 8 个月累计降幅为 3.2%。

国家统计局城市司高级统计师余秋梅称,9 月份 PPI 同比转涨原因是,稳增长、去产能、去库存政策使得国内工业行业供需矛盾有所缓解,重点行业库存、销量均出现向好态势。

余秋梅称,黑色金属冶炼和压延加工、有色金属冶炼和压延加工业,以及煤炭开采和洗选业合计影响当月 PPI 同比上涨约 0.8 个百分点,是影响 PPI 同比转正的重要因素。

“美联储通讯社”:

非农数据意味着美联储 11 月不加息

来源：华尔街见闻 (2016-10-07)

作者：张舒

有“美联储通讯社”之称的《华尔街日报》记者 Jon Hilsenrath 撰文称，9 月非农数据不及预期，确保了美联储 11 月会议上不加息，11 月会议后一周就是美国总统大选。9 月非农数据同时增加了 12 月会议上行动的不确定性，现在看 12 月加息最可能，但如果失业率继续攀升，美联储或推到明年加息。

周五数据显示，美国 9 月新增非农就业 15.6 万人，不及预期的 17.2 万人，8 月数据由 15.1 万修正为 16.7 万；9 月失业率 5%，差于预期的 4.9%；9 月平均每小时工资同比增 2.6%，与预期持平。

Hilsenrath 称，9 月失业率小幅上升至 5%，大体符合美联储主席耶伦在 9 月 FOMC 会议后，对劳动力市场的表述。

人们重新加入到劳动力大军，寻找工作。他们中的许多人找到了工作，不过不是所有人都有工作。那些重回劳动力市场找工作的人，让失业率有上行压力：失业率从 8 月的 4.9% 升至 9 月的 5%，而且失业率今年不再下降。美国劳工部另一项家庭调查数据显示，9 月雇佣人数较上月增加了 35.4 万，失业人数较上月增加了 9 万。

Hilsenrath 指出，耶伦认为，人们重返劳动力市场，是一个健康的信号。劳动力参与率在此前相当长时间里都在下降，因为一些人放弃了找工作，或是老年人不再找工作。不过，该参与率近来出现回升。9 月，劳动力参与率较去年同期的 62.9%，上涨了 0.5 个百分点，这是一个人们变得明显乐观的信号，认为值得、应该出去找工作。

Hilsenrath 表示，劳动力大军在增加，也是劳动力市场仍未过热的信号。这与耶伦计划缓慢加息的思路相互呼应。

此前，耶伦在 9 月 FOMC 会议后的新闻发布会上表示，经济还有更多一点的空间，可能比之前想的要多，这是一个好消息。Hilsenrath 称，这一表述，外加美联储下次会议在 11 月 1~2 日举行，之后一周便是美国总统大选，意味着美联储基本上不可能在 11 月加息。

对于美联储来说，12 月加息是最可能的情况，但不是个确定性事件。如果失业率还在上升，美联储官员们可能会拖到明年再加息。美联储在 12 月会议之前，还能看到两次非农报告，因此对于美联储来说，他们有足够多的时间来做最后决定。9 月非农数据出炉后，美国联邦基金利率期货显示，12 月加息概率不到 50%。

“全球经济面临通缩和贸易减速风险”

来源：FT 中文网 (2016-09-28)

作者：肖恩·唐南

两大经济机构警告称，世界经济面临着陷入通缩陷阱的风险，同时全球贸易出现历史性减速应该

给世界各国政府拉响警钟。

国际货币基金组织(IMF)昨日警告称,大宗商品价格大跌和需求滑坡助长的低通胀“普遍现象”有可能恶化,变成一个全面的通缩陷阱,特别是在发达经济体。

该机构称,各国政府应该加入央行的行列,采取更多行动促进经济增长和提高收入;目前各主要央行日益被视为正在耗尽政策选项。

IMF 的警告包含在其即将发表的《世界经济展望》(World Economic Outlook)的分析章节中。与此同时,世界贸易组织(WTO)预计今年全球贸易量将仅增长 1.7%。这将是自 2008 年金融危机以来最慢的增长,而且相比该机构在 4 月份预测的 2.8%大幅放缓。

“贸易增长的急剧减速是严重的,应该起到一个警钟的作用,”世贸组织总干事罗伯托•阿泽维多(Roberto Azevêdo)表示。

他说,在保护主义抬头、美国乃至世界各地都出现反全球化言论的背景下,这一趋势尤其令人担忧。他补充说:“是时候汲取历史的教训,重新承诺开放贸易,这将有助于刺激经济增长。”

这两个警告突显各方越来越担心世界经济自 2008 年的危机以来复苏缓慢,担心政策制定者的回应不够到位。

下周各国财长和央行行长齐聚华盛顿参加 IMF 和世界银行(World Bank)年度会议时,这些担忧很可能被放大。

这些警告还指出了两个令人担忧的关键领域。国际机构越来越担心美国总统候选人唐纳德•特朗普(Donald Trump)等民粹主义政治人士人气高涨,以及他们提出的保护主义政策,对脆弱的全球经济产生的潜在影响。他们同样感到郁闷的是,在他们看来,许多国家的政府未能作出艰难决定,而是继续过于依赖央行和货币政策来应对增长缓慢。

中国经济触底企稳了吗？

来源: BWCHINESE 中文网 (016-09-21)

作者: 陈季冰

上周二公布的 8 月份经济数据让许多人稍稍松了一口气。

这不仅大大缓解了全球的担忧,也降低了中国决策者通过进一步放松货币政策来刺激经济的可能性。这一点或许是最令人欣慰的,因为它会进一步吹大本来已经过热的房地产和金融市场上的投机泡沫,并加剧产能过剩和高负债问题。

需求改善

8 月份,中国规模以上工业增加值——这是衡量中国这个“世界工厂”的制造业状况的关键指标——同比增长 6.3%,增速为过去半年来最快;而衡量国内需求的社会消费品零售总额增长得更快,增幅高达 10.6%,在 7 月份的 10.2%基础上继续加快;与此同时,今年 1—8 月份,不含农户的固定资产投资较上年同期增长 8.1%,与 1—7 月份的增速相同。

今年 8 月份规模以上工业增加值同比增长速度。

这一系列数据不仅都好于上月，也均明显强于分析师们的预期。这似乎表明，上半年创纪录的信贷投放和基础设施投资等“稳增长”措施取得了效果，中国经济在宏观面上已经实现触底企稳，进一步下行的风险减小。

相对来说，海关总署在前一周公布的进出口数据更让人眼前一亮。

8 月份中国以美元计的出口总值同比下跌 2.8%，但跌幅比 7 月份的 4.4% 明显收窄；而以美元计的进口总值则在 7 月份暴跌 12.5% 之后，已反弹至增长 1.5%。需要特别指出的是，这是 2014 年 10 月以来首次出现月度进口增长。

两者也都好于预期，市场原本预计 8 月中国出口和进口会分别下滑 4% 和 5.4%。这说明，中国经济的外部需求正在企稳改善，而国内需求开始强劲回暖。

这一趋势也得到了更早前公布的制造业采购经理人指数 (PMI) 的印证。

8 月份官方制造业 PMI 指数。

国家统计局在 9 月初公布的 8 月官方 PMI 上升至 50.4，重回 50 的荣枯临界点上方，远高于 49.8 的分析师预测中值。其中大型企业 PMI 为 51.8，上升 0.6 个百分点；中型企业 PMI 为 48.9，与上月持平，仍低于临界点；小型企业 PMI 为 47.4，回升 0.5 个百分点，但仍位于收缩区间。此前的 7 月，官方制造业 PMI 为 49.9。

不过，独立的财新 Markit 中国制造业 PMI 指数与乐观的官方数据有所背离。它的 8 月终值为 50，恰好落在 50 的荣枯分界线上，低于 7 月份的 50.6。表明制造业在 7 月短暂恢复扩张后未能延续改善的趋势。

通胀健康

通胀状况呈现出一种尤其令人满意的态势，这对今后一段时期宏观经济运行和政策有十分重要的意义。

8 月份，中国工业品出厂价格 (PPI) 虽然下降 0.8%，但降幅已收窄至 2012 年 4 月以来最小，并且已是连续第 8 个月上行。分析人士现在普遍认为，这可能是年内低点，预计接下来将继续小幅回升，年内有望结束长达 4 年度的负增长，由负转正。这是一种健康的趋势，表明随着需求的回升，中国制造业的状况正在好转，我们或许不必对经济前景过于悲观。

虽然 8 月 PPI 跌幅收窄幅度超预期与黑色金属、煤炭等大宗商品价格回升密切相关，但综合考虑此前公布的 PMI、进出口等一系列数据，企业微观层面的需求改善可能仍是主要动力。

与之相比，8 月，衡量实际通胀水平的居民消费价格指数 (CPI) 同比上涨 1.3%，涨幅低于 7 月份的 1.8%，也比市场预期中值低了 0.4 个百分点。这种 PPI 趋势上升而 CPI 趋势下降的反向走势是难得出现的好现象，因为它显示需求在回暖，同时又无物价上涨过快之虞。

8 月份全国居民消费价格指数 (CPI)。

由于 CPI 指数目前仍低远于政府今年 3% 的预定目标，因而给货币政策留出了更大的空间。虽然经济下行压力很大，但中国央行自去年 10 月以来已有近 1 年未有降息；自今年 3 月以来也有半年未下调过存款准备金率。

这是因为货币政策面临两难境地：一方面，经济放缓有采取更宽松的货币政策的需要；但另一方

面，虽然通胀压力没有表现在居民消费品价格上涨上，但却因产能过剩及货币政策传导机制不畅等原因，反映为房价持续上涨和其他资产泡沫；此外，进一步放松货币政策还有可能对本已存在显著贬值压力的人民币汇率造成更大的下跌风险，进而引发资本外流的恶性循环。

8月通胀数据反映出来的趋势大大减缓了货币政策进一步放松的压力，这对经济宏观面具有举足轻重的正面价值。

当前中国经济存在着三大的隐忧。

首先，从中长期来看，中国的决策者一直试图引导经济从依赖投资和出口转向国内消费。然而，短期内为了稳增长，今年中国加大了基建支出，从而引发经济“走老路”的担心。因为目前的经济企稳主要是通过基础设施投资和房地产市场迅速回升来实现的，这导致了两个后果：

第一，产能过剩、资产泡沫和债务风险进一步加剧；数据显示，中国银行业全行业的利润同比下降0.1%，而第一季度利润同比增长6.3%，2015年增长2.4%。不过，随着各银行加快资产减记，银行不良贷款增长有所放缓。中国商业银行体系的不良贷款比率在6月底为1.75%，与三个月前持平，而工行的不良率从三个月前的1.66%降至1.55%。

第二，中国财政收支矛盾进一步加大。受营改增政策性减收效应显现以及同比高基数等影响，8月份全国一般公共预算收入9894亿元人民币，同比增长下滑至1.7%；全国一般公共预算支出14,187亿元，同比增幅则从上月低点大幅回升至10.3%。财政部表示，未来几月财政收入形势仍不容乐观，未来几个月收支压力增大。

其次，即便仅就投资而言，也存在着诸多不平衡。尽管8月投资企稳，但仍处于16年以来的低点，且疯狂的房地产是其中的主要力量。此外，今年前8个月，国有企业投资增长21.4%，民间投资增幅跌落至2.1%的历史低点。民间投资增速的持续下滑表明，经济越来越呈现政府主导趋势。

第三，从外部市场环境来看，人民币贬值预期依然存在。中国央行数据显示，8月份中国外汇储备滑落至3.185万亿美元，创2011年12月以来新低，比7月份减少158.9亿美元。虽说这一下降并未超出近期波动确立的变化区间，与去年底、今年初那波令全球市场紧张不安的人民币汇率动荡相比也显得微不足道。

好在商务部近期公布的数据显示，今年1—8月外商直接投资（FDI）同比增长4.5%。其中8月FDI同比增长5.7%，呈现加快趋势。显示外资并未明显看衰中国经济，而且服务业吸收外资保持增长，高技术服务业等服务领域增幅明显。1—8月服务业实际使用外资同比增长10%，占总量的70.7%。其中，高技术服务业实际使用外资同比猛增98.2%。吸引外资领域的变化，有助于中国经济未来的转型。

总的来说，当前的宏观经济可以用两句话来概括：

第一，虽然经济下行压力依然存在，但“L型”的企稳正在确立；

第二，旧的模式依然是支撑当前经济的主要力量，有些领域的失衡甚至还在进一步加剧，新的增长点也在出现。

但不管怎么说，相对于上半年，趋势正在朝积极的方向转变，虽然力量很弱。