

金融工作会议或更强调风险防范

无论是关于利率、汇率市场化的愿望，还是股市中关于发行制度的改革，特别是新金融创新工具、新市场体系（如国际板）的推出，其推进速度都有可能不如预期的那么快。在现有体制下，如何确保既有的市场、既有的政策体系能够具备更强的风险防范能力，防范金融危机对中国的传导、输入、影响，可能才是决策层关注的焦点。

王莹

据媒体报道，第四次全国金融工作会议或将于2012年1月6日~7日召开。作为中国金融界最高规格的会议，全国金融工作会议自1997年开始隔5年举行一次，每次都推动国内金融领域重要改革。

近期，市场上关于第四次金融工作会议的内容很多，也有颇多解读，例如类似“十五项重大金融课题”、“二十个部委确定的十大议题”、“市场化”与“风险管理”两大会议主体并重、更有解读认为将重启信贷资产证券化、成立金融国资委、甚至有分析人士提出“等待全国金融会议给出新的胡萝卜，让投资者能绝处逢生”等等。无不把五年一次的金融工作会议提升到至关重要的高度。

不可否认，金融工作会议每五年召

开一次，会议主要是为未来五年金融发展定调。比如2007年会议，主要讨论农行股改，成立中投公司等；2002年的会议主题是推动银行改制上市，随后成立了银监会，工行、建行、中行等先后获得外汇储备注资以补充资本金；再往前，1997年召开的背景和谈论的话题是东南亚金融危机。回顾历史上三次金融工作会议可以发现，每一次金融系统的重大改革都源自于对外部冲击的应对，同金融体系改革的内生性驱动也是一个重要因素。

2012年会议正处于全球金融、经济危机爆发频率加快的时期，由此判断，金融工作会议应该更加务实——有关风险防范的问题或将更加突出。毕竟，在“稳中求进”的政策总基调要求之下，金融首先要稳，其次才是追求市场化的进步。

从表面上看，全球金融危机正在步

入“尾声”，但是，由于欧洲债务危机仍然处于蔓延和爆发的“危险区”，会不会给全球经济造成新的冲击和影响，造成全球经济下行风险，实在难以预料。当务之急，可能并不是市场化更快推进，而是如何更好地建立系统性金融风险的风防范机制。为此，哪怕是多运用一些行政手段、甚至后退几步，也不是不可能，毕竟目前最重要的还是防范金融风险、运用智慧和谋略消化危机、战胜危机，解决危机留下的各种问题。

事实上，2011年底已经有了明确的倾向性信号。王岐山副总理在此前的有关专门会议上，突出强调了金融系统的“防风险”问题、甚至直白地要求“谁的孩子谁抱走”。随即，国务院针对泛滥成灾的各种交易所，出台了“关停并转”的政策文件，要求证监会牵头各部委组成专门班子，弹压不守规矩的各地地方，并限期改正。在2011年的最后几天，中国人民银行、公安部、工商总局、银监会和证监会等五部委还联合发布了《关于加强黄金交易所或从事黄金交易平台管理的通知》，明确了除上海黄金交易所和上海期货交易所以外，任何地方、机构或个人均不得设立黄金交易所(交易中心)，也不得在其他交易场所(交易中心)内设立黄金交易平台。正在筹建的，应一律终止相关设立活动；已经开业的，要立即停止开办新的业务。

这些政策透露出的，正是“稳”字当头，先规避风险、再寻找机会。至于“进”的部分，必须在确保安全、风险无虞的基础上，才能考虑。鉴于此，可以认为，无论是关于利率、汇率市场化的愿望、还是股市中关于发行制度的改革，特别是新的金融创新工具、新的市场体系（如国际板）的推出，其推进幅度都有可能不如当前市场预期的那么快。而在现有体制下，如何确保既有的市场、既有的政策体系能够具备更强的风险约束和风险防范能力，防范金融危机对中国的传导、输入、影响，可能才是决策层关注的焦点。

因此，投资者应当降低“政策创新”因素带来的刺激，而更多侧重于有关政策对“防风险”所可能带来的政策利好。具体到证券市场，那些自身风险控制能力更强（如在银行业和券商当中，已经达到或超过管理层相关风险防范政策要求，特别是资本金雄厚、内控机制领先的优质上市公司），或者能够通过防控而对外输出管理资源、乘势扩张的企业，应该得到更多的关注。

(作者单位：第一财经研究院)

焦点评论

■ 舆情时评 | First Response |

高速公路：症结不在高毛利

范彪

日前，一条《高速公路上市公司毛利率远超房地产》的数据新闻在网上引发热议，其内容主要是谈到几家主要的高速公路上市公司毛利高，重庆路桥毛利近9成，新闻的背后，舆论矛头直指高速公路收费高，国内收费公路多等问题。据中国上市公司舆情中心的监测，相似观点此前也曾曾在网络上引起讨论。

毛利率的确是衡量企业产品盈利能力的一项重要指标，但单纯以高毛利判断高速公路公司是暴利企业，难免有失客观和不够全面。

不可否认，高速公路行业整体毛利率较高，重庆路桥、福建高速、龙江交通和皖通高速的毛利率均在70%以上。但实际上，高速公路行业投资周期较长，从净资产收益率上看并不可观，行业最高的现代投资为18.8%；行业最低的龙江交通仅为3.8%，离所谓“暴利”相距甚远。简单的说，如果投资100元做一项投资，每年收回1元，这1元的毛利再高，也不能因此就认定这个行业是暴利行业。目前，国内高速公路上市公司的PB值多在1倍左右，这也反映这个行业的毛利虽高，实际上最终盈利能力很差。

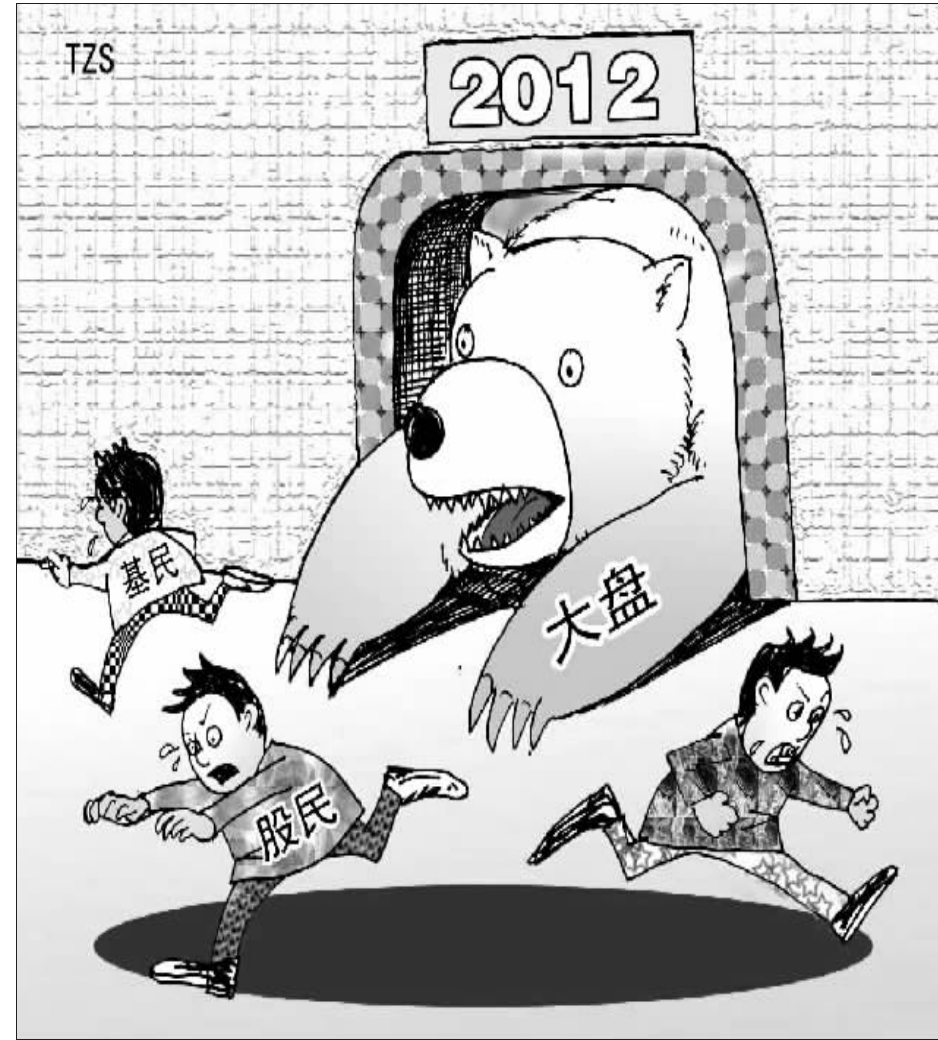
有关统计显示，2010年，来自高速

公路全行业的货车收入为1980亿元，占全社会物流费用5.2%，占运输费用比也仅为9.6%，对物流费用高企影响并不突出。

网上很多观点批评，国内高速公路收费站太多、太贵。这是历史上形成的“贷款修路、收费还贷”模式所遗留下来的问题。“贷款修路、收费还贷”模式是从1980年代末国家建设资金紧张时开始的。从1997-2010年，高速公路里程的复合增长率为23.43%，高于同期GDP的13.31%的复合增长率以及汽车保有量15.34%的复合增长率。

简单地说，我国铁路建设仍然不够发达，高速公路承担的任务重，维护成本高，建设速度快，资金压力必然很大。高速公路每公里收费到底应该是多少，的确应该得到更多的监督。但只要不改变高速公路的定位，不将其定位于由财政出资建设免费使用公益性的公共产品，而继续定位于经营性的私人产品，那么社会公众对低价高速公路的诉求与资本盈利属性之间就会存在不可调和的矛盾。如果继续定位于盈利性，那么就应该允许路桥类公司股东获得社会平均水平的资本回报率，否则就无法吸引社会资本进入该行业。如果定位于公益性，那么就应该由财政投资，供社会免费使用。

(作者系中国上市公司舆情中心观察员)



唐志顺/漫画 孙勇/诗

沪指开年被熊咬，股民心头添烦恼。世界形势很复杂，中国经济不糟糕。上市务必严监管，融资理应勤回报。股市毒瘤要切除，改革就是手术刀。

促消费财政政策应该常态化

陈东海

根据报道，商务部门的数据显示，全国家电“以旧换新”共销售五大类新家电9248万台，拉动直接消费3420多亿元，有效引导了城镇居民消费能力的释放。

其实，在去年底最后一两个星期内，家电的销售突然火爆，原因在于年底前家电的以旧换新并减免10%销售价款的优惠活动将终结。

可以预期的是，这项重大的促消费政策结束后，家电行业将会陷入一段比较长的需求疲软期。由于从2009年这项政策开始实施到现在，那些因为价款减免而释放的消费，基本上在3年的时间里逐渐释放了。而家电企业也在半年前就更早的感受到了政策即将到期而带来的寒意。就拿家用空调业来说，2011年上半年实现40%以上的行业增长率，但是7月开始出现出口下滑，10月内销出口首次出现同步负增长，到11月内销下降了23%，出口则下降了40%。

应当说，从2009年到2011年上半年，中国的家电业出现了两年半的大牛

市，证明了以旧换新的优惠措施，对促进销售的效果是非常明显的。面对这项措施结束以后的消费必然面临的回落局面，有关部门的新闻发言人近日表示，该部门正在考虑出台一些新的消费促进政策，这些新政策有望在最近举行的全国商务工作会议上公布。

如果能够出台新的促进消费的措施当然会受到消费者的欢迎，但是能否有效的促进消费和就业则不一定有效，关键看是什么样的优惠措施。就拿过去的“家电下乡”来说，如果没有价款的减免措施，效果就算不上理想。所以，促进消费，关键还是在于能够让消费者买得起。之所以家电以旧换新的效果不错，根本的原因还是由于价款上做了10%的减免，等于是财政上做了转移支付，或者是相当于消费税上做了重大的减免。

如今制约中国消费的最大问题，不是商品不足和不对路，而是普通消费者消费能力不足，也就是买不起。而人们消费能力不足的重大原因，除了收入不高以外，就是税费太重。因此减免税收实际上是启动消费的最根本、最有效的手段。家电以

旧换新等于减免了相当一部分消费的税费，立即让家电市场保持了长达两年半的牛市，并增加了以旧换新业务的数十万人口就业。

类似的例子还有不少。从2009年起，中国的乘用车也实行了税费减免的政策，极大的促进了汽车消费的井喷。该政策规定，对2009年1月20日至12月31日购置1.6升及以下排量乘用车，暂按5%的税率征收车辆购置税，比原来的10%减少了一半；从2010年1月1日至12月31日购置1.6升及以下排量乘用车，暂按7.5%的税率征收车辆购置税。2009年我国汽车产销分别完成1379.10万辆和1364.48万辆，同比分别增长48%和46%。2010年汽车产销1826.47万辆和1806.19万辆，同比增长32.44%和32.37%。而汽车购置税的优惠在2011年5月取消后，中国的汽车销售立刻受到影响而放缓。根据中汽协数据，2011年1-11月汽车产销1672.83万辆和1681.56万辆，同比仅仅增长2.00%和2.56%。

所以说，减免税费可以直接促进中

国的内需。目前虽然减免税费的必要性已经是众所周知，但是中国的税费实际上一直是加重的。尽管2011年中国的个人所得税的免征额做了一点提高，一些居民的负担稍有减轻，但是近年来中国的总体财政收支一直在超高速增长，远远地超过GDP和居民收入的增长，这就表明在社会的总财富中，税收所占的比例在持续扩大，而普通居民所占的比例在持续萎缩。所以总体来看，人们消费的能力必然严重受制于繁重的税收，内需的启动成为了无源之水。

那么，在总体减税短期内不可能实现的情况下，如果启动内需，就需要更多像家电以旧换新10%减免价款和汽车购置税减免这样的措施。但是，这些措施都是有时效的，政策一结束，政策涉及到的家电和汽车的销售立即进入冬季。所以，我们一方面需要出台更多、范围更广的消费促进政策，另一方面，也需要那些包含税费和价款减免的政策能够长期化、常态化，这样才能持续稳定地促进消费，进而启动内需。

(作者单位：东航国际金融公司)

2012年 货币政策如何转向

王亚玲

众所周知，货币政策要兼顾四个目标，即经济增长、进出口平衡、物价稳定和促进就业。根据帕累托法则，应以经济不同运行时期的最主要矛盾作为制定和调整货币政策的依据。2011年，面对持续高企的通胀，政府持续紧缩货币，通胀最终得到控制。但是，持续紧缩造成经济下行趋势显现，加之国际经济、金融环境的恶化，使得我们面对的主要矛盾发生了根本性转变，因而，2012年的货币政策面临转向。

货币政策的转向是有前奏的，2011年11月30日，中国人民银行宣布下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。在12月14-15日举行的中央经济工作会议上，货币政策转向得以正式明确，本次会议将2012年的调控基调定为“稳增长、调结构、防通胀”，贯穿2011年的“防通胀”退居第三位，“稳增长”成为2012年的政策首要目标。值得关注的是，会议一如既往地运用了“稳健的货币政策”表述，但我们认为，此“稳健”非彼“稳健”。

本次货币政策转向是在权衡国内外经济发展形势、通胀走势、各国政策调整后的综合考量。

2011年，发达经济体饱受主权债务缠身，美国史无前例地丧失了标普AAA主权信用评级，欧洲国家大面积遭遇三大机构评级机构下调主权信用评级，本轮风暴波及全球金融市场，引发了曼氏金融等金融巨头的破产或重组。为了扭转当前的不利局面，提振市场信心，发达国家纷纷开展去杠杆化活动。然而，紧缩支出政策又进一步削弱了社会总需求，经济活力更趋下降，并引发政治动荡。近期，欧元区央行推出多项措施鼓励银行放贷，但受制于银行业资本缺口的持续扩大，整个银行体系信贷扩张能力明显降低。因此，从国际环境看，中国正在面临外部总需求下降，扩内需的压力再次增大。

从国内来看，由于货币政策持续收紧，2011年11月M2同比增长速度已下降到12.7%，M1同比增长速度下降到7.8%，均创下十年来最低点。由于M1主要组成部分是企业的活期存款，并与工业增加值增长趋势存在一定相关性，M1增长持续走低反映企业的盈利能力和资金紧张局面状况持续，这与11月PMI指数大幅下降至枯荣分界线之下互为因果。加之财政对于铁路等基建投入的减少，部分国家重点项目受制于资本金、贷款的制约，被迫停工或延期。财政、货币的双紧，导致经济活力减弱，经济增速逐季降低。

在国内外经济走势下行风险加大，通胀已不是当前经济生活的最主要矛盾的背景下，货币政策转向成为必然。展望2012年，稳健的货币政策实质为定向宽松的货币政策。一方面迫于巨大的保增长压力，另一方面则为货币条件改善的紧迫性。

从经济形势看，2012年经济下行风险增加，由于国内外总需求的回落，我国迫切需要寻找新的增长引擎。在扩内需的政策调控中，受制于社会保障体系、收入结

构等，国内消费对经济驱动力迟迟未能启动。作为经济增长第一驱动力的投资在2012年不容乐观，投资主要为三部分：基建投资、房地产投资和企业投资。基建投资主要由政府主导，但受制于本金、政府融资平台债务等影响，部分项目停工或缓开工；房地产投资受制于限购等政策调控影响，房地产市场逐步趋于理性，投资规模不会出现较大增长，甚至存在负增长的可能性；企业投资受制于国内外需求的下降，投资信心将会回落。因此，2012年的经济增长不容乐观，保增长是当前政府的首要目标，货币政策需要适度放松。

从货币条件看，我国货币投放主要为央行自主性的基础货币投放和因外汇储备增加引起的被动基础货币投放，其中，外汇储备增加是主要渠道。由于中国长期以来在贸易持续顺差和外商直接投资增长，外汇占款增加为市场带来了充裕的流动性，但同时货币工具也丧失了部分自主性，2007年、2011年的紧缩政策部分失败就是实证。然而，近期中国外汇占款连续两个月下降，截至11月末，我国外汇占款总额降至254590亿元，相比10月下降了279亿元，这是在10月份减少893亿元基础上的再次下滑。我们认为，这是国内进出口逐渐趋于平衡、海外资金撤出新兴市场避险、部分资金回流欧美救市等因素的综合影响。

被动投放基础货币的压力得到一定缓解，给中国增强货币政策自主性打开了空间。从国际形势看，我国资金仍有继续流出趋势，会造成基础货币继续减少，导致市场流动性紧张、银行存贷款增长乏力，融资难、利率高企等现象加剧，但有利的是，通胀压力将会减小。因此，货币政策在2012年持续小幅放松的货币条件已经具备。

2012年，调控将优选数量型工具。由于外汇占款流入减少，存款受表外化和国际化等长效因素影响，使得信贷增速与货币增速的剪刀差不断扩大，并带来债券利率高企，存贷比承压的矛盾。预计将优选数量工具，准备金率有多次下调的可能，差别准备金的使用更为频繁。利率方面的压力再次增大。

从国内来看，由于货币政策持续收紧，2011年11月M2同比增长速度已下降到12.7%，M1同比增长速度下降到7.8%，均创下十年来最低点。由于M1主要组成部分是企业的活期存款，并与工业增加值增长趋势存在一定相关性，M1增长持续走低反映企业的盈利能力和资金紧张局面状况持续，这与11月PMI指数大幅下降至枯荣分界线之下互为因果。加之财政对于铁路等基建投入的减少，部分国家重点项目受制于资本金、贷款的制约，被迫停工或延期。财政、货币的双紧，导致经济活力减弱，经济增速逐季降低。

在国内外经济走势下行风险加大，通胀已不是当前经济生活的最主要矛盾的背景下，货币政策转向成为必然。展望2012年，稳健的货币政策实质为定向宽松的货币政策。一方面迫于巨大的保增长压力，另一方面则为货币条件改善的紧迫性。

从经济形势看，2012年经济下行风险增加，由于国内外总需求的回落，我国迫切需要寻找新的增长引擎。在扩内需的政策调控中，受制于社会保障体系、收入结

联系我们

本版文章如无特别申明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给0755-83501640；发电邮至ppl118@126.com。