

环境问题?还是经济问题?

雾霾背后的水资源危机

风来了,空中的废气和纸上的废话一样随风飘散,但人们知道,雾霾还会卷土重来。水去了,干涸的湖泊与饥渴的河道在提醒人们:流逝的空间就像稀缺的淡水一样,可能永不再来。

金岩石

雾霾笼罩中国,媒体报导有33个城市告急!这就把雾霾和城市化连在一起,从环境问题变成了经济问题。如果把雾霾云图与中国的水资源地图放在一起,人们又会看到另一种关联:在雾霾覆盖的区域中,近70%的城市严重缺水。

水资源是城市生命,历史上有许多城市都是由于水源枯竭而消亡。2012年把全球人吓了一跳的玛雅人当年是最聪明的民族,预言了许多现代传奇甚至还包括希特勒的崛起与陨落。玛雅人当年沿海岸边围湖而居,极盛时期形成40多个5000到50000居民的城市,但由于玛雅人无节制地砍伐树木而导致湖岸水土流失,乃至海水倒灌使农耕凋敝,玛雅人含恨大迁徙,后流离失所而灭亡。中国古代西域历史上的36国都因断水而亡,其中最著名的一座千年古城——楼兰。卫星影像显示新疆的鄯善就是古楼兰遗址,当年是因为古孔雀河上游的地质滑坡切断了河道,这座始建于五千年前的文化名城因断水而弃。春秋时期的齐国位居五霸之首,当年建都淄博雄踞东部八百年之久,后来也因水资源枯竭而衰落,直到1990年国家投资引入黄河水才有今日的淄博。古长安城有诗为证“八水环绕”,如今只余渭河一息尚存,上世纪90年代国家投资引进黑河才有今日之西安的繁荣。

人活着,都离不开一口水、一口饭、一口气儿,把雾霾之患和水资源危机连在一起,城市化才和生存环境一起提出了一个空间经济学的命题:如何让

人类的生存空间保值增值?从空间经济学的角度研究雾霾之患,人们才会认真面对城市化空间的稀缺性及其价值属性。人们误以为空间无限,是自然禀赋,妄言城市应实现“居者拥有其屋”,此乃大错特错。城市空间伴随着城市化的进程,必然从自然禀赋升级为投资再造,从一口水和一口气儿,到一幢房和一条街,将无一不是靠企业和政府用金钱砸出来的人造空间。这就是我在理论上提出的概念:欲望都市的货币时空。

雾霾之患形成的直接原因是“三气一风”。“三气”就是燃煤排气、工业废气、汽车尾气;“一风”就是风量小,来不及吹散城市排泄的三大有害气体。从全国各地的城市空气监测站发布的数据看,一条空气污染带从东北到中部斜向穿越中国大部分地区,污染度最厚重的区域是京津冀。以PM2.5值来衡量空气质量,在雾霾最严重的时刻,中国只有海南三亚和广东湛江两市达标。德高望重的钟南山院士说:雾霾对人类健康的伤害度远高于“非典”,过去10年间,由于重度空气污染,北京市民的肺癌发病率已激增60%。

人们会说,为什么不尽快离开北京呢?不会。因为北京有财富和机会,还有文化和梦想,别说是雾霾,就是炸弹也毁不掉京城之恋。韩国首都首尔及周边地区集聚了近60%的人口,承载近70%的经济总量,在南北韩军事紧张之时,南韩总理提出迁都方案以避免北韩常规武器的“第一次打击”。公民投票结果否决了迁都议案,韩国总理黯然辞职时无奈地说:人这个动物啊,要钱不

要命!这就是都市文明的生活方式:城市让生活更风险,金钱化风险为财富。

在这个“要钱不要命”的时代,越来越多的人涌入城市特别是金融中心城市。追求财富的欲望和重度污染的空气一样,让城市的有限空间日趋狭小,人类赖以生存的水和空气逐渐从相对稀缺升级为绝对稀缺,创造着城市化的空间稀缺,并且让城里人的生活日趋恶化。以空气中的负氧离子含量计算,一个人在海南三亚的山上喘一口气,相当于在北京市中心喘三口口气。但尽管如此,多数在三亚度假的北京人也只会度假数日后匆匆赶回北京,在污浊的空气中为财富和梦想而拼搏。所以人们会投资再造空间,城市基础设施“欠量”投资的主要目标就是再造水源,延伸空间,如今还要加上治理空气污染。根据2012年底首次公布的《重点地区大气污染防治“十二五规划”》,国家将投资一千多亿在107个城市进行大气污染防治的综合治理。面对这个规划,我的第一反应是“晚了”;第二反应是“够吗”?时间晚些不可怕,亡羊补牢犹未为晚,而以区区一千多亿投资要在5年内治理多达107个城市的空气。这几乎是痴人说梦,如杯水车薪,只能说明中国负责污染防治的规划者是何等人微言轻。

当人们用投资再造空间之时,寸土寸金就不再是一句说词,而真的是投寸金才能得寸土,依附在城市房地产之上的空间价值必然随投资增长而增长,从而助推肆意飙升的高房价。空气和水一样,也会从自然禀赋升级为投资再造,因为人们不会重蹈当年玛雅人的覆辙,不会在迁徙中走向灭亡,而要在奋斗中再造空间。荷兰被欧洲人称为“低地国家”,他们也曾面临玛雅人的海水倒灌,丧失家园。荷兰人在海面不断超越地面的水陆变迁中选择了坚守,他们不断投资筑坝,围护赖以生存的空间,创造了一个“深陷于海洋”的国家传奇,几乎每个荷兰主要城市的名字都有“堤坝”

的后缀。

人与自然的空间争夺战不断升级,资本的流动在房地产市场上推波助澜,因为城市房地产的市场定位就是空间的货币化。当英国作家狄更斯在《雾都孤儿》中描述的环境再现于中国北京之时,北京人面前有两条路:其一是玛雅人选择的路——含恨背井离乡;其二是英国人选择的路——投资再造空间。选择前者是走向死亡,选择后者是绝地重生。英国为治理“雾都”的空气污染投下巨额资金,通过几十年的努力才让伦敦重见天日。今日伦敦的蓝天白云就像凡尔赛宫廷的穹顶绘画一样,并非自然禀赋而是寸土寸金。巨额投资的经济后果必然是房地产价格上涨,此时的房地产价格绝不会是消费者定价,而是投资者定价,城市的合理房价之“理”,主要看城市本身创造的财富和机会。

空气污染的综合治理是一个巨大的商机,必然会吸引百亿千亿的投资,创造出百万千万的就业。就业机会的增长又将吸引更多的涌入城市,从而进一步加剧城市的空气污染,再创造出治理污染的投资需求。空气污染及其治理的需求此消彼长,致富与就业的机会亦随之增长,如此循环往复,污染创造投资,投资创造机会,机会创造财富,财富集聚人口。就这样,经济繁荣与空气污染相生相克,人们迟早要接受的常识就是:最大的污染是人本身。

文人墨客们读弄风骚,抨击企业抨击政府,或者以夸张的笔墨留下醒世恒言,或者以置身事外的道德评价欺世盗名,却看不到治理污染必须依靠企业和政府,更看不到在空气污染的背后,是人类难以克服的深层危机——水资源危机!

风来了,空中的废气和纸上的废话一样随风飘散,但人们知道,雾霾还会卷土重来。水去了,干涸的湖泊与饥渴的河道在提醒人们:流逝的空间就像稀缺的淡水一样,可能永不再来!

(作者系独立经济学家)

资本管制归来?

1990年代以来重大金融危机的显著特点,是巨额资金涌入金融领域。目前国际资产头寸已经超过全球产出,由全球投资组合配置和再配置引起的资本流动,对全球经济产生深远影响,因为当前全球大量资本是以短期热钱而不是长期直接投资的形式流动。

这种通过跨境贸易、投资联

就此而言,作为资本流入方,新兴市场进行资本管制可能并不是坏主意。新加坡推出自2009年以来第七轮旨在抑制房地产市场过热的监管措施时,财长尚曼达(Tharman Shanmugaratnam)指出:“我们面对的现实是,全球和新加坡的利率水平极低,令我们的房地产市场持续升温”,他也是国际货币基金组织(IMF)国

“在流动性泛滥时代,新兴市场似乎有可能进行某种形式的资本管制,以防止本可以避免的事情变得不可收拾。”

——瑞银财富管理南亚大区首席投资总监 郑汪清



系以及货币和监管套利实现的全球资本自由流动,反过来也可能引发突发性、大规模资本外逃或资本流入,进而导致通货紧缩或通货膨胀。

巨额资本流入可能导致负债过多、外汇风险敞口无法控制及资产泡沫。如果资本流入突然逆转,风险会被放大数倍。通常大量资本流入趋势会突然逆转且迅速发酵,导致金融市场不稳定,波动性加剧。

比如,亚洲金融危机期间,资本突然流出使亚洲陷入急剧通缩的深渊,亚洲多数国家的通缩期持续了近10年。2008年发生全球信贷危机后,起初国际资本快速撤离亚洲(日本除外),而流向美国资本市场以寻求避险。这正是新兴市场面临的重大难题。

新一轮资本流动大潮

不幸的是,宽松货币政策导致的资金泛滥之势愈演愈烈。日本新首相近期宣布了20万亿日元的“一揽子经济刺激方案,同时要求日本央行严格遵守2%的通胀目标,以对抗通缩。本已资金泛滥的世界将面临又一次资金海啸。

际货币和金融委员会主席。就连IMF等过去曾强烈反对进行资本管制的多边机构,现在也逐渐改变基调。大家越来越认同资本突然急剧增加可能加剧宏观经济的复杂性,并导致金融风险,因为单靠传统货币政策,无论通过货币还是利率手段或者二者兼用,对于解决此类资本流动问题效果可能都不好。

采取管制措施

IMF在2010年2月发布的报告中承认,在审慎的宏观经济政策之外,采用资本管制作为政策工具的一部分,以管理资本流入具有合理性。即使投资者为绕过这些管制而采取各种办法,只要这些办法的成本高于交易的预期回报,资本管制就仍有效力。”该报告也发现,采取资本管制措施的国家在最近的信贷危机期间,避免了因金融脆弱性而导致的增长最糟糕的结果。

历史表明,流动性过剩时期内,新兴市场可能易受资产繁荣、萧条周期的影响。在流动性泛滥的时代,新兴市场特别是亚洲(日本除外)似乎有可能进行某种形式的资本管制,以防止本可以避免的事情变得不可收拾。

有时“安全”即是危险

有时,“安全”与危险的区别看似违背常理。比如,有时投资者通过加码风险资产(如股票)对投资组合进行“加速”,可能是应对未来进展最明智办法,而所谓“安全”资产则反被证明是最危险的。

未来6月内小幅加码股票 全球增长前景好转

欧元区虽然经济数据仍疲弱,但已出现了初步改善迹象。1月份采购经理人指数(PMI)综合指标从去年12月的47.2升至48.2,这近10个月来PMI综合指数的最高

此期间从7.3%降至5.8%。

利润率动态在美国、欧洲和新兴市场有所不同。欧洲公司的净利润率从2011年的近8%的周期性高点跌至去年底的6%以下,另一个参考点为2009年3.7%左右的低点。我们已经看到一些欧洲盈利趋势的早期迹象。新兴市场利润率也同样下滑,当前数值7.2%,2011年则高达9.3%。

尽管美国公司利润率也从2011年的历史高点不断下滑,但其下滑趋势较其他地区来说要缓和得多。而且我们预期美国公司利润率将会随着全球经济增长的改善而趋稳。



如果只顾安全,过度配置政府债券,而不去配置盈利能力更高的股票,可能是更为危险的做法。

——瑞银财富全球首席投资总监 Alexander S. Friedman

水平。金融市场风险偏好回升帮助缓解了主权债务危机——西班牙10年期政府债券收益率近期跌破5%,创两年多新低。此外,没有一家银行在1月9日动用欧洲央行的紧急隔夜贷款,这在2011年8月以来尚属首次。

中国经济增长在去年第四季度提速,增长率达7.9%,预计2013年将进一步提升至8.0%。增长前景的改善,催生出与中国挂钩的资产市场上的乐观情绪。最新发布的汇丰中国制造业PMI指数在12月升至51.5,创下19个月新高。值得注意的是,12月通胀率从上月的2.0%升至2.5%。不过,这可能是由于天气寒冷促使蔬菜价格上涨所致,通胀上扬可能只是暂时的。

在美国,1月初ISM制造业指数回归50以上,同时就业市场也较为稳健,12月新增就业机会15.5万个。我们认为,美联储仍将采取极其宽松的货币立场。总体而言,全球风险比起美国上一次经历评级下调时要低很多。

利润率不再下滑

尽管营收略微上升,但全球上市公司净利润自2011年中反而下滑了18%,原因就在于利润率在

长期估值具有吸引力

股市估值有多种方法。我们青睐的方法是从席勒指数中吸取灵感,但同时考虑可能影响估值的长期因素。我们的模型显示,美国盈利收益率为5.9%。而仅仅基于自下而上的盈利预期的一种更为简单的模型计算出来的盈利收益率为7.4%。无论如何,目前股票的潜在估值与预期实际回报接近于零的政府债券相比,优势非常明显。

退出债券转向股票

自2000年以来,美国股票的表现一直大为逊色于国债,年回报率仅为1.4%,而国债的年回报率达到6.2%,且股票波动率是债券的三倍。

然而,有迹象表明现在市场情绪已经出现转变。例如,12月时,英特尔公司卖出60亿美元债券用于回购股票。投资者已经开始重新关注股票——理柏公司的数据显示,美国股票型基金在2013年的第一周就吸纳了75亿美元的资金,这是10多年来最高单周资金流入。

我们认为美国经济形势改善将推动资金更快撤出政府债券,而转向风险资产。如果只顾安全,过度配置政府债券,而不去配置盈利能力更高的股票,可能是更为危险的做法。

发展房产间接投资 破解房市调控迷局

胡月晓

如果搞一场时下流行的网络投票,问时下中国经济领域中哪里最复杂、治理最为困难,中国房地产行业和市场极有可能是不二选择。中国房地产市场表现之复杂、政府政策和民众情绪之纠结,为中国市场经济建设30多年来首见。为抑制房价,政府甚至采取了“限购、限贷”的史上最严“双限”措施,在政策推出后近2年里,房价仍延续微涨趋势。只有在2012年中国经济增长强劲势头现疲态时,房地产价格才有微弱下调。从老百姓更为关心的绝对价格水平看,百城住宅价格环比指数和70个大中城市新建住宅价格环比指数,仅在2011年四季度和2012年上半年经历了短暂下降,2012年下半年后又进入了上升通道。“双限”措施并不能扭转房价上涨的基本趋势。

房产投资需求是问题基础

持续繁荣的房地产市场,造成了10多年来一直持续增高的土地供应和开发建设投资。多地存在的户均多套住宅的真实情况,表明了不可置疑的事实:房产分布不均和投资需求庞大。从整个社会的角度,相信权力腐败造成的住房多占仅是少数现象,并非是造成当前全社会住房分布不均的主因,大部分的住宅集中现象,应是投资需求增长累

积的结果。炒房成为了中国近10年来收益最大、最稳定、持续时间最长、最能方便利用杠杆交易的投资行为。先进入者暴富,后进入者庆幸,未进入者懊悔,成为当前国人在房地产投资市场上的众生相。30多年经济增长带来的民众财富积累,需要找到投资出口,“炒房”持续的高赢利,让房地产投资成为民众投资的最佳选择。实际上房产投资在民众的投资选择中,不是最佳,而是唯一!只要房地产投资市场上的投资需求不减弱,房地产市场上的需求就是无限的,房产实际上成了民众财富的贮藏品,保值、增值的手段。无底的房产投资需求,构成了当前房地产市场所有问题的基础。因此,房市调控的政策目标,单靠供应端的改革无法解决。

直接投资和间接投资

从国际经验看,房地产投资是一国投资市场上不可缺少的组成部分。住房投资市场的存在,也是住房市场发达完善的标志。从投资需求对房地产市场完善和住房消费体系完善的功能角度,房地产投资需求是有重大的正面社会和经济效益的。对投资者个体而言,投资需求和自用性消费需求也是经常发生转化的,两者之间区分比较模糊。这样看来,住房投资需求不应成为当前房市调控的对象,而“限购”出台的政策本意

正是打击投资需求。

实际上,中国房市调控屡屡“空调”的根源就在于,投资需求持续放大的趋势,一直未被得到有效控制和正确引导。房地产投资需求是客观存在的,对房地产市场的完善又是必不可少的。中国房地产投资的形式过于单一,即中国投资者对房地产的投资都是直接针对实物资产的投资,对建立在房地产资产价值之上派生的金融投资几乎没有。严格说来,当前广泛存在的房地产开发信托仅仅只是一种融资形式,投资价值并不建立在房地产资产价值之上,实物资产仅仅作为信托资产的担保品而存在的,因为资产价值带来的收益并不为投资者分享,或者联系极少。在西方成熟市场经济国家,房地产投资更多的是表现为对实物资产价格的金融投资,其代表性的金融工具就是各种类型的REITs产品。通过REITs等金融工具表现的对房地产间接投资,投资者同样可以得到实物资产价值带来的现金流收益,也能分享到实物资产价格变动带来的资产增值收益。作为一种特殊的资产支持证券,实物资产价格变动通常会带来REITs价格的变动,从而导致收益率变化。在间接投资模式下,金融工具的价格和房地产实物资产价格、实物资产直接消费带来的收益,直接相关,三者之间紧密联系。因而代表直接消费收益的房租和住房资产价格间联系脱节的现象不

会很严重。

在中国的直接投资模式下,实物资产被收购后经常不被用于直接消费,而是被“囤积”,投资者并不想获取租金收益,只希望坐享资产升值收益,不少投资者购房后既不出租,也不自住,直接空置。造成这种情况,固然有租金收益相对资产升值收益太过悬殊的原因,更重要的还是投资形式使然,直接投资和间接投资在组织形式的制度设计上就存在根本不同。

在直接投资模式下,投资需求越是在发展,市场上可供现实消费的真实供给并不一定会增加,减少的可能性比增加还大。而在间接投资的金融投资模式下,投资需求越发展,市场上可供现实消费的真实供给就越多,因而房市的稳定性也较高。在成熟市场上,房地产直接投资热通常只是短期现象。在日本,房地产间接投资主要工具REITs的交易规模约为股市交易规模的10%,大大超过除股票外的其它场内交易产品,如优先股、可转债、普通债券等。

中国房市“空调”的根源,在于中国过于庞大的房产直接投资需求未被有效引导;对房地产市场的完善和持续繁荣来说,房地产直接投资需求是客观存在和不可缺少的;只有构建和壮大中国房产投资的间接投资形式,中国房市乱象和调控迷局才能得到有效化解。

(作者系上海证券宏观研究员)

吴比较/制图