

偏紧货币无碍经济企稳回升

胡月晓

信贷投向实体经济趋势加强

10月份新增信贷实际发生数为5052亿元,大大低于市场预期,也显著低于去年同期数,从而导致当期货币增速的较大幅度回落。2012年10月末,广义货币(M₂)余额93.64万亿元,同比增长14.1%,比上月末低0.7个百分点,比上年同期高1.2个百分点。尽管在9月份的新增信贷部门结构中,居民部门增长再现房地产市场繁荣时期的超越企业部门增长状态,但10月这一状况就发生了改变。房地产市场的不温不火状态(尽管交易有回升),难以让居民信贷增长持续超过企业部门。9月份信贷增长重现居民户超越企业部门的状况,在更大程度上是反映了当前宏观经济运行的状况,而非前期住房市场回暖给相关融资需求带来的影响。

从信贷结构的分布看,信贷投向开始回归正常。虽然2012年以来,新增贷款

中小企业部门占比不断下降;但在居民部门的新增信贷中,短期信贷持续超越了中长期性的贷款,表明居民部门的经营性资金需求持续旺盛。过去投机盛行时期,大量表外融资行为盛行,对信贷活动的影响就是票据融资规模居高难下。从信贷经营活动看,2012年10月的票据融资规模在9月大幅度减少(2169亿元)的基础上,再度减少732亿元。从社会融资规模角度看,2012年1-10月的未贴现银行承兑汇票增加791亿元,同比多增1977亿元;票据存量增加的同时贴现规模减少,说明企业用于融资性的票据减少,有真实背景的票据签发比重上升。这从一个侧面反映出信贷投向实体经济的政策导向初现效应。

当前信贷增速仍在正常区间

10月信贷增速虽有回落,但仍在正常区间。自从2011年下半年起,信贷增速就进入了一个平稳发展区间;从实际增速变动情况看,即使在15%-17%的狭窄

区间内,信贷增速也并未有明显的波动。从一个完整经济周期的较长时期看,当前的信贷增速运行期间,正是贯穿整个经济周期的正常信贷增速。

以往信贷增速超越20%的高增速,是房地产市场繁荣时期的特有现象。当房地产“泡沫”快速膨胀时期,全社会投向资产领域的融资性需求膨胀,票据融资和居民部门贷款增多,新增贷款的部门投向中,居民部门持续超越企业部门。比如,2009年下半年,受当时流动性泛滥的影响,虽然房地产调控政策已开始陆续出台,但当时房地产市场投机需求依然火爆,居民信贷增长超越企业信贷增长成为常态。当前在企业去库存、去杠杆、去产能三大调整行为的影响下,经营放缓减弱了对信贷需求的增长。从需求端看,信贷增速水平自然下降。

信贷增速持续处于长期正常增速区间,首先是货币政策回归正常水平的结果。反危机期间的货币快速扩张,扭曲了经济体系的价格体系和经济结构,让货币回归正常成为政策诉求的核心。2012年以来,长期存在的推动我国货币被动快速增长的外汇占款渠道明显收窄;在货币投放主渠道发生改变的情况下,作为外汇占款快速增长冲销手段的存准率调整却明显滞后,2012年以来只下调了2次。其次,信贷增速持续处于当前的平稳波动区间,强化了政策对正常信贷增速的认可区间标准。尤其当前经济增速开始企稳、经济运行见底基础日见稳固情况下,出于对通货膨胀预期的管理需要,决策层对信贷增长的当前认可度大幅提高。9、10月份的宏观经济运行数据表明,无论投资、消费,还是出口,传统的“三驾马车”增长力度都明显回升,由此也带动了当期工业生产的显著增长。

当前信贷水准可支撑经济增长

整体上看,从货币存量角度,中国实体经济体系显然已是货币深化过度,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。

然而,金融体系流动性受到金融危机影响,对货币回收造成了很大制约。房地产行业的调控客观上造成了房产价格的主动“挤泡沫”行为,银行等金融机构出于防范资产泡沫和信贷风险的目的,主动收缩了资产负债表的扩张速度,并对报表资产结构进行了调整,造成了当前我国货币分布“金融紧、实体松”的格局。在消化过多货币这一大方向下,当前外汇占款停止增长的局面,并不会造成“降准”反冲销行为的频繁发生,货币当局当前需要的是一个相对稳健的货币增速水平(实则偏紧)。“紧数量、低利率”的货币政策趋势将延续!

相对偏紧的货币、信贷环境,并不会妨碍当前经济运行的企稳回升状态。在现代信用货币体系下,信贷和货币变动是同步变化的(除非金融货币领域发生重大技术革新和制度变革)。信贷增长延续当前水准,意味着货币增速也将维持在现有水准上延续。中国经济所处阶段决定了未来相当长时期内,投资仍然是中国经济的第一增长动力。货币、信贷增长是影响投资增长的重要因素之一。从历史表现看,现有的信贷、货币增长,并不对现有投资增速水平构成约束。中国信贷、货币增速自2011年下半年开始回落,投资增速也随后回落,但在进入2012年后开始企稳。受经济前景等非货币因素的影响,投资增速在现有货币、信贷环境下近期已开始出现缓慢回升态势。

(作者系上海证券分析师)

红利税差别化政策效力面临三大考验



肖国元

经主管部门批准,自2013年1月1日起,我国将对个人红利税按持股时间长短实行差别化征收。持股超过1年的,税负为5%;持股1个月至1年的,税负为10%;持股1个月以内的,税负为20%。而原有政策规定股票市场红利税为20%。按照新政,如果持股时间在1个月内的,投资者必须照原来的规定缴纳20%的足额红利税,而持股时间大于1个月但小于1年的与大于1年的,则可以分别免除10%与15%的红利税。很明显,新政的意图是鼓励投资者延长持股时间,减少炒作与换手。依据行话来表述,就是鼓励投资。这样的政策会致什么结果,会在多大程度上起到鼓励投资、抑制投机炒作的

作用呢?笔者对此并不感到乐观。红利税差别化政策要想达到鼓励投资的结果,至少要具备以下三个条件:1、就单个公司而言,其派发的红利非常可观,投资者如果不按规定持股而被较高的红利税拿走的红利大大高出炒作所得是大概率事件。2、作为整个市场而言,至少大多数公司能拿出吸引投资者的红利来留住投资者,以致在市场形成投资与长期持股的氛围。3、证券市场运行平稳,而非大起大落。虽然不能排除市场适当的调整,也不指望指数一月高过一月、一年高过一年,但指数长期涨势的趋势是可以预期的。对照上述三点,我们可以对过去20年来证券市场的实际运行情况进行客观总结,看看是否具备实施新政所需要的基本条件。由此,我们可以对政策的实施效果有一个粗略的预期。

截至2011年,A股历史上累计分红21287.87亿元,不到同期总融资额45029.91亿元的一半。李稻葵先生提供的数据显示,过去20年上市公司的派息率不足2%,而同期的年通胀率在4%以上,分红不到通胀的一半。这样的回报水平对长期持股是毫无吸引力的。如果对照经济增长率,更可以看出分红是多么可怜。过去20年,在扣除通胀的情况下,中国经济年均增长率接近10%,而最近10年这个数字则达到了10.4%。很明显,整体而言,A股上市公司是不具备长期持股价值的。如果一直持股分享红利,不仅享受不到经济增长的好处,资产每年还会因为通胀至少缩水2%。与长期存款、信用借贷以及实业投资等经济活动相比,持有上市公司股份是回报最低的。这样的结论不是偏激的理论抽象,而是市况的真实写照。

在21287.87亿元的分红中,2006年之前的分红规模小,年份分红总额最多的不到800亿元,少的只有40亿元;相对于上市公司的股份规模,这样的分红只能用撒胡椒面来形容。2006年情况有所改变,总体分红规模有所扩大。2006年当年的分红超过千亿元,达到1290亿元。最多的2010年达到5310亿元。但是相对于不断增加的公司与急剧扩张的股本,仍然不能说这样的分红水平是有吸引力的。尤其值得注意的是,增加的分红主要来源于少数几家大公司。资料表明,2006年至2010年期间的分红额达到16734亿元,占到过去20年总分红的78.61%。而这16734亿元的分红中,工商银行、中国银行、建设银行与中国石油等四家合计超过8000亿元,几乎占了半壁江山。2006年以来,分红最多的前20家公司的分红额占同期A股市场分红总额的85%。由此可以看出,A股公司的分红呈现出明显的结构性与巨大的差异性:少数几家公司唱主角,绝大多数公司或袖手旁观,或轻描淡写。

由此,我们知道了A股市场分红所具有的特征:一方面,整体分红水平很低;另一方面,分红集中在少数大公司,大多数中小公司分红很少或者不分配。如果这样的局面不改变,投资者通过持股获得的回报是低微的,他们不会为了那可可怜的分红而延长持股时间。如果再结合投资者结构,我们更可以看出红利税差别化政策实施的空间是非常有限的。在A股的投资结构中,虽然近年来机构投资者获得了快速发展,规模不断壮大,但它们的力量仍然难以主宰市场趋势。无论是从投资者数量,还是从持股规模上看,中小投资者仍然占有不容忽视的比重。因此,为了引导投资行为、矫正不良倾向,政策作用的主要对象应该是为数众多的中小投资者。但这样的政策与市场的基本格局明显是错位的,难以起到预期的作用。

影响政策效力的第三个因素就是市场的波动频率与幅度。短短20年来,A股市场一个显著特征就是波动幅度大、暴涨暴跌、牛短熊长。这样的走势,一方面容易累积市场差价,为博取短期收益提供了条件;另一方面蕴含着巨大的风险,为长线持股埋下隐患。1991年以来,上证指数为例,年涨幅在30%以上的有8年,最大涨幅为166.57%。2006年—2007年的大牛市中,前一年的涨幅为130.43%,后一年再再接再厉,达到96.66%。而年下跌幅度超过15%的有6年,其中最大跌幅为2008年的65.39%。加上牛短熊长,漫长凄厉的调整严重挫伤投资者的信心。如此剧烈的波动消解了红利的诱惑。如果考查个股的走势,我们更可以看出市场更真切的一面。在早期上市的公司中,通过K线图,我们可以看到,20年来许多公司的股价与上市时没有区别,有些甚至还低过上市时的价格。如果将通胀因素也考虑进来,这些股票的价格比上市时的初始价格要低很多。

考虑到市场规模及其可比性,那么2001年以来的10年似乎更有说服力。2001年上证指数攀上2245点的高峰,经过10年时间到2011年,上证指数再次回到2245点之下,10年里上证指数涨幅为零,其含义包括两个方面:其一,平均价格水平,即市场整体价格水平没有上涨;其二,就单只股票而言,则表现为许多股票的价格从终点回到了起点,甚至比起点更低。

由此,我们可以看出A股市场的基本特征。毋庸置疑,这些特征是市场属性的反映,与长期持股、价值投资是格格不入的。虽然倡导理性投资、价值投资诚意可嘉,理性投资、长期持股也是A股市场努力的方向,但在缺乏基本条件的情况下,差别性的红利税政策在矫正投资者行为、引导市场理性方面能起到的作用是非常有限的。

舆情时评 | First Response |

假东西泛滥 A股跌进“Y”时代

付建利

受多重利空因素影响,上证综指昨日跌到了1991点,A股极其惨痛地跌进了“Y”时代。

经济企稳筑底迹象明显,管理层不断出台改革举措呵护股市,蓝筹股整体市盈率只有四五倍,这些都利好A股。不过,在笔者看来,目前A股市场信心匮乏的局面仍未得到根本改观。太多的“假”害了A股。

放眼当下中国社会,形形色色的“假”何其多!假酒假烟、假清官、假国籍、假药、假增持、假股东,假的东西泛滥成灾,投资者因此闻“假”色变,尤其担心股市里还有哪些假的东西没被揭露,人心惶惶、惴惴不安,何谈有信心来投资?

先说让A股难以承受的套现潮。统计显示,截至11月26日,今年A股共计112家公司遭到减持,合计减持数量2.41亿股,减持市值约24亿元。在减持市值超过2000万元的28家公司中,有8家公司均为高管减持。这就让投资者纳闷了:都说A股市场已经够便宜了,可为啥大股东这个时候还要逢低减持套现呢?难道是大小非压根儿不懂上市公司的投资价值?非也!这些大小非才是真正了解上市公司投资价值的,只是很多人此前以极低的价格买入上市公司的股份,当初所谓与投资者共担风险、共进共退以及价值投资、长期投资的言辞,早就被这些人抛到了九霄云外。解禁之后套现当然是大小非们的自由,但问题是:很多大小非当初公开声称的目标都是“假”的,只有套现才是真的。何况还有多少影子套现随大小非一起套现,也不得而知。想起这些,投资者心惊胆战在所难免,谁

都不想为大小非抬轿,被强势的大小非鱼肉,杀跌因此成为众多投资者不得已的选择!

就具体上市公司而言,酒鬼酒的塑化剂风波,让投资者不得不产生疑问:还有多少个酒鬼酒未被媒体揭露出来?下一个“酒鬼酒”又会是谁?再以目前发生的一系列社会事件来说,重庆北碚区的雷人书记,以及还有不少在“潜水”而未被揪出来的贪腐官员,他们台上道貌岸然,满口仁义道德,背地里男盗女娼,禽兽不如。更有若干在商界呼风唤雨的红顶商人,顶着人大政协政协委员的头衔,参政议政是头头是道,可他们的国籍压根儿就不是中国的,闹了半天,外国人来替咱们操心!这样的“裸商”还有多少未被发现?公众内心仍有巨大的疑问。

股市是社会的缩影,道德人心,天下一也。如今贪腐官员和作假商人肆虐,与其此前公开场合的言论大有出入,言行不一致到了极点,有良知的国民唯有感叹人心惟危。诚信扫地之后,这样的官员和企业家如何能够为A股市场带好头?股市和股市之外的东西乱花渐欲迷人眼,让人真假莫辨,身处社会大环境中的投资者,唯有先验地认为一切都是假的,假的东西泛滥,人心最后也乱了,又何谈对投资A股的信心呢?投资者的价值体系和信仰产生动摇,唯恐身边还有太多的假东西,这样的股市环境,叫股指如何不步入“Y”时代?

中国上市公司舆情中心认为,很多时候,股市的下跌,并不单纯归咎于经济方面的因素,社会的、道德的,也在背后潜移默化起了相当大作用。对此,每个中国人,尤其是权势和财富在握的精英们应深刻反思才是。(作者系中国上市公司舆情中心观察员)



摊派集资泛滥成灾,政绩工程急上位。地方官员忙筹款,辖区百姓却受害。超前建设少理性,过度铺张多浪费。科学发展要落实,民众福祉是依归。

吴之如/漫画 孙勇/诗

煤炭价格并轨只是电改一小步

聂日明

近日,有消息称国家发改委计划出台电煤价格并轨政策,取消煤炭价格双轨制,并且从2013年起取消煤炭订货会,不再出台煤炭订货以及价格指导政策。这意味着煤炭价格全面实现市场化,历时16年的煤炭价格双轨制将正式退出历史舞台。

自1996年起实施的煤炭价格双轨制,本质是对电煤采取最高限价。当时在煤炭价格趋于市场化的时候,计划部门不得不通过抑制发电用煤的价格、损害煤炭业主的利益,以保护发电企业的利益。这种手段并不新鲜,不仅在上个世纪80年代末十分盛行,今天也是随处可见,泛滥于信贷、土地等生产要素领域。

但价格管制很难成功,任何商品都有着多重属性,价格、数量只是最容易辨识的属性,还有产品质量、服务品质等难以量化的属性。对电煤实施最高限价,会使得煤炭企业降低电煤的品质、以次充好,也会降低在运输等多个方面

上的服务品质,偷工减料。这些都抵消了政府对电煤价格的管制为发电企业带来的好处,也是发改委不乐意延续电煤限价政策的根本原因。

电煤价格并轨,实际上是取消重点电煤合同,让电煤价格与市场煤的价格统一。这也并非是发改委的天平倒向煤炭企业,而是煤炭库存高企、价格急剧下滑,电煤与市场煤的价格已经相差无几,发电企业对市场煤不存在先前的抵触情绪,煤企甚至还要通过送礼、公关来维持老客户。

放松煤炭价格管制当然是一件好事,扭曲的煤电价格也稍显正常,但还只是万里长征的第一步。煤电体制改革的第一步将是理顺煤价电价的关系,实施煤电联动必然已经列入议事日程,以解除发电企业与电网的束缚,让电价反映真实的市场价格。

然而,上游的煤价是放开了,但下游的发电企业准入还没有放开,处于寡头垄断,竞争性远远不够。再下游的电网的输电环节更是高度垄断、全国仅

有两张网。在下游缺乏竞争的情况下,垄断电价离市场电价必然相距甚远。今年初曝出的山东“魏桥模式”,其自办的电厂电价比国家电网便宜1/3,正是电网垄断的恶果。

在这种不对称的市场结构中,一旦煤炭价格上升,将授以发电企业和电网提高电价的借口,受伤的还是用电人。事实上,当前电力系统正试图借机力推煤电联动,背后寓意的正是将市场波动的风险转嫁给用电人,更可以通过追涨不杀跌的方式实现涨价。这一手段,在石油系统已经被使用得出神入化。

因此,放松煤炭价格管制的不能止步于煤电联动,必须深入到电力体制改革上来。电力改革始于2002年3月国务院批准的《电力体制改革方案》,要求通过“厂网分开、竞价上网、输配分开、竞争供电”,最终建立规范、公正和高效竞争的电力市场体系。但现实却让人无奈。厂网分开(多元化竞争格局)仅在发电环节完成,90%以上的装机容量还是由国有企业完成的,电网系统离全国六张网的初衷

相距甚远。发电价格依然由发改委按照“成本+利润”的模式审批决定,根本没有实现竞价上网。

以国家电网高度垄断为代表的电改,使得上网电价和销售电价体制越发僵化,越改革,电价就越高,当前国内占全部用电量85%左右的工业和商业用电实际支付的电价水平已高于美国等发达国家。在具体的操作中,电监会形同虚设,国资委作为婆婆与国家电网同气连枝,齐声抵制拆分电网。在这种情况下,一旦煤电联动且煤价高企,2004年底国家电网以“电荒”成功抵制改革的现象将重演。

由此可见,国有企业在生产要素环节的高度垄断是电力改革难的核心,煤炭价格双轨制只是这一扭曲体制的结果。如果这些基础体制不改,煤炭价格市场化与煤电价格联动的结果只是让电网垄断的收益达到最大,短期内也很难看到对用电人有利改革方向。而在我国现有的体制背景下,真正能推动电改实质性进展的动力还是来自最高领导层的坚决推进。

(作者系上海金融与法律研究院研究员)