

# 转融券试点对市场走势影响有限

□国务院发展研究中心  
金融研究所 巴曙松

2月22日，证监会公布转融券业务试点将于2月28日启动。对于上周连续下跌的大盘而言，转融券业务试点的推出，对市场有何影响，程度如何，都是投资者关心的问题。从市场走势看，前期的市场下跌与转融券没有关系，转融券业务试点启动，对市场影响会非常有限。

一是转融券试点初期标的证券范围很小。按中国证券金融公司公布的消息，转融券试点目前目标的证券仅为90只股票，ETF基金不包括在内，仅占510只融资融券标的证券的17.6%。据测算，90只标的股票在市场中中性情形下，转融券成交量为1.24亿股，成交额约为11.9亿元，日均新增融券卖出交易额占目前日均融券交易额的7%左右。由于90只转融券标的股票基本属于大型蓝筹股，市盈率在13倍左右，业绩稳定，价格波动性较小，

近期被融券卖空的可能性也非常小。与此相反，随着市场企稳，根据近三年的融资交易增长率计算，预计未来融资买入额会稳步增加，中性估算为15.6亿元，乐观估算为50亿元，新增的融资交易量大于新增的融券交易量，新增做多力量会抵消新增卖空力量，不会因为转融券推出造成市场下跌。

二是目前市况下转融券需求十分有限。据中国证券金融公司统计，截至2013年2月22日，证券公司融资融券余额占融资融券余额的96%。转融券业务试点推出后，证券公司融券业务和转融券业务规模短期内不会大幅增加。转融券业务试点初期，只有11家试点证券公司代理客户进行证券出借，基金公司、保险公司和上市公司国有机构股东持有的证券因各种条件的限制，实际上难以开展出借证券的业务；有些出借人还需要熟悉证券出借规则、评估风险，较难在短时间内

成为活跃的市场参与者；限售股不会作为转融券出借给证券公司，也不会被证券金融公司接受为转融通担保物。此外，转融券投资者融券需求较少。目前，11家证券公司的客户为35万户，实际参与融资融券的客户6.6万户，仅从事融券交易的只有1.3万户。目前市场融券做空习惯尚不成熟，在市场估值水平不高的状况下，投资者融券做空的需求和意愿不强。截至2013年2月7日，在90只转融券标的证券中，可能参与转融券业务试点的11家证券公司共准备了5.1亿股标的股票，占同口径证券总流通市值的万分之六。即使如此，实际上也只向投资者融出了1.47亿股。

三是在本轮银行股调整中融资买入增加，融券卖出反而减少。据有关数据统计，2012年12月4日至2013年2月4日，两个月的时间里，银行板块经历了一波暴涨。2013年2月7日开始银行股开始暴跌。在此过程中，

融资融券的投资者均不断加码。融资融券余额在2月19日创出新高，达到221.15亿元，是2012年12月19日融资融券余额119亿元的近两倍。在此期间，银行股的融资余额也急剧增加。2012年12月4日，银行板块的融资余额只有89.22亿元，到了2013年2月19日，其融资余额达到了历史高点213.86亿元。其中，民生银行的融资余额高达52.31亿元，增加了4倍；工商银行的融资余额也增加迅猛，增加4.31倍；农业银行融资余额的暴涨更是惊人，增加约9倍。不过，银行板块经历2013年2月4日的阶段高点之后开始调整，其融券余额不断增加，即使在银行股暴跌的2月7日到2月20日，银行板块的融券余额从8.41亿元下降到6.56亿元，融券余额没有增加反而不断减少。

四是目前证券公司转融资需求旺盛，说明投资者做多依然是主流。据中国证券金融公

司对52家证券公司资金需求意向统计，到2月底将在现有160亿元余额的基础上，新增转融资需求超过100亿元。华泰、申银万国和招商等多家证券公司新增需求均超10亿元；到6月底，新增的转融资需求250亿元，届时转融资余额将超过400亿元。为满足证券市场转融资业务的需求，中国证券金融公司已正式启动第二次增资扩股，注册资本将从现有120亿元扩大到240亿元左右。同时，为了扩大公司资金来源，近期中国证券金融公司已正式向中国证监会提出申请，拟向符合条件的机构投资者非公开发行中国证券金融公司短期次级债券融资，总规模为200亿元，首期发行50亿元，期限为3个月。这两项举措，将有效补充中国证券金融公司的资本金，扩大中国证券金融公司的杠杆率，并能更好地满足市场对转融资业务的需求，源源不断地向市场注入流动性。

# 扩消费长效机制须着眼提高居民生活水平

□商务部综合司 李洪侠

十八大提出建立扩大消费的长效机制，笔者认为，要立足生产、分配、交换和消费的经济全过程，以改善居民生活水平为扩消费根本目的，针对经济各环节中制约消费扩大的因素，通过综合、深度、动态的改革，从政府角度出发刺激需求的同时更加注重供给管理，以稳定的规划和法律法规形式，制定实施有利于居民消费规模扩大、结构升级和缩小差距的一系列制度设计，具体包括：通过供给层面的技术创新引导需求、改革分配格局、降低流通成本和改善消费预期等四个方面。

## 经济各环节 存在制约消费的瓶颈

生产什么才可能消费什么。经过30多年的改革开放，我国告别了短缺时代，表面看生产环节问题基本解决，但事实上，低水平、高成本的产能过剩，高技术高附加值产品不足，假冒伪劣屡禁不止，成为生产环节的新问题。国产汽车就是产能过剩的一个例证，国际金融危机爆发以来，因无法满足消费结构升级，以入门级车为主的国产汽车市场份额下降了近3个百分点，2012年国产汽车的产能利用率不足60%，低于国际汽车厂商历史平均水平。

分配格局决定消费能力。居民收入与政府和企业的收入此消彼长。近10年我国财政收入年均增长21%，其中税收收入年均增长19.8%，收费和国有资产收益等增长远快于此；工业企业利润总额年均增长30%，估计全部企业平均利润率要低一些；城、乡居民收入分别增长12.3%和12.2%，远低于政府和企业，且居民之间收入差距较大，近10年我国基尼系数都超过0.47，最高的2008年高达0.491。居民特别是农民等低收入者消费明显偏低。2011年，政府消费占全部消费比重达27.8%，近10年提高1.7个百分点；6.6亿农民的消费仅相当于政府消费的一半，占全部居民消费的22.7%，近10年下降8个百分点。

交换效率低增加消费成本。交换是商品、服务买卖的过程，从生产者到消费者手中，需要经过多重批发、零售和物流等环节，涉及运费、入场费、损耗等成本，基本构成流通行业的主要内容。当前我国流通业面临的主要问题是商品市场布局不够合理，城市批发市场少导致农产品“最后一公里”价格畸高问题突出，农村市场不足，不仅农产品卖难问题时常发生，农民消费的便利化程度也大打折扣。与此相伴，时间长、损耗大、节点多等大大提高流通成本。数据表明，我国水果、蔬菜等农副产品在采摘、运输、储存等环节的损失率为25%-30%，发达国家则在5%以下，美国仅为1%-2%。我国社会物流总费用占GDP比重在18%-20%之间，而发达市场经济国家都在10%左右。另外，零

售企业向供应商违规收费，地方保护和市场分割现象突出等也增加了流通成本。流通过用高必然会抬高商品价格，转嫁给消费者，在收入既定情况下，商品价格越高消费数量就越少，越影响居民生活的改善。从服务角度看，我国目前生活性服务业亟待规范化、规模化，需要降低交易成本，提高服务质量，扩大服务消费。

市场预期不稳不利于消费扩大。居民消费与当前的花销和对未来的预期有关，目前教育、医疗、住房、社保等领域公共服务水平和覆盖范围不高。一方面，相关大花销仍在大量挤出居民消费。数据显示，购房负担比（月供占家庭月收入比）在很多一线城市远超过40%的警戒线，北京高达70%-80%，医疗和子女教育保守估计占家庭收入的10%左右，而这些开支大部分是不进入消费领域的，至少没有达到提高居民生活水平的目的。扣除上述花销，可用于消费的收入仅占10%左右，这还是平均水平，低收入家庭就更没有消费余力了。另一方面，公共服务不到位加上通货膨胀，使居民缺乏对未来的稳定预期，保值增值和预防性需求提高了居民储蓄，抑制了部分消费需求的释放。此外，消费手段和消费条件也不能完全满足扩大消费要求，如信用消费发展滞后，时间不充裕等。

## 扩消费长效机制 需明确目标方向

扩大消费的长效机制应具有以下特点：一是规范稳定性，即要有长期有效的制度、法律法规来保障消费持续扩大，短期的运动式活动、碎片化政策都不是长效机制；二是制度设计激励相容性，即扩消费不是外部强加给居民的，而是居民出于自身利益和条件作出的自愿选择；三是自动触发性，即消费是经济的一部分，应设计一种能使消费随着经济发展自动地以更快速度正常增长的机制，时刻需要政府行政力量推动的政策不是长效机制；四是向均衡方向收敛的特性，收入差距较大是制约我国消费扩大的重要原因，扩消费长效机制应该发挥再分配的作用，促进各阶层均衡消费，缩小消费差距，不能缩小差距甚至还进一步扩大差距也不是长效机制。

扩消费应扩大谁的消费？有人提出通过增加政府消费实现扩大消费目标。笔者认为，扩大消费不应仅仅为提高消费率或拉动经济增长，满足人民群众的生活需求，提高人民生活水平才是根本目的。

扩大居民消费也应分两部分看，农民和城镇低收入居民衣食、住三项消费占全部消费比重都在65%左右，尤其是10%的城镇低收入居民和40%的农民收入小于支出。扩大这部分居民的消费关键是通过二次分配提高其消费能力，不断引导其更新消费观念，本质上



是公平的问题。高收入居民则有大量储蓄，2008年以来城乡储蓄存款每年都增加4万亿元以上，2011年底已达34.36万亿元，当年新增4.17万亿元，如果将其中一半用于消费，也能提高当年消费额10个百分点以上。扩大高收入居民的消费关键是如何通过财政支出等手段改善消费预期，引导储蓄用于消费，将潜在消费转化为现实消费，本质上是效率问题。

另外，不同收入家庭扩大消费的内容自然有区别，特别是随着居民消费结构不断升级，全社会对健康、家政、养老、快捷的交通、清洁的空气、网络工具等需求日益提高，即使吃穿住等传统领域，也需要更好质量、更多品种、更优服务以满足多样化需求。现在的社会消费零售总额指标，只包含批发零售和住宿餐饮四个行业，还远不能完整反映消费特别是服务消费的供求全貌。可见，扩大消费应既包括商品消费也包括服务消费，既包括能满足居民基本生活需求的普通商品和服务，也包括满足居民发展需求和享受型需求的中高档商品和服务。

扩消费中政府作用是什么？十八大报告指出，经济体制大是制约我国消费扩大的重要原因，扩消费长效机制应该发挥再分配的作用，促进各阶层均衡消费，缩小消费差距，不能缩小差距甚至还进一步扩大差距也不是长效机制。

扩消费应扩大谁的消费？有人提出通过增加政府消费实现扩大消费目标。笔者认为，扩大消费不应仅仅为提高消费率或拉动经济增长，满足人民群众的生活需求，提高人民生活水平才是根本目的。

级改造和科技创新的公平竞争市场环境为目标；分配环节应以减少政府收入、稳定企业收入和增加居民收入为目标；交换环节应以降低流通成本和提高流通效率为目标；消费环节应以改善居民消费预期和维护消费环境为目标。

## 四环节建立扩消费长效机制

第一，增加有效供给满足和创造消费需求。消费结构升级、消费热点欠缺的当前，高技术、高附加值、个性化产品和服务的供给能够创造和引导消费，并为消费需求注入持续增长的强大动力。要把握第三次产业革命孕育发展的机遇，制定执行创新驱动发展战略规划。借鉴发达国家抓住科技革命的历史经验，学习美国制造业复兴框架和国家创新战略，以及欧盟“2020智慧、可持续、包容增长”等经验，制定我国应对新一轮产业革命的战略规划，以长期有效的制度和机构保障实现创新驱动发展。此外，促进战略性新兴产业发展与传统产业升级结合，推进产业结构调整和引导发展高新技术产业，对3D打印、物联网、云计算、智能技术、新能源、低碳等领域技术创新和产业应用给予长期税收减免和优惠贷款等支持，以新技术、新理念支持、引导和扩大消费。

第二，调整政府、居民和企业的收入分配关系增强居民消费能力。同时，要推进新一轮收体制改革。降低中央税比重，完善地方税体系，增加直接税减少间接税，避免重复征税现象；完善企业所得税制度，对有利于就业的中小企业和劳动密集型行业给予税收优惠，减轻企业负担的同时增加地方政府公共服务供给能力；建立健全与税收、企业利润、物价等挂钩的职工工资正常增长机制，逐步推进企业职工工资集体协商，稳步提高职工最低工资、企业退休人员基本养老金和城乡居民最低生活保障标准，严格执行相关制度；动态提高个税起征点，加快实行综合与分类相结合的个人所得税制度，

减轻中低收入者负担，提高高收入家庭个税税率；尽快开征房地产税，研究开征遗产税、赠予税和特别消费税；将农村和城镇低收入居民基本生活消费用品免税纳入结构性减税改革之列，使不同收入居民间消费能力分布趋于合理。

此外，要切实打破行业垄断，深化国有企业改革。放松铁路、电信、电力、能源和金融等领域的管制，通过市场竞争提高效率，使消费者获得实惠。同时，提高居民财产性收入。以土地为农民最核心财产，深化农村土地制度改革，促进土地流转和变现，让农民分享土地升值收益；深化金融体系改革，拓展城镇居民投资渠道，提高居民的股息、利息、红利等财产性收入，多角度增强居民消费能力。

第三，提高流通效率降低消费成本。要制定市场流通法，规范和稳定流通环节各主体的关系。切实科学布局市场主体，充分运用电子商务、物联网等现代信息手段做好产销衔接；打破市场分割，规范零供关系；建立和完善商业诚信信息库，优化社会信用环境，加大打击失信行为的立法和执法力度，鼓励诚信经营，保护消费者利益；打击投机炒作，搞好公共商业信息公开服务，维护市场秩序。

第四，完善城乡基本公共服务，改善消费预期。要调整政府支出结构，清理现行政策中政府财政支出事项，切实从市场能有效发挥作用的领域退出，提高公共服务支出占政府总支出的比重。此外，建立全覆盖、保基本、缩差距的社会保障体系。加快完善就业、社会保障、教育、医疗等民生领域制度安排，不断提高基本公共服务的可及性和均等化程度，稳定居民消费预期。加快改革户籍制度，有序推进农业转移人口市民化，努力实现城镇基本公共服务常住人口全覆盖，让农民工成为城市消费重要群体。严格控制货币增发，加强重要物资的收储投放等市场运行调控能力，防止物价上涨预期导致的保值心理影响消费扩大。

## 央企产融结合要着力回答三大问题

□中国华能集团公司总会计师  
郭瑀明

近八年来，中国企业在世界500强席次中快速提升，中国企业产融结合快速发展。尽管面临复杂多变的环境，但令人欣慰的是，中国企业集团探索产融结合的步伐并没有因此而受到影响，相反则是比以往更加规范，更加稳健地向前发展。

产业资本和金融资本是人类经济活动中两类具有不同性质的市场要素，二者之间的密切合作，无论是对从事产业开发的公司提高核心竞争力，还是对提升金融服务类公司的自身业务发展，以及对整个市场经济的健康发展都具有十分重要的现实意义。国外大型企业集团发展的历史表明，企业集团走产融结合的发展道路，不仅符合世界经济发展的必然趋势，而且也符合企业发展壮大的一般规律。无论美国早期的洛克菲勒财团、摩根财团，还是现代的通用电气公司，以及战后日本六大企业集团，其产融结合的实践都为这些公司成为世界级的大公司提供了成功的发展模式。

在国内，近年来一些大型企业集团在立足实业的基础上，利用资本优势，纷纷涉足金融产业，并把发展金融产业作为提升企业集团国际竞争力的战略举措。数据显示，在国资委管理的117家央企中，有三分之二以上的企业不同程度涉足金融业。华润集团旗下控股珠海华润银行、华润深国投信托等金融机构，提出了“朱来的华润金融就是华润集团，华润集团就是华润金融”的战略定位；国家电网业已完成了较为全面的金融业务布局，涵盖了财务公司、财险、寿险、信托、基金、证券、银行、期货、租赁等金融机构，并形成了统一的“英大系”品牌；中石油的金融业务资质也已经涵盖了银行、保险、信托、金融租赁等板块，加上中油财务有限责任公司、中油资产管理有限公司等，其金融业的布局已初具规模，“昆仑系”金融品牌也已形成。国内外企业集团投资金融的模式和阶段虽然不同，但基本都走上了通过类金融控股公司集中管理旗下金融资产的道路，都获得了较高的金融利润和更便利的金融服务。企业集团以融助产、以产促融、产融深度融合、协同发展，有力地提升了企业集团竞争实力。

华能集团是国内产业办金融的领先者之一。2003年底，华能集团在学习借鉴通用电气模式的基础上，率先成立了具有金融控股职能的华能资本服务公司。在华能资本公司的统一管理下，华能金融产业规模不断扩大，经济效益稳定增长，风险控制成效明显，管理水平不断提高，金融控股模式日趋完善，目前已初步建立起拥有9家直接或间接控股的金融机构，业务涵盖资金结算、信贷、证券、保险、信托、基金、期货、碳金融等金融领域。在“十一五”期间，华能金融产业利润总额每年稳定在20亿元左右，为华能集团缓解因电价政策带来的经营压力、完成国资委考核任务、实现国有资产保值增值做出了突出贡献。

2010年底，在中央企业负责人会议上，国资委主任王勇明确表示：“支持具备条件的企业探索产融结合”，首次正式对央企进行产融结合的实践给予了肯定。中国人民银行也多次调研，正在务实审慎地推进将企业集团产融结合模式纳入“金融控股公司”的监管体系。经过十多年的积极探索，产融结合即将迎来一个新的、更大的发展机遇期。

经过一段时间的广泛布局及高速发展，企业集团产融结合如何进一步深化和发展，也遇到了一些需要业界思考的新问题：如何把握产融结合的方向与路径，如何协调产业与金融的发展速度，如何管控产业金融的综合风险，如何形成产业金融独特的商业模式及核心能力，如何以市场化方式提高产业金融的运作效率和效益，如何推动企业集团的产融、融融深入结合，提高协同效应。这些都是企业集团在旗下金融产业发展到一定阶段后必须解决的现实问题，也就是央企产融结合必须要回答“向哪里走、走什么路、成什么样”的三个重大问题。

为了回答上述三大问题，华能集团作为央企产融结合实践的领先者之一，未来将密切跟踪研究国内金融业改革的发展动向，进一步完善企业集团金融功能，积极把握金融业的发展机会，做强做大各金融平台，不断提升金融产业的竞争优势；进一步深化企业集团产融结合，探索探索渗透企业集团供应链金融的可能性，围绕企业集团产业链的上下游提供金融服务；此外，随着互联网技术和智能终端技术的普及，积极研究互联网金融的发展方向，抓住新机遇，迎接新挑战，及早布局互联网金融，创建互联网金融的投融资平台。总之，在政策许可下，力争率先将目前的投资公司转型为企业集团控股公司，在综合金融和业务协同方面迈出更为坚实的步伐，为深化金融业改革和提升企业集团国际竞争力提供可资借鉴的经验和发展模式。

一是加快建立存款保险制度，打破大型金融机构的垄断地位，完善多层次金融组织体系。作为一种金融保障制度，存款保险制度使符合条件的各类存款性金融机构作为投保人按一定存款比例缴纳保险费，建立存款保险准备金，当发生危机时向成员机构提供救助，以保护存款人利益，维护银行信用，稳定金融秩序。

二是加快推进社会信用体系建设，完善多样化的社会信用评价

网络，夯实金融业发展的信用根基。建设覆盖全国的征信系统平台，依法采集、整合和应用个人、企业及其他社会组织的信用信息。稳步适度开放信用服务市场，加强信用服务市场体系监管，规范发展信用服务机构和评级机构，有序推动信用服务产品创新。

三是加快推进金融市场创新和产品创新，繁荣金融产品市场，为中小企业提供丰富的融资渠道选择。本次全球金融危机使我们认识到，中国金融的问题不在于创新过度，而在于创新不足。为适应中小企业发展需求，必须加速金融创新步伐，打破各类行政限制，把决策权交给市场。应积极推进利率市场化，进一步创新货币市场、股票市场、债券市场中有效服务中小企业的融资工具，消除资本市场中小企业进入壁垒，为不同发展阶段的中小企业提供直接融资。金融机构要提供精细化、个性化的金融服务，根据中小企业风险管理要求创新金融衍生品。

四是加强金融监管自身改革，创新服务模式，提升其服务中小企业的能力和效率。金融机构要走出“刚性大款”的传统发展模式，推进面向中小企业的产品创新、网点调整和渠道建设，提高服务中小企业的覆盖面和便捷度。打破金融垄断，放开金融管制，引入社会资本，设立面向中小企业的小型金融机构，组建我国政策性的小型企业发展银行。通过财政支持、税收优惠、提供担保、风险补偿等政策支持和差异化监管措施鼓励金融机构服务中小企业。

五是进一步优化货币政策和财政政策，健全和完善金融监管机制，规范和引导金融机构更好地为中小企业服务。有针对性地制定扶持中小企业发展的多层次优惠政策，特别是税收优惠政策，进一步改善中小企业发展环境，引导中小企业转型升级。