

■ 高端视野

- 定向操作的长期使用,难免会直接造成商业银行资金成本的差异,甚至影响利润,这与打造市场化的行为主体、价格形成机制背道而驰。
- 从经济学理论而言,财政政策比货币政策更适合定向发力,例如加大对中小企业贴息、税收优惠等作用均为纾困中小企业的办法。



转变地方政府对土地财政依赖方式

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

近日,国务院办公厅关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》下发,对于以土地开发和融资来支持铁路建设作了细则性的规定。2005年以来,铁路建设规模急剧扩张,但因建设周期长、收益率低、民生和社会属性强,单靠银行贷款和债券、票价收入无法维持年均7000-8000亿的投资规模,更无法偿还自2008年“扩大内需”以来所积累的近3万亿债务。去年7月,国务院常务会议在研究部署铁路投融资体制改革时,给出了设立铁路发展基金、“创新铁路债券”、“盘活铁路用地资源”等三个渠道。目前来看,仍应挖掘铁路站场和周边的土地价值。

目前土地财政不可持续。同时,在新型城镇化、户籍制度改革、城市基础设施建设、结构性减税、经济增速下台阶、去产能”和“调结构”的改革大背景下,政府未来几年内财政收入增长前景不乐观。很多迹象表明,地方政府对于土地财政的依赖度不可能下降,只能是依赖方式的转变。

大城市、特大城市将依旧是未来人口净流入的目的地,类似于铁路、轨道交通、城市基础设施等大型基础设施建设和再造的规模,将会在未来多年维持高位。相应地,城市及相关区域的公共服务设施会越来越完善,城市土地和房产等物业的价值将会越来越高。由于这些公共设施的公益性、民生性,不可能按照投资回收期计算的复合成本,制定消费这些设施的市场价格。但是,由于政府因投入大量资金来建设、供给和维护这些公共设施而背负了巨额的债务,公共设施建设因受债务制约也无法持续。

在房产税缺失的情况下,不可能按照“谁受益、谁负担”的原则,向物业受益者征税来为这些大型项目融资,最好的办法就是按照“谁投资、谁受益”的原则来融资,投资的方式就是通过土地出让,让购买土地和房产的主体为这些公共服务项目融资,并同时享受公共服务完善带来的资产增值收益。事实上,这是一种公共服务设施的融资模式或土地财政模式的新变化。

近年来,铁路特别是高铁的开通运营,对于沿线城市都市圈的形成和城镇化的推动发挥了不可替代的推动作用,对地方人口和资源积聚、房地产、旅游和招商等区域经济发展发挥了巨大的拉动作用。但是,短期内政府高铁投入的税收效应却并不明显,而债务急速攀升,这种铁路建设模式是不可持续的。

按照《关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》,如果能够将新老铁路站场让铁路建设方来开发,以出售和经营物业的形式来分享铁路建设带来的溢价收益,则不仅能够为铁路建设提供可持续的资金来源,而且极大地缓解了铁路投资现金流收支期限失衡、流动性风险大、财政补贴效率低、政府债务风险突出等问题。在新型城镇化快速推进、发展城市群、人口继续向城市流动的背景下,铁路建设带动资源积聚、区域发展、城市建设的良性循环前景可期。

同时,政府在区域规划、产业结构调整中的职能还将持续,这也是带动资源积聚、区域发展、城市建设的良性循环的又一种模式,也能够采取上述新的土地融资模式。目前,一些大城市建设的新区,如广州的南沙、天津的滨海、深圳的前海、郑州的新郑等地,之所以出现空城或建设滞后的现象,除了政府规划落地不够的原因外,这些区域承诺的基础设施不到位是关键原因。事实上,政府在这些区域获得的土地出让金,应该全部投入到这些区域的基础设施建设,这才符合区域规划中土地投融资的特征。

在我国资本市场不发达,政府债券融资模式缺失,房产税融资也不能在短期内到位,而城市化快速推进的背景下,政府又要承担公共服务设施建设的任务,土地财政是不得已的选择。但是,只要土地财政发挥到位,土地财政仍具有重要意义。近年来,土地财政之所以被诟病,并非土地财政本身的问题,一方面原因是土地财政收入被滥用,没有真正用到公共服务设施上;另一方面就是政府公共服务职能范围没有合理界定,财政收入被用到一些城市广场、博物馆、会展中心、城市地标等与公共服务设施关系不大的项目上。

■ 记者观察

A股退市应摒弃补贴“拐棍”

□本报记者 刘兴龙

新一轮退市制度改革正在推进。解决A股市场退市难的顽疾,不仅要明确市场化、法制化和常态化的改革方向,也要保障退市制度的有效执行。遏制地方政府利用财政资金干预资本市场,拔掉补贴这一保壳“救命稻草”是重要举措。

众多“ST公司”屡屡能从退市悬崖边缘全身而退,资产重组、财政补贴、出售资产是主要保壳手段。近年来,监管部门针对ST公司重组设定了更高门槛,由此,财政补贴越来越成为保壳公司倚重的扭亏途径。2013年年报显示,48家ST公司(不含“ST长油”)报告期内获得的政府补助金额合计高达10.10亿元,较2012年的7.21亿元同比增幅为40.08%。

地方政府愿意动用财政资金支持企业保壳,重要原因是其关乎“面子”问题。自国内资本市场建立以来,上市公司家数一直是许多地方政府考核经济发展水平的重要指标。为了扩充上市公司数量,企业IPO上市往往能够获得百万元、千万元现金激励或税收返还。同时,注册地不得变更成为了一些地方政府给上市公司借壳重组设置的前提,这造成了很多A股公司注册地与办公地分别处在不同省份。

经济利益是地方政府出手相助的另一重要原因。上市公司通常是在所在地的大型企业和经济支柱,即使是经营陷入困境、连续亏损的ST公司,每年也可以给地方政府带来经济总量、税收等方面增加和提高。同时,上市公司吸纳的就业人数不少,如果企业走向退市,甚至进入破产重整程序,大量员工将面临失业,对社会稳定也会造成压力。

尽管地方政府有着“钱”或“面子”的理由,但通过财政补贴干预上市公司退市机制违背了市场化的原则。财政补贴应该主要以调整产业结构为导向,投向新兴产业以及与民生紧密相关行业。同时,让没有实质性经营,并且加剧产能过剩的企业退出资本市场,对产业升级、优化资金配置也有重要意义。

分析人士认为,真正让财政补贴等非市场化手段失效,从观念疏导和制度完善等方面需要多管齐下。首先,监管部门需要与地方政府沟通交流和监管协调,完善在公司上市、退市、风险处置等方面协作机制,促使地方政府认识到介入保壳的低效率行为,对辖区内的上市公司保护阻碍了资本市场实现资源配置功能。

其次,加快多层次市场建设。目前,A股上市公司股票终止上市后,可以转入全国中小企业股份转让系统进行股份转让。不过,全国中小企业股份转让系统交易规模较小,定价机制不成熟,并且通过转板恢复在A股市场上市的渠道还不通畅。

此外,在严格执行退市制度的同时,进一步对退市标准进行细化和完善。目前,退市公司恢复上市时,需要符合扣除非经常性损益前后的净利润均为正值、净资产为正值、营业收入不低于1000万元、财务会计报告未被出具否定意见、无法表示意见或者保留意见的审计报告等条件。事实上,补贴属于偶发性的非经常性损益,对公司经营质量无实质意义,应该统一退市和恢复上市的标准,将扣除非经常性损益后的净利润作为衡量上市公司是否退市的依据之一。

下半年应全面降准适时降息

□瑞穗证券首席经济学家 沈建光

7月金融信贷数据大幅低于预期,新增贷款仅为3852亿元,同比下降3147亿元,环比回落6948亿元。如此大幅度的变动实属罕见,为避免市场恐慌,央行随即发文解读,原因大致包括季节性因素、信贷有效需求缺乏以及不良贷款升高等等。

笔者认为,不良贷款攀升是趋势性过程,变化不会骤然发生,7月PMI数据向好,部分城市首套房贷款利率折扣的出现,也很难支持有效贷款不足的结论;季节性下滑或许是原因之一,例如,以往年份7月新增贷款额度基本低于6月,且6月季度考核结束后,7月存款也有搬家趋势,导致贷款额度受限。但是,此次7月贷款降幅之大,在笔者看来,仍超出合理范围。

短期内金融数据波幅较大,信贷与社会融资总量数据的大幅缩减,似乎并未影响到金融市场。7月以来,SHIBOR隔夜利率平均为3.21%,比6月高0.5个百分点,比去年同期回落0.16个百分点。SHIBOR6个月利率平均为4.9%,比6月高0.68个百分点,比去年同期低0.04个百分点。7天银行间拆借利率为3.96%,比6月略高0.52个百分点,比去年同期

降低0.22个百分点。可以说,金融市场的流动性没有出现过度紧张态势。

除了大幅波动的数据以外,近期货币政策与金融市场令人困惑的地方还有不少,特别是央行越来越多地使用创新工具,但是因为细节缺乏,也给市场理解货币政策意图带来困难。例如,央行目前已在采用一种全新的货币政策工具补充抵押贷款PSL,作为实现基础货币投放,引导中期利率的重要手段。然而,央行对此却并未给予过多解释,导致解读始终是雾里看花,捉摸不透。

据媒体报道,PSL已经完成了首次投放,金额高达1万亿。但是对此,笔者也有以下几点疑惑。首先,央行如何实现基准货币投放?根据公开资料显示,二季度国开行资产负债表迅速增长1.6万亿,其中仅4月份就增加了近1万亿的同业存款。但是,在央行的资产负债表上,笔者却没有看到同步扩张的迹象,PSL如何投放目前尚不清楚。

其次,如何引导中期利率?可以看到,伴随着利率市场化的不断深入,央行正在借鉴其他国家的经验:即通过利率走廊取代传统的单纯改变存款准备金的供给,来调控单一政策利率执行货币政策的操作方法。但在笔者看来,中国当前面临的宏观政策环境与欧

美有很大出入。一方面,欧美货币政策创新型工具是在传统货币政策工具失效的情况下“不得已”而采用的,而中国传统工具仍有调整空间。

另一方面,海外央行非常规手段也“对事不对人”。例如,英国央行旨在推动银行借贷的FSL面向几乎英国所有的银行和房屋贷款协会,只要有新增贷款作为抵押,就可以从FSL中获得想要的融资额度。而PSL无论是规模、时间还是价格都没有对公众披露。

再有,定向工具过多使用与利率市场化的关系是什么?二者努力方向显然并不相同。正如央行在《二季度货币政策执行报告》中指出的,货币政策主要还是总量政策,其结构引导作用是辅助性的,定向降准等结构性措施若长期实施也会存在一些问题。”笔者也始终坚持这一观点,既然中国改革大方向已定,未来让市场发挥决定性作用,金融改革更不例外。定向操作的长期使用,难免会直接造成商业银行资金成本的差异,甚至影响利润,这与打造市场化的行为主体、价格形成机制背道而驰。

当然,笔者理解央行苦衷,其担忧一旦采取总量政策,恐怕会加剧结构性失衡。长

期以来,小微企业一直面临融资难、融资贵的困境,这一现象在整体流动性偏紧时期体现得更为突出。但是,大量国有企业,甚至是僵尸企业往往能够凭借身份优势,不断地以相对廉价资金成本融资。考虑到大量中小企业运行情况不仅关系到稳增长,也担负着解决就业的重任,缓解融资难融资贵的局面似乎需要央行更多地发挥定向政策。

但是,在笔者看来,央行此举毕竟终归是权宜之计。货币政策缺乏透明性,难免增加市场困惑,降低货币政策有效性。在市场诸多疑问出现的背景下,笔者建议,货币政策还需尽早回归常规与透明,建议下半年降准考虑扩至所有金融机构,同时,适时降息也有利于引导市场利率下行,缓解过高债务负担给企业带来的压力。

从长远来看,结构性调整特别是缓解企业在融资成本方面的差异,并非依靠货币政策一己之力便可化解。从经济学理论而言,财政政策比货币政策更适合定向发力,例如加大对中小企业贴息、税收优惠等作用均为纾困中小企业的办法。同时,协调推进改革,特别是财税体制改革、国企改革、政府机制改革需要加快。唯有这样,才有助于理顺当前困境。

破解融资难应适度调整银行融资模式

□中国社科院金融所研究员 杨涛

近期,李克强总理多次强调要努力降低社会融资成本,央行和银监会也在试图落实相应措施。当前社会融资成本普遍较高,已经使得金融支持实体经济的“造血”功能,逐渐扭曲为“抽血”效应。这里当然涉及到资金供求失衡的问题,但其实质却是结构性的。即一方面我国的金融资源供给从整体上看并不缺乏,另一方面许多经济部门、领域或行业却出现严重的“融资难、资金贵”的现象,这就表明了金融资源的流动通道出现了阻滞和不畅。这种金融资源配置的结构失衡,可以通俗地理解为引导金融“灌溉”的水利设施”出现问题。

从金融角度看,虽然监管部门提出的措施很重要,但更需要关注金融结构的根本性问题。首先,金融资源流动渠道不畅导致了众多领域融资成本上升,其原因又是金融“生渠道”过度由银行所主导,缺乏众多的“分渠道”,一旦出现“主动脉硬化”甚至“血栓”,则必然引起经济肌体的病痛。对此,应跳出过去的直接金融和间接金融概念,因为在我国特殊的情况下,无论在股市还是债市,银行仍然是直接金融的重要主导者。归根结底要处理好银行融资与非银行融资的结构关系,应当适度降低银行主

导的融资模式,改变银行业整体上“失而不倒”的局面。

当然,银行主导型金融体系短期内难以彻底转变,由此还需认识到,对于整个银行业来说,无论是作为资金需求者,还是信贷产品的供给者,都在某种程度上拥有垄断竞争地位,这就使其对于存款者和贷款者都有突出的价格谈判优势,因此也难以有助于达成相对公平的资金价格。应该说,当前所谓降低社会融资成本,在某种意义上并非问题的关键,而更应该着眼于推动构建一个走向充分竞争的银行融资市场,完善资金定价权谈判机制,充分发挥市场在资金价格形成中的基础作用。

归根结底,产生矛盾的根源是价格“多轨制”,而推动利率市场化则是重中之重。当然,利率市场化改革的内涵远不止存贷款利率定价问题,市场化的不断创新、市场化的交易主体及行为、足够容纳各类资金交易的市场、市场化的货币当局政策选择,这些都是改革能否成功的重要前提。

另外,继续有序推动人民币国际化和资本项目开放,也是题中应有之义。虽然当前对于这一改革的进程与速度,学界还存在很大争议。但是从长远来看,正是由于跨境资金流动仍存在形式上的“堤坝”,因此仍能够维系境内的高资金价格,并且引发了热钱、跨境套

利等一系列问题。在打通正规金融和非正规金融的多余“堤坝”之后,进而通过构建“池子”有效“防洪”的前提下,适度打破境内外的资金“堤坝”,自然会促使境内过高的资金价格有所抑制。

虽然政府和监管部门在着力推动社会融资成本降低,但是就制度层面来看,应该坚持两方面基本原则。一是在促进融资成本降低、强调金融服务实体经济的过程中,要避免行政性的干预,实现金融发展与金融监管的分离。我国金融改革中面临的误区之一,就是把改革与风险控制都集中在监管部门,造成内部政策目标冲突。强调控制融资成本,是要创造良好的金融发展环境,引导金融机构的市场化合理运作,而不是牺牲市场金融原则来达到目标。

二是以市场化金融运行为主,政策性金融运行为辅,共同服务于既定目标。正是由于前述原因,在依靠商业金融原则难以有效支持实体经济的情况下,就需要运用政策性金融机构或工具,由政府适当分担金融服务成本。作为市场机制尚未完善的发展中经济体,我国亟需防止政策性金融改革走向极端。

为什么在较高的融资成本压力下,当前我国经济仍然能够前行呢?无非归结于结

几方面原因,比如确实存在技术创新导致

生产效率提高的领域、依靠“借新债还旧债”的勉强维持、大量自然资源迅速进入到交易市场中带来的增长“幻觉”。由此来看,降低社会融资成本的金融作为,只是解决当前矛盾的技术手段,更加治本的思路,则是弱化经济金融的“庞氏特征”,扭转过度依赖自然资源大规模市场化及货币化所支持的增长,真正努力增强经济创新能力,激发民间资本的活力,提高微观企业的投资回报率,才能使得金融与实体经济运行逐渐走向正常轨道。

进一步来看,在长期经济增长率逐渐下滑的大背景下,企业投资的边际回报率也在下降。而在原有投资拉动型经济模式的转型中,企业发展普遍进入粗放型、现代化、规范化、国际化的企业并不多。同时,政府资产负债表的膨胀,也对企业投资产生“挤出效应”。

因此,必须努力推动企业部门提供投资回报率,实现投融资良性循环。

从增长的角度来说,只有促使企业部门形成更加高效生产能力,顺应市场需求,才能促使金融与实体经济运行逐渐走向正常轨道。

进一步来看,在长期经济增长率逐渐下滑的大背景下,企业投资的边际回报率也在下降。而在原有投资拉动型经济模式的转型中,企业发展普遍进入粗放型、现代化、规范化、国际化的企业并不多。同时,政府资产负债表的膨胀,也对企业投资产生“挤出效应”。

因此,必须努力推动企业部门提供投资回报率,实现投融资良性循环。

从增长的角度来说,只有促使企业部门形成更加高效生产能力,顺应市场需求,才能促使金融与实体经济运行逐渐走向正常轨道。

笔者认为,从中长期来看,比降低融资成本更加重要的问题,一是应该建立合理的社会资金价格市场化形成机制,二是不断弱化政府和国有经济的“挤出效应”,为民间投资良性发展创造条件,并且有利于就业提高。

依靠制度与智力红利打造新常态动力

□新供给经济学特邀研究员 金海年

央视财经频道 黄熠闻

近期国家主席习近平指出,我国发展仍处于重要战略机遇期,要增强信心,从当前我国经济发展的阶段性特征出发,适应新常态,保持战略上的平常心态。旧的常态正在打破,新的常态正在形成,这个过程必将体现和遵循客观规律。真正科学的市场规律没有特色,中国特色只体现在发展阶段不同和影响经济增长的因素有所区别这两方面。笔者认为,当前和未来一段时期中国即将进入的新常态主要体现在九方面,而这段时期的新常态仅是较长的过渡阶段,尚存在后新常态。

一是高速到中速的新常态。根据三要素增长理论,中国正在进入高速增长到中速增长的减速期。随着中国人均收入水平与国际高收入水平差距的不断缩小,中国经济若要保持平稳的可持续增长,其增速必然要经历从超高速增长到中速再到中速的较长时间的逐步减速过程,这个减速过程将是未来一段时期中国经济的新常态,而最终将逐步过渡到经济增长的长期速度。

二是中国二元经济结构逐步融合转变的经济结构新常态。中国当前正处于刘易斯第一拐点向二元结构融合的过渡阶段,由于中国的户籍制度历史和当前庞大的人口压力,尤其是对大中城市的人口压力以及对自然资源的巨大压力,中国的二元结构消融和城镇化、工业化进程将需要一个较长的过程,这个过渡时期将是中国经济结构转变的新常态。

三是过渡到制度红利和智力红利的供给

动力新常态。研究表明,中国改革开放以来的动力来自中央改革、地方创新和个人创业这“新三驾马车”。改革能够带来制度红利,制度红利将通过解放生产力和释放供给活力,形成经济持续增长的根本动力。这个新的根本动力将通过企业这一供给主体在资源的利用、资本的运用和人力的组织这三个方面分别体现出来。

四是探索“新双轨制”的经济运行机制新常态。笔者认为,市场的三大核心功能是价格的信号与调节、企业的优胜劣汰和竞争的创新。为保障市场这三大功能的良好实现,政府应实现权利界定、竞争维护、安全秩序、外部性补充(包括公共服务)以及临时功能这五个方面的职能。因此,中国的经济运行机制将从原来的政府主导资源配置过渡到市场起决定性作用、政府补充与支撑的“新双轨制”阶段,政府行为也将从行政治理为主转变为契约与法治为主的方式,这个过渡阶段也需要较长的探索时期,成为中国经济的新常态。

五是多目标均衡的货币政策新常态。货币政策的新常态主要体现在市场化和国际化两大方面。人民币国际化推动资本项目进一步开放,汇率形成、储备管理、国际收支和国际结算都将进入新时代,人民币国际化与国际贸易、中国企业全球化、国际政治与国际文化交往有机结合,从自贸区、区域合作再到国际合作的参与乃至创新,共同构成中国与世界不断融合的新常态。

六是国企改革新常态。国企改革已经历了上世纪90年代和00年代两个阶段常态,现在该是进行国企产业领域定位、资产管理和企业监管直至资本管理的新时期,划分政府与市场的定位、国企与私企的定位,考虑国企与国际化等方面的问题,建立国有资本管理到国企现代企业制度的所有者、监督者、运营者等多层次的国企国资管理体系,都将是未来相当长一段

时期的新常态。

九是房地产去泡沫化的新常态。房地产为解决居民居住条件和工业商业发展,对我国城镇化建设发挥了巨大作用,在国民经济产业中起到了支柱作用。但产业投资也存在着过热的周期现象,房地产资产价格尤其是商品住宅价格已经较大偏离普通居民家庭的购买能力,虽然城镇化仍在高速发展的过程中,但资产泡沫已逐步显现,房地产行业及相关产业去泡沫化的进程将使得房地产价格有起有落成为新常态。

分析当前中国特色国情,面临的直接问题主要是较低的经济水平、落后的二元结构、计划经济的历史与思维方式影响、面对大面积人口多和后发劣势,这些问题主要体现在对供给侧的约束较多,没能释放供给的动力与活力。

笔者认为,解决的办法主要有三个层面:一是在文化习俗与价值观等软性制度层面,应从政府开始到企业与个人建立契约精神和法治文化,从思想和习惯上建立市场经济的文化新常态。

二是在强制制度层面,完善对企业和个人的权力界定与保障,对企业、个人和社会采用负面清单,留出创新的空间,对政府采用正面清单,进行权力约束,建立市场经济的法治新常态。

三是扩大与深化开放战略,在文化上增加与世界各国的相互了解与认可,做到和而不同,在经济上实现合作创新突破,将价值观规则化,将利益柔性化,不但充分参与全球化,而且为全球做出更多主动性的贡献。

中国未来发展的根本动力来自创新,应深化改革创造制度红利,通过制度红利将人口红利转化为智力红利,打造真正的中国优势。