

广发银行 CGB 智慧金融 广发中国

—存管直通车—  
安心易存管，财富不停转

## 能源企业“走出去”瓶颈亟待突破

□厦门大学中国能源政策研究院院长  
林伯强

国家能源局发布的《2016年能源工作指导意见》中，明确提出加强国际能源合作，加快推动重大能源装备“走出去”，积极拓展海外油气合作。中国能源企业也确实加快了“走出去”的步伐，特别是去年9月中英法三方签署英国欣克利角核电项目最终协议，标志着中国自主三代核电设备“走出去”提速。同时，各能源企业更加积极地参与到能源领域的“一带一路”合作。去年1月，国家电网、埃及电力与新能源部签署埃及ETC500千伏输电线路项目合同，沙特阿美中石化延布炼厂投产启动；11月，中石油中标阿尔及尔炼厂改扩建项目。

中国能源需求的快速增长和近期能源需求增速放缓都是推动中国能源企业“走出去”的动因。一方面，快速增长的需求激发油气、矿产企业为购买资源和满足需求而率先“走出去”，另一方面，近期增速放缓导致的产能过剩也在迫使能源设备制造公司加快“走出去”的步伐。

过去谈到中国能源企业“走出去”，更多的是购买能源。的确，全世界能源充裕和

不太充裕的国家和地区都遍布了中国能源企业的足迹。中国受限于“富煤缺油少气”的资源禀赋特征，油气进口量不断增加。中国是世界最大的能源消费国，占全球消费量的23%左右，尽管中国的能源消费增速近两三年有所放缓，2015年世界能源需求增量中仍有34%来源于中国。持续上涨的油气需求迫使中国能源企业“走出去”寻找能源资源。如今，随着中国能源需求放缓导致大幅度产能过剩，中国的能源企业还需要在能源装备与技术方面“走出去”。

事实上，巨大的市场空间已经决定了中国的能源企业逐步转型成为成熟的全球大型跨国公司，并在全球500强中占据相当大的比重，这一过程不仅是企业有意识的行为，更是一个必然发展的过程。2010年，中石化、国家电网和中石油在《财富》世界500强中分别位列第七、第八和第十位。短短6年时间里，国家电网、中石油、中石化已在去年的《财富》世界500强中位列第二、第三、第四位，仅次于沃尔玛，成为超过壳牌的全球最大三家能源公司。此外，在2016年《财富》世界500强中共有130家能源企业，而中国就有47家能源企业上榜（包括11家电力企业、9家煤炭企业、4家钢铁企业）。与其他国家大型

跨国能源公司相比，中国的能源市场增量决定了只要中国政府不拆分国有能源企业，中国大型能源公司将在相当长的一段时间内在全球500强中占据相当大的比重，且位居前列。

近年来，在“一带一路”倡议大背景下，政府提出加快推动重大能源装备“走出去”，对中国能源类企业“走出去”提出新的要求，除了买资源，还应重视装备、技术和服务的出口。

对中国能源公司而言，“一带一路”是一个良好的契机。譬如，火电设备制造商在国内火电市场发展空间收窄、产能大幅过剩的背景下，更应重视“一带一路”的能源合作。事实上，在技术与价格水平方面，中国已经成为领先世界的电力设备制造大国，已自主设计制造出百万千瓦超超临界机组，成为近年来火电装机的主力机型，技术堪称国际一流，大型燃煤机组可以实现批量出口。“一带一路”沿线很多国家火电建设的市场需求很大。首先，人均用电量和电力普及率不高，比如巴基斯坦和非洲地区，这些是新增电力需求的重要市场；其次，这些国家现役火电机组老旧，更新换代需要较大。比如，塞尔维亚

近三十年没有新增任何发电机组，现役机组已经接近使用年限，不少OECD国家也存在类似问题。可以预见，中国火电行业和先进的火电技术在海外市场应该大有可为。

应该说，目前中国能源企业“走出去”战略的最大瓶颈，不是资金和技术，而是缺乏全球战略意识和一大批拥有国际经验的人力资源。人才的培养是一个比较困难的过程，需要一定的时间跨度才可能完成。因此，中国能源企业需要制定全球跨国公司的中长期战略和相关制度，做好长期规划和相应的人员培训。争取能够在未来五到十年内，稳步向全球大型跨国公司转变。即：中国能源公司发展成为跨国公司，将不简单以资源为导向，而是将设备制造、工程管理和能源服务等一系列配套，比如说在其他国家开加油站，建设发电厂和电网。譬如，国家电网投资、运营菲律宾国家电网、葡萄牙国家能源公司、澳大利亚南澳输电网公司等，在巴西市场更是实现了输电、配电、新能源发电、售电等业务领域的全面覆盖，与之配合，中国大型能源设备制造商也将充分发挥其技术、价格优势，在全球设备市场上占有一席之地。

增加土地供给  
有利引导楼市预期

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

2月底以来，全国已有20多个城市启动或升级楼市限购、限购政策。距上一轮楼市大范围调控不到半年便再次启动调控，且一二三四线城市均有覆盖，调控城市数也超过上一轮，甚至很多城市一年之内发布4-5次调控措施，这确实出乎业内预料。即便如此，统计局数据显示，2月70城新房价格环比增长0.3%，相比1月0.2%的涨幅明显上升。这意味着，尽管热点城市新房市场过热态势有所控制，但广大二三四线城市新房市场普遍回升，导致70城新房价格在去年连续12个月涨幅持续扩大，直至2017年1月首次收窄后，又出现反弹迹象。

二手房市场反弹更明显，2月二手房价格指数上涨0.4%，涨幅比上个月扩大0.02个百分点。一线城市涨幅连续三个月扩大，二线城市二手房价也开始上涨。从20多个城市调控政策内容看，控制投资投机需求是主攻方向，如京穗二套房标准回归“认房又认贷”，北京限制企业购房再交易时间，打击以企业名义购房逃避限购；北京离婚一年内买房认定为第二套，异常形态房屋停止登记，广州和厦门限制单身购房，打击假离婚规避限购；赣州规定，未成年人不得在市区买房；“环一线”城市（县）则规定非户籍人只能买一套房，限制一线城市溢出的投资需求。

看来，始于去年10月、以重拾或强化限购限贷为主要内容的调控，在控制投资投机上还要继续强化，这是时隔半年后调控重启的原因。今年以来，热点城市新房量价齐跌，成交量普遍下跌30%-40%。但很大程度上，这与预售管理制度下开发商供应积极性下降有关。二手房市场快速回升，意味着需求或转向不受管制的二手房市场。同时，近期热点城市商住房等“类住宅”火热，2-3月深圳基本无住宅新盘推出，供应转向不限购的商务公寓，甚至以企业名义突破限购，投资需求是何等旺盛。

同时，热点城市强化限购限贷后，需求开始转向非热点城市，导致三四线城市不得不针对非户籍人口启动限购。目前，都市圈建设整体还处于起步阶段，周边三四线城市承接一线城市产业转移，跨界土地统一规划，基础设施建设等关键环节，还停留在政府间协同和规划层面，而楼市和投资炒作却热了起来。本轮调控已过一周，受调控城市成交量下滑，但市场预期并未明显转向悲观，政策出台前买到房的人暗自庆幸，未受调控城市则出现抢政策出台前买房的现象。

据笔者调研，目前热点城市争相购房的人群，很多抱着“怕上不了车”，加入不了“资产拥有者”序列，“担心无法留在大城市”的心态。此外，今年经济工作的基调是“稳增长”和“防风险”。楼市政策选择上，相对打压房价而在需求端下猛药，“去库存”和疏导需求更多地被强调。因此，有人认为，调控不可能针对房价。“猜测底牌”的思路下，有人将楼市暂时稳定作为建仓的时机。由此，预期已成为当前楼市重要的影响因素。

如何管理预期，将是未来调控的重点内容。笔者认为，大规模释放供地是引导预期的重要手段。始于2016年10月的本轮调控，管理层最强调的措施就是增加供地。但是，近半年来信息显示，热点城市供地并未明显增加。首先，为防止“地王”出现，各地修订“招拍挂”制度，增加保障房配建或自持面积比例。但是，此举或降低了短期内商品住房的有效供应；其次，大城市释放减地信号，如北京“十三五”年均缩减建设用地30平方公里，上海未来20年土地供应零增长等。

事实上，据wind数据统计，2003年-2012年一线城市累计出让居住用地建筑面积3.25亿平方米，但同期住宅销售5.57亿平方米，新增住宅供应仅为新增销售的55.6%。2012年以来，一线城市住宅用地供应年度计划完成率不足60%。近期，热点城市均表态要增加供地。但笔者认为，目前大城市新增供地潜力有限，多增加几宗地无法从根本上缓解供求关系，无法引导预期，甚至可能因开发商“抢食”而抬高地价，加速房价上涨预期。实现大规模供地以引导预期，要从以下三个方面推进。

首先要提高住宅用地比例。基于短期税收、GDP考虑和配套支出压力，各地每年新增供地中，产业用地占大部分，住宅供地仅占20%，发达国家大城市该比例一般在40%以上。目前，大城市产业升级快，产业空间需求下降，产出效率降低，迫切需要改变政府激励，为居住用地腾出空间。新增住宅用地翻一倍，则住房供求预期会明显减缓。

其次，盘活城市闲置和低效存量土地。笔者调研发现，大城市外圈同质化的商业办公建筑林立，除一楼餐饮还能充分利用空间外，二楼以上大量闲置。近年来，大城市各区仍兴建了大量商办综合体，但很多连招商都无法展开。工业园区也如此，深圳有上千工业园区，上海10层以上工业建筑占比仅30%，且各行政区均发展工业，导致工业碎片化布局，而规划的工业区内集聚度反而降低，导致生产、生活设施混杂和空间浪费。产业周期（20年左右）低于用地周期（最少也有40年），盘活存量有必要。目前，盘活存量的最大阻碍就是利益结，住宅太赚钱了，掌握土地使用权的企业都想盘活，加上住宅类公共配套需求大，教育医疗要独立供地，改变土地用途要调整规划，盘活存量很难推进。因此，基于成本分摊和利益共享，公开地价补缴和公共配套标准，消除阻碍存量盘活的利益板结。

最后是增加周边中小城市供地。近年来，大城市轨道交通规划均延伸到都市圈，部分线路已开工，楼市供求半径扩大。但是，大城市与周边基础设施互联互通推进，特别是“两头”接驳效率低，通勤成本居高不下，“工作在中心、住在外围”的“1小时都市圈”难实现。近年来，大城市周边三四线城市供应了很多地块，但楼市火爆主要为投资需求驱动。为此，政府间协同和部门间推动要打破“一亩三分地”思维定式，打破行政管理的空白和“懒政”，以高效的政府效率攻克接驳之痛。增加周边三四线城市供地，也相当于为大城市增加供地，这无疑是增加供应和引导预期的利器。

## 美联储未来加息存在不确定性

□中国社会科学院世界经济与政治研究所  
肖立晟 张琛

3月15日，美联储决定加息25基点，将联邦基金利率提升至0.75%-1.00%的区间，并小幅上调经济预期。决议发布后，美元汇率、美债收益率下跌，美股、黄金上涨。其中标普500指数盘中一度上涨超过1%。美联储公开市场委员会认为，2月以来，劳动力市场进一步改善，经济活动继续温和扩张；家庭支出渐进增加，商业固定资产投资有所稳固；通胀近期更加接近2%的长期目标。

上世纪90年代中期，自然垄断型国有企业就先后进行股份制改造，相当一批央企已经分别在海内外公开上市，这些央企不再是“低效率”的代名词，但其效率提升的背后也隐含了一些问题。例如，不少央企凭借其在垄断行业独有的贷款优惠及市场势力，大规模进入竞争性领域，形成了庞大的赢利性辅业，既导致主业的投资不足，妨碍了国家产业政策的落实，也造成了“与民争利”的格局。央企频频进入房地产市场、不断造

就新“地王”就是一个明显的例子。另外一个问题，是过去央企的股份制改造大多在子公司层面，集团公司总部大部分仍然保留政府干预度很强的国有独资模式，对上市子公司有极大的控制力，那些政企不分、产权不清晰的传统国企“毛病”在上市公司仍然表现得较明显。

因此，本轮混改需要通过主辅分离推动自然垄断国企的内部分类改革。其一，对于央企中处于国计民生领域的主业进行国有资本占控制地位的“混改”，而对于处在一般性竞争领域的辅业进行产权多元化、分散化的股份制改造，并不强调国有股的控股地位，由市场决定产权结构。从辅业中退出的资本向主业集中，更好发挥国企业在实施国家产业发展政策中的作用。其二，集团公司与子公司的不同类型“混改”。本轮“混改”的突破口是对集团公司总部进行“混改”，条件成熟的可以通过引入战略投资者推动整体上市，也有一批央企的总部可以改造成“淡马锡”型的控股型公司，为国有资产管理部门从“管资产”转向“管资本”创造制度性条件。

尽管普遍认为通过混合所有制改革让非国有产权主体进入原来由国有资本一统

天下的垄断领域，不仅有助于明晰产权关系，减少行政干预，改善国企的治理结构，优化激励与约束机制，提升国企的市场竞争能力，而且有助于改善投资环境，激发民营企业的投资热情，提升民营企业的固定资产投资率，对稳增长具有积极作用，但实际来看，其中不乏“雷声大、雨点小”的现象。究其原因，主要是因为权利与义务不对称导致改革的动力机制缺失。

国企混改推进缓慢还与既得利益作怪导致对混改有抵触情绪有关。目前的国企改革文件把国企划分为“公益类”与“商业类”，并选择市场化不同的改革模式，而如何分类则遵循“谁出资、谁分类”的原则。

在实际操作过程中，有些以出资方身份出现的部门为了既得利益，将明明属于商业类的垄断性国有企业划入“公益类”，人为设置“玻璃门”“弹簧门”“天花板”等进入壁垒，从而延缓国企混改的步伐。其实，某些自然垄断性国企确实存在外部性问题，但总体上它们属于商业类企业，只不过其自然垄断的特性及在实施我国产业发展政策方面所扮演的特色角色，令其有必要在股份制改造中保持国

有股的控股地位，但这些企业也需要通过加大混合所有制改造的力度，引进战略投资人或者多元化投资主体，打破原来由国有资本一统天下的垄断领域。

因此，实质性推进混合所有制改革的关键是完善改革的动力机制。首先，要在全社会鼓励与保护改革勇气与胆识。其次，完善对国企领导人的考核体系，把是否积极推进改革、改革的实际进展以及改革对企业经营效果的改善等作为重要的考核指标，把改革的进程、效果与国企领导人的提拔重用相联系。再次，要有对改革者的“容错”机制与保护机制。改革本质上是制度创新，创新是对现有平衡系统的打破，面对这样的不确定性，改革面临的风险显而易见，因此，需要有一个“容错”机制和保护机制，并从更长的时间来考察改革效果。最后，健全改革机制，消除混改中的阻碍因素。为了防止既得利益者消极对待混改，建议对那些“公共产品、公益类”产品及关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域”进行科学的细分，并作为“行业细分清单”向社会公布，把国企分类主观标准改为公开客观的分类标准，从而加大商业类国企的混改力度。

在实际操作过程中，有些以出资方身份出现的部门为了既得利益，将明明属于商业类的垄断性国有企业划入“公益类”，人为设置“玻璃门”“弹簧门”“天花板”等进入壁垒，从而延缓国企混改的步伐。其实，某些自然垄断性国企确实存在外部性问题，但总体上它们属于商业类企业，只不过其自然垄断的特性及在实施我国产业发展政策方面所扮演的特色角色，令其有必要在股份制改造中保持国

有股的控股地位，但这些企业也需要通过加大混合所有制改造的力度，引进战略投资人或者多元化投资主体，打破原来由国有资本一统天下的垄断领域。

一种方法是让“缩表”和利率政策调整相互补充，共同实现美联储的政策目标。“缩表”与利率政策调整对经济和金融市场的影不同，“缩表”更直接影响长期证券的期限利差，而利率政策调整对货币市场影响更大，利率调整是比“缩表”更精确的货币政策。然而，这种互补方法在利率低于中性利率时，尚无经验可循。

另一种方法是先提高利率水平，当其足够高、空间足够大时，渐进地、以可预期的方式缩表；这种方法假设“缩表”和利率政策调整以同样的方式影响利率市场、资本市场、资产价格、美元指数等，进而以同样的方式影响经济活动。

目前短期名义中性利率处于历史地位，即使其收敛至长期名义中性利率，仍然偏低。如果经济遭遇与过去同等程度的负面冲击，受到有效下限的约束，名义利率没有足够的空间做出调整应对危机。相对于同时采取利率政策调整和缩表，维持资产负债表规模将有助于名义利率以更快的速度提升，以应对经济在低利率边界的不对称风险。

面对美联储起伏不定的加息节奏，中国应稳步推进经济金融结构性改革。做好各类预案，针对不同情景，加强政策储备。建立快速反应机制，控制风险蔓延范围和程度，降低应对外部风险的成本和风险造成的损失。

美联储加息仍然是一个相对缓慢的过程。在加息会议后的新闻发布会上，美联储主席耶伦维持去年12月对美国经济做出的判断：2017年经济增长2.1%，通胀1.9%，失业率4.7%，加息仍然是一个相对缓慢的过程。在加息会议后的新闻发布会上，美联储主席耶伦维持去年12月对美国经济做出的判断：2017年经济增长2.1%，通胀1.9%，失业率4.7%，加息仍然是一个相对缓慢的过程。

美联储货币政策委员会大多数成员认为，目前的长期真实中性利率为1%，且暂时呈现下降趋势。由于金融危机后全球经济复苏缓慢、企业和家庭恐慌情绪未完全消除，美联储货币政策委员会成员预测短期真实中性利率在0%附近。假设短期真实中性利率为0%，当前剔除通货膨胀的现实利率大约为-1%，那么货币政策依旧宽松。现实利率持续低于中性利率，印证了当前新增就业人口（平均每月18万）显著高于长期潜在就业增长（每月7.5万到12.5万）。美联储判断短期

耶伦强调当前全球主要经济体中性利率都存在下降的趋势，未来美国的中性利率会非常低，市场不应该以2004年时的加息速度来衡量现阶段的加息过程。当前0.75%-1.00%水平依旧属于宽松的货币利率，支持劳动力市场的进一步改善，以及通货膨胀率向2%的目标稳步收敛。支持年内加息三次的联储官员由去年12月会议的6人升至9人，联储预计年内还会加息2次。当前市场对5月联储会议的加息预期为13%，6月会议前再次加息的预期为50%。分析人士认为，直到2019年货币利率应维持在长期利率水平以下。

不过，未来美联储加息政策仍然有三方面的不确定性。

第一，美联储联邦基金利率如何向中性利率收敛。中性利率是指通胀保持稳定时与潜在经济增长率保持一致的利率。最近的研究表明，由于劳动生产率放缓、人口结构老龄化、全球经济增长放缓等原因，美国的中性利率在过去25年呈下降趋势，在国际金融危机发生后位于历史低位。

美联储货币政策委员会大多数成员认为，目前的长期真实中性利率为1%，且暂时呈现下降趋势。由于金融危机后全球经济复苏缓慢、企业和家庭恐慌情绪未完全消除，美联储货币政策委员会成员预测短期真实中性利率在0%附近。假设短期真实中性利率为0%，当前剔除通货膨胀的现实利率大约为-1%，那么货币政策依旧宽松。现实利率持续低于中性利率，印证了当前新增就业人口（平均每月18万）显著高于长期潜在就业增长（每月7.5万到12.5万）。美联储判断短期

耶伦强调当前全球主要经济体中性利率都存在下降的趋势，未来美国的中性利率会非常低，市场不应该以2004年时的加息速度来衡量现阶段的加息过程。当前0.75%-1.00%水平依旧属于宽松的货币利率，支持劳动力市场的进一步改善，以及通货膨胀率向2%的目标稳步收敛。支持年内加息三次的联储官员由去年12月会议的6人升至9人，联储预计年内还会加息2次。当前市场对5月联储会议的加息预期为13%，6月会议前再次加息的预期为50%。分析人士认为，直到2019年货币利率应维持在长期利率水平以下。

不过，未来美联储加息政策仍然有三方面的不确定性。

第一，美联储联邦基金利率如何向中性利率收敛。中性利率是指通胀保持稳定时与潜在经济增长率保持一致的利率。最近的研究表明，由于劳动生产率放缓、人口结构老龄化、全球经济增长放缓等原因，美国的中性利率在过去25年呈下降趋势，在国际金融危机发生后位于历史低位。

美联储货币政策委员会大多数成员认为，目前的长期真实中性利率为1%，且暂时呈现下降趋势。由于金融危机后全球经济复苏缓慢、企业和家庭恐慌情绪未完全消除，美联储货币政策委员会成员预测短期真实中性利率在0%附近。假设短期真实中性利率为0%，当前剔除通货膨胀的现实利率大约为-1%，那么货币政策依旧宽松。现实利率持续低于中性利率，印证了当前新增就业人口（平均每月18万）显著高于长期潜在就业增长（每月7.5万到12.5万）。美联储判断短期

耶伦强调当前全球主要经济体中性利率都存在下降的趋势，未来美国的中性利率会非常低，市场不应该以2004年时的加息速度来衡量现阶段的加息过程。当前0.75%-1.00%水平依旧属于宽松的货币利率，支持劳动力市场的进一步改善，以及通货膨胀率向2%的目标稳步收敛。支持年内加息三次的联储官员由去年12月会议的6人升至9人，联储预计年内还会加息2次。当前市场对5月联储会议的加息预期为13%，6月会议前再次加息的预期为50%。分析人士认为，直到2019年货币利率应维持在长期利率水平以下。

不过，未来美联储加息政策仍然有三方面的不确定性。

第一，美联储联邦基金利率如何向中性利率收敛。中性利率是指通胀保持稳定时与潜在经济增长率保持一致的利率。最近的研究表明，由于劳动生产率放缓、人口结构老龄化、全球经济增长放缓等原因，美国的中性利率在过去25年呈下降趋势，在国际金融危机发生后位于历史低位。

美联储货币政策委员会大多数成员认为，目前的长期真实中性利率为1%，且暂时呈现下降趋势。由于金融危机后全球经济复苏缓慢、企业和家庭恐慌情绪未完全消除，美联储货币政策委员会成员预测短期真实中性利率在0%附近。假设短期真实中性利率为0%，当前剔除通货膨胀的现实利率大约为-1%，那么货币政策依旧宽松。现实利率持续低于中性利率，印证了当前新增就业人口（平均每月18万）显著高于长期潜在就业增长（每月7.5万到12.5万）。美联储判断短期

耶伦强调当前全球主要经济体中性利率都存在下降的趋势，未来美国的中性利率会非常低，市场不应该以2004年时的加息速度来衡量现阶段的加息过程。当前0.75%-1.00%水平依旧属于宽松的货币利率，支持劳动力市场的进一步改善，以及通货膨胀率向2%的目标稳步收敛。支持年内加息三次的联储官员由去年12月会议的6人升至9人，联储预计年内还会加息2次。当前市场对5月联储会议的加息预期为13%，6月会议前再次加息的预期为50%。分析人士认为，直到2019年货币利率应维持在长期利率水平以下。

不过，未来美联储加息政策仍然有三方面的不确定性。

第一，美联储联邦基金利率如何向中性利率收敛。中性利率是指通胀保持稳定时与潜在经济增长率保持一致的利率。最近的研究表明，由于劳动生产率放缓、人口结构老龄化、全球经济增长放缓等原因，美国的中性利率在过去25年呈下降趋势，在国际金融危机发生后位于历史低位。

美联储货币政策委员会大多数成员认为，目前的长期真实中性利率为1%，且暂时呈现下降趋势。由于金融危机后全球经济复苏缓慢、企业和家庭恐慌情绪未完全消除，美联储货币政策委员会成员预测短期真实中性利率在0%附近。假设短期真实中性利率为0%，当前剔除通货膨胀的现实利率大约为-1%，那么货币政策依旧宽松。现实利率持续低于中性利率，印证了当前新增就业人口（平均每月18万）显著高于长期潜在就业增长（每月7.5万到12.5万）。美联储判断短期

耶伦强调当前全球主要经济体中性利率都存在下降的趋势，未来美国的中性利率会非常低，市场不应该以2004年时的加息速度来衡量现阶段的加息过程。当前0.75%-1.00%水平依旧