

地方稳增长不能穿新鞋走老路

本报评论员

继本月初长沙市公布8000亿元投资计划后,日前重庆和天津又几乎同时提出了1.5万亿元投资计划,贵州和山西两省也都有雄心勃勃的计划。这些计划虽然时间跨度不一,具体内容也存在一定差异,且其高调发布存在较强的广告宣传动机,最终能真正落实很可能只是一小部分,但在“稳增长”大背景下,地方政府竞相抛出庞大投资计划本身就透露出一些值得高度重视的信号,其背后体现的固有经济发展思路,足以引起我们的高度警惕。

在经济增速持续回落的形势下,中央确定了“稳增长”的政策基调。在稳增长中,地方政府显然不应该毫无作为,适度有所作为应该是题中应有之义,但这种作为不是乱作为,而应该遵循一定的原则,保持着对市场的尊重,

在政策思路上要有所突破,以往那种惯性思维该有所扬弃,这不仅是体制创新的内在要求,也是当前和未来一段时间经济中复杂的矛盾所决定的。

首先,从已经公布的地方投资计划来看,依靠项目投资拉动国内生产总值(GDP)仍然是地方经济增长的主要思路,而这思路最直接的风险就是加剧产能过剩。

虽然这些计划没有披露基础设施投资和制造业投资各自比重,但从常识可以判断,制造业投资在其中有相当重要的地位。众所周知,制造业产能过剩是目前中国经济的主要矛盾之一,在正常情况下,市场具有自动淘汰过剩产能的机制,特别是在激烈竞争中,低效产能能够被自然淘汰。在经济周期运行中,投资和淘汰产生的波浪式前进能使经济达到一种动态的供需平衡。但是,政府通过经济计划圈定扶持产业,运用土

地、财税优惠以及向企业提供隐性的担保等方式进行“引导”,很容易弱化市场的约束机制,延缓了产能过剩的进程,甚至会导致业已存在的产能过剩更加严重。

根据国际货币基金组织(IMF)提供的数据,在国际金融危机爆发前的2008-2009年,中国制造业整体产能利用率最高也只有80%,而大规模的财政刺激计划使产能利用率进一步下降,最低只有60%。无疑,中国制造业产能过剩问题确实比较严重,这也反映出中国经济结构性失衡,特别是消费和投资之间失衡已经到了比较严重的程度。纠正这种失衡,要求政府将主要工作放在改善收入分配,加大对居民的税收减免上,大量的制造业投资虽然短期内可以直接拉高GDP,增加一些税收收入,但从长期来看,却会进一步恶化经济结构,使经济变得更加不可持续。

其次,地方政府产业规划不仅计划经济色彩较为浓重,而且对产业的选择上趋同现象严重,一窝蜂式的投资很容易导致未来若干年在所谓的“新兴产业”上重蹈光伏行业的覆辙。

各地的计划不仅制定了重点发展的产业或产业集群,而且制定了具体的产值目标,单从这点看,就带有较浓的计划经济色彩。此外,新能源、新材料、云计算成为各地重点支持的对象,可以预料,这些重点支持的产业,将会得到土地、信贷上的支持,甚至是直接的财政资金资助。政府的强有力支持固然可以较快地吸引民间资金的参与,降低其早期的风险,但政府介入也鼓励了民间资金不顾市场规律大肆冒险扩张,再加

上一些所谓的高科技、新科技其实只是普通制造业,中国企业并没有掌握核心技术,进入门槛极低,极容易形成全国各地遍地开花,迅速形成产能过剩而真正的创新能力又无法形成的局面。政府的巨额投入有在数年后成为负担的可能,光伏产业就是前车之鉴。

其实,在引导产业升级的过程中,地方政府扮演的角色一直是值得质疑的。不可否认,在过去基础较差、投资相对于庞大就业压力来说严重不足的情况下,政府通过直接引导、定向支持的方式确实有利于快速形成生产能力和产业聚集效果,但这一模式的边际效应已呈快速递减之势,相反,该模式带来的重复投资、效益下降等负面效果则日益明显,最典型的是江西新余的赛维案。因此,政府的产业政策需要适应形势变化,打破原有的路径依赖和行政惯性。

随着市场日益发展,政府在吸引产业、提高地区竞争力方面,不应该再靠优惠措施,不应该再靠直接干预。政府应该立足于完善市场配套环境,提供优质公共服务,确保企业拥有公平竞争环境和保护知识产权的法治环境,政府应该加大在基础研究上的投入,并以此作为形成产业聚集的支点,而具体的应用和产业化,应该交给市场来完成。

总之,随着中国经济进入了新的阶段,地方政府在“稳增长”的过程中,投资政策和产业政策也需要作出积极的改变,而不能穿新鞋,走老路。原来那种上项目、铺摊子以投资推动增长,以直接干预为主要手段,低效益高风险的产业政策,不能再延续下去了。

楼市调控政策继续收紧空间不大

李宇嘉

进入第三季度后,大多数分析人士认为下半年房地产市场将维持弱势复苏的格局,房价反弹幅度有限。这一判断的主要依据是,未来房价存在四大制约因素——限购限贷、刚需主导、资金链压力和库存压力。但是,近期国家统计局公布的全国70个大中城市房价指数却显示,7月份房价环比上涨城市有50个,较6月多出一倍。而且,房价反弹已经从一线城市和主要二线城市引领的局面向二、三线城市全面蔓延,超过七成的主要城市房价环比上涨大幅超出市场预期。

进一步看,大家公认的制约房价大幅度反弹的四大因素在7月份似乎并没有发挥应有的效力:7月份全国商品房销售面积单月同比增速从6月的-3.3%大幅回升至13.3%,单月成交水平已经回到了2011年成交高峰时期的水平;开发商资金来源连续3个月同比回升,草根调研显示开发商“以价换量”的动力在减弱;主要城市库存去化周期首次回到12个月之内,库存压力明显消退。商品房销售额增速相比销售面积增速反弹更加显著,这一指标从6月的7%反弹至7月份的26.3%,成交量和房价相互带动的局面似乎正在形成。

加州大学伯克利分校的奥伯特斯特菲尔德于1994年提出多平衡理论,即在经济的正常运作中可能出现多个平衡点,而当前处于哪个平衡点完全取决于所有参与人的期望与信心,这种现象在我国近年来房地产市场上表现得非常明显:如果绝大多数人认为房价将下跌,则会形成“成交下跌和房价下跌”的平衡点(去年下半年就是这种情况);若绝大多数人认为房价反弹有限,则会形成“成交低增长和房价低增长”的平衡点(今年上半年就是这种情况);若绝大多数人认为房价上涨,则会形成“成交高增长和房价高增长”的平衡点(7月份就是这种情况)。未来几个月,房价超预期上涨可能将打破此前“成交低增长、房价低增长”的平衡点,并可能将形成“成交高增长、房价高增长”的新的平衡点。市场平衡点预期的转换,首先引发的将是市场对于政策干预的担忧,而近期关于房产税试点扩容的消息见诸媒体也印证了这种担忧。

新的调控政策是否出台?力度有多大?对于市场的影响几何?回答这些问题,首先需要看一下今年以来管理层调控房地产的逻辑思路是否改变了。事实上,今年以来房地产市场调控的逻辑思路还是比较清晰连贯的,那就是在“稳增长”和“控房价”上取得平衡。稳增长就是支持以刚需为主的需求入市,以保持房地产市场平稳从而减少对经济的冲击;控房价就是通过坚持限购和限贷不放松来清理投资需求,以最大限度压制房价上涨幅度来腾挪出支持稳增长的空间。

现在来看,稳增长的压力似乎更大。7月份披露的经济数据之超预期不仅超出了预期,而且显示了宏观经济筑底过程之艰难也超过了预期,正如管理层所言的“经济困难可能还会持续一段时间”。最近几个月,中长期贷款、采购经理人指数(PMI)中的库存指和生产价格指数(PPI)等指标持续创出阶段性新低,一方面显示终端私人需求依旧处于债务紧缩和去库存阶段,新增投资的意愿比较低;另一方面显示民

间实际投资成本(名义贷款利率PPI)依旧很高,而7月份以债券融资为主的社会总融资的放量更多地惠及了国企和央企。这说明,在带动民间投资方面,3月份以来政策微调并未取得理想的效果。在这种情形下,全社会总投资能够在低位企稳依然是传统的基建和民生投资(住房保障)发力的结果。

政府支持力度的上升一方面体现在财政支出的增加,另一方面体现在对地方融资平台的开闸。今年上半年,财政盈余同比减少28%,占GDP比重不仅低于去年同期,而且是2004年以来的最低水平(仅高于扩大内需的2009年);3月份以来,地方政府城投债发行的规模明显提速,3月至7月均发行规模为861亿元,明显高于2010和2011年全年的水平(月均分别为308亿和373亿),反映了中央政府对地方融资平台融资的适度放松。值得注意的是,当前财政支出扩张一定对应的是对于未来财政收入增长的诉求。因此,对于各级政府而言,以土地出让收入和房地产全产业链税收的重要性不言而喻。因此,当前经济形势以及政府应对经济形势的决策思路决定了房地产调控政策进一步收紧的空间相当狭小了。

控房价为什么这么难?近期房价确有反弹和蔓延的迹象,但是在限购限贷政策一直发挥作用的背景下,为什么反弹和蔓延在去年下半年到今年上半年并没有出现,反而在近期出现了?在管理层看来,货币政策宽松和房贷政策重回优惠还不足以造成如此反弹和蔓延,毕竟限购和限贷在资格准入和加杠杆上形成了防火墙。根本原因还在于,最近几个月地方政府“微调”走向“深入”,消极执行甚至抵触限购和限贷政策,事实上将限购和限贷政策的作用抵消于无形之中(如扩大补贴范围、放宽入户标准、利用政策的模糊地带和“只做不说”的私下里行动)。

在管理层看来,如果地方政府不突破限购和限贷的“越界”行为,6月和7月房价反弹和蔓延不大可能出现,即便出现反弹的话,在范围上和幅度上也是非常有限的。因此,管理层对于下一步调控态度就是,力保限购、限贷“底线不突破”和“执行不走样”。对于再次越界的地方政府,不再是仅仅采取简单叫停的做法,取而代之的是问责等更严厉的行政手段。上述结论也间接地体现在近期新华社发布的国务院督查组调查结论新闻稿中。同时,相比于今年以来各地如火如荼的“微调”动作,7月份则有地方“微调”的消息,这些都证实了上述判断。

因此我们认为,今年以来管理层调控房地产的基本逻辑思路并没有改变,仍旧是顺应经济形势变化,调整“稳增长”和“控房价”的平衡点,出台新的调控政策的概率比较低。就目前传言的房产税扩容的消息而言,我们认为出台这一政策的概率很低或力度很小。如果仅仅针对增量房屋征收房产税(如重庆和上海),则影响可以忽略不计,如果针对存量房屋征收房产税,则在技术上和信息系统的准备需要相当长的时间。更为重要的是,房产税政策的实施效果主要看地方政府,在当前经济形势下,地方政府的抵制情绪非常高,实施的难度也比较大。

(作者单位:深圳房地产评估发展中心)

抓到“大老虎”就要狠狠打

唐盛

洪良国际财务造假事件终于在本星期一有了一个比较圆满的结果。公司特别股东大会审议并通过向所有合格股东以每股2.06港元回购股份的决议,洪良国际事件也由此成为香港证券史上第一起上市公司因财务造假而最终通过向公众股东回购股份妥善保护了投资者权益的案例。

虽然洪良的中小股东对这一裁决褒贬不一,但大多数人都表示颇感满意,甚至有的小股东以“这是连想都不敢想的结果”来形容,且无一例外地对香港证监会再次出手打虎的举措拍手称快。

回顾整个事件,可以说洪良国际的中小股东是幸运的,因为香港监管机构及时发现上市公司涉嫌造假,并向司法部门申请将其资产冻结,令股东们的资金得以最大限度地保全。至于2.06港元/股(公司招股价为2.15港元/股)的回购价,正如洪良的代表律师所指,这个价格折让相对于过去两年港股恒生指数累计约2000点来说,对小股民而言简直可以说是“跑赢大市”了。

这次香港证监会对洪良国际的处理之所以受到业界高度赞赏,亮点之一就是香港证监会破天荒地直接采取民事手段判令上市公司赔偿,这不仅在香港罕见,在全球范围内也少先例。这件事体现了素有“打虎”传统的香港证监会毫不手软处罚市场违规者,以维护市场公平、健康、和谐发展的坚定决心(香港前任行政总裁韦奕礼曾因严查老虎基金亚洲丑闻而获得“打虎英雄”的美誉)。香港证监会行政总裁欧达礼曾就此事件评论说,案件为香港证监会保障投资大众免受不当行为损害的工作立

下重要里程碑。

香港人喜欢用“做强扶弱”的字眼来描述香港证监会“打虎”这类行为,而在证券资本市场上,所谓的“强”与“弱”大多是由信息不对称、实力对比悬殊等造成市场不平衡因素所决定的。在资本市场生态环境里,中小投资者往往扮演了“弱者”的角色,他们成为最需要市场监管体系保护的一群。

从洪良国际案例看,有两大看点体现了监管层对中小投资者利益的关切和维护:一是及时对造假上市公司进行处罚,即冻结洪良国际资产、迫使其停牌和勒令其回购;二是对协助造假者——保荐机构兆丰资本(亚洲)的严厉处罚,包括开出4200万港元的天价罚款、吊销负责洪良国际项目的兆丰资本前董事总经理康晓龙担任保荐代表的牌照等。在此案中,香港证监会一发现造假立即申请司法部门冻结洪良国际资产并积极展开调查与诉讼的做法,深刻诠释了“证券市场守夜人”的身份定位,也渗透出“保护投资者利益”的核心诉求。

总之,作为市场裁判员的监管部门就需要在抓到违规者老虎尾巴的时候,采取积极主动出击的姿态,让违规者为其违规行为付出代价受到重罚,以儆效尤,如此才能维护市场生态平衡、健康、和谐地发展。

有市场人士指出,由于这次洪良国际回购属于法院判令,因此计划完成后洪良的公众持股量将为零,不过暂时可以保留上市地位,但是如果公司一旦评估后不需退市,将怎样向公众出售25%的股份,以达到香港对于上市公司的要求,这又将成为香港证券历史上又一个开创先河的案例,的确值得我们认真研究与借鉴。



缴费负担再降低,券商又舒一口气。经营合规享优惠,业务创新受鼓励。券商板块望企稳,大盘指数盼借力。政策常为机构想,股民切莫被忘记。

ICLONG/图 孙勇/诗

政策效力逐步递减 货币回收任务仍重

胡月晓

中国当前的货币分布格局非常奇特。从货币存量角度,中国实体经济体系显然是货币深化过度,当前的货币回收压力不在于增速控制,而是降低货币深化指标。从货币深化指标(M2/GDP)看,当前中国经济仍然处在货币过分充裕状态,中长期(3-5年)内都存在回收或消化多余货币的压力。我国的M2/GDP最近3年分别为1.79、1.81和1.81,而2011年美国为0.64,欧盟为0.92,日本为1.72,而日本是典型的深陷“流动性陷阱”国家;从欧洲央行(ECB)近几年多次扩张货币以刺激经济来看,欧洲经济实际上也已经掉进了“流动性陷阱”当中。

然而,金融体系流动性现状对货币回收造成了很大制约。国际收支和国际金融流向的变化,导致中国传统货币投放渠道外汇占款增速下降明显,金融领域流动性再度趋紧,金融机构要求放松货币的呼声日高。中国货币回收一直力度偏弱,在当前宏观调控重心重回“稳增长”的情况下,货币当局又面临中断货币回收行为的压力。

2003年,中国政府为对冲“非典”的影响,祭出了“信贷+投资”双扩张的组合拳,成功制止了经济的下滑。并在随后的信贷回归正常后,仍然保持了投资的高速增长态势。2009年,面对金融危机冲击,中国新一轮更猛烈的信贷扩张,却并没有带来如2004年的超高投资增速,投资增速只是略超长期均衡区间上限;在随后的信贷增速向正常水平回归后,投资增速也就表现乏力。2011年下半年,投资增速下滑至长期增速区间下限。从社会融资总量与国内生产总值(GDP)的对比关系看,我们同样也看到了货币政策效力度衰减的现象。2006-2007年间融资总量的增长,带来的GDP增速在一轮经济周期中的顶峰状态。2009年,社会融资总量的天量增长,却仅仅使GDP增速略有回升。随后,随着融资增速的回落,经济增速也下降。

信贷(货币)的扩张效应作用下降,根本原因在于经济体系本身投资增长动力的减弱。持续的房地产调控,导致了总投资1/4-1/3的房地产投资不断降温;交通基础设施的完善,以及前期大规模建设后带来的财务紧张状况,流

导致了基建投资的回落;在工业投资领域,经济转型需要更多的“股权投资”而非“股权投资”。

银行资产质量风险忧虑制约了信贷大幅增长的空间,2008-2009年的贷款高速增长,为银行的资产质量埋下了隐忧。2011年,地方政府融资平台贷款风险浮现;2012年,资产泡沫破裂导致民间资金链骤然收紧,银行不良贷款余额出现回升。市场几乎一致认为,商业银行未来资产质量恶化已成定局,问题只是何时、多大程度以及是否会引发危机。资产风险上升,侵蚀了银行的放贷能力,同时也使银行未来经营更趋谨慎,从而造成实际信贷扩张速度的下降,最终使得货币保持在较低增长状态。

中国虽仍远离“流动性陷阱”,但货币政策效力度已大为下降。在“稳增长”的具体政策手段使用方面,中国最近几年连续使用了货币(信贷)和投资结合的政策组合手法,前期颇有成效。但受政策衰减效应的影响,2011年起货币政策扩张的效应明显减弱。

由于经济发展空间仍然较大,社会老龄化程度还相对较轻,以及财政激励手段的配合使用,中国经济当前离“流

动性陷阱”还较远。因此,中国货币政策刺激手段仍然为中国政府所偏好,尤其是在当前政府投资乏力、民间投资也跟不上,中国虽能幸运地远离“流动性陷阱”,但对“滞胀”却始终保持着较高警惕。为了避免物价在经济启动时期的快速反弹,从而对经济持续增长造成伤害,我们预计中国宏观调控在货币回收方面不会做过多的放松。

政府调控部门也意识到,当前经济转型困难的局面,在很大程度上是当初反危机手段“过火”造成的。过大的刺激手段,不但造成了产能过剩,也造成了货币过剩。虽然经济低迷暂时推动了价格水平的持续回落,但过多货币对资产和一般价格水平的反弹压力一直存在,近期房地产市场的快速回暖正是这一压力存在的写照。为兼顾通胀预期管理和促进经济增长,货币“紧数量、低利率”的政策组合形式,将保持不变。

总而言之,在经济低迷、货币数量仍然过多、经济转型、稳增长和价格稳定的复杂环境下,“紧数量、低利率”货币政策组合可能性最大。(作者单位:上海证券)

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;发电子邮箱至pp118@126.com。