

央行调查统计司司长盛松成：

# 社会融资规模不存在重复统计问题

□本报记者 任晓

中国人民银行调查统计司司长盛松成31日接受中国证券报记者采访时表示，社会融资规模不存在重复统计问题。

他表示，作为社会融资规模中的一个统计项，委托贷款没有虚增社会融资规模量。委托贷款主要有三种形式：一是企业或个人委托银行将资金贷给其他企业或个人，二是集团企业委托所属财务公司将资金贷给集团内其他法人机构，三是金融机构委托银行将资金贷给企业或个人。第一种和第二种形式的委托贷款应全额计入社会融资规模，第三种形式的委托贷款因为是金融业内部委托，需要扣除。

第二种形式委托贷款的资金可能来源于企业的盈利，也可能来源于银行贷款和债券发行。如

果来源于集团公司的银行贷款，则从表面上看，集团公司的银行贷款与集团公司发放的委托贷款似乎重复统计，但实际上这两笔资金借贷分别是银行与集团公司、母公司与子公司之间的借贷，具有不同的风险和利率水平，应分别计入社会融资规模。如果集团公司未通过委托贷款将资金借给子公司，而是将资金存入银行，也同样会派生银行贷款。这一类型的委托贷款实质是集团企业金融化后信贷派生的实现形式，也是金融产品创新和企业融资链延长的自然表现，不应简单视为重复统计。

他表示，如果说第二种类型的委托贷款是“重复统计”，那么这种“重复统计”不是现在才有，而是从来就有；不仅在社会融资规模中有，在其他很多金融指标（如贷款、存款统计）中都有；不仅

中国有，外国也有。例如，甲企业得到A银行100万元贷款后，可以将这100万元全部用于支付工资或购买原材料等，也可以只将其一部分（如50万元）用于日常支付，而将其余部分（即余下的50万元）存入A银行或B银行。A银行或B银行又将这50万元贷给乙企业（这里不考虑存款准备金问题），于是统计结果显示全部贷款为150万元。按照上述“重复统计”的观点，应该“扣除50万元，全部贷款只能”是100万元。事实上，这种所谓的“重复”行为每时每刻都在发生。这种“重复统计”在理论上无需扣除，在实践中也没法扣除，因为根本就无法统计每一笔贷款中这种“重复统计”的数额。委托贷款的情况也一样，无论委托贷款的资金来源于企业的自有资金，还是来源于银行贷款，都不存在所谓的“重复统计”问题。

他指出，“重复统计”的说法实际是对金融统计基本原理的误解。社会融资规模统计的是金融机构与其他部门间的债权债务关系，发生一项债权债务，就统计一次，所以委托贷款并不存在重复统计的问题。同样，信托贷款也不存在“重复统计”的问题。“重复统计”的说法也是对货币金融学基本原理的误解。上述所谓“重复统计”实际是信用创造的过程，就像货币创造一样。

他表示，社会融资规模与货币政策主要操作目标（基础货币、利率）相关性密切，且这种相关性强于新增人民币贷款和广义货币M2与主要操作目标之间的相关性。

对2002年以来的社会融资规模数据进行实证研究表明，社会融资规模与主要经济指标（GDP、固定资产投资完成额、社会消费

品零售总额、发电量、CPI和进出口总额）关系密切。社会融资规模与主要经济指标间均具有较高的相关性、显著的因果关系和先行性，且这些相关性高于新增人民币贷款和M2与主要经济指标之间的相关性。社会融资规模与GDP之间存在稳定的长期均衡关系。社会融资规模变动会对固定资产投资完成额、GDP和CPI产生显著影响。

2002年至今，我国社会融资规模呈不断扩大趋势，有效促进了经济平稳较快发展。2012年社会融资规模15.76万亿元，是10年前（2002年）的7.8倍；2012年社会融资规模与名义GDP的比率为30.4%，比2002年上升13.7个百分点。据最新统计，今年前三季度社会融资规模接近14万亿元，创历史新高最高水平。

（相关报告见A18版）

## 新一轮国资国企改革倒计时

市，意在达到两个目的：一是通过市场的监督最终实现对国有资本的监管，二是推动完善国有企业的公司治理。

目前国企改革的核心就是要找到国有大企业与市场经济融合的方式。改革方向是坚持走向市场，而非私有化。在现阶段，已经不能够简单沿用10多年前县以下国有企业卖给小企业的办法。改革的方式需要转变，这就是在国有体制下依托资本市场对这些企业直接进行市场化改造，通过企业上市实现公众公司改革。通过整体上市，也可以加快企业现代化管理机制的变革，引入更多民资。”中国企业研究院首席研究员李锦表示。

目前，在钢铁、有色、船舶制造、水泥等行业的国企出现严重产能过剩，专家表示，这也是一些国企重组或上市的好时机，并且其中有民资参与的机会，在以前的“好日子”里，鲜有国企愿意把资源拿出来与民企共享。

中国人民大学经济学院副院长刘瑞指出：现在正是想上市但产能过剩、业绩不好的国企“做功课”的时候，可以先做股份制，把股权多元化，吸收民资，把该剥离的剥离了，进行内部技术改造，等日子过好的时候顺势上市。产能过剩是“一阵子”，不是一辈子”，以钢铁为例，未来在城镇化和中西部地区发展两方面，建设住宅和基础设施需要大量钢材，钢铁大有用武之地。有战略眼光的民资应在选择和国企一起“过冬”，将来则有望迎来春天。”

另外，预计三中全会后有望出台的《关于完善公有制实现形式的指导意见》将继续探索公有制的多种实现途径，进一步深化对民资开放力度。国务院常务会议9月提出“尽快在金融、石油、电

力、铁路、电信、资源开发、公用事业等领域向民间资本推出一批符合产业导向、有利于转型升级的项目……并在推进结构改革中发展混合所有制经济”。

国资委研究中心研究员胡迟指出，国企改革也是民企的机会，此前的“新136条”已经对民资开放了绝大部分可放开的领域，现在最重要的就是要拿出实际行动来破除国企垄断，打破人为设置的“玻璃门”，促进国企与民企的共赢。

凡行业限入、管制、垄断的领域，一定存在服务拙劣、贪污腐败、市场扭曲、民怨沸腾等诸多现象。除航空业外，仍有石油及天然气、卫生医疗、金融、文化教育、电信等行业。”海通证券副总裁李迅雷表示，放松管制、推进国资国企改革迫在眉睫。为降低触发改革的临界点、推动改革及早进行，以触动存量为核心的国资改革可先从外圈的要素价格、行业准入改革入手，以生产要素的市场化定价和打破垄断来动摇某些国企的垄断地位。资源要素改革如能推进，国企改革有望迎刃而解。

### 股权激励上限考虑放宽

事实上，近年来各地方也频频“亮剑”国资改革，出台国资委并重组整合政策，上海、重庆、北京、深圳、武汉、云南等多地政府在“十二五”规划中提出加快国资证券化的目标，鼓励整体上市。上海近期提出下放权力、推行股权激励、修改考核机制，更是被视为新一轮国资改革的开端。

地方国资改革推进很快，有些地方甚至对地方的文化、金融、实业的国资进行了大口径的监管，”相关人士表示，国资委鼓励地方先行先试，省市一级的国资改革可以步子迈大些。

目前，国资委十分重视上海国资委提出的改革版本，内部讨论、制定政策时常以其为基础，借鉴其中内容，如股权激励。国资委2008年出台意见设置了国有控股上市公司实施股权激励的上限，境内上市公司及境外H股公司股权激励收益原则上不得超过授予时薪酬总水平的40%，境外红筹公司原则上不得超过50%。

业内人士透露：现在股权激励在国企中使用面还不够广，期权激励的形式还不够多。下一步有望加大对国企股权激励的力度，上限将放宽，有观点提出最高可至薪酬的数倍。”

一般职工持股也会用得越来越多，让股权或期权的形式在企业应用面更广，激发员工热情。考虑到在大企业中，员工持股操作难度大，且股权过于分散将减小持股的激励作用，这种安排将主要在中型国企中推开。

优先股等资本市场工具在下一步的国企改革将可能派上用场。相关人士透露，在国资将大幅撤出的领域，如果国资还要保留一定控制权，就需要通过黄金股和优先股来控制。尤其是公用事业，城市用水、公共交通等已经开放，其他成分的资产占比较高。在这些涉及百姓基本生活的领域，要使用黄金股等来维持国家或地方政府对经济的掌控力。

此外，国资改革率一发而动全身，配套改革的进度也要跟上。比如用国资的收益填补养老金缺口，虽然在推进，但比较慢。事到如今国资改革已经不是国资委一家之事，需要在战略布局上有更高层面的推动，涉及财政、税务、社保、民政等部门一起来努力。未来国资改革会往大家想象的方向去做，”胡迟表示。

## 证监会：申请新三板挂牌 不受股东所有制性质限制

针对网友关于外资企业如何上新三板的提问，证监会微博31日回应称，股份有限公司申请股票在新三板挂牌，不受股东所有制性质的限制，符合条件的境内股份公司包括民营

企业、国有企业和外资企业均可申请挂牌。如申请挂牌的股份有限公司存在外资股东，申请挂牌材料除常规材料以外，还需增加商务主管部门出具的外资股确认文件。（顾鑫）

## 汽柴油价格每升下调0.06元

国家发改委31日发出通知，决定将汽、柴油价格每吨降低75元，测算到零售价格90号汽油和0号柴油全国平均每升均降低0.06元，调价执行时间为10月31日24时。

发改委表示，此次成品油价格调整幅度是按照现行成品油价格形成机制，根据10月31日前10个工作日国际市场原油平均价格变化情况计算，并累加上个调价周期应降未降金额确定的。9月底

以来，受中东局势逐渐缓和等因素影响，国际市场价油价震荡下行，前10个工作日平均价格小幅下跌。通知要求，中石油、中石化、中海油三大公司要组织好成品油生产和调运，确保成品油冬季稳定供应，严格执行国家价格政策。各级价格主管部门要加大市场监管检查力度，严厉查处不执行国家价格政策的行为，维护正常市场秩序。（王颖春）

## 国资委：国资国企改革方案 争取三中全会后尽快出台

国资委副主任黄淑和日前在全国国资监管政策法规暨指导监督工作座谈会上表示，国企处在市场化改革的关键阶段，要认真准备国资国企改革方案，争取三中全会后尽快出台，形成上下联动的改革局面。

黄淑和指出，国企的改革调整已经进入“探水区”，建立健全现代企业制度、完善法人治理结构、提高国有资本运营效率亟需从政策法律层面寻求突破。其中，解决国资多头管理的问题是国资委努力的方向。

## ■ 记者手记 房企“加薪潮”

最近接到好多猎头的电话，提供的大多是民营房企的职位，开出的薪酬比我现在的收入高出一半。”供职于某国资房地产企业的小李说，今年以来，行业回暖，房地产企业“挖人”不断，一些职位的薪酬水涨船高。

随着近年来房价持续上涨，房地产行业被认为是“暴利行业”，虽然不时有业内人士“喊冤”，但房地产行业的薪酬确实较其他行业高出不少。小李所在的国企虽然薪酬水平比民营房地产公司低一些，但是猎头提供的信息并未让他提起兴趣。外人都觉得房地产行业收入高，但这个行业压力大，特别是那些负债率高、周转快的民营房地产公司，还是国资房地产公司的压力小一些。”

在这个行业，薪酬越高的职位越不稳定。“在房地产圈内，传言已将一些民营房地产公司“妖魔化”。这些传言令小李心存顾虑。我听说，在某大型民营房地产公司工作一年，项目经理能瘦20斤。”随着房地产行业不断发展，房地产项目开发日益工厂化，从业人员更像是流水线上的零件。国资房地产公司的职位多数比较稳定，有的民营房地产公司的项目清盘后，团队就地解散。”

这个行业发展太快，人才供给跟不上需求，导致管理人员薪酬不断上涨。”汉略咨询有限公司董事顾问谢勇表示。猎头机构环亚人力资源的分析师也表示，今年以来房地产公司的需求比去年增长三成。民营房地产公司的人才缺口比国资房地产公司的缺口更大。”

事实上，近年来房地产行业管

理人员薪酬水平的涨幅比房价的涨幅更大。环亚人力资源的数据显示，房地产行业的薪酬涨幅高于金融等传统高薪行业。在深圳，普通项目工程师2008年的年薪约16万元，如今已增长5倍。在商业地产领域，一个管理50万平米建筑面积的项目负责人年薪普遍超过100万元。薪酬都是“被增长”的，开发商不会主动涨工资，近年来行业的薪酬涨幅主要由人才的供需决定。”谢勇说。经过十年左右快速发展，房地产行业进入下半场，开发商的中层管理人员已开始更新换代。人力资源咨询机构美世提供的数据显示，在一线城市的房地产公司中，超过80%有在未来12个月招聘和增加员工的计划。今年初以来，一线城市房地产行业薪酬实际增长率为12.5%，而去年为9%。其中，开发、设计、工程施工、成本管理等岗位薪资涨幅较明显，有14%的岗位涨幅超过40%。美世中国区信息咨询服务地产行业咨询总监刘晶晶表示，房地产公司最难招聘和最难保留的岗位均在规划设计和工程施工部门，特别是高级经理级别之上的岗位。

对于中小开发商而言，薪酬的上涨将增加管理费用，特别是持有城市综合体的中小开发商。商业地产管理人员薪资的增加将加大其经营成本。但就大型房企而言，薪资增加对于其成本的影响不大。

虽然没有接受猎头的诱惑，小李还是庆幸自己没有入错行，不管怎么说，房地产是一个高薪行业。”（张昊）

## 自贸区短期内不具有可复制性

（上接A01版）从上海自贸区总体方案看，上海自贸区有望成为人民币国际化的试验点和对接TPP、开展全球贸易合作的新平台，后续突破性政策将包括在自由贸易区先行先试人民币资本项目下开放，并逐步实现可自由兑换等金融创新。但众所周知，资本的跨境流动本身具有极大的风险，一旦失控，可能对现有的金融生态产生冲击。

值得注意的是，在上海自贸区获批后一些负面的外部性已经接踵而至。资金对区内房地产炒作，域名抢注以及资本市场对自贸区概念的过分解读等等。所以，如何充分总结上海自贸区战略的利弊得失，形成中央提出的“可复制、可推广的经验”，让上海自贸区改革形成全国范围内的具有普惠意义的改革范本，显然还需要更长时间的检验。而在此之前，各地出现的一哄而上争抢自贸区将变得毫无意义。

在各地上演自贸概念接力的

背后，一定程度上折射出各地尽快摆脱“政策洼地”的动机，表现为地方政府之间为提振经济增长而进行的激烈竞争。

我国目前对于地方官员的考核方式和施政效果有很大关系，所以在我国经济转型、经济增长动力不足的现阶段，既然没有好的增长点可以改善经济预期，各地政府就纷纷争相提出“自贸战略”来冀图捕捉巨大的政策红利。对于地方政府向中央要求“均沾”自贸改革红利当然无可厚非。不过需要提醒的是，自贸改革带来的示范效应以及释放的改革红利，绝不同于80年代各地政府为了招商引资而进行的政策让利，一次性的政策红利派发能给予地方最多是改革的先发优势，而未来地方的经济增长的关键应该是逐渐摆脱对政策、资源等外部性资源的依赖，在自由贸易放松管制的改革下，寻找一条内生性、可持续的经济增长道路，增强经济增长的内在动力。

# 中国中铁：盈利能力持续走高 三季度报依然靓丽

——宏源证券建筑工程行业研究组 分析师鲍蓉富 周蓉姿 傅盈

中国中铁2013前三季度实现营业总收入3840.39亿元，同比增长20.18%；实现归属于上市公司股东的净利润为62.57亿元，同比增长46.44%；对应每股收益0.29元。

由于2012年投资基数前低后高，第三季度新签订单增速环比放缓。2013年1-9月，公司完成新签合同额5,327.9亿元，同比增加18.2%，其中基建业务新签订单4180.1亿元，同增32.5%。基建业务中的铁路新签订单1,357.6亿元，同比增长200.8%；公路新签订单711.2亿元，同比增长24.0%。相对于上半年，订单增速全部趋缓。综合毛利率9.99%，同比下跌0.27个百分点。上半

年，公司基建、工程设备和零件制造、房地产及有限多元化业务毛利率全线下行，而前三季度公司综合毛利率的同比跌幅超出1-6月份0.01个百分点，我们认为毛利率走势应该较为平稳。其中，总收入占比达80%以上的基建业务盈利水平降低并拉低整体毛利率，主要系处于建设初期的项目较多，铁总成立时间较短，导致项目变更索赔滞后。

期间费用率4.94%，同比减少0.59个百分点，净利率提升至1.74%。报告期内，公司管理、财务费用率分别为3.60%和10.89%，较上年同期下降0.45、0.19个百分点；销售费用率0.41%，同比增加0.05个百分点；第三季度的费用控制明显好于上半年。由于费用控制得当，公司净利

率同比增厚0.31个百分点，且增幅呈上行走势。

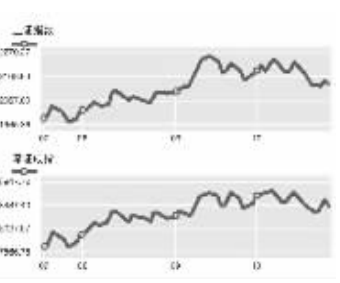
应收账款管控得力，现金流有所改善。报告期内，公司应收账款余额1149.32亿，较年初增加13.83%；预付账款余额383.18亿元，较年初增长34.09%，增幅较大主要系物资贸易业务增加所致。由于BT、房地产、矿产资源业务投入较多，公司经营性净现金流仍为负值-22.19亿元，但同比减少流出64.05亿。

盈利预测及评级。我们预计2013年铁路基建投资达5300-5600亿元，看好下半年铁路建设前景，并维持对公司2013-2015年EPS 0.40元/0.44元/0.48元的盈利预测，当前股价对应13/14/15年PE6.7/6.1/5.5倍，目标价3.60元（对应13年9倍PE），维持“买入”评级。

——企业形象——

全球财经指数					
全球市场   WORLD MARKETS					
股票市场	最新	涨跌	期货市场	最新	涨跌
沪深300指数	2373.72	-33.75	连豆-1405	4476	+19
上证综合指数	2141.61	-18.85	沪铜1401	51810	-50
深证成份指数	8444.41	-108.96	NYMEX原油	96.35	-0.42
创业板指数	1235.56	-37.74	LME3个月铜	7264.50	-25.50
香港恒生指数	23206.37	-97.65			
恒生国企指数	10627.02	-13.87			
道琼斯工业指数	15566.14	-52.62			

债券货币	最新	涨跌
上证国债指数	138.87	+0.01
中证全债指数	145.26	+0.12
欧元/美元	1.3610	-0.0126
人民币/美元	6.1425	-0.0013



本表截至北京时间 10月31日 22:30