

# 债务通缩与盘活资产间的内在逻辑

当前,债务通缩与盘活资产是中国面临的两大挑战,而这两者之间又有着内在的必然发展逻辑,因此下一步改革的突破口就在于此。

张莱楠

## 刺激政策后遗症逐步显现

国家统计局月份宏观经济数据显示,6月生产者物价指数(PPI)同比下降2.7%,降幅比上月有所收窄,但已是连续第16个月为负,实体经济需求继续萎缩,这表明随着中国金融“去杠杆化”的推进,那些传统产业产能过剩,资产负债率高企的部门很可能遭遇偿付性风险。

事实上,5月份以来,伴随着中国金融市场遭遇“钱荒”,一个非常值得关注的信号是短期利率飙升,而中长期利率并未出现大幅上升,这恰恰说明银行、企业以及居民的资产配置正从风险资产而转向流动性资产(即所谓的“落袋为安”)。而从更深层次来看,金融危机以来,4万亿投资以及银行信贷大幅扩张

后,刺激政策的后遗症开始逐步显现。

2008年期间,面对国际金融危机加剧和国内经济增长下行压力,中国出台了一系列经济刺激计划,随着银行信贷规模扩张以及投资加速,经济出现了强劲反弹,但由此引发的企业杠杆率(债务率)也开始持续上升,特别是2011年以来,经济处于下行区间,企业利润增速全面下滑,以及亏损面不断扩大导致企业账款拖欠现象严重,账款构成比例上升、账款周转率下降等风险开始显露,“三角债”增多导致资金滞留在偿债环节,因此,是实体经济最先感受到“钱荒”的冲击。

在实体经济下行过程中,“金融空转”之势却愈演愈烈,包括银行理财产品、信托计划、委托贷款等影子银行和表外融资继续泛滥。地方政府也通过表外贷款、企业债券、银行间债务融资等形式保持投资和债务扩张。甚至出现了各种类型的套利,企业从银行贷款和债券市场获得的资金以其他形式(如信托、委托贷款)被转

贷,积聚了社会融资总量的“虚增”。

然而,今年以来,国内生产总值(GDP)增速和信贷增速之间的失衡越来越大已引起市场关注,随着杠杆率的上升,对于一些部门是否因债务积累而触发违约的担忧情绪进一步上升,而恰恰在这一关键时刻,美联储明确启动量化宽松退出进程,中国央行也一改货币宽松的主基调,保持政策观望。“去杠杆化”效应推动货币乘数大幅走低,导致中国市场的“明斯基时刻”突然到来。

## 债务依赖型经济难以为继

当前,中国总体资本回报率开始趋于下降,在这样的大背景下,资本回报率的下降和庞大债务负担,也使得居民和政府部门扩张信用的需求显著下降,资产增速放缓,而负债增速上升导致资产负债表衰退风险逐步显露出来。可见,中国“钱荒”问题的背后并不仅仅是“钱”的问题,其本质是中国债务依赖型经济已难以为继。“钱荒”给中国敲响警钟,为了避免将来可能对经济产生更大的冲击,中国必须采用“刮骨疗毒法”,尽快切断高风险链条。

不过,短期来看,在紧缩性货币政策的条件下,如果政策力度过大,以及应对不当的话,很可能触发新的经济和金融风险。在这样的背景下,中国货币政策需要在短期和长期间寻找均衡,避免“去杠杆化”过猛,给实体经济带来新的伤害。事实上,我们也看到了银行间市场的钱荒已经开始波及实体经济。目前,6月期票据直贴利率已经从今年上半年5%左右的较低水平升至8%以上。而从过去几年的经验来看,即使银行间市场资金紧张状况能够平复,票据利率还将连续几个月持续处于较高水平,这将给企业带来非常大的融资压力。

此外对银行和金融机构而言,由于

担心流动性不足问题还将持续一段时间,银行和金融机构就更倾向于囤积现金,不仅可能减少对实体经济和中小企业的中长期贷款,也将进一步降低货币周转速度和货币乘数。货币政策的出发点本是想倒逼流动性回归实体经济,“盘活存量货币”,但政策预期的改变很可能导致金融机构更加“惜贷”,使得实体经济能够获得的资金进一步收缩。如果政策保持高压态势延续至年末,全年规模以上工业企业利润可能出现大幅下滑甚至不排除出现负增长的可能性。这意味着,一旦经济增速以及企业收入增长难以覆盖债务规模和融资成本上升的话,不但实体经济将不可避免受到二次冲击,还可能由“流动性危机”演变为“偿付性危机”。

因此,也正是意识到这一点,央行在货币政策立场上也出现软化,但笔者认为,央行应该给出更加清晰的信号稳定市场预期,即在主动推进“去杠杆化”的进程中保持市场预期总体稳定以及对实体经济的流动性支持;可以通过市场化的操作工具,通过公开市场上的逆回购等做法对银行以及货币市场注入相应流动性,并利用多种政策工具使银行间利率恢复正常水平,进而有效降低融资成本,提振市场信心,提高货币流通速度,激活货币存量。从改革的取向上看,刚刚出台的“金十条”明确将采取10项措施“盘活存量”,把“好钢用在刀刃上”,这凸显出中国高层要扭转资源错配,推动“存量改革”的决心。下一步改革的重心应加快利率市场化改革,健全宏观审慎监管框架,地方政府债务管理体系,以及为实体经济全面减负等,消除资本套利和“金融空转”的体制和制度成因,真正使虚拟经济和实体经济发展的失衡得到纠偏,只有这样中国的存量资产才可能真正被盘活。(作者系国家信息中心预测部世界经济研究室副主任)

# 应尽快推动金融行业“营改增”

金融业营业税改征增值税,使金融业交易税收入进入增值税整个链条当中,可以在相当程度上加速金融业和制造业的循环式发展。

何进

自2012年8月1日起至年底,我国将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税作为试点范围,由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、深圳等10个省市。2013年继续扩大试点地区,并选择部分行业在全国范围试点,试点行业主要包括交通运输业和部分现代服务业。从试点情况看,总体反映良好。

下一步,应适应当前国内外经济形势和产业发展要求,尽快在金融行业推行营业税改征增值税,应优先推动金融行业营业税改征增值税。

## 在金融业推行营改增的5条理由

其一,从税收收入角度看,近几年我国金融业发展迅速,金融业税收收入大幅增长,金融业税收是当前世界经济处于低迷期中的一个重要亮点,是我国税收收入稳定增长的重要支撑,金融业营业税改征增值税会成为进一步推动我国金融业发展以及金融业税收长期增长的重要动力。近几年中国企业所得税收入的较快增长得益于金融业的贡献。中国未来税制改革要重点关注金融税制改革。

其二,从金融发展角度看,大力发展金融业,建设成为金融强国是一国经济发展到一定阶段后的必然选择,金融业营业税改征增值税对促进我国金融业的发展意义巨大。金融业营业税改征增值税后,作为其需求方面的企业可以凭金融企业开具的增值税专用发票抵扣其进项税额,结果是促进对金融业的需求上升,大大扩大金融业的业务量。英国、美国、日本等国在成为制造业强国的同时,通过采取各种有效措施发展金融业,打造金融强国。我国已成为制造业大国,正向制造业强国迈进,而打造制造业强国,需要强大的金融业作为支撑。金融业营业税改征增值税使金融业交易税收入进入增值税整个链条当中,可以在相当程度上加速金融业和制造业的循环式发展,形成金融业和制造业互促发展。尽快推动金融行业营改增,可以加速金融业发展,对推动我国经济发展方式的尽快转变意义重大。

其三,从金融制度改革角度看,我国金融发展正进入关键时期,我国也正在推动一系列金融制度改革,如稳步推进利率市场化改革、逐步推进人民币国际化建设等等。应尽快将金融业营改增作为配套措施纳入到整个金融体系和市场的改革当中,把营改增作为整个金融体制改革的重要组成部分。促进和适应金融企业多元化经营是未来金融发展方向,金融行业营改增可以降低金融企业税负和经营成本,进一步

扩大金融服务需求,提高中国金融企业国际竞争力和抗风险能力。

其四,营业税改征增值税的“重头戏”是金融行业,营业税改征增值税这场税制改革成败的关键是金融行业营业税改征增值税能否顺利推进、能否成功。金融业是市场经济的血液,金融行业涉及经济生活的方方面面,金融风险会引发宏观经济风险。如果金融行业营业税改征增值税推动不顺利,税负设计未充分预估到财政承受能力,则金融行业营改增或引发一定的经济风险。

其五,美国推出第三轮量化宽松措施以后,大量热钱涌入香港和中国内地,逼迫香港金融管理局不得不多次出手干预外汇市场。热钱的大量涌入或对中国金融市场造成巨大冲击。美国次贷危机爆发后,欧洲不久就爆发主权债务危机,现在人们开始担心以美国为首的西方发达国家推行货币放水政策会不会使亚洲再度爆发金融危机。基于稳定我国金融市场考虑,应尽快推动金融业营业税改征增值税。

## 促进金融业税收长期稳定增长

金融行业营业税改征增值税,要科学测算由此对税收收入带来的影响。从短期看,金融业营改增会减少一定的税收收入,但从长期看,会促进金融业税收稳定增长。为了防止短期内金融业营业税改征增值税对税收造成的冲击,要充分预估这种影响和压力,要充分考虑短期内政府财力的可承受程度。据此,建议在税后,作为其需求方面的企业可以凭金融企业开具的增值税专用发票抵扣其进项税额,结果是促进对金融业的需求上升,大大扩大金融业的业务量。英国、美国、日本等国在成为制造业强国的同时,通过采取各种有效措施发展金融业,打造金融强国。我国已成为制造业大国,正向制造业强国迈进,而打造制造业强国,需要强大的金融业作为支撑。金融业营业税改征增值税使金融业交易税收入进入增值税整个链条当中,可以在相当程度上加速金融业和制造业的循环式发展,形成金融业和制造业互促发展。尽快推动金融行业营改增,可以加速金融业发展,对推动我国经济发展方式的尽快转变意义重大。

在具体实施方面,应采取分步实施策略,在中西部率先试点。一是相对东部地区而言,中西部地区金融规模小,先选择中西部试点,既可以积累改革经验,又可以避免对我国金融业造成大的震荡,从而防止财政风险和金融风险发生;二是可以促进中西部地区金融和经济的发展。

为避免实际推行金融业营业税改征增值税出现重大的执行问题,减少企业的抱怨和执行成本,对拟试点地区应尽快采取空转办法。在拟试点地区选择具有代表性的金融企业,在实际申报营业税的同时,同时模拟申报增值税,寻找申报过程中存在的问题,其中包括判断税制方面有无需要调整之处、税制转换过程中征管中存在的突出问题等。对模拟运行中发现问题,及时予以解决。这样可以避免在实际推行金融行业营改增时出现大的问题。

(作者系深圳市国家税务局总经济师)

# 遏制房租持续上涨要盘活存量

江德斌

国家统计局公布6月全国居民消费价格指数显示,6月居住价格同比上涨3.1%,其中住房租金价格上涨4.1%,值得一提的是,根据国家统计局网站资料,住房租金自2010年以来一直保持持续上涨的趋势,并已经连续42个月上涨。有关租赁市场的调控已经启动,住建部和工商总局已发通知,要求各地整顿中介市场,从而规范租赁市场。

由于房价连续多年保持上涨格局,公众往往将注意力集中在高房价上,而忽视了房租也在连续上涨,而且上涨势头并不亚于房价。如今,在一二线城市里,高房价和高房租已经成为常态,越来越多的入发出感慨,现在不仅买不起房,都快要租不起房了。而部分城市房租上涨过快,租房费用占据收入比例过大,令租房者难以承受,不得不压缩其他开支,或与人合租,过上“蚁族”生活。

房租保持连续42个月上涨的趋势,堪称一个“奇迹”。在市场经济环境下,没有能够一直上涨的,商品和服务价格涨跌不一,随着供需情况上下波动,价格调整达到动态平衡才是正常现象。

可见,房租持续上涨实则不符合经济规律,必然是有地方出问题了,需要找出导致房租持续上涨的根源,对症下药将其遏制住,以缓解高房租对民众造成的生活压力。

按照市场供求规律,当房租上涨过快的时候,就会吸引更多入将空置房源抛向租房市场,获得更高的租赁回报率,从而依靠市场调节将房租稳定下来。但是,从现实情况来看,许多城市房租持续快速上涨,并未吸引到大量空置房源入市承租,供需紧张局面无法缓解,房源太少导致房租刚性上涨。

因此,要想遏制房租持续上涨的怪现象,就应想方设法增加租房供应量,从而平抑房租价格。

目前,在炒房热潮的影响下,全国各地均有大量住房被囤积闲置待涨,没有进入到租房市场里,致使租房房源呈现供应短缺局面。显然,政府若想调控房租,就要采取措施将空置房源抛向租房市场,盘活地产存量,用好地产增量,打破供求失衡的格局,让租房市场恢复到正常合理水平。

可以考虑出台住房闲置税,对闲置超过一定期限的住房,征收相应比例的税费,以提高囤房成本,逼迫闲置房进入市场,减少社会资源浪费情况。同时,政府应该改变保障房发展模式,停止供应经适房、限价房,改为建设只供出租的廉租房、公租房,以扩大租赁房源,提高政府对租赁市场的控制力,以便根据供需状况调节供应量,从而将房租价格控制在民众可承受的区间内。

# 限售股解禁堵不如疏

李允峰

7月1日晚间,有一家上市公司发布中期业绩预告及利润分配预案称,公司预计2013年上半年归属于上市公司股东的净利润同比增长8至9倍。同时公司拟定半年度净利润分配预案为:向全体股东每10股转增10股。消息公布之后,该公司股价大幅上升,而该公司实际控制人所持有的3000多万限售股将于今年7月28日解禁。

对于这种现象,不少市场专业人士建议管理层给予高度关注。的确,限售股问题对证券市场的冲击已经成为股改后市场无法绕过去的巨石,在上一次股改中解决了历史上的大小非问题,原本可以迎来全流通时代,孰料新的全流通发行带来了与大小非性质相同的限售股问题,很多专家和学者建议,在限售股的出售上要给予严格限制,或者干脆直接转

化成优先股。这些策略或许是出于站在维护市场向好的角度,但尤其是把限售股转化成优先股真正实施起来是有法律障碍的,何况上市公司大股东在创业初期的确经历了创业的艰辛,不能说公司上市了却取消了大股东的兑现权力。

笔者以为,在限售股问题上,上市公司想方设法通过送股、大宗交易平台或者直接出售都是法律允许的,我们要想提振市场信心,应该对限售股采取堵不如疏的治理思路。毕竟,限售股问题是新股发行政策上的缺陷造成的。新股发行过程中流通股比例过低的问题一直没有引起管理层的高度重视,这才是问题的关键,也是限售股产生的根源。新股上市日应尽量提高流通股比重,甚至可以考虑上市首日全流通。

要想一劳永逸地消除限售对市场的冲击问题,新股发行方式可以改为原始股东以净资产按发行价折算其上市后的

持有股份,股东以现金方式按发行价购买,采用以净资产按发行价折算原始股东上市后所持股份的发行方式,一方面可以从源头上将制造限售股的隐患彻底切除,消除存量股本给未来二级市场的冲击;一方面减少新股上市给二级市场带来的泡沫,增加新股上市后的投资价值,使新股发行降低市盈率,降低新股发行价格,消除企业圈钱动机。这种方法应该是既治标也治本,否则旧的限售股问题解决了,新的限售股随着IPO重启又会再产生。

采取堵不如疏的治理思路,还可以针对限售股问题来增加市场资金供给,缓解有效需求不足。管理层可以通过各种途径提高二级市场的股票需求,而要使供求关系状况在此期间有一个根本性的改善,必须多管齐下,向二级市场注入流动性。这包括设立平准基金入市,允许通过股票质押进行

## 焦点评论

### 武汉某区政府因天热缩短上班时间



酷暑难耐怎么办?且看武汉公务员。区政府一喊热,上班时间就缩短。公仆养身越方便,百姓办事越麻烦。懒政思维多花样,行政改革要攻关。

赵顺清/漫画 孙勇/诗

## 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。