

金融投机负面影响愈加严峻

楼市“供给侧”攻坚 “需求侧”托底

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

正在召开的“两会”，明确了2016年国内生产总值增长目标为6.5%—7%。GDP增速目标首次以区间的形式出现，既顺应经济下行趋势，给政府在推进改革与转型中以更大空间和主动性；又顺应保障社会就业、防范金融风险，需要经济稳定增长的客观现实。使政府在“稳增长”和“调结构”的协调上争取主动，有更大、更灵活的回旋余地。这中间，通过投资和消费，房地产连着“稳增长”，通过新型城镇化，房地产又连着我国最大内需和发展新动力，因此房地产受到更多重视。

从政府工作报告及同步发布的“十三五”规划纲要草案看，“十三五”期间，我国对于房地产的政策基调，就是“供给侧攻坚、需求侧托底”。房地产“供给侧”改革的重任，是遵循农业转移人口市民化的新型城镇化路径，让外来人口“扎根”城市。报告把房地产置于新型城镇化框架下，在讲房地产之前，报告首先指出，城镇化是现代化的必由之路，是我国最大的内需潜力和发展动能，并提出了今年市民化的两个重点，即建立健全“人地钱”挂钩的落户政策和提高居住证的含金量。

事实上，《城镇化发展纲要（2012—2020）》已实施数年。去年中央也明确，要在外来人口市民化的过程中“去库存”。但是，地方在农业转移人口落户上的积极性并不高，在“去库存”策略上，仍依赖财税信贷刺激下的短期利好，市民化和“去库存”仍旧是两张皮。此次“人地钱”挂钩的明确，不仅让落户政策具体化、可操作，而且在财政赤字扩大、专项债券的保障下，加上灵活的用地激励，地方积极性会提升，预计随后配套的用地政策、中央转移支付等将先后落地。

提高住房供应效率也是“供给侧”改革的内容。报告第一次提出，建立租购并举的住房制度，把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围。一方面，这是适应农民工和新移民房价负担能力不足、以租为主的住房消费现状；另一方面也是高房价背景下，培育“先租后买”梯度消费、壮大租赁市场的需要。同时，大力发展钢结构和装配式建筑是改变过去经济增长导向下，以“钢筋混凝土”和高成本、高消耗为特征住房供应模式，向更低成本、更好质量、居住属性的新型建造方式转变。

此外，报告明确从今年5月1日开始，房地产全面实施“营改增”，18项行政事业性收费免征范围扩大到所有企业，企业新增不动产所含增值税纳入抵扣范围。这是史无前例的房地产减税，一方面给盈利高的企业更大激励，有利于企业兼并重组和“强者恒强”，提高行业集中度；另一方面，以减税提高房企的利润和活力，激励企业增加新开工和拿地的积极性，稳定房地产开发投资，也腾出降价空间来“去库存”；最后，“营改增”和企业不动产增值税抵扣利好专业化租赁，完善住房供应体系。

“供给侧”攻坚的力度确实很大，“需求侧”作用也很重要，但不搞“大水漫灌”式强制刺激，“需求侧”更加强调针对性，更加尊重市场规律。相比2015年，在支持居民住房消费方面，更强调完善信贷信贷政策；棚改方面，相比2015年强调要提高棚改货币化安置的比例。这两个方面的表述，或意味着在未来楼市下滑超出预期时，将继续降成本和提杠杆，激励潜在需求释放，加快“去库存”进程。也就是说随时可能会从工具箱里拿出利器来。

制造业“去产能”、“去杠杆”不可阻挡，银行为保持利润水平，从制造业分流出来的企业将会转向个人消费领域，即“加杠杆”从企业转向个人是大趋势。目前，三、四线城市房贷买房占比很低（40%），二线城市对房贷需求也很大，个人金融市场空间可观。居民“加杠杆”叠加转型期货币政策宽松，大类资产配置偏向楼市确定无疑，这是全球规律。同时，购房成本继续降低、杠杆继续提升，货币宽松力度会加大（今年M2增速目标提至13%），短期内“去库存”会有明显效果。

同时，“需求侧”和“供给侧”管理更加尊重市场规律，最明显的是，针对近期各界关注的一线城市楼市火爆，住建部部长陈政高提出了增加土地供应。事实上，近年来对于包括北上广深在内的特大城市，国家一直坚持“划定永久性开发边界”。但近年来自来人口流向表明，单纯“堵”解决不了问题，还加剧“城市病”。时隔37年后召开的城市工作会议上，国家提出了尊重和顺应城市发展规律，事实上是从供给侧的角度看待城市问题。与其堵不如疏，近期流传较广的一篇文章《人口密度极高的日本为什么有那么多独栋民居？》，事实上道出了人口多并非“城市病”的根源。因此，顺应人口流向规律，积极增加土地，解决特大城市居民的住房需求，发挥城市集聚效应、规模效应，将是未来特大城市房地产“供给侧”管理的主题之一。

2015年，上海常住人口近十几年来第一次减少，揭示了特大城市包括住房在内的公共产品、准公共产品供给紧缩，生活成本上升，倒逼人口逃离，威胁到了城市集聚效应，威胁到国家以城市群来推进城镇化的战略。因此，不管是上海重推“90/70”的户型政策，还是深圳要填海造地55平方公里，并非地方主政者单方行动，而是贯彻国家“供给侧”改革精神，尊重城市发展规律的表征。同时，重点城市加大供应将增加投资、新开工的有效性，缓冲开发投资和新增开工下滑，减缓因“保投资”不得不逆人口和资金流向规律，刺激三、四线城市的楼市。

媒体影响市场行为。比如，卖空者将大宗商品和石油价格的急剧下跌描述成只是消极因素，尽管能源价格的下降实际上有利于大部分消费者，甚至包括一些使用能源的生产者，因为他们可以借此与传统能源行业的垄断寡头一较高下。据估计，石油和大宗商品价格低廉给中国带来了4600亿美元左右的贸易盈余，基本抵消了2015年中国外汇储备的损失额。

类似地，中国增长的放缓和不良贷款的增加被认为有百弊而无一利，但这些现象都是中国迈向旨在消灭产能过剩、改善资源效率和削减污染产业的供给侧改革道路上不可避免的阵痛。

全球实体经济（各国决策层）——剔除那些有个人财务利益诉求的少数——应该抵制这些负面解读，虽然不能幻想找到速效药。幸运的是，中国决策层早就明白，稳定的人民币汇率对于国家、地区和全球经济的稳定至关重要。事实上，正因如此，中国才没有在亚洲金融危机期间让人民币贬值。中国决策层看到了大部分金融分析师没有看到的東西：让利率接近于零的美元充当全球储蓄的主要避险货币，将像20世纪30年代的金本位那样带来全球通缩。

很可惜，面临当今全球通缩压力，世界各主要经济体的实体经济（决策层）不愿或无法重新实现通胀。受到国内掣肘，世界经济体美国无法使用财政工具抵抗通缩。欧洲不愿实

行再通胀政策是因为德国根深蒂固的对通胀恐惧（这也是德国人始终致力于财政紧缩的原因）。日本因为人口老龄化和首相安倍晋三的经济计划（所谓的“安倍经济学”）实施不力而无法实现再通胀。而中国仍在为2009年“4万亿”刺激计划所造成的一些没有回报项目的债务膨胀付出代价，2009年以来该刺激计划给中国增加了超过80万亿元债务。

与此同时，与实体经济脱节的金融工程正导致越来越严峻的负面影响。零利率和负利率不但助长了资产市场的短期投机，伤害了长期投资；还破坏了银行、保险公司和基金管理公司的业务模式。在金融投资前景回报为零的时候，储蓄者为何要支付给银行或基金经理者1%到2%的中介费？金融中介被迫只能通过增加杠杆来增加利润，而这样的投机只能通过不断加码的量化宽松来维持，并注定会失败。

事实上，事后看来，显然金融工程只能在超级金融工程（即各国央行）的支持下其表现才能超越实体经济。一开始，通过全球央行资产负债表的扩张（2009年规模达5万亿美元）给了银行避免倒闭所需要的廉价资金。但银行迫于更严格的监管标准而推行的去杠杆化与负利率货币政策导致了金融机构股价下跌。而金融企业股价下跌也触发了其他价格通缩、流动性下降和竞相甩卖资产的浪潮，并引起进一步顺周期资产价值的崩溃。

资产价格飙升还需看实体经济脸色

□国开证券 王鹏

随着房地产信贷政策放松和供给侧改革去产能预期强化，房地产、黄金、有色金属、大宗商品的股票与期货市场价格持续发酵。尤其是春节后，一线城市房地产价格飙升，更让所有人目瞪口呆。究竟应该怎样看待当前资产价格飙升？这种资产价格飙升能否持续？

认识我们资产价格波动性质，需要从全球负利率的背景来考虑。目前为止，大国经济体中，除了中国和美国，其他主要经济体均采取了负利率政策。日本央行在今年1月议息会议出乎市场意料宣布实施负利率，并推出三级利率体系，向市场宣誓宽松的決心。欧央行则更早于2014年6月开启了负利率模式，并在之后连续两次下调金融机构在其隔夜存款利率至-0.3%。考虑到近期通缩风险加大，欧央行会进一步强化负利率政策伴之以分级利率，在强化负利率政策的同时为银行业减负。

与此同时，据IMF公布的最新统计报告，去年底加拿大政府出售了近一半黄金储备，从3吨下降到1.7吨。根据加拿大财政部公开最新数据显示，加拿大国库仅剩约0.62吨黄金。相比美国8133吨的黄金储备，对于一个G7国家而言，加拿大的黄金储备根本就不算什么，要少于许多第三世界的小国家，在全球市场上几乎可忽略不计。

很显然，加拿大政府宁愿持有外国政府的债务，也不愿持有黄金，不过人们可能很难相信，迄今也不到3500万人口的加拿大，50年前曾经持有超过1000吨黄金储备。1985年时抛售了一半，20世纪90年代期间又几乎售完剩剩一半。

尤其是几年前，加元与美元相提并论（几乎一比一），也是“德高望重”的货币。但在过去的几年中，加元下跌了不少，1加元现在只能兑换73美分。当大宗商品下跌，特别是石油跌破每桶30美元，相比美元加币就更加失去投资吸引

力。在当下加元汇率和油价下跌的关键时刻，加拿大政府为何大举抛售黄金？

几年前，美国众议员罗恩·保罗（Ron Paul）询问前美联储主席伯南克：如果连你都不认为黄金是货币形式，那为什么美国要持有黄金？伯南克回答：“这只是一种‘传统’而已。”从某种意义上来说，这的确是事实。人类对黄金产生了一种宗教般的信仰——黄金情结，各国政府储备一定数量黄金，是让货币持有人吃一颗“定心丸”，相信政府不是凭空印钞票，而是以黄金这“压箱底”的资产作为信用担保。

即便如此，自1971年美元和黄金脱钩后，在现代的数字化世界里，那些流通硬币通常是用便宜的金属铸造，由各个中央银行创造的硬币，其价值并不反映金属的含量。而40多年来，脱离了金本位之后的黄金，不符合外汇储备的“流动性”，全球官方总黄金储量正逐渐削减，包括美国。在1952年，美国的黄金储备曾高达20663吨，之后不断减少。而即使目前美国对外宣称的8133吨的黄金储备，也都受到有些专家的质疑。最极端的说法是，美国政府早就抛空了所有黄金。最有意思的是，美联储曾宣称早就拥有一盎司黄金。

此外，因美联储可以凭空创造货币，到了2000年，欧洲就连瑞士也放弃了由黄金作为信

用担保来发行货币。现在各国央行发行货币，依赖的只是政府授予其垄断的信用制度。因此各国央行除了坚持“传统”以外，没有任何理由来维持黄金储备。从这个角度来分析，加拿大政府大举出售黄金的决定，是明智和精明的。

“中国大妈”抢购黄金并非第一次。回顾2013年4月，她们“与国际金融大鳄角力”，疯狂哄抢黄金一战成名。好些媒体以“中国大妈战胜华尔街”为题大肆报道。但好景不长，随即金价跌势无法阻挡，黄金在2013年4月12日和4月15日经历震荡暴跌，从每盎司1550美元（约合人民币307元/克）下探到1321美元每盎司（约合人民币261元/克），“中国大妈”纷纷被套牢引起恐慌，媒体则以“中国大妈不敌华尔街”为题画上了阶段性句号。

近来由于几乎所有市场都下跌，唯独黄金“反弹”。一些市场分析师又兴奋了，把黄金在1971年和美元脱钩之后的长期走势，至少把近五年的金价走势，甚至把两年前“中国大妈”抢黄金被套，都一并忘在了脑后，将之前早就批露的那些陈词滥调又搬了出来，忽悠大众买入黄金来“保值”。

从历史数据来看，黄金的“保值”属性是经不起推敲的。差不多从20世纪80年代到2000年，足足有20年的时间，黄金没有大涨过。考虑到通

能够得出一些有益的结论。

负利率是由名义利率和通胀率之间的比较得出的。名义利率由各国央行控制，而通胀率由市场运行得出。在这里，我们可以将负利率分为两种情况。

一种情况是，央行主动降低名义利率，这种情况一般处于经济周期漫长通缩过程的中后期，这种负利率的政策效果需要等待实体经济的检验。因为，从货币端到信贷端再到实体需要时间，但这一政策短期又会使资产价格飙升，这时如果未来经济增长与通胀不能回升，则说明负利率政策失败。日本负利率政策就是例证。

另一种情况是，通胀数据速度主动超过增长速度数据，从经济周期上来看，这种情形一般发生在经济周期中繁荣期的后半段直至滞胀期。从1990年以来，中国经历了四次负利率时期，分别是：1992年10月至1995年11月，2003年11月至2005年3月，2006年12月至2008年10月，2010年2月至2012年3月。这四个时期内的CPI的

黄金保值属性经不起推敲

□陈思进

去年下半年迄今，全球股市和大宗商品价格纷纷下跌，唯独黄金“一枝独秀”。不少分析师也预计短期内金价还会大涨，有些舆论又刊出“大妈抢购黄金”的标题文章。在专家和舆论的烘托下，黄金顿时又变成了投资热点。

与这相反，据IMF公布的最新统计报告，去年底加拿大政府出售了近一半黄金储备，从3吨下降到1.7吨。根据加拿大财政部公开最新数据显示，加拿大国库仅剩约0.62吨黄金。相比美国8133吨的黄金储备，对于一个G7国家而言，加拿大的黄金储备根本就不算什么，要少于许多第三世界的小国家，在全球市场上几乎可忽略不计。

很显然，加拿大政府宁愿持有外国政府的债务，也不愿持有黄金，不过人们可能很难相信，迄今也不到3500万人口的加拿大，50年前曾经持有超过1000吨黄金储备。1985年时抛售了一半，20世纪90年代期间又几乎售完剩剩一半。

尤其是几年前，加元与美元相提并论（几乎一比一），也是“德高望重”的货币。但在过去的几年中，加元下跌了不少，1加元现在只能兑换73美分。当大宗商品下跌，特别是石油跌破每桶30美元，相比美元加币就更加失去投资吸引

力。在当下加元汇率和油价下跌的关键时刻，加拿大政府为何大举抛售黄金？

几年前，美国众议员罗恩·保罗（Ron Paul）询问前美联储主席伯南克：如果连你都不认为黄金是货币形式，那为什么美国要持有黄金？伯南克回答：“这只是一种‘传统’而已。”从某种意义上来说，这的确是事实。人类对黄金产生了一种宗教般的信仰——黄金情结，各国政府储备一定数量黄金，是让货币持有人吃一颗“定心丸”，相信政府不是凭空印钞票，而是以黄金这“压箱底”的资产作为信用担保。

即便如此，自1971年美元和黄金脱钩后，在现代的数字化世界里，那些流通硬币通常是用便宜的金属铸造，由各个中央银行创造的硬币，其价值并不反映金属的含量。而40多年来，脱离了金本位之后的黄金，不符合外汇储备的“流动性”，全球官方总黄金储量正逐渐削减，包括美国。在1952年，美国的黄金储备曾高达20663吨，之后不断减少。而即使目前美国对外宣称的8133吨的黄金储备，也都受到有些专家的质疑。最极端的说法是，美国政府早就抛空了所有黄金。最有意思的是，美联储曾宣称早就拥有一盎司黄金。

此外，因美联储可以凭空创造货币，到了2000年，欧洲就连瑞士也放弃了由黄金作为信

以配额制扭转弃风弃光现象

与此同时，中国可再生能源发展的收益问题凸显。影响收益的重要因素包括上网电价、补贴发放和弃风弃光等。从当前情况来看，可再生能源上网电价应该已经到位，补贴滞后问题也比较容易解决，主要矛盾集中在弃风和弃光。如今弃风弃光率再度高企，主要因为电力行业整体供大于求。2015年全国全社会用电量仅增长0.5%。2015年全国发电设备平均利用小时只有3969小时，为1978年以来最低，目前看来2016年电力需求可能依然持续疲弱，如果完成国家能源局此前定下的全年可再生能源新增装机目标，2016年弃风弃光的问题可能更严重，可再生能源行业盈利将受到更严峻考验。

首先，解决弃风弃光虽然有技术方面原因，但更主要矛盾转为市场问题。因此，从电力需求的角度看问题，需要尽可能减少装机增长，实事求是考虑电力需求增长，调低可再生能源发展目标。风电不像核电有七、八年的建设周期，等到电力需求回暖的时候再加快建设也来得及。

其次，如果政府为了完成到2020年非化石能源占一次能源消费比重15%的目标，而需要在低能源需求的背景下加快清洁能源替代，需要考虑实施更强有力的措施来解决当前弃风弃光现象。在低电力需求背景下，真正有可能做到比较经济有效地解决弃风弃光现象的方法，就是推行可再生能源上网电价。

配额制与上网电价政策可作为支持可再生能源发展的两大机制。上网电价通过直接定价方式使投资者获得稳定可预期的收益；配额制更多是需要通过市场机制引导企业以最低的成本开发可再生能源，其补偿具有不确定性。上网电价政策一般适用于可再生能源发展的起步阶段，而配额制更多适用于发展成熟的阶段，甚至可以考虑上网电价政策与配额制政策同时使用。

配额制主要有如下几点特点。第一，从可再生能源配额制承担主体来看，承担主体可以是发电企业或供电企业承担。如果是发电企业作

过去的经验让中国的实体工程师明白，摆脱通缩的唯一办法是通过痛苦的结构改革，而不是宽松货币和竞争性贬值。问题在于美国和其他储备货币国是否会共同承担维持全球货币稳定的责任。全球各大经济体需要签订类似于1985年广场协定的全球货币稳定互助协议吗？当时，五大主要经济体一致同意美元兑日元和德国马克贬值。如果不能实现这一政策协调，那么亚洲的净贷款国为何要继续为针对自己的货币投机提供资金？

美元是全球储蓄的安全港，但在遇到危机时需要流动性的储蓄者仍缺少不偏不倚的最后贷款人。以接近零的利率保存储蓄货币代价不菲，只有在银行系统不为针对储备存款人的金融投机提供资金的情况下才有意义。但是，目前的情况是金融投机工程师有太多的自由。事实上，如果他们规模够大，就不会倒闭，也不会因闹祸被抓起来。

今年，中国是G20主席国，这是一次重要机会，中国应该利用它来强调人民币稳定不但对中国很重要，对全球金融体系都很重要。如果美元进入又一轮升值，那么唯一的赢家将是金融投机工程师。

（沈联涛是香港大学亚洲全球研究所杰出研究员，UNEP可持续金融顾问委员会委员；肖耿是IFF研究院执行院长，香港大学教授。本文版权属于Project Syndicate）

最高值分别为27.5%、5.3%、8.7%、6.5%。如果平滑掉2008年金融危机的影响，我国2007年—2012年长达五年情况就是这种情形。长期滞胀期显然会令过剩资金频繁追逐各类相对低估值的资产市场。

可以看出，如果是第一种情况，则资产价格上涨的持续期较短，且资产价格波动较大。如果是后一种情况，则资产价格飙升的持续期较长。反观我国当前的情况，较明显的“低增长加低通胀”组合已经持续了两年。从经济周期判断应该是处于“新常态”的中后期，从周期角度显然与第二种情况所处阶段不同。目前各类资产价格的飙升更像是第一种情况，即政策刺激的效果需要实体经济的检验，而资产价格却已飙升。因此，当前房地产价格、周期性股票价格、有色金属等资产价格上涨的可持续性，有待实体经济数据的持续性检验。如果增长和通胀数据尤其是增长数据不达预期，短期资产价格泡沫的破灭或未为远矣。

再来算一笔账：假如投资者不幸在1980年以每盎司850美元的高点接手黄金，持有20年后，他会发现金价反而跌到了每盎司250美元，非但无法抗通胀，反而亏损了超过七成本金。就算他的耐心和寿命都足够长，坚持持有到2011年的历史高点——每盎司1920美元而准确出手，虽然账面上能获得125%的回报，但如果算上这32年来的复合CPI，则依然无法跑赢通胀。

另外，国际金价是以美元定价的，与人民币没有直接关联。只要美元相对于黄金的价格保持稳定，那么现在用多少人民币换黄金，将来也只能用黄金换回等额的人民币，如果人民币对美元升值，投资黄金所得只会更少。有鉴于此，难怪凯恩斯形容“黄金是野蛮的遗迹”，巴菲特戏谑“黄金是上帝的大便”，也不无道理。

为承担主体，一般采用购买可再生能源发电证书的形式，将配额义务成本传导至常规发电企业。目前我国正在开展的新一轮电力改革，其核心就是放开售电侧市场。这就具备了供电企业作为承担主体的基本条件。在售电侧市场放开的条件下，供电企业作为承担主体能够采取更灵活的方式将配额义务成本通过终端销售价格进行疏导。第二，在分配可再生能源配额指标时，需要更多考虑资源条件、地区经济发展水平与该地区电网情况。第三，支持可再生能源发展，配额制的运作机制较灵活，主要基于电力市场化运行机制进行调节。

当然，需要认识到中国配额制的可操作性问题，这就是电力市场改革进程。由于配额制主要是基于电力市场化基础上，由政府制订配、供电企业或发电企业作为承担主体，市场化运作机制保证了可再生能源配额可被交易，更有利于资源配置，增强配额制的灵活性与可操作性。