

# 打通渠道 解决资金“旱涝不均”

编者按:中小民企经营艰难的报道不时见诸报端。很多中小企资金来源紧张,不得不寻求民间借贷,导致影子资金市场利率急速飙升。与此同时,国企、央企和垄断性企业的资金供给仍然十分充分,活得很滋润。不同类型企业在资金市场上出现了严重的旱涝不均现象,原因何在?如何求得解决之道?

我们为此推出系列评论——求解信贷市场“旱涝不均”,我们期待您参与讨论。

陈东海

对目前的货币政策,出现了两种不同看法。一种观点认为,随着中国和欧洲地区的PMI开始连续走低,全球经济复苏再次面临探底的风险,中国需要在2011年下半年放松货币政策。而另一种意见认为,随着中国CPI的连续破“5”,下半年的货币紧缩不能放松。

两种意见观点相反,但是各有依据。除了从经济增速和CPI的角度可以得出政策应该放松和紧缩两种截然相反的结论,光是从货币环境本身,也可以得出放松和紧缩两种截然对立的政策建议。

建议放松的人认为,近期一直在紧缩货币,年内5次提高了准备金率,存款准备金率已经调整为21%。同时,年内已经两次加息,五年以上贷款利率达到6.80%。更为市场化的民间利率在温州等地方已经居于高危害水平,最高利率已经超过年利率100%的水平。利率高、融资难使部分中小型企业特别是民企陷于困境甚至倒闭。

所以,再紧缩货币,无疑会加重民间企业的困境,甚至成为引发新一轮民企倒闭的风潮。因此,在最有活力的经济领域,信贷环境非常“干旱”,货币政策需要放松。

另一观点认为,中国整体的货币环境,尤其是国企和政府投资领域仍然宽松。2011年一季度人民币贷款增加2.24万亿,4月人民币贷款增加7396亿元,前4月新增人民币贷款接近3万亿,全年新增贷款仍可能超过7万亿元。一季度市场直接融资金额达5222亿元。新增的这些贷款和融资,则主要进入了大企业、国有企业。截止到4月末,中国广义货币(M2)余额同比增长15.3%。所以说,目前中国的货币环境依然是宽松的,所以对于垄断企业、大企业、国有企业,不存在什么融资难的问题。不少大企业,拥有数十亿、数百亿信贷额度的各大银行的授信支持,就是这种情况的突出写照。

上述两种截然相反的情况反映出,目前信贷环境存在“旱涝同在”的二元现象。因此,单从一方面从而得

出信贷环境偏松或者是偏紧结论,可能都是片面的。要解决信贷环境偏松和偏紧的问题,不能单看某类企业的情况,而是要解决造成二元信贷这种局面的根源,打通造成两类信贷环境隔离的渠道。

商业银行偏好垄断企业、大企业和国有企业,原因在于向这类企业贷款风险小,而向中小企业尤其是民企贷款,却因质押资产缺乏而风险较高。要解决矛盾需要的是体制改革,显然不是信贷手段可以解决的。但是商业银行显然可以通过更市场化的手段来在一定程度上化解矛盾。

目前商业银行给予企业贷款,往往是在基准贷款利率的基础上下浮动,由于资金宽松不同,在浮动的限度内,市场化的利率便可以初步形成。如果取消浮动限度,银行就会全面参与市场上各类信贷,统一的市场化利率体系便可能逐渐形成。但是,由于目前全面的统一的利率市场化体系尚未有形成,所以在中国形成了两个相隔离的初步的市场化利率体系,一个是垄断企业和大企业、国有企业享受的较低利率水平的体系。这个体系的市场化程度浅一些。而另一个市场化利率体系就是民间信贷和中小企业面临的信贷体系。这个信贷体系的市场化程度深一些,但是商业银行参与程度也小一些,联系的渠道则是地下的影子银行。

在商业银行和民间信贷两个体系不能很快合二为一的情况下,那么不妨打通渠道,让商业银行资金可以大规模地、名正言顺地流入民间信贷渠道。有关部门可以给予各商业银行一个特别的指导,可以给予其进入中小民间企业和民间信贷体系一个便利,比如可以规定商业银行可以将其一半左右的信贷额度投向这一体系。有关部门可以在监管和考核上,制订相应的措施,以促成这一变化。如果有政策的允许和相当高的、更为市场化的利率溢价,那么商业银行向中小企业和民企的放贷就不会成为问题,那么就可以消解目前的中小企业和民企融资的“干旱”状态。

近日有关部门出台的《关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》在这方面开了一个头。比如允许商业银行发行专项用于小企业贷款的金融债、允许其将单户500万元(含)以下的小企业贷款视同零售贷款处理、对小企业不良贷款比率实行差异化考核,适当提高小企业不良贷款比率容忍度等,这相当于开了个为中小企业单独开放信贷额度以及单独监管考核的头。未来不妨再做得深入一些,把额度开放做得更大一些。如此,目前这种中小企业贷款难和二元信贷环境问题就有望解决。至于目前到底是放松货币还是紧缩货币问题,也就自然解决了。

不过,打通二元信贷环境仍属权宜之计,真正的解决办法是建立全国统一的、真正市场化的利率和信贷的市场体系。(作者单位:东航国际金融公司)

## 求解信贷市场“旱涝不均”



午餐拍卖创新高,股神魅力真奇妙。卖家希望做慈善,买家图谋逞风骚。投资会赚小境界,为富能仁大英豪。师从巴老多用心,天价陪吃非绝招。

ICLONG/画  
孙勇/诗

## 政策拿捏存风险 克服难题靠创新

魏凤春 胡艳妮

当前的经济政策牵涉到各方利益的博弈,利益的纠结又会增大公共风险的不确定性。在我们看来,公共风险主要来源于政策实施不当。短期来看,这种不确定性主要有两类:一是通胀居高不下,二是货币政策超调的风险在加大。

### 通胀预期居高不下

通货膨胀已经成为慢性病了,这是我们长期坚持的观点。目前中国的通胀压力可用“屋漏偏逢连夜雨”来形容:

输入型的通胀因素还未消除,大宗商品价格等的上涨随着世界经济的再次低迷又一次推高中国的成本,此为其一。其二,国内气候异常带来的长江中下游地区的旱涝灾害,使得本已平缓的通胀忧虑再次被快速提起。其三,加上制度性的涨价因素,如资源税改革、最低工资标准提升、市场化改革中的价格放开、以及粮食最低收购价格的提高等等,都使得通胀压力成为侵蚀国民存量财富、扰乱资源优化配置的罪魁祸首。第四,政府在权贵集团的胁迫下,要素价格,比如电力、成品油在不恰当的时节提价,直接将通胀推向一个新的台阶。

我们预计6月份接近6%已经没有悬念。这不仅对央行、发改委等职能部门是巨大的挑战,也使得决策层在调控时左右为难。

### 政策超调的风险

宏观风险不仅表现为通胀的长期居高不下,更表现为一种因为超调而造成的增长下行的担心。

我们曾提到:在经济增长略有下滑、通胀预期居高不下背景下,我们不难想象决策者仍将维持从紧的调控政策。这不仅仅是对过去政策一个纠偏,也是对传统经济增长方式的一个宣判,当然也有中国意图激励约束机制下部分政策执行者意图撇清责任、置身事外的因素。

从金融统计数据来看,央行对于流动性的控制已经达到其效果,但通胀还是没有预期下行。在这个背景下,市场还是强烈预期央行还会加息,这分明是将政府当成了执着的政策执行者。我们认为,央行的这一行为可能会对增长产生难以估量的后果,增长因过度紧缩而受损。

因此,上半年之前我们将很难看到紧缩政策放松的迹象,这预示着中国经济仍将在紧资金供给和高资金成本的现实下运行,压力可想而知。

### 以创新克服经济难点

在接下来的数月里,宏观经济总体不会太好、也不太差——既不会被被动型的库存减少阶段一般激情四溢,也不会像被动型的库存增加阶段一般愁云惨淡。

对于接下来的实体经济运行,可以想象的是,当转折逐渐被证实,无论是企业还是政府,都需要在这个季节做出艰难的、但也是至

关重要的决断。无疑,对于企业而言,需要解决新需求、成本和资金的问题;对于政府而言,需要解决宏观超调、保障房、节能减排等问题。这些决断,都将对下一步的库存周期演进,构成别样的变数,因此值得我们给予特别的关注。

在高成本压力的背景下,企业终究要解决这问题。随着劳动力、资本、原材料等成本的不断上升,企业若不能积极创新,必将被逐步淘汰出局。因此从中长期来看,能够化解成本压力在市场竞争中脱颖而出的企业才是投资者的首选:1)通过技术创新,提高效率,消化成本;2)通过组织创新,打通产业链,降低交易成本,从而固化成本;3)通过商业模式创新,开发出更合适的盈利模式,从而转嫁成本。

我们特别强调制度红利对资本市场的重要作用,主要原因是在变革的中国,政策的任一变化都会对市场产生至关重要的影响。我们前期提到的政府创新已经开始逐步被证实。预料中的制度创新主要有地方资源整合和央企组织整合。

地方资源整合。目前政府的主要热情,却是倾注在地方如火如荼的换届选举中。随着新政治周期的来临,一切筹备都在按部就班地进行。我们不难看出,作为中国经济增长的主要力量,地方政府目前的首要任务是“维稳、促和谐、保上位”。因此在这个切换的当口,我们将很难预期到超预期增长出现,而与此同时,基于换届选举而溢出的制度红利如“地方资源整合”等,也就此埋下伏笔。

地方资源整合已经在很多地区实现了,比如内蒙古将35家稀土公司整合为一家,广西将煤炭整合,南方的稀土整合等欠发达地区的资源整合。再比如发达地区,如北京的国有产权整合。再比如,地方政府与大型企业联合搞垄断而进行的组织模式的更新。

央企组织整合开始。政府的创新不仅包括地方政府的资源整合,央企也已开始新一轮的调整。从近期中石油、中移、中钢集团、中信银行等央企一系列的人事调整来看,中央对央企战略的调整已经开始。我们预计,这一进程将会如下进行:第一步,央企高层人事调整。第二步,组织结构调整,包括对中层人员的调整,对内部部门的调整,对内部激励与约束机制的调整。第三步,市场结构调整。

我们估计,中央政府会在保证对央企重要控制力的前提下,重新梳理央企的产业链,以提高央企的效率基本宗旨。一些与主业相对无关,组织成本远远大于市场成本的资产将会被出售给民间资本,政府已经很清楚中周期的复苏加快是非进行利益调整不可。基于2000年前国有资产因处理中因拖延而损失重大的教训,不要等到冰棍化了就开始叫卖或许是最理性的选择。如果上述判断成立,那么中国未来几年最大的制度红利已经开始出现。(作者单位:中信建投证券)

元来如此 | Xiao Guoyuan's Column |

## 二手房按评估价征税 有点不靠谱



肖国元

在深圳风传多时的二手房按评估价征税的传闻终于尘埃落定。据报道,官方发布了从7月11日起深圳市将按评估价对二手房征收交易税的消息。毋庸讳言,就深圳而言,这是一项创新,或许还开创了全国的先河。

不过,如何评估该项政策的影响与后果,是一个值得斟酌的话题,绝对不像税务部门臆想的那么简单、那么堂皇、那么有效。

正如媒体报道的那样,深圳市之所以采用按评估价征税,目的是为了规范二手房交易环节的税收征管,杜绝阴阳合同,避免税收流失。

熟悉房地产交易的人都清楚,阴阳合同早就存在了。之所以有阴阳合同,最主要的原因是规避税收;另一方面,就是政府部门对房地产交易过程的监督以及对合同的管理不到位。如果合同以及征税的监管的流程科学合理,相应的管理工作细致扎实,根本就不会出现阴阳合同。而现在,为了杜绝阴阳合同,深圳市别出心裁,另起炉灶弄出个按评估价征税的办法,以为可以就此改天换地。

众所周知,不论什么行为都是有代价的。二手房征税也不例外。对于过去的征收模式,我们需要弥补的是征管、改进合同设计以及完善房地产交易环节与银行等方面的信息交流。这样的修补、完善所费不多。但是,按新的评估价征税的做法,不仅同样存在繁杂琐碎的管理问题,还要额外建立一个评估体系,其所费不亚于重建一个征税系统。这就是说,为了让按评估价的征税系统能够运作顺利,以达到期望的目标,差不多要投入较原来多一倍的代价。这是典型的事倍功半。

其二,房地产交易不是要买要卖,成交价事关买卖双方的切身利益,没

有人会将此视为儿戏。因此,记录真实的成交价格并按照这个价格完成法定的缴税是交易者应尽的义务。只有在可以轻而易举逃税且不承担法律责任的条件下,交易者才会隐瞒真实的成交价格,拿一个随意的成交价糊弄税务局。因此,按不实价格报税,症结不是成交价格有问题,而是报税环节有瑕疵。退一步而言,评估价有多大的约束力也是颇成问题的。即使评估机构想出千方百计,参考了N个数据,这样确定的价格也不是真实的成交价,仅仅有参考作用,而不能作为征税依据。如果成交价低于评估价而按评估价征税,不仅法理上说不通,而且有破坏公平交易、损害公民财产权、滥用公权之嫌。我们知道,交易价格的形成非常复杂。最简单的分析模型告诉我们,成交价不同于评估价的占绝大多数,甚至可以高达99.99%。如此一来,劳民伤财弄出来的评估价究竟在多大程度上反映市场真实的交易,能有多大作用,这是一清二白的问题。

第三,决策者预期的政策效果也不可能达到。我们知道,税费是价格的组成部分,房地产交易的价格代表了买方最终要付出的代价。实际生活中,在交易有利于卖家的情况下,卖家往往以“实收”的形式敲定交易价格,而买家也无可奈何。这种情景之所以出现,完全是拜市场力量向卖方倾斜的局势所赐,与征税模式无关。因此,所谓的按评估价征税将“进一步遏制投机、投资购房”、是“为了给存量房双方创造一个公平的税收环境”云云,不过是堂皇的说辞而已。

总之,对于这样的新政,可以预期的是:1、在房地产供求格局没有实质性改变之前,只会抬高房价,加重购房者的负担;2、二手房交易会大幅萎缩,房地产中介会遭遇冲击,加速房屋中介的洗牌,以致一些中介关门倒闭;3、房地产税收会有所增加,但征收成本也会成倍增加,甚至可能导致产出比下降,出现“偷鸡不成蚀把米”的窘境。

说句实在话,现在的政策制定者不仅缺乏正确的理论与实践经验,对经济生活的拿捏也是很失水准。相反,他们的权力欲、管控欲越来越强,总是不失时机地扩大自己掌控的地盘,以致中看不中用的政策越来越多。

## 楼市解药怎可让少数人独享

然玉

媒体日前报道出清华大学大规模给教师分房的消息。据称,校长顾秉林此前就曾宣布,清华将在百年校庆后给教师大规模分房,教师将以市场价1/3-1/2购买这些住房。其中,首批1000套已建成将分给教师,另外还有近5000套的建房计划。

一位经济专家告诉记者,清华此举和此前曝光的中石油“团购经适房”一样,没有什么差别。此外,著名经济学家茅于軾也评价说:“我们用一个低于市场的价格去建房买房,那么这个差额从哪来呢?有人捡了便宜,但这个便宜是谁的损失呢?很显然,这部分差额由普通购房者埋单。”当多数人忍受着高房价的炙烤,清华大规模分房当然很是刺眼。畸形

楼市引发的普遍不满,加之福利房历来暧昧的存在,使得民众心底的相对剥夺感被一再加剧。在此不患寡而患不均的文化语境下,较之房价所造成的、大范围的事实贫困,不平等的、因人而异的住房政策更加让人不可接受。

一旦特殊群体的住房福利,是以牺牲一般购房者利益为代价,所谓高房价注定将加剧社会的分化与断裂。虽然专家认为,清华分房之性质和中石油“团购经适房”一样,但是,公众依旧可以发现两者的些许差别。一来,垄断企业的既得利益者与大学教授不可同日而语。基于对人才的尊重,“高知低薪”的讲师、教师们,当然有理由享受多于常人的福利;再者,清华分房乃是“集资合作建房”,而非如中石油一样歪曲保障房政策与民争利。面对质疑,顾秉林

校长的回应可谓精到,“没有比政策所允许多一步或少一步”。

现实来看,一味炮轰清华毫无意义。既然政策设计,为某些群体预留了后门,公众又怎能奢望其不充分利用呢?针对“分房门”,民众和专家看似有太多理由加以批判。但一个尴尬的现实是,清华的种种运作确乎合法合规……人们对福利分房的愤怒与指责,多半是从道义立场出发、以空泛的公平诉求为据。只是在赤裸裸的利益面前、先天差异化的规则面前,声势浩大的民意呼声和道德指摘,也难以变得底气不足、奄奄一息。

总不能盼着清华人因为道德自觉,而放弃唾手可得、政策允许的住房福利吧!事实上,是不平等的规则设定,而非利用规则的清华管理者,

造成了不同人群差之万里的命运。当绝大多数城市人,只能通过商品房实现安居梦之时,高校却可以坐享“自建房”、“福利分房”的优待。所谓“土地划拨”和“集资合作建房”,在造就少数幸运儿的同时,也以其超高门槛剥夺了更多人利益均沾的机会。

一方面,房价虚火久烧不退,几番调控仍是收效甚微。且既有规则将大多数民众,死死捆绑于失序的市场之内;另一方面,通过特设的“后门”,极少数人得以逃离房市盘剥、早早潇洒上岸。高房价的苦酒,正选择性让公众吞饮。而“解酒的灵药”,却一贯被某些宠儿独享、专用。若“土地划拨”、“集资建房”一类的政策,仍旧仅仅惠及某些小群体,那么,异常强势的楼市,不仅是无度吸金的怪兽,更是逼迫社会阶层分化的鸿沟。