

近日，恒大債務危機與多省限電政策引發社會廣泛關注，大家都在討論和評估兩大事件對宏觀經濟走勢的影響。恒大危機是否會觸發「雷曼時刻」？房地產巨頭債務暴雷是否衝擊銀行系統？同時，限電政策導致上游價格繼續上漲、產能更加緊缺、中游製造形勢嚴峻，是否會引發消費市場大通脹？

# 重構中國經濟增長邏輯



▲價格傳遞是否順暢取決於家庭購買力，家庭購買力主要由家庭收入決定。

中新社

## 大學之道

智本社社長

恒大債務危機與多省限電政策，背後反映出中國過去幾十年的宏觀經濟增長邏輯正在發生轉變。而宏觀經濟的穩定性取決於貨幣政策，而這個增長邏輯正是以貨幣投放和流動為主線。

地產泡沫風險。最近兩年，中國高層嚴控房地產，主要手段是掐住這條貨幣流動的管道，限制房地產的信貸投放規模。從2020年下半年開始，針對房企的「三道紅線」、銀行五檔限貸政策和打擊經營貸流向房地產，抑制了房地產市場的流動性。本輪造成房企債務危機的直接原因是房地產市場的流動性危機。

當然，決策層並不希望發生系統性風險，房地產調控的目標是穩房價、穩地價、穩預期，防範系統性金融風險。限制流動性的同時，加大對房地產市場的集中控制，譬如今年22個重點城市實施了集中供地政策。這也造成了中國房地產市場大洗牌：中小房企出局，碧桂園等大型私企退縮，恒大等高風險私企暴雷，大央企和國企攻城略地。土地供給集中度提高，前十大房企成交總額和接近40%；而前十大競拍者中除了融創和龍湖，其他八家均是央企和國企，其中保利、招商蛇口、華潤置地、萬科是大贏家。

換言之，本輪房地產調控試圖通過大央企和國企來集中控制房地產市場，穩住房價和地價，確保政府土地財政收入和銀行信貸安全。但這種方式存在一定的不確定性，就是地方政府的債務問題。地方政府的債務風險不透明，恒大債務危機和流動性管控加大三四線城市的房價下行壓力。房價下跌，土地財政收入減少。如果按照「誰家孩子誰抱走」的原則分化房企債務危機，一些地方財政壓力會很大。

### 上游過熱 下游疲弱 中間擠壓

當房地產市場的流動性被抑制時，樓市作為蓄水池的作用正在減弱，那麼，原本宏觀經濟增長邏輯中的流動性管道將注入何方？

今年上半年，A股市場溫和不火，大宗商品和上游工業品大漲。受疫情影響，巴西、智利等礦廠開工率低，有色金屬供應不足，加上全球流動性氾濫，推動了國際大宗商品價格持續上漲。在美國，大宗商品和上游工業品價格上漲，傳遞到終端市場，引發了消費品市場通脹。在中國，市場熱炒大宗和上游工業品，房地產市場流動性被抑制，外溢流動性是否引發消費品市場通脹？

上半年，中國的大宗和上游工業品價格上漲，並未順利地傳導到下游，出現結構性問題：上游過熱、下游疲弱、中間擠壓。這就形成了一個典型的「剪刀差」現象。今年1-8月，CPI（消費者物價指數）平均比去年同期上漲0.6%，PPI（生產者物價指數）平均比去年同期上漲6.2%。PPI與CPI剪刀差繼續擴大，8月份兩者剪刀差達到8.7個百分點。而「剪刀差」剪得就是中游製造的利潤，中游受兩頭擠壓，形勢嚴峻，出現「麵粉與麵包」倒掛的虧損。

「上游過熱、下游疲弱、中間擠壓」，這種結構顯然是不可持續的。近期，煤電緊缺、拉開限電徹底激化了這一結構性矛盾。

中國近年為了實施安全生產、低碳環保等政策，煤炭產量增長緩慢。而上半年，全球大宗商品價格上漲和大規模出口，加劇了煤炭緊缺。進入8、9月份，環保「雙控」政策加速落地，煤炭價格大幅度上漲。煤炭價格上漲對中游製造形成嚴重的擠壓，其中又以火電為主的電力行業最甚。長期以來的「市場煤、計劃電」政策又加劇了結構性矛盾。煤炭價格上漲，電力價格無法同步上漲，「煤電價格倒掛」導致電廠虧損，發電量下降。

大規模限電政策又進一步加劇原材料短缺，上游工業品價格上漲。中國化工產品價格指數（CCPI）9月23日環比8月上行8.7%，是3月以來最大的單月漲幅。其中，全國水泥價格指數9月22日環比8月上漲21.2%。

假如上游價格持續上漲，中游虧損壓力加大，價格最終是否傳遞到終端、引發消費大通脹？價格傳遞是否順暢取決於家庭購買力，家庭購買力主要由家庭收入決定。過去十多年，中國家庭的負債率持續快速增加。根據國家資產負債表研究中心測算，2021年一季度居民部門槓桿率達62.1%。其中，家庭負債主要來自房地產貸款。換言之，過去注入房地產市場的流動性，大大增加了家庭債務，從而削減了家庭的購買力。這是上游價格無法順利傳遞的主要原因。

中國家庭的購買力無法完全承接上游價格傳遞，但中游製造不可能長期承擔虧損，那麼電力是否漲價？市場會怎樣變化？假設上游的價格居高不下，終端消費市場可能向局部通脹，或者「微通脹+低產能+劣商品」的組合方向演變。

微通脹是指中游製造將上游部分價格壓力傳遞給終端市場，比如電價上漲，消費品市場價格一定幅度上漲。但終端價格上漲，需求下降，削減中游製造的產能，這就出現了「低產能」。上游價格上漲和下游需求下降的共同擠壓下，中游製造可能將資源安排到更低品質的商品上，以滿足相對疲弱的消費市場，這就是「劣商品」。低產能和劣商品形成一定的價格對沖，終端市場可能出現微通脹。

恒大債務危機背後是房地產泡沫問題，多省限電政策背後是市場供需的結構性問題，實質上是「輸入性通脹」催生房地產泡沫風險，同時扭曲宏觀經濟結構，這也反映出中國過去幾十年的宏觀經濟增長邏輯正發生轉變。中國需要從貨幣發行與流動的邏輯出發，深化改革擴大開放，促進貨幣供應與資本流通的市場化，重構宏觀經濟增長邏輯。

## 碳排放交易可藉NFT進行

鏈能講堂



付饒

國際新經濟研究院高級研究員

自去年以來，NFT（非同質化代幣）已經成為加密世界裏最受關注的焦點。2020年上半年，NFT銷售額僅為1370萬美元，但到了2021年上半年，這一數字已經飆升超過25億美元。軟銀與Andreessen Horowitz這樣的大型投資者也開始對NFT充滿熱情。

Dapper Labs此前已經與NBA合作推出了記錄球星高光時刻的NFT系列「NBA Top Shot」，也推出了CryptoKitties（加密貓）和Flow公鏈。他們近期又宣布完成了一筆2.5億美元的融資，公司總估值達到76億美元，領投方為Coatue Ventures，參投方包括此前曾投資過該公司的a16z。法國夢幻足球NFT公司Sorare也獲得了一筆高達6.8億美元的B輪融資，領投方是日本投資巨頭軟銀，新一輪融資使公司估值達到43億美元。實際上，這是Sorare今年第二次融資，這家NFT公司在今年2月份完成了一筆5000萬美元的A輪融資，而這次B輪融資也「開創」了不少新紀錄，包括法國科技史上規模最大的融資、NFT領域裏規模最大的一筆融資。

當軟銀涉足NFT領域，這意味着為該領域提供了背書，此前從名人和體育明星，到藝術收藏家和金融科技愛好者，NFT在各個領域都廣受歡迎。

大機構為什麼投資NFT？a16z掌門人Chris Dixon指出，在Web 3.0時代，所有權和控制權是分散的，用戶和建設者可以通過擁有NFT來「擁有」互聯網服務。NFT賦予了用戶「擁有」互

聯網的一部分的能力，這些部分可以是藝術、照片、代碼、音樂、文本、遊戲對象、憑證、治理權、訪問通行證以及其他。NFT存在於以太坊等區塊鏈之上，以太坊是一個分散的全球計算機，由網絡上的用戶擁有和運營，區塊鏈是任何人都可以訪問但無人能擁有的特殊計算機。現在是這場運動的早期階段，也是參與的好時機。

筆者注意到，目前進入到NFT市場的傳統投資機構依然不多，行業依然需要更多人參與，由於NFT市場相對較新，風險投資公司也許仍然可以找到大量誘人的機會，並投資一些估值較低的初創公司。當然，NFT目前的應用場景較為有限，也限制了資本大規模進入。

NFT的下一個應用風口在哪裏？在作為營銷手段、賦能藝術品投資等領域之外，也更多地到碳資產管理等新領域拓展。在全球碳中和碳达峰日益成為重要議題的背景下，碳信用目前已成為重要資產類別，也已經出現了以NFT的形式儲存的碳資產和碳負債形態。因為基於區塊鏈的NFT具有不可篡改和可追溯性，非常適合管理和跟蹤碳足跡。運用區塊鏈對關鍵信息進行標籤，並且實現動態跟蹤，國內已有比較成熟的應用，比如國網青海省電力公司（簡稱「國網青海」）在分布式系統中對發、儲、配、用每個環節的量和價等進行標籤並且記錄。

基於這些數據，根據行業指引中的控排因子及公式，我們可以相對精確計算出電力公司的碳排放量，並與行業先進值對比，從而判斷碳配額夠不夠，不需要在二級市場去購買或者銷售碳配額。而這個碳排放量和交易過程都可以以NFT轉移的方式進行，降低信任成本，提升效率。



▲Dapper Labs此前與NBA合作推出了記錄球星高光時刻的NFT系列「NBA Top Shot」。

網絡圖片

## 租樓宜選剛入伙新盤

樓市強心針



廖偉強

利嘉閣地產總裁

近期本港新盤市場可謂百花齊放。講起新盤，為何地產代理會重視一手市場呢？原因很簡單，首先是發展商願意提供較高的佣金去吸引代理代為銷售，一般的新盤大部分都不預約，比較容易配合買家的參觀時間。

況且很多新盤都會提供較多的付款辦法吸引買家入市，入伙時間也相對鬆動，買家容易預算及調動資金，地產代理亦不用和業主及買家周旋價錢的談判，只要買家看中盤，就容易促成交易；而且新盤現場氣氛熱鬧，買家更容易被感染而加快決定。

樓價自上個月破頂之後，目前在高位反覆徘徊，筆者相信未來樓價掉頭向下的機會微乎其微。基於目前樓價高企，筆者有一些朋友，最近不約而同都會問目前應該買樓好還是租樓好？

筆者經常說有能力的時候就是入市時機，如果手頭上資金足夠，工作上亦有穩定的收入，在目前低息環境之下，沒有理由租樓去幫業主供樓，因為供樓的利息相當便宜，就算是置業初期供樓比較辛苦，但隨着通脹及工資上升，幾年之後供樓的資金已經相對不吃力。

況且近年中小型單位需求龐大，這些單位相對容易出租，如果擁有細單位的業主想轉換大單位而資金不足，可以選擇將自己的單位出租，然後租賃較大的單位，如此轉換可能不需要補給太多的資金；因為大單位的租金相對便宜，這樣的做法既可享受大單位的空間感，亦可以保留自己擁有自置的物業作為對沖樓價的升值。

筆者亦會建議想租樓的客人，去選擇剛剛入伙的新盤，因為剛剛入伙的新盤除了不用裝修之外，家電亦較齊備，更重要的是大量剛入伙的新盤在同一時間應市，租金自然相對便宜，這樣對保留自置物業的業主去租樓會更為划算。

