

66 以基础性
的“双轨统筹”
的住房制度和攻坚克难
的土地制度改革、房地产
税制改革相配套,来形成
引导、促使住宅房地产业
健康发展的长 99
效机制。

■ 贾康 华夏新供给经济学研究院首席经济学家

随着中国房地产市场态势在 2016 年引人注目
的演变和社会各方对中国实体经济升级发展所遇挑战的重视,如何理解和处理房地
产与实体经济之间的关系,也成为一个问题,对此试作简要的考察分析。

首先应指出,房地产业并不能认定为非实体经济。所谓实体经济,与虚拟经济是一对互
为“反义”的概念,除了可明确地归为虚拟经济的股票、有价证券,特别是金融衍生品如期
权、金融期货等经济构成部分,其他经济形态,如金融之外的物流业、其他许多服务业,都不能
简单归入虚拟经济之列(虚拟经济概念本身其实也并非注定为贬义,但整个国民经济中虚拟
经济成分过多会发生泡沫化问题)。房地产业,广义地说是包括工业房地产、商业房地产和住宅
不动产(房地产)在内的概念,但是狭义地说,现实生活中,人们往往把“房地产业”专指住宅
属性的房地产。不论是广义的,还是狭义的房地
产概念,都不宜等同于虚拟经济或非实体经济,所以房地产与实体经济之间的关系,总体而言,
不是在外部相互区别而成的“一虚一实”的关系,而是在实体经济内部,房地产业作为局部与
实体经济整体的关系。

其次,需要注意,房地产业与实体经济
的其他组成部分,确有值得重视的区别。房地

房地产与实体经济关系的简要分析



产业提供的,主要是建筑物这样的“基础设施
硬件”,狭义的房地产,更是主要提供人们“住
有所居”的设施条件。与重工业、制造业等概念
所指的实体经济相比较,住宅房地产主要是
消费性的,而非生产性的。按照社会经济与再
生产发展过程“合比例”规律来认识房地产
业与实体经济其他部分的关系,各自所占比
重高低、分量大小是否合理,所形成的结构状
态是否健康,便一定是国民经济结构和供需
两侧互动中十分需要加以政策引导与合理调
节的对象。

第三,从当下中国房地产与实体经济其
他部分的相互关系视角观察,存在着一线城市
和部分二、三线城市住宅房地产热度过高的
问题,已经引起了不可忽视的社会压力和民
众焦虑。2016 年楼市“冰火两重天”格局中,

“热”的一方在下半年已演变成最具压力特
征的“矛盾主要方面”,“9.30 新政”就是政府
迫于压力而不得不再次启动“限购限贷”等行
政手段,来给这些区域的楼市降温。有购房意
愿的居民对房价迅猛上升的不满和恐慌心理,
是很容易理解的,而我想在此指出的是,其实许
多地方政府的领导层也对其辖区内地价、房价
的节节高升心存畏惧,颇感忧虑。比如,前段
时间珠海毗邻中山的地块,在招拍挂环节又创
出“地王”新高,该市领导层就非常担心,这样
“过热”的导向,会压抑市场人士在珠海去支
持政府高度注重产业集群升级的意愿,打击、
挫伤企业家在当地投资制造业的积极性。如
果许多区域都出现这样的问题,确实会使我国
在金融支持实体经济不足、出现“脱虚向实”
偏差的旁边,又加上一重实体经济

济投资中的“脱生产侧向消费侧”等偏差。

第四,接着要分析上述问题背后的利益
驱动及其相关制度机制所存在的问题,以寻求
应对方略。住宅价位上升所表现的“热”,在
要素可流动情况下反映的是该领域需求旺盛,
供给不足,竞争中趋利的市场主体,会顺应价
格变化趋势的引导,将可支配的要素投入这
些“热点”领域以追求高回报——搞市场经
济,这种利益驱动下的要素流动本无可厚非,
政府需注意的,一是维持公平竞争环境,促进
市场择优汰劣,二是注意弥补“市场失灵”,
施行必要的政府引导。这两条都需要基础性
制度建设作为前提和体制依托。在我国住宅
房地产领域,运行机制基本上已与市场竞争机
制接轨,如商品房开发拿地,要经“招拍挂”
的竞争,开发商提供的商品房销售,要在竞争
中随行就市,这些都是必要的,但仍然存在问
题,一是公平竞争往往还不充分,甚至发生扭
曲(如开发商往往要私下里与政府管理部门
非规范地“处关系打通关节”);二是住宅房
地产产业相关的市场失灵,还需得到政府的
调节与弥补。这种市场失灵,一是体现在低
收入“弱势群体”的“住有所居”问题,商品
房市场解决不了,需政府规划并牵头建设与
优化管理来提供保障房;二是住宅用地供给
必有限度,具有自然垄断性质,需要有高水平
的国土开发规划与合理供地及相关的统筹协
调土地收储制度和基本农田“占补平衡”制
度等的配套;三是还必须考虑在中国城镇化
高速推进阶段,中心区域房地产价格总体必
然呈现“上扬曲线”的大模样,需借鉴国际经
验,在住房保有环节通过立法推出房地产税
收制度,作为长期发展中的“压舱石”,抑制
市场逐利的“炒房”及其必然带来的大起
大落式波动。以上三条,第一条在中国已有
基本框架,

但还必须积极改善公租房与共有产权房为
主的保障房供给体系及其管理、运行制度机
制;第二条总体来看还有明显欠缺,亟需扩大
“地票”改革试点,普遍优化国土开发规则
与土地收储制度;第三条,则仅有上海、重
庆两地“柔性切入”的房产税试点,中央十
八届三中全会明确提出的“加快房地产税立
法并适时推进改革”,亟待解决其如何贯彻
落实的建设。正是由于前述三方面的基础性
制度建设不到位,我国住宅房地产市场在前
面十余年的轮政策调控中,总体特征是治标
而不治本,政府行为在限购限贷与取消限
购限贷两端来回往复,被称为“打摆子”,
“坐过山车”,热也不行,冷也不行,政府
方面和百姓方面都焦虑、难受,而一线城
市和其他接近高端或中高端的城镇中心区
,商品房成交价总体上呈现迅猛涨势(同时
“火”与“冰”的市场分化也在近年更加
明显)。所以,相当多中心区域投资的“比
较利益”,向消费性住宅房地产方面的倾
斜以及与此伴随的对生产性实体经济投资
发展的冷落,便成为一个两者关系中不能
不关注的重要问题。

根据本文前述分析,不难得出结论:正确
处理住宅房地产与实体经济其余部分这两
者关系的思路 and 要领,应在房地产调控
中既求治标又求治本,抓紧以基础性的“
双轨统筹”的住房制度和攻坚克难的土地
制度改革、房地产税制改革相配套,来形
成引导、促使住宅房地产业健康发展的
长效机制,使该市场的交易趋于价格较沉
稳、利润较合理,同时也可以矫正和防范
市场竞争与要素流动中生产性实体经济部
门投资支持不足的偏差。这一基础性制度
建设和打造长效机制问题,也正是不久前
中央经济工作会议的明确要求与指导方针
,我们应当积极贯彻落实。

经常项目顺差和外汇储备去哪儿了

■ 管涛 中国金融四十人论坛高级研究员

近两年来,关于我国对外净资产(或净
债权)增加为何远不及经常项目顺差,以及
外汇储备减到哪里去了,一直为社会各界持
续而广泛地关注。之前,笔者多次就此做
过解释,但至今依然经常被询问。为此,有
必要对相关问题进一步予以澄清。

经常项目顺差去向之谜

2015—2016 年,我国经常项目持续较
多盈余,累计顺差 5005 亿美元。然而,到
2016 年末,我国对外净资产为 18005
亿美元,较 2014 年末仅增加了 1978
亿美元,其间缺口近 3000 亿美元。

理论上讲,经常项目顺差应该反映为对
外净资产增加,但现实中从经常项目到对
外净资产变动还可能受到其他因素的影响。
结合过去两年的具体情况看,一方面,因为
国际收支平衡表中的净误差与遗漏项目累
计为负 4357 亿美元,相当于经常项目顺
差的 87%,导致我国在经常项目顺差转化
为对外净资产增加的过程中漏损较大(这一
时期,国际收支口径的资本项目差额为零,
这对外净资产变动没有产生影响)。

另一方面,因为资产价格和汇率变动,
以及债务冲销和重新分类等非交易调整,
造成对外金融资产(包括对外直接投资、
证券投资 and 对外存放款等)调减 1797
亿美元(2.8%),对外金融负债(包括外
来直接投资、证券投资 and 对外存放款等)
调减 3126 亿美元(6.5%),二者轧差导
致对外净资产净调增 1326 亿美元,相当
于经常项目顺差的 26%。

最终,我国对外净资产增加近 2000
亿美元,相当于同期经常项目顺差的 40%。
从这个意义上讲,过去两年,我国对外净
头寸变动在净误差与遗漏方面吃了亏,但
在非交易调整方面却占了便宜。

特别需要指出的是,我国对外金融负
债之所以出现大幅调减,主要是因为外来
直接投资、购买境内股票和债券,以及其
他人民币外债都是以人民币计价。而 2015
年“8.11”汇

改以来,人民币兑美元汇率出现了 10%
左右的跌幅,这导致了相关对外负债折美
元价值的减少。这一定程度上反映了人民
币国际化的收益,即当本币汇率贬值时,是
有利于降低对外债务负担的。凭借美元本
位的国际金融霸权地位,对外贬值就成为
美国常用的减债手段之一。

外汇储备减少的主要渠道

“8.11”汇改后,随着资本流出压力加
大,贬值预期增强,央行干预外汇市场,支
持了人民币汇率稳定。到 2016 年底,我
国外汇储备余额 30105 亿美元,较 2014
年底下降了 8325 亿美元。这些减少的
外汇储备都去了哪里呢?

首先,外汇市场干预和估值变动是造成
外汇储备余额减少的主要原因。过去两年
时间,央行行为稳定汇率,向外汇市场提
供流动性,导致交易引起的外汇储备资产
(为区别于“外汇储备余额”,以下简称
“外汇储备资产”)累计减少 7910 亿美
元,占对外汇储备余额降幅的 95%。另
一部分是因为汇率和资产价格变化引起的
估值变动。如美元升值,则非美元资产
折美元价值就减少;再如,债券和股权类
资产按市场价重估,也会产生账面的损益。
后者没有对应的跨境资本流动,况且市
场价格今天可能跌下去,明天又可能涨回
来,只要不发生实时的交易,就不会形成
实际的损益。2015—2016 年间,估值
造成的外汇储备账面价值减少 415 亿美
元,约占外汇储备余额降幅的 5%。

从不同时期的情况看,估值效应对外
汇储备变动的影响并不相同。2015 年上
半年,外汇储备余额减少 1492 亿美元,
外汇储备资产减少 666 亿美元,其间负
估值效应 826 亿美元,约占外汇储备余
额降幅的 55%;2015 年下半年到 2016
年底,外汇储备余额和资产分别减少 6833
亿和 7244 亿美元,其间正估值效应 411
亿美元,约占外汇储备余额降幅的 6%。
也就是说,“8.11”汇改以来,正的估值
效应一定程度上缓解了外汇储备余额下降
的压力。

其次,“藏汇于民”(包括境内企业走出

去,以及境内机构和家庭增加外汇资产配置)
和“债务偿还”(包括境内企业偿还外债
和境外主体减持人民币资产)是外汇储备
减少的主要渠道。从国际收支平衡表(BOP)
反映的国际收支流量数据看,2015—2016
年,新增对外投资 9946 亿美元,契约性
对外债务偿还 2686 亿美元,二者合计
12632 亿美元,相当于外汇储备资产降
幅的 160%。从国际投资头寸表(IIP)
反映的国际收支存量数据看,2015—2016
年,我国非储备性质的对外金融资产增加
8297 亿美元,契约性对外金融负债余额
减少 3729 亿美元,二者轧差为对外净
资产净增加 12026 亿美元,相当于外
汇储备余额降幅的 144%。

同样,不同时期,“藏汇于民”和“
债务偿还”对外汇储备减少的影响也不
尽相同。从流量数据看,2015 年,新
增对外投资 3335 亿美元,契约性对外
债务偿还 3301 亿美元,2016 年分
别为新增投资 6611 亿美元和新增负
债 615 亿美元。从存量数据看,2015
年,我国非储备性质的对外金融资产增加
2107 亿美元,契约性对外金融负债余额
减少 4015 亿美元,2016 年分别为
增加 6190 亿和 286 亿美元。可见,
2015 年,外汇储备下降还是“藏汇于
民”同“债务偿还”两个渠道同时驱动,
而 2016 年外汇储备下降则主要来自于
“藏汇于民”的渠道。

不能否认“藏汇于民”和“债务偿
还”的积极性。截至 2016 年末,非
储备性质的对外资产占我国对外金融总
资产的 52%,较 2014 年末上升了 12.7
个百分点,反映了外汇资产由国家集中
持有向民间分散持有的转变;外来直接
投资占我国对外金融负债的 61%,较
2014 年末上升了 7.7 个百分点,反映
对外负债结构更加趋于长期化。剔除储
备资产以后,我国对外净负债 2016 年
底为 1.30 万亿美元,较 2014 年底减
少了 9992 亿美元,这与同期外汇储
备余额降幅大体相当,但换来的民间部
门抵御汇率贬值冲击的能力较前期有所
增强。

主要结论及评价

第一,过去两年,净误差与遗漏为负是

导致我国对外净资产增加不及经常项目
顺差的最主要原因,非交易调整对外净
资产增加是正贡献。外汇市场干预和
负估值效应是导致我国外汇储备余额
减少的两大原因,但“8.11”汇改以
来,估值效应转正缓解了外汇储备余额
下降势头。“藏汇于民”和“债务偿
还”导致外汇储备下降,但 2016 年
负债端资本流出压力已经解除,资产端
境内机构和家庭的海外配置需求成为
推动外汇储备下降的最主要来源。

第二,海内外对于我国经常项目顺差
和外汇储备去向的关注和讨论,本质上
仍是在偏空的市场情绪下,市场选择
性地相信了坏的消息。实际上,国际收
支的季度数据显示,2005 年“7.21”
汇改以来,我国资本和金融项下资产
(即对外投资)就基本是净流出,其中
有些是政策性的境外资金运用(如设
立主权财富基金、运用委托贷款和货
币掉期支持海外收购等)。“藏汇于
民”以前一直是国家支持和鼓励的,
也一直在发生,只是当前形势下资本
流出现象变成了社会焦点,有可能形
成预期自我强化和实现的汇率贬值、
储备下降的恶性循环。

第三,净误差与遗漏为负是导致经常
项目顺差较多漏损的主要原因,质疑
经常项目顺差去哪儿了,根本上还是
质疑中国存在资本外逃,这与亚洲金
融危机期间对中国资本外逃问题的持
续热议如出一辙。然而,撇开资本外
逃的经济常识不说,如果真的将净误
差与遗漏全部视作资本外逃,甚至能
够精确到其中多少是海外置业,多少
是海外买股、买债,那么统计上就可
以归到国际收支账户的相关项目。统
计就是统计,它不做价值判断,不论
是不是合法合规的交易,只要数据可
获取或可估算,就应该如实记录(如
国际收支口径的货物贸易数据,就有
海关查获的进出口走私数据)。而这
将大大地提高统计报表的质量,为市
场分析和宏观决策提供更准确的信
息。

第四,市场通常是顺周期的,政府才是
逆周期的,对于市场行为不宜求全
责备。同时,因为资源的稀缺性,任
何选择都有机会成本,既要保汇率,
又要保储备,现在降了汇率,也就无
需再消耗储备的方式来支持汇率了。
然而,一方面,世上没有后悔药,现
在只能就事论事;另一方面,当时担
心的是人民币汇率过快升值会影响出
口,进而影响就业和社会稳定。“不
当家不知道柴米油盐贵”。对外平衡
要服从对内平衡并非不是上台后的
理由。

第六,从国家资产负债表看,截至 2013
年底,美国、日本和中国的金融资产
中,对外金融资产占比分别为 12.4%
、12.1% 和 10.4%。可见,总量上,
中国对外金融资产的占比与发达国家
相比并不算低。但从结构看,同期中
国对外金融资产中,储备资产(包括
外汇储备、黄金储备等)占比高达 65%
,则是明显偏高。可想而知,如果
民间部门增加对外金融资产配置,无
外乎要么是来自经常项目顺差的贡
献,要么是来自官方储备资产向民间
部门的转移。中国出现外汇储备的
减少并不意外,也无所谓绝对的好或
者坏。而且,降低对外金融资产中
储备资产的占比,很可能是迟早要
做的事情。

2017:财政政策配置的深刻变化

■ 高培勇 中国社会科学院学部委员、经济研究所所长

说到 2017 年的宏观经济政策,人们对于
财政政策的期望值不断攀升是一个可以
观察到的基本景象。然而,期望值的攀
升是一回事,如何让财政政策更加积极
有效则是另一回事。毕竟我们已经做
出了经济发展进入新常态的重大判断,
新常态相对于旧常态,毕竟环境变化
了。进一步说,毕竟我们已经形成了
以新发展理念为指导、以供给侧结构
性改革为主线的政策体系,新的政策体
系相对于旧的政策体系,毕竟有着诸
多的不同之处。这些,当然会体现在
2017 年财政政策的配置格局上。

不妨由 2017 年与财政政策相关的
几个数字加以观察:
首先是 23800 亿元,这是财政赤字预

规模。可以立刻发现,23800 亿元并
非一般公共预算收支平衡的结果,而是
倒算出来的。其基本的程序是:以 2016
年国内生产总值 74.4 万亿元为基数,
按照 6.5% 的增速计算出 2017 年
的预期国内生产总值 79.4 万亿元;
再以 79.4 万亿元为基数,按照 3%
的比率计算财政赤字的预算规模,其
结果便是 23800 亿元。财政赤字预
算规模不是由一般公共预算收支差
额得出,而是通过占国内生产总值的
3% 倒算而来,这绝对是一个非常重
大的变化。

其次是 3%,这是财政赤字率。不难
看出,23800 亿元占 2017 年预期
国内生产总值的比率恰好为 3%。这
说明,我们是按照财政赤字占 GDP
比重不超过 3% 这一传统的控制线
来安排 2017 年的财政赤字预算规
模的。它也表明,我们对财政赤字是
心存敬畏的,我们对财政风险是高度
戒备的。
再次是 2000 亿元,这是财政赤字增

量。2016 年的财政赤字决算规模是
21800 亿元,在此基础上增加 2000
亿元,便是 2017 年的财政赤字预算
规模 23800 亿元。注意到财政政策的
扩张力度决定于财政赤字的增量而
非总量,它表明,我们并未因扩张社
会总需求的强大压力而放松对于财
政风险的防守。我们在关注经济增长
的同时,并未放松对经济风险的警
惕。

第四是 8000 亿元,这是地方专项
债券的发行规模。相对于 2016 年
4000 亿元的发行规模,2017 年
的地方专项债券发行规模增加了 4000
亿元。注意到地方专项债券发行收
入并不列入一般公共预算范畴,而属
于政府性基金预算收入,它所对应
的,系 23800 亿元预算赤字规模之
外的政府性基金预算赤字。这实际
上表明,倘若以包括一般公共预算、
政府性基金预算、国有资本经营预
算和社会保险基金预算在内的所谓
全口径预算口径加以计

算,那么,2017 年的全口径财政赤
字,至少要在 23800 亿元的基础上
增加 8000 亿元,而为 31800 亿
元。如此,全口径财政赤字占国内
生产总值的比重为 4% 多一点。名
义财政赤字率不突破 3%,增加财
政赤字的需求通过实际财政赤字率
的适当扩大加以解决,从而防范财
政风险与实施财政扩张目标相兼容,
这也是一个值得关注的重要政策走
向。

第五,3500 亿元和 2000 亿元,这
是分别为企业减轻税负和减少收费
的规模。这两个数字加起来总共为
5500 亿元,与 2016 年所减少的
涉企税费规模 5700 亿元大致相当。
这是在财政收入增速呈断崖式下降
的背景下所作出的安排,它说明,2017
年的财政政策仍是以减税降费为主
线索。它也说明,在经济下行态势
基本未变且仍趋严峻的情势下,相
对于扩大投资、增加支出的传统积
极财政政策操作,减税降费当然是
最契合于经济发展新

常态和供给侧结构性改革的选择。

第六,5%,这是中央政府一般性支出
的压缩幅度。将其中 2000 亿元的
财政赤字增量和 5500 亿元的减税
降费规模联系起来,同时注意到政府
工作报告中有关“压缩非重点支出,
减少对绩效不高项目的预算安排。
各级政府要坚持过紧日子,中央部门
要带头,一律按不低于 5% 的幅度
压减一般性支出,决不允许增加“三
公”经费,挤出更多资金用于减税
降费,坚守节用裕民的正道的表述。
可以认为,2017 年计划实施的减
税降费,并未沿袭以往主要通过增
加财政赤字提供财源的套路,而是在
增加财政赤字的同时着力于削减政
府支出。认识到只有削减政府支出
与减税降费同时并举,才是本来意
义上的降低企业税费负担之举,当
该说,我们越来越趋向于契合经济
发展新常态和供给侧结构性改革
主线的减税降费操作。