

# 当前空间最大的政策工具是降准

赫凤杰

今年以来,通胀形势渐趋缓和,最新的数据显示,8月份消费者物价指数(CPI)略微反弹,生产者物价指数(PPI)创下34个月新低。“货币超发”问题日益淡出视野,舆论转而关心通货紧缩问题。笔者从中央银行资产负债表视角对比中外央行的货币管理能力,并分析中国货币供应增速的趋势性收紧及其对实体经济和资产价格的可能影响。

## 中国央行规模雄冠全球

从规模上说,中国央行已经雄居全球之冠,体现在绝对量和相对量两个维度。绝对量上看,2007年6月,美联储资产负债表的规模为0.91万亿美元,2011年末增长到2.98万亿美元;同期,中国人民银行资产负债表规模从13.25万亿元人民币增加到28.1万亿元人民币(约4.5万亿美元)。相对量来看,中国人民银行资产负债表的规模最大——2011年底,中国人民银行总资产占国内生产总值(GDP)比重为60%,而美联储、欧洲央行、日本央行资产负债表

规模占GDP总值的比重约为25%。

但从央行资产负债表管理的主动程度来看,中国央行大大低于美联储。在美联储的资产负债表中,最大的资产项目是持有的美国财政部证券。2007年1月底,美联储持有的美国财政部证券占其全部资产的86.97%,次贷危机之后,美联储进行了多项资产项目创新,购买了大量证券性资产,扩大了其资产负债表的规模,但并没有根本改变主动型资产负债表的性质。2012年4月,美联储最主要的资产仍然是美国财政部债券、联邦机构债券,以及创新资产项目按揭证券和购买长期债券的资产组合等,其中,美国财政部债券占整个资产的比重为57.07%,其余几项合计占比为32.72%。也就是说,美联储资产负债表的扩张主要是其国内资产的扩张,基本没有对外资产的增加。相比之下,中国人民银行最主要的资产是外汇储备,2007年1月外汇储备占全部资产的比重为67.51%,2012年4月占比为83%。这种差异说明,虽然都是资产负债表的扩张,但美联储是在主动运用货币政策向流通中注入货币,而中国人民

银行以购买外汇作为向流通中注入货币的主要手段,而外汇流入非主动可控因素,其资产负债表的扩张是被动型的。

## 中国央行货币管理的被动性

但中国央行也并非一贯如此被动。历史上,再贷款曾经是主要的资产方管理手段。只是加入世界贸易组织(WTO)之后,中国的低成本劳动力就业、产能释放造成外汇储备连年快速增长,央行基础货币提供渠道才实现了从再贷款向外汇占款的转变。该转变是被动发生的,因为央行要维持汇率稳定,被迫发行人民币购买外汇。数据显示,基础货币当前已经呈现出被动收缩之势。一是月度外汇占款增量、热钱、银行代客结售汇差额三大指标均显示资本外流自2011年四季度以来已经渐成趋势;二是人民币贬值预期已经带来负债本币化、资产外币化行为;三是私人部门开始显露出货币替代的苗头。正如央行被动发行人民币购入外汇造成基础货币扩张一样,央行面临被动卖出外汇回收人民币的局面。

在货币创造过程中,中国央行也在很大程度上体现为“有心无力”的被动局面。政府主导的大规模投资建设,极大地刺激了以国有企业 and 地方政府融资平台为主体的信贷需求,这是货币创造的主渠道。2008年金融危机之后的3年内,在“快、重、准、实”的4万亿投资压力下,M2接近于翻了一番。当前,政府再度开展大规模基建投资刺激的空间在收窄,而从企业的杠杆能力看,私人部门要显著低于政府部门,因此这一转变预示着货币创造能力的内生性下降。

总体上看,过去的货币创造过程中,中央银行始终处于被动地位:被动

发行人民币购买外汇、被动发行央票或提高存准率对冲、被动接受政府投资周期造成的货币创造过程。因此,过去20年中,中国的M2平均年增速为17.5%,远超过美国同期4.9%的增长速度。不少发达国家的货币指数(即广义货币占GDP之比),先是由低向高发展,但一般过不了100%就掉头向下,整体上呈现出一个倒U字的图形。但中国的M2/GDP比重却扶摇直上,2011年底达到180%,位居全球之冠。

## 降准将成为未来主要调控手段

当前,基础货币和货币创造过程两方面共同施压,为维持货币供应增速基本稳定,从央行资产负债表来看,当前空间最大的政策工具是下调存款准备金率,央票到期自动释放货币的空间已经不足2万亿元,政府存款释放还有一定空间(2.86万亿元)。预计未来的主要手段将是降低存款准备金率,之后则是逐渐适应一个较低的货币增速水平,毕竟相对于更低的GDP增速,货币增速降低也是适宜的。

当然,对于实体经济而言,货币总量增长已经不再是问题的关键,信贷权在国有部门、民间部门之间的合理配置才更为紧迫。但对于虚拟经济而言,资产价格仍将承受货币增速下滑的趋势性压力,尤其是过去数年中发展最快、泡沫化最为严重、吸纳超发货币最多的领域,如房地产市场、收藏品市场等。(作者系国信证券发展研究总部研究员,经济学博士)

# 煤炭资源税改革须厘清五大问题

周子勋

日前,财政部网站刊发部长谢旭人《统一思想狠抓落实大力支持节能减排工作》的文章称,要继续深化资源税改革,将煤炭等资源品目逐步纳入从价计征范围,并适当提高税负水平。

这是自去年资源税改革以来财政部首次表态将开征煤炭资源税。事实上,自2011年全国范围内实施原油、天然气资源税改革后,煤炭资源税改革就被看作是下一阶段资源税改革的目标。此前,国家发改委发布的《煤炭工业发展“十二五”规划》也表示,要按照清费立税的原则,积极推进煤炭费综合改革。

很明显,中央对煤炭资源税改革的决心已定。有专家指出,煤炭资源税早晚纳入资源税改革范围,这项改革已经到了不得不做的地步。尽管此项改革不会快速在大范围内推出,但是官方的这一表述也可能暗示资源税改革的时机已经到来。

## 煤炭资源税改革正逢其时

从目前的形势来看,的确为煤炭资源税改革创造了一些有利时机。

首先,煤炭市场疲软、煤炭价格大幅度下跌给煤炭资源税改革提供了有利时机。可以看到,煤炭库存量高企,从电厂到港口,再到煤场,最后到产地,煤炭的传导已让这个昔日风光无限的行业突然暗淡下来。中国煤炭运销协会数据显示,上半年全国煤炭消费总量约19.7亿吨,同比增长2.8%,增速较去年同期回落6.6个百分点。同时,自去年11月份以来,煤炭市场价格持续下滑,从中国煤炭价格指数看,2012年6月29日降至186.2点,比去年11月上旬的高点累计下降16.8%。从资本市场上看,进入5月份后,煤炭行业明显跟沪深300指数出现了偏离,煤炭板块一路走低,沪深300虽然也在向下,但是跌速在明显减缓,煤炭板块跌速继续增加。以主要煤产地之一的鄂尔多斯为例,很多煤矿关门,特别是一些民营的煤矿,越挖越赔钱。分析人士指出,随着经济的下行,煤炭需求持续萎缩,这造成煤炭滞销,进而引起煤企的资金链紧张甚至倒闭,这种负面效应也会传导到其他行业。同时,鄂尔多斯的地价价格随之下跌,资金外流明显,经济垮台也就在所难免。

此外,物价维持在一个较低水平也是一个重要因素。尤其是7月份消费者物价指数(CPI)被“2”,虽然由于近期国际粮价大幅上涨对国内食品价格造成影响,8月CPI同比增幅也再次回升至2%,但是从目前形势来看,全球粮食价格对通胀可能是一个短期的冲击,全年通胀控制在4%的政府目标之内应该是可行的。当然,地方财政普遍紧张也“倒逼”资源税改革尽快推出。因为资源税为地方税种,其收入归地方,煤炭推行从价计征后,资源税收入会增加,相应地方政府的收入也会增加。可以看到,在煤炭行业,以从量计征的方式征收,每吨煤炭的税收基本在3元左右,每年征收总额仅超过百亿元;若以从价计征的模式征收,假如按此前油气税改的标准以5%的新税率测算,改革后的煤炭资源税收入在数百亿元。

煤炭资源税改革的意义重大,避免对通胀产生压力,并很有可能被传导至居民消费领域。资源税导致成本转嫁是市场经济发展必然的趋势,在没有政府监督作用下,资源税实际上是对下游消费者利益的剥夺。

第五,资源税的改革需要与其他政策配套,不能单兵独进,否则可能会有负面效果,这实际上与此前发改委大幅调升油价是一个道理。一旦开征资源税,显然会提高国内市场的成本,但同时国内又在提高出口退税,这相当于在国内征去补贴国际消费者,造成了典型的政策抵消。如此做法,将会令改革的效果大打折扣。

总之,在当前稳增长背景之下,煤炭资源税改革需要统筹考虑整个宏观经济形势和企业承受能力,并辅以其配套政策跟进。如果处理不好,可能又将变成在广大普通老百姓身上“剪羊毛”。

也是大势所趋,而且时机也很成熟。甚至有学者直呼,在当前通胀压力不大,煤炭价格相对较低的背景下,推动煤炭资源税从价计征改革再合适不过了。

## 必须厘清五大问题

在笔者看来,虽然现在煤炭资源税改革是个好时机,但是仍然还有很多细节不得不引起重视,必须厘清以下五大问题。

第一,在技术层面问题已基本得到解决的情况下,煤炭资源税改革的出台还需要综合考虑经济形势。当前,国民经济回升基础尚不稳固,回升态势还不稳定,回升格局还不平衡,回升过程中还存在不确定、不稳定的因素,这也意味着资源税的开征时机可能还需要再考量。换个角度说,煤炭资源税改革能否出台有赖于经济复苏程度。

第二,要适当考虑企业的承受能力。数据显示,煤炭在中国一次能源消费结构中占到了70%,煤炭发电提供了80%的电量,如果煤炭资源税改为从价计征后,设置过高的税率会提高企业成本,势必对电力、钢铁等下游产业产生较大影响。西山煤电集团的一位高管表示,以焦煤按5%的税率计算,从价计征后的税负可能是原来从量计征税负的5-7倍,“从目前盈利水平来看,企业完全有能力消化”,但“肯定会适当转嫁”。神华集团一位管理人员也透露,一旦推出的改革方案将煤炭纳入其中,并按照3%-5%的税率征收,“对企业产生的影响还是挺大的,尤其是成本这块。”有业内人士称,如果增加的那部分税负可以转移出去的话,企业一定不会牺牲自己的利润空间,因此,煤炭价格也会相应提高。

第三,煤炭资源税改革能否缓解煤电矛盾还是未知数。目前看来,如果资源税扩展至煤炭领域,对于已经承担着亏损压力的电力企业来说,将是沉重的负担。届时,电荒可能会更加严重,随之而来的还有柴油荒。我国制造业很可能遭遇巨大冲击。而且,令人感到吊诡的是,当前煤炭价格一路走低,却还是没能把火电企业从亏损的泥潭中拉起来。年初以来,国内煤炭价格一路走低,以最具代表性的环渤海动力煤为例,其价格自年初以来下滑超过20%。但上半年五大发电集团的火电业务整体依旧处于亏损状态。

第四,资源税政策将不可避免对通胀产生压力,并很有可能被传导至居民消费领域。资源税导致成本转嫁是市场经济发展必然的趋势,在没有政府监督作用下,资源税实际上是对下游消费者利益的剥夺。

第五,资源税的改革需要与其他政策配套,不能单兵独进,否则可能会有负面效果,这实际上与此前发改委大幅调升油价是一个道理。一旦开征资源税,显然会提高国内市场的成本,但同时国内又在提高出口退税,这相当于在国内征去补贴国际消费者,造成了典型的政策抵消。如此做法,将会令改革的效果大打折扣。

总之,在当前稳增长背景之下,煤炭资源税改革需要统筹考虑整个宏观经济形势和企业承受能力,并辅以其配套政策跟进。如果处理不好,可能又将变成在广大普通老百姓身上“剪羊毛”。

## ■ 舆情时评 | First Response |

# 雪球怎样才能滚起来

冉兰

在投资界,巴菲特俨然价值投资的鼻祖,每一句智慧言语都被业内奉为圭臬,其中“滚雪球”一说成为风尚。凡投资人士,言必谈雪球。可问题是,又有多少人能把资产的雪球滚起来?老巴认为,雪球滚起来必须有两项前提:一是朝着有雪的方向滚;二是足够长的草坡。换到投资领域里,不言而喻,有雪的方向指盈利的方向,足够长的草坡指足够长的时间。简言之,找到正确的投资方法,并坚持,雪球自然会越滚越大。

世间投资方法有很多,价值投资也好,趋势投资也罢,其实就结果而言,能帮助我们持续并且稳定盈利的方法,就是正确的投资方法。经过多年的实践摸索,我们认为坚持价值投资是能够获得持续稳定的盈利的。当然,前提是没能脱离基本的趋势判断。从这个意义上讲,所谓价值投资与趋势投资并非那么泾渭分明。所谓价值投资,不过就是股价低于内在价值买入,高于内在价值你其实际是要沽出的。

当下的环境还适合做价值投资吗?当然!事实上,即使惨淡如今的指数表现,我们仍然能发现一些优质品种,而他们的上涨并非全是资金、题材或情绪使然,相当部分仍是因为价值的发现、成长的体现而最终表现在股票价格的上扬,以消费类个股为代表,不仅企业自身具备了永续经营的能力,而且给股东带来了不错的回报,这些品种的成色显然更“蓝”。基于安全边际与成长性的辩证理解,投资它们,难道不能从价值

投资中获益吗?

当下我们还要坚持投资蓝筹股吗?当然!这并非是为了响应号召,而是为了我们自己的腰包。事实上,据中国上市公司舆情中心的观察,蓝筹股在最近十多年的股市变迁中,一直在默默发生着变化。当我们通过投资拉动经济增长时,钢铁、水泥、基建这些重化工业的代表成为了蓝筹股的中流砥柱,曾经的五朵金花成为那个时代的烙印。当我们通过虚拟经济支持实体经济的发展路径时,虚拟经济获得了超常规的发展,金融和地产成为当仁不让的“新蓝筹”表率。

可如今,当我们下定决心排除万难进行产业升级与结构调整的时候,我们的新蓝筹又在哪里?从历史和经济发展规律来推演,下一个重点应是内需。个人消费时代的来临,意味着个人消费进入爆点,个中的产业机会必将催生新的蓝筹品种。而从产业结构的升级与转型角度理解,传统制造业无论如何刺激,始终摆脱不了产能过剩的历史命运,未来更多的机遇和亮点,集中在先进制造业、节能环保等更多在产业链上游的公司,必将攫取更多的社会份额和利润,难道这些,不是新时代赋予的新蓝筹机遇?

或许我们无法猜测出市场的拐点,但有一点,坚持趋势判断下的价值投资,坚持辩证客观地理解新蓝筹、理性投资,必能给我们带来持续而稳定的盈利回报。

(作者系深圳市圆融方德投资管理有限公司董事长、中国上市公司舆情中心特约观察员)



分析称“做空中国”第四轮银行股是突破口

做空中国银行股,外资机构猛如虎。评级巨头拉警报,对冲基金打埋伏。博弈终须看业绩,应对切莫犯糊涂。任他做空或做多,A股先要强筋骨。

唐志顺/漫画 孙勇/诗

# 融资性担保公司陷低潮 谁来拉一把

陈东海

目前中国经济增长已经处于下行趋势,经济增速未来可能不断向常态回归。在从超高速增长向常态回归过程中,一些行业出现收缩也是自然现象。不过对于中国就业和内需极端重要的中小微企业领域,在经济下行过程中,由于环境的恶劣,有些企业可能过快走入萧条,需要引起重视。作为融资性担保公司,由于与中小微企业有着重大的关联,目前仍然需要给予扶持。

近日有报道显示,某经济发达城市正在搞融资性担保公司的年审,而按照相关规定,原则上当地担保公司的中小微企业担保业务量在年内必须达到注册资本的两倍,才能通过融资性担保公司年审换证。该地截至7月底,纳入统计范围的担保公司72家融资性担保公司,关闭数量是31家,关闭数量达到了40%。如此高的关闭数量,在企业倒闭中是比较罕见的。

上述例子并非个案。另一经济更为发达的区域多个城市近半数融资性担保

公司已处于歇业状态,而担保总体平均业务量则下降25%至30%。

目前融资性担保公司遇到的困境,是多种原因造成的。既有前些年行业一哄而起大爆发之后自然淘汰的,也有体制性原因造成的,还有经济大环境造成的。体制性的原因,比如有20%的净资产投资限额和按照担保费收入的50%提取未到期责任准备金等等,这些比例可能有调整的余地。而经济大环境,则有经济下行趋势形成后,中小微企业贷款意愿下降,以及银行提高了担保门槛等等。那么对于融资性担保公司的扶持,也主要是从经济大环境造成的困难着手。

虽然融资性担保公司这个行业历史并不长,目前在经济大局中占的比例比较低,同时前些年存在着一些混乱,但是与其重要性和成绩相比,还是值得扶持。数据显示,截至2010年底,融资性担保贷款余额8931亿元(不含小额贷款公司融资性担保贷款),较上年增长60.9%;融资性担保贷款户数16.6万户,较上年增长48.9%;

为中小微企业提供的融资性担保贷款余额6894亿元,较上年增长69.9%,占融资性担保贷款总额的77.2%;为14.2万户中小微企业提供了融资性担保,户数较上年增长58.3%,占有融资性担保贷款户数的85.5%。截至2011年末,融资性担保贷款余额12747亿元(不含小额贷款公司融资性担保贷款),较上年增长39.8%;融资性担保贷款户数18.1万户,较上年增长9.6%。同样截至2011年末,中小微企业融资性担保贷款余额9857亿元,同比增长40.5%;中小微企业融资性担保贷款占融资性担保贷款余额的77.3%,同比增加0.4个百分点;中小微企业融资性担保在保户数17万户,同比增长20%。

可以看到,最近两年来融资性担保公司的主要业务在中小微企业,而且担保的中小微企业的户数已经接近20万户。融资性担保机构有效发挥了为中小微企业提供融资担保的作用。而中小微企业是中国就业的主体,工薪阶层大多也是在这些企业里,而工薪

阶层是中国内需的主要人群。目前中国的中小微企业能够直接实际享受到的信贷和财政优惠不多,处境艰难,所以需要重点扶持和对待。而扶持融资性担保公司,有利于改善中小微企业的处境。就拿中小微企业的贷款来说,平常不容易受到信贷的优惠,但是有了融资性担保公司的担保,其拿到信贷的可能性就多一些,利率也比在民间信贷市场上要低很多。

融资性担保公司的活跃除了有利于中小微企业融资环境的改善以外,还有助于利率市场化更快地形成。融资性担保公司一头联系着银行等金融机构,一头联系着众多的中小微企业。由于融资性担保公司主要业务在中小微企业,因此比银行更接近和了解中小微企业,更能与中小微企业谈判形成具有市场化性质的担保费率。而融资性担保公司的大量存在,还有利于真实的市场化利率的形成,也让融资性担保公司的重要性上升。所以,要慎重对待融资性担保公司的大量关闭现象。

(作者单位:东航国际金融公司)

## 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pp118@126.com。