

“金融空转”根源在地方国企低效

地方国企资金使用效益下降原因有二：一是大量资金沉淀于尚未产生效益的基础设施，二是产能过剩。在产能过剩下，仍有大量资金进入地方国企，除经济总体仍然向上外，问题在于产能集中释放，在产能集中释放期吸纳一定量的融资具有合理性。

朱瑞鹏

2013年上半年社会融资规模为10.15万亿元，比上年同期多2.38万亿元，增长了30%，而同期GDP增速仅为7.6%。因此有人判断，社会融资规模增长超GDP增长是一种“金融空转”或“货币空转”，它潜伏着金融危机。问题到底出在哪？其性质如何？对这一问题的回答，关系到对经济形势的总体判断。

不久前，财政部公告的《2013年1-6月全国国有及国有控股企业经济运行情况》揭开了这一问题的大部分谜底。数据显示，进入地方国企的融资量很

大，但未产生相应的效益。根据公告，1-6月份地方国企负债累计25.46万亿元，同比增长17.9%；财务费用增长12.3%。由于去年下半年两次降息，利率共下降了50个基点，这样测算，在借款额不变的情况下，财务费用理应下降6.9%左右，而实际是增长了19%，这表明增加的负债均为有息负债，绝对额为3.87万亿。

由于今年上半年社会融资规模和去年下半年的9.98万亿大体相当，因此大致上可以认为去年下半年以来的增量负债3.87万亿中，今年上半年占到一半，即1.935万亿，相当于上半年融资总

规模的19%。而在产出方面，上半年地方国企利润为3072.5亿元，同比下降10.6%，下降额为364亿元，应缴税费4148.4亿元，同比仅增长2.2%，增加额89.3亿元。利润和税费合计增长为负，可以推断地方国企上半年对GDP增长贡献微弱，地方国企低效是融资规模增长超过GDP增长的主因之一。

地方国企资金使用效益下降原因有二。一是大量资金沉淀于尚未产生效益的基础设施。根据公告，1-6月，地方国企负债同比增长17.9%，但营业收入同比增长12.6%，负债快于收入增长5.3个百分点，表明这部分负债没有进入现有生产周转环节（一般的资产周转率下降短期内不会影响到这样大），但这部分负债形成了资产，因为同期资产增加16.7%。因此可以判断，这5.3个百分点的负债增加（及相应的资产增加）是暂时没有效益的投资，其金额为1.14万亿，进一步可以推断，今年上半年的这种投资额约为0.57万亿。根据去年下半年和今年上半年地方政府的投资动向，这种投资应当是地铁、城际轨道等方面的基础设施投资，这部分投资短期内没有效益甚至长期的微观效益不明显是可以理解的。

二是产能过剩。另外有1.36万亿进入了生产周转环节。其对应的收入虽然增长了，但利润下降了，原因是产能过剩的拖累。地方国企布局的主要工业行业包括煤炭、有色金属开采和加工、钢铁等资金密集型行业，这些行业当前产能过剩最严重，利润下滑较大，因此对于整个国民经济的资金使用效益影响巨大。

在产能过剩下，仍有大量资金进入地方国企，如何判断这一现象？这是不是在用融资掩盖危机？

首先，企业收入仍然增加12%，从而表明社会需求仍然在增长，经济总体仍然向上。

其次，问题在于产能集中释放。地方国企成本增长了14%，超过了收入增长，同时生产企业出厂价格持续下跌，这表明“4万亿”投资拉动的钢铁、煤炭等行业的新增产能进入集中释放期。

再次，产能集中释放期，吸纳一定量的融资具有合理性。产能集中释放期即大量在建工程完工进入生产领域，因而需要新的流动资金配套。从企业角度，根据“本量利”分析模型，只要售价大于变动成本，加大销售就是合理的，因为这样可以摊低固定成本在单位产品中的金额，因此需要增加流动资金；从银行角度看，如果前期已经为企业发放了项目贷款，进入生产期，就要对配套的流动资金需要予以尽可能的满足，否则前期贷款就出问题了。暂时的亏损不要紧，要紧的是投资占用的资金要通过销售循环起来。

那么，这些行业的资金实际上是否在正常周转呢？从目前情况看，最困难的钢铁行业大致在微亏或微盈状态，虽然产量仍在增长，但没有出现积压；煤炭行业虽然利润下滑幅度惊人，但整体上仍然保持盈利状态，产能过剩行业仍然保持着基本正常的资金周转。当然，业内排名末尾的企业肯定会出问题，因此银行会出现一定程度的坏账上升。地方国企资产负债率为64%，还有36%的所有者权益为最终债权人提供保障，因此，总的来讲，地方国企的融资是有安全保障的，整个社会融资总体上是安全的，金融危机不会发生。

如果今年是产能集中释放的年份这一判断是正确的，那么，一方面通过各种政策手段抑制过剩行业新增投资，淘汰落后产能，另一方面通过推进新型城镇化等措施消化过剩产能，则问题将可以逐渐得到缓解，估计明年的融资规模与GDP对比关系就会朝好的方向变化。

当然，当前不会出现危机并不是说可以对资金效益的下滑可以掉以轻心，只是说我们尚有通过改革来解决问题的时间。如果不深化国企改革，前面的产能过剩问题解决了，后面还会出现新的产能过剩，即使不出现金融危机，问题将通过经济滞胀反映出来。

加快资源地区区间平衡方能破解楼市困局

宣宇 韩旭

国家统计局日前公布7月份70个大中城市新建商品住宅价格环比平均上涨0.7%，连续第4个月小幅回落，调控效果持续显现。7月房价环比下降的温州、宁波、安庆和九江均为首次下降；而上月环比下降的5个城市均由降转升。最近数月没有一个城市出现房价持续回落的情况，表明房价涨幅持续回落的动力不强，个别城市房价环比回落并没有趋势性含义，新建商品住宅价格总体上仍呈环比普涨格局。同比来看，70个城市7月房价涨幅延续持续提高趋势。除温州外其余69个城市全部上涨，四个一线城市涨幅居前，京沪深分别上涨18.3%、17.4%、17.0%和16.5%。

2013年各主要城市将新建商品住宅价格控制目标确定为房价增幅要（明显）低于本城镇居民人均可支配收入的实际增幅，北京和上海要求更高些，要求房价相对2012年基本稳定。数据显示，6月份一线城市房价同比平均增长15.9%，二线城市平均上涨7.9%，上半年城镇居民人均可支配收入实际仅增长6.5%。如果没有特别的措施出台，一线城市和热点地区完成年度控制目标事实上已是不可能。

从根本上来讲，楼市调控的目的不是要对抗因为经济发展、城市化进程过程中房价正常上涨的经济规律，而是要抑制伴随这一过程中房价的不正常上涨，使房价涨幅控制在适度合理的空间内与居民收入增长相匹配。

限购限贷、上浮房贷利率、限制开发贷款以及打击囤房行为等行政或经济措施，都有其必要性和积极性，对短期抑制房价过快上涨具有积极意义。但长远看，这些措施都不能解除推动房价上涨的根本力量；由于区域间资源配置的极端不均衡导致热点地区房价强烈的上涨预期。预期是影响人们行为的重要变量，房价的预期管理至关重要。

资源富集地区具有其他地区无法比拟的人、财、信息及机会优势，吸引着大量区外人员流入，导致热点地区对有限的土地和住宅资源供给与相对无限庞大的外在需求之间的矛盾无法根本解决，这些城市房价上涨预期因此而不断强化，导致热点地区无法形成有效的房价供需均衡点。即使通过限购限贷等行政强制措施暂时达到抑制房价的目的，但无法真正消除大量被压抑的需求动机。对特定区域而言，只要这种过度需求动机存在，就无法根除房价上涨预期。从这个意义上说，北沪深房价调控一定程度上超出了各城市自身的能力范围。

我国地区间资源分配不平衡是导致热点地区楼市供不应求的根本原因，缓解热点城市房价过快上涨的长期的和根本的方法还是在于缩小地区间的资源配置不均，削弱热点地区房价上涨预期，使房价真正回归到与居民收入增长相匹配的合理区间。因此，解决热点地区高房价的根本出路在于资源外溢，让新增资源更多流向热点城市周边区域。但由于资源积聚的自我强化特征和热点地区对资源外溢阻力，资源配置不可能自发平衡，往往反而更加分化。为了达

到资源更合理配置，笔者提出以下建议。

首先，要以新型城镇化规划和顶层设计为契机，合理平衡局部资源配置，使热点城市资源适度向区外扩散（同一个城市也要尽量在区内平衡资源），避免资源再过度向一些城市集中，积极创造各具特色的国家级多中心和区域多中心，促进经济社会的多元化发展格局。这一方面有利于人口合理分配，缓解大城市资源和空间压力；另一方面也有利于农民工就近就业，促进农民工的城镇化进程。

其次，对于资源富集地区资源外溢阻力，可以通过内生城镇化措施促进地区间均衡发展。将城镇化进程内生于经济发展，就是将城镇化与经济发展阶段及其过程紧密结合，让“人的城镇化”成为经济发展的内在约束性指标，即将满足条件的劳动者均纳入当地社会统筹保障体系，逐步实现“同工同酬同福利”的公共服务均等化。

内生城镇化进程，将极大削弱热点城市利用既有优势加剧资源不均衡分布的内在动机，同时能有效约束城市边界。一方面，一些大城市“人的城镇化”成本较高，而一些二三线城市成本相对较低，随着经济转型升级背景下的产业转移，将促使更多的人向二三线及中小城市分流，从而有利于促进地区间的均衡发展；另一方面，长期来看，随着人和资源分配均衡化及地区间差异缩小，也能从根本上缓解热点地区房地产价格上涨压力。

第三，虽然经历了上半年的预期频繁落空，但市场并没有形成新的适应性预期，对大多习惯于高增长和刺激性调控模式的投资者来说，仍不断试图从政策层面挖掘规模刺激的预期。尤其是7月底中央政治局经济工作会议因未强调“调控”字眼而被市场广泛解读为调控放松——这是市场的“反向思维”，对政策放松预期显然已经过头了。从本局政府历史常务会推出的具体“稳增长”措施来看，政府手中有很多放松楼市调控之外的“稳增长”途径，在房价依然快速上涨的情况下，不必也不会放松楼市调控。

在下半年轻济下行压力较大的情况下，政策面需要明确重申楼市调控定位，让市场保持稳定和合理预期，维护好房价环比涨幅连续4个月小幅回落的调控效果，否则本轮调控又将重蹈以往历次调控覆辙，不论政府公信力还是经济结构调整转型，都将承受更严重更持久的打击。

最后，还要适时扩大房产税试点，稳定市场预期，增强预期管理效果。房产税自2011年初在上海、重庆启动以来，作为典型的经济调节手段一直备受关注。实践已证明通过行政强力维持房价平稳很难，常常做不到，因此楼市行政调控手段让位于经济调节手段将是必然趋势。经济手段通过影响微观主体的成本效益权衡从而影响个体决策，从根本上保证个人理性和激励的统一，从而建立起引导房地产市场健康发展的长效机制。

虽然当前房产税在调控房价中的作用并不显著，对房产税争议也一直不断，但在房价过快上涨的地区，通过扩大房产税试点等方式作为预期管理的工具还是非常必要的。

（作者单位：财达证券）

杜绝造假行为 须从政府自身做起

方岩

全国文明城市复检工作正在如火如荼地进行。据悉，南方某城市为了保住文明城市称号，煞费苦心祭出两大“法宝”：一是安排工作人员到待检社区的住户家中冒充家人，以应付检查；二是对检查组成员的行踪全程监控，以便做好“危机公关”。

创建文明城市是一项系统工程，可以推动城市各种文明指数得以迅速提升，对一座城市的发展具有重要意义。不过，对于创建过程中出现的如此不文明之举，值得好好反思：安排工作人员到居民家中“潜伏”，是彻头彻尾的造假行为；对检查组实施“谍报”战术，则是为进一步造假找准“火力点”。

素有“铁面宰相”之称的前总理朱镕基，在任上高举反对政府造假的大旗，让造假者战战兢兢。此前出版的《朱镕基讲话实录》一书中披露，他对于安徽南陵县粮库腾挪造假之举曾严词痛批：“连我都敢骗，真是胆大包天！”言语犀利，率真如斯，无怪乎其新著《朱镕基上海讲话实录》甫一面世，就掀起新一波的“朱镕基热”。对于财经界而言，念兹在兹的还是他为三家国家会计学院题写的“不做假账”训诫，犹如公堂上挂着“明镜高悬”的匾额，威严肃穆。

朱总理是这么说的，一些会计师事务所却不是这么做的。

以资本市场为例，近年来陆续曝光的绿大地、万福生科等造假案例，就与会计师事务所失守职业底线、参与做假账密切相关。值得警醒的是，在这些案例中，企业实际控制人人与中介机构固然是主谋，

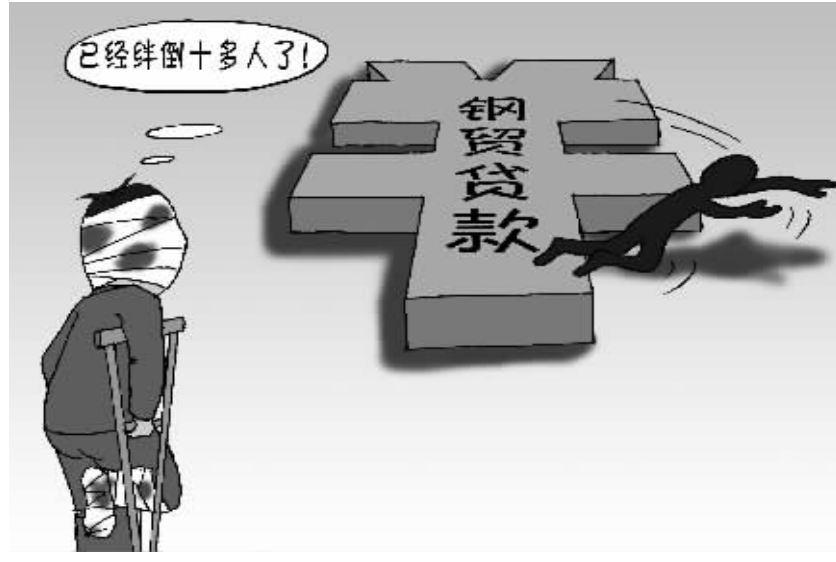
但是一些地方政府为其造假大开方便之门，充当“保护伞”，却屡屡逃脱法律的制裁。资本市场是信用市场，如果地方政府总是混淆政府与企业的边界，以政府信用为企业的造假行为做背书，最终只能是各方皆输。

回到开头所说的创建文明城市一事，类似南方这个城市的所作所为绝非孤例。如果各个城市借创建为名，轰轰烈烈搞形式、扎扎实实走过场，纷纷在“叠外招”上下足功夫，以此骗取全国文明城市头衔，那么这样的桂冠又能有多少含金量？而创建背后的种种不文明之举，更是对文明城市标牌的极大反讽。

负面影响还不止于此。对于涉事的政府工作人员，有了这一次的“导演”、“助演”与“群众演员”经历，或多或少会影响其今后履职的价值取向。既然“上面”、“上面的上面”在这件事上可以造假，关乎政府形象的其他面子工程，再造假又有何不可？以此类推，给GDP注点水，为民生工程贴点金，帮亲朋好友骗取保障房……权杖在手，其余几何？

不可否认，近年来百姓对政府的信任度，并未随着我国GDP突飞猛进而节节攀升，个别地区甚至出现严重背离情形。如何取信于民？诚信是第一要务。要树立全社会的诚信环境，在国际上展现更好的大国形象，政府就必须带头做出表率，从自身做起，坚决整肃造假行为。同时也要加快转变职能，改变角色定位，建立有效的监督体系，真正把权力关进制度的笼子里。对于徇私舞弊、败坏政府形象的造假行为，必须让其曝曝光，出丑，情节严重的，不妨让其掉乌纱、蹲班房！

江苏十名银行行长因违规参与钢贸贷款落马



经济形势不乐观，钢贸贷款有麻烦。产能过剩咋出货？资金紧缺猛公关。行长受贿贪污，贷款出笼回收难。银行坏账谁接手？最怕全民来买单。

赵天奇/漫画 孙勇/诗

警惕国际资金外流再次来袭

曹雪锋

2013年8月19日，印度、泰国、印尼股市分别下挫1.56%、3.27%和5.58%，黄金、白银、伦敦、伦敦铝等全线下跌。8月20日，亚太股市再次大幅下跌，日经225和恒生指数跌幅超过2%，泰国综指跌幅一度超过3%，印尼雅加达综指跌幅一度超过5%。

亚太股市市场大跌，与各国或地区自身经济状况有关。泰国二季度经济增速2.8%，低于市场一致预期的3.3%，更是大幅低于一季度的5.4%；印尼面临的高经常项目赤字和通胀水平引发市场对紧缩货币的担忧。在经济状况不佳的背景下，美联储退出QE的预期增强引发的资金流动则是市场大跌的直接推手。

8月14日美国最新经济数据显示，8月10日当周初次申请失业金人数为

32万人，为2007年10月以来的新低，同时7月消费者物价指数(CPI)年率增长2.0%。受经济数据影响，市场对于美联储退出QE的预期更加强烈。

亚洲股市和全球股市眼下环境与5月底类似。5月份伯南克讲话引发缩减QE预期，并导致全球市场下跌，近期的市场情况似曾相识。从5月23日日本股市暴跌的情况，可以推断国际资金流出是6月全球市场下跌的重要推手，伯南克讲话后，5月23日日本股市大幅下挫领跑全球，跌幅高达7.32%。日本每日的交易额中60%为外国投资者，5月23日前后在日本的外国证券公司出现大量股指期货的抛盘。从这些方面来看，国际资本外流很大可能是造成日本股市大跌的元凶。对于其他国家，尤其是新兴市场国家，5月23日到6月24日的下跌应该也与国际资本外流相关。EPFR数据显

示，东南亚国家的股基和债基出现大幅资金净流出也是在5月23日之后。

QE退出预期可能再次来袭。7月中国和香港资金流出减弱，但近期又现波动，等待联储纪要给出明确方向。根据EPFR数据，截至7月3日为止的一周，中国股票基金资金流出为两个多月的最低值，达1.7亿美元。截至7月24日为止的一周，约5300万美元流入香港股票基金，而中国股票基金连续第十周资金流出，但流出资金金额大幅减少。

但事情又出现变化，截至8月14日的一周内，中国股票基金的资金净流出额达到51亿美元，再次创下13周来的新高。

美联储本周三(北京时间周四凌晨)将发布上次会议的纪要，当前投资者都在等待从会议纪要中得到对美联储QE缩减计划更明确的判断。如果纪要显示

9月中旬QE缩减计划比较确定，将会冲击到A股市场，但不会出现6月那样的大跌。

5月份，全球只有美国经济显示复苏迹象，市场对包括中国在内的新兴市场担忧异常强烈。在QE退出预期加强的背景下，国际资金避险情绪高涨，风险偏好降低，从新兴市场大量流出，而当前，中国经济出现好转迹象，欧洲经济见底迹象也非常明显，国际投行也提升了对中国经济增长的预期。

因此，我们要密切关注本次联储会议纪要的内容，如果QE缩减预期确实更加确定，将会对A股市场产生不利影响，但考虑到中国经济预期改善、三中全会临近、蓝筹股估值较低等因素，我们认为出现6月份那样的恐慌性下跌概率较低。

（作者单位：华融证券市场研究部）

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。