

Opinion

Observer 上证观察家

我国产业结构的优化升级、经济增长模式的转变,关键在于节能、环保产业的发展,因此,应当开创新型融资模式,积极利用国内外资金,并将稀缺的资金投入到关系节能、环保产业发展全局的技术创新、开发和技术成果转化上。如此,我们才能在有限的资源条件下实现可持续发展,才能解决经济高速增长中的过热问题,才有望彻底转换经济增长模式。

开创新型融资模式 推动增长方式转换

李奇泽 李靖

在世界金融危机不断深化背景下,我国出台了旨在扩大内需的一系列积极的财政政策和宽松的货币政策。这些政策“出手快,出拳重”,在提振市场信心,拉动内需的同时,也引起了各方对未来经济可能过热的担心。

但是节能、环保项目不同于一般的投资项目,投资风险高,生产周期长,在实践中,融资难的现象普遍存在,严重制约了节能、环保产业的良性发展。这就需要我们突破传统融资模式的束缚,针对节能、环保产业的特殊性,开创新型融资模式,拓宽融资渠道,加大金融支持力度。尤其在现阶段,把我国的投资重点放在有关技术创新、节能环保的研究、开发和科技成果转化上,以期提升我国经济的总体技术水平,促成经济增长模式的顺利转换。

笔者认为,应当以当前扩大内需为契机,开创新型节能、环保产业的融资模式,拓宽融资渠道,目前可以从以下几个方面着手:

第一,追加对节能、环保产业的财政投入。在4万亿全面拉动内需的投资项目中,对节能、环保产业的投资只有3500亿,占比不到10%,应该进一步加大该产业的投资力度。节能、环保产业的发展和壮大关系着我国产业结构调整升级,经济增长模式的转变,因此是一项长期的系统的工程,必须给予政策的倾斜,加大该产业的投资力度。

第二,鼓励商业银行积极实践“绿色信贷”。政府可以通过财政贴息手段引导商业银行向节能、环保产业投资。商业银行应当降低对节能、环保产业的贷款

门槛,放宽担保条件要求,可以考虑以企业的经营状况和节能项目的现金流为贷款审批的主要考量因素。

第三,鼓励节能、环保企业通过资本市场融资,对条件成熟的节能、环保企业可以优先考虑上市。股票融资是吸收社会闲散资金进行投资的非常好的手段,拓宽了融资渠道,使节能、环保项目融资走向市场。从1996年沈阳特种环保设备制造股份有限公司成为第一家向社会公开募股的环保企业以来,经过多年的发展,我国已经形成了证券市场中的环保板块,为节能、环保项目融资打通了市场融资的渠道。

第四,鼓励私募股权基金向节能、环保产业投资。私募股权基金介入节能、环保领域,既可以为企业注入资金,解决项目建设资金不足的问题,又可以辅助其在证券市场上进行融资,实现节能、环保产业与资本市场的结合。

第五,考虑发行有关节能、环

保的特种国债和地方政府债券。地方政府在对节能、环保项目充分调查和反复论证的基础上,根据当地财政状况发行一般债券或收益债券。对于财政收入比较充裕的地方,可以发行一般债券,通过税收偿还本息。对于收益债券是通过项目收益来偿还本息的,因此非常适合财政收入相对较少的地方。

第六,积极发展地方“中小企业集合信贷”。地方政府可以根据当地节能、环保产业发展的实际情况,引导地方担保公司和地方银行,以产业链为纽带,以骨干企业为核心,对多家中小企业“打包信贷”。这样,一方面发挥了规模经济效应,降低了银行的运营成本和管理难度,另一方面也降低了企业的利息负担。

第七,鼓励节能、环保产业通过资产证券化手段,吸收民间资金。节能、环保企业作为发起人能够在未来产生现金收入的资产或收益权出售给特设交易机构

(SPV),SPV作为债券的发行人,用发行债券的收入购买要证券化的资产,并利用该资产未来的现金收入向投资者还本付息。这种资产证券化的融资模式不仅为项目提供了广阔的融资渠道,而且由于其具有破产隔离、信用提高等特性降低了投资者的投资风险。

第八,设立节能、环保政府基金。政府可以通过建立专业的节能、环保基金机构,为节能、环保项目提供资本金,并结合资产证券化手段吸引民间资金,充分发挥政府基金的“杠杆”作用。

第九,鼓励节能、环保项目建设的国际合作。由于我国目前投入巨额资金用于节能、环保工程尚有一定困难,政府应加强项目的国际合作,吸引国际资金参与国内节能、环保项目建设。节能、环保投资项目既可作为法人吸引外资,也可作为中介人、担保人协助企业吸引外资。

(作者单位:中央财经大学证券期货研究所)

通胀可能抢在经济复苏前

姜山

5月CPI和PPI同比继续双双为负,自今年2月以来这是连续第四次了。从分类数据的明暗看,中国目前面临的通胀压力正在逐步得到缓解,而结合国际上近期的主要大宗商品价格变化情况,不难发现通胀因素正开始抬头,有必要未雨绸缪,及早做好预防和应对措施。

由于时滞因素,大宗商品价格上涨尚未明显体现在5月数据之中,但我们不可忽视近期出现的几个重要信息。首先是6月1日的成品油价格上调,汽油和柴油价格分别上涨了7%和8%,这将会显著影响6月的CPI数据,尽管国家有意控制了成品油价格的调幅,但国内成品油价格形成机制的改革将会显著加快国际油价到国内成品油价格的传导速度,由于5月初以来国际市场的原油价格已上升了接近40%,成品油价格再度上调的空间极大,也将会进一步拉动CPI,其次是钢材价格重新上扬,彭博资讯周三发布了宝钢上调7月钢铁出厂价格的消息,其主要产品价格上调10%至15%,改变了4、5月出厂价格下调的趋势,这显然是4月底以来钢材市场的现货价格走高所带动的,而随着大宗商品

期货价格的飙升,近期其他主要的金属产品和制品的出厂价格也可能再度抬升。

在4月份新增贷款大幅回落之后,5月的新增贷款数额再度回升,据媒体报道,同比增幅将升至30.6%,M2同比上升至26.5%,新增贷款数额将达到6500亿元以上的水平,再加上此前有关下调部分投资项目资本金比例的政策,以及中央第三批投资的分解落实后的信贷需求,6月信贷规模将继续有所增长,宽松的货币投放在保证市场充裕流动性的同时,也将会对CPI和PPI的走势形成持续的拉动作用。

虽然目前市场上对于通胀是否会很快成为现实仍有颇多不同看法,但我们必须对全球主要经济体过度宽松的货币政策保持充分的警惕,正视由此带来的大宗商品价格的不断攀升所可能形成的通胀因素。我们不应忘记,2007年到去年年中所形成的通胀走势很大程度上就是由于大宗商品价格急涨所致形成的外生性因素作用的结果,而在目前商品期货价格能够快速影响到现货市场价格的时候,由于国际市场的套利和操纵行为的存在,通胀很可能在经济复苏前出现,并由此催生新一轮经济泡沫。

(作者单位:东航金融)

大宗商品市场急涨阻挡经济复苏脚步



李志明

全球经济,尤其是美国今年以来以来下行的速度放缓的信息,不仅使世界各国经济决策层有所放松,同时也触发了全球金融市场、大宗商品市场的恢复性反弹。各国证券市场与大宗商品市场繁荣,可以看成是经济“止跌反弹”的一个重要信号,但事实上,上述两者与当前全球性的流动性泛滥不无瓜葛。

世界性的流动性过剩,主要源于此前各国政府救市资金的过度运用,或者相应救市资金未能被实体经济充分吸收而有所外溢。换言之,因实体经济仍处于衰退阶段,实际所需的资金规模甚至要小于正常时期的规模,而政府援助带来的资金出现过剩,为寻求合理的保值增值途径,遂选择进入证券市场与大宗商品市场。

德国总理安格拉·默克尔上周以强硬得令人惊讶的措辞,批评了全球各大央行,称他们“大印钞票”,货币政策可能加剧,而非缓解经济危机。虽然其言论可能过于偏激,但是道出了深为各国政府央行所担忧的话题——经济救援时期不择手段的投放流动性所带来的政府财政赤字与通胀压力隐忧,正在随着经济逐渐好转而显现。为此,美联储主席伯南克也已表示,美国必须开始致力消除巨额预算赤字,否则最终将侵蚀投资者信心,长远损害美国经济前景。

目前来看,流动性过剩已成证券市场与大宗商品市场不断被推高

的最重要原因之一,这将给未来经济复苏带来诸多隐忧。其一,流动性过剩与证券市场相互推动将吸引更多资金脱离实体经济,而转入上述两大市场。也即证券与商品市场投资的高收益性“挤出”了实业投资。如果在经济由跌转涨时期,实体经济不能得到足够的资金供给的话,那么经济复苏的前景无疑将大打折扣。

其二,如果说证券市场繁荣会为上市公司提供更好的IPO、增资直接融资的机会,那么大宗商品市场的持续增长则只会增加实体经济的复苏成本。即使是处于经济正常运转时期,原油、矿产品与农产品价格的持续上涨都会带来上游成本的急剧增加,进而导致普遍性的价格上涨与需求萎缩,甚至可能导致失业增加与经济衰退。

而对于目前仍处于衰退速度放缓,实质经济依然处于衰退程度加深时期的世界经济来说,原油等大宗商品价格在短短2月之内大幅上涨,实际上是个巨大的危险信号。原本稍见复苏曙光的实体经济,在再上游成本压力骤增的情况下,极可能再度陷入利润空间收窄,企业经营难以维持的困境。这一点不能不引起世界各国经济决策层的高度关注。

此外,由于实际上经济仍处于衰退中后期,客观上对大宗商品市场的需求并不如预期中的那么强烈。目前市场的大幅上扬更多的是基于对未来最为理想的预期,如原油市场上多数预期中国、美国等国家率先复苏将产生大量的市场需求。而实

际上世界各国在前期低位时期已经囤积了大量储备,美国能源部的数据显示,上周美国原油库存增加290万桶,至近3.66亿桶,远高于去年同期平均水平。而经历了2007年以前国际原油价格的巨幅上涨冲击之后,各国大力发展各类清洁能源,对国际原油的依赖程度预期将会不断下调,美国能源部公布,近期汽油日需求量减少50万桶以上,降幅5.4%,石油需求量已降至10年来最低水平。而中国更是着重为未来国内煤炭市场提供能源保障。

因此,一旦大宗商品市场意识到前期快速的上涨难以持续,或者经济基本面因通胀压力而面临反压,极可能出现大幅震荡,虽然这不会造成新的次贷危机,但在世界经济即将复苏的敏感时期,大宗商品市场出现这样的动荡,必然会产生众多的负面效应,如资金链断裂带来经济恢复困难等等。

虽由部分国内外金融人士认为目前已进入了牛市中后期,但是客观来说,经济基本面的喜忧参半,经济数据扑朔迷离,如美国个人收入虽然意外小幅上涨,但是失业率却创历史新高,新建房屋建设数据下降,是放贷利率仍处低位,全美绝大多数房地产市场仍处于下滑状态。经济是否能够彻底止跌反弹关键在于:此前政府的救援是否能够有效转化为经济体自身重启的动力。如果此时全球化的流动性过剩与大宗商品市场的暴涨,造成实体经济通胀压力加剧,企业经营成本上升、利润空间收窄,那么未来的救星是否会面临极大的不确定性。(作者系复旦大学金融学博士)

我国经济回暖基础仍不稳固

周子勤

自今年4月工业品价格首次由负转正以来已连续2个月上涨,从而结束了连续7个月的环比下降趋势。与上月比,4月和5月工业品出厂价格分别上涨了0.2%和0.1%,工业品出厂价格的持续缓慢回升,说明我国的工业生产基本稳定,但是增长乏力,经济回暖还不稳固。

首先,作为我国制造业发展动态的综合指标,采购经理人指数(PMI)仍不明朗。5月PMI为53.1,略低于4月的53.5。这是该指数连续第三个月升至50以上,自去年10月份以来PMI已有五个月低于上述水平。在PMI指数体系中,各分项指数虽然有升有降,但升降幅度不大。其中,新出口订单指数、产成品库存指数和购进价格指数上升,升幅在1个和1.8个百分点之间;其余各指数均略有回落,幅度多在0.5个百分点以内。可以看出,PMI连续3个月位于50以上,表明目前国内制造业的状况已优于去年4季度,制造业反弹的趋势已确立。不过5月PMI较4月小幅下降,又显示短期内制造业的状况仍不很稳固。

这个走势与近期发电量、工业增加值的走势是相一致的。5月,全国发电量同比减少3.54%,这一降幅,与4月全国发电量经济复苏将会面临极大的不确定性。5月,全国发电量同比减少3.54%,这一降幅,与4月全国发电量经济复苏将会面临极大的不确定性。5月,全国发电量同比减少3.54%,这一降幅,与4月全国发电量经济复苏将会面临极大的不确定性。

疆、西藏等的统调用电量增长高于全国平均增长水平,但江苏、浙江、上海、山东等沿海省市依然“负于当头”,山西、青海、宁夏、内蒙古等地的同比降幅仍达到两位数,3.54%的降幅,至少准确无误地传达了两个事实:全国发电量已从“大幅回落”走向“底部企稳”阶段,发电量有我国回暖的迹象尚不明显。作为经济运行的风向标,发电量在“低位徘徊”中要实现“有力抬头”,尚待时日。而从目前全国区域发电量的增速差别来看,西部资源密集型的省份和东部以出口为主的沿海省份,发电量指标都不容乐观。这也是国内经济回暖基础仍不稳固的一个证据。

此外,在4万亿的经济刺激计划中,大多都由央企和地方国企拿走了,央企企业的营收却并不理想,中央企业利润在去年四季度已报亏,当时还可以部分归咎于政策亏损。不过尽管自去年上半年以来,中央企业就采取了多项措施加强管理、降本增效,但今年1至4月份,中央企业的营业收入下降9.2%,利润下降36%。同期地方国有和国有控股企业营业收入下降8.4%,利润下降58.1%。这些降幅均超过国家统计局公布的1至4月份全国22个地区的工业利润降幅的平均水平。在当前的经济形势下,央企成为我国经济转型的关键。而与央企利润大幅下滑一样,我国的外贸形势也难以摆脱全年负增长的局面。



印度总统普拉蒂巴·帕蒂尔宣布,将启动城市住宅工程,5年内建成“没有贫民窟的印度”。这意味着建造2500万套住房,难度不小,其可行性遭舆论质疑。漫画 刘道伟

穆迪们的独立性在哪里?

晓晔舟

雷曼倒了很久了。酗酒的人已死,可不断给酿酒者提供粮食和技术指导的,即所谓国际权威评级机构,如穆迪和他的兄弟们,不仅活着,而且活得很好。

评级,向被评级者收费,这是穆迪、标准普尔和惠誉三兄弟的商业模式。这其中的利益冲突显而易见。对客户说“不”,从这场金融危机的教训来看,以“独立性”为标榜的评级机构,其实也很难做到。

比较分析一下穆迪多年的年报,在2001年之前,还比较“务正业”:为公司债提供的评级占其收入来源的绝大部分。此后,随着美国乃至全球房地产金融市场的蓬勃发展,为房地产相关的抵押债券及其次级债的评级,成了穆迪新的盈利增长点,进而成为主要收入来源。至今在穆迪和标普的网站上,可以看到他们的业务重点仍是住房抵押贷款支持证券、资产支持证券评级,也就是让人闻之色变的ABS等次级债。

评级,以及次级债的次级债,之所以能够不断被转卖出去,最终形成巨大的杠杆效应,就是因为这些高风险的次级债能够不断地获得“AAA”、“AA”的评级而被认为是安全产品,从而吸引了全球其他国家的金融机构甚至散户的购买。

一方面,有了这样的评级,诸如雷曼、贝尔斯登、花旗等金融大鳄大量把这样的产品通过全球销售网络,推销给全球的其他金融机构,从而获取了巨额的交易佣金和自身交易利益。由如此“声誉”好且实力强的机构来发债,加上“权威”投资评级,以及有固定的利息回报,这样的产品一下子风靡全球。

行一次抵押债券,都需要评级公司的评级,评级—发售—评级—发售,这样的商业链条,使得评级公司有了源源不断的利润来源(几乎是为公司债券评级的收费的3倍),并乐此不疲。不幸,股市下跌了,经济下滑了,资产价格应声下跌,巨大的泡沫开始破裂。于是,穆迪等公司也然有件事在一夜之间纷纷调低了之前他们给出AAA、AA级评级的次级债,也下调贝尔斯登等公司的评级。

想一想,如果评级公司真的独立和权威,难道之前就没有发现每一次评级所隐含的风险么?如果真的没有发现,那么这些国际评级机构还有什么水平可言,权威性又在哪里?与银行或者其他金融机构不同的是,评级更是一种旱涝保收的业务。也就是说,他们之前的判断,即使之后被认定是错误的,也无需承担任何责任。

穆迪在自己的网站上,这样吹嘘评级的益处:“投资者可以把评级用作若干用途,从而令发行人受益”。穆迪更坦言,在当今的全球市场上,评级就相当于通向国内外债务融资渠道的“信用护照”。只是如果这个护照以商业利益为基础,还有什么信用可言呢?

重建全球金融市场的信用体系,亟须重构“信用护照”的颁发体系。评级机构,必须为自己的行为负责。唯有在脱离了商业利益的、真正公正且独立的评级体系下,全球金融市场的信心才能切实得以恢复。

Column 专栏

别误解误读误判了物业税



王福重

房子是耐用品,会提供收益流,这个收益流的现值之和,就是房子理论上的现价。如果这个收益流下降了,房价就会下降,反之,则会上升。如果其他因素导致的收益增加,抵消了物业税,净收益就会增加,房价会上升。所以,征物业税,对房价的影响非常不确定。希望物业税降低房价,打击房地产投机,从长期看,可能只是一厢情愿的幻想。

其实,把国务院《2009年深化经济改革工作意见的通知》“深化房地产税制改革,研究开征物业税”这句原句原话,解读为要开征新税,是误解。1986年,中国就有了房产税,就是对拥有房屋产权的人课征的一种财产税(对租金也征)。从现在披露的关于物业税的信息,可以认定,物业税不过就是根据新形势把房产税调整一下而已,并非新税。如果对拥有房产开征新税,那就是重复课税了。改革房产税确实必要。20多年来,不但居民拥有住房的方式、房地产市场经历了巨大变化,就是整个税收制度,也经过了重大调整,相应调整房产税,改个更贴切的名字,都是可以理解的。因为对房子征税存在诸多技术难题,房产税虽然存在多年,征收的效果却不理想。比如,按照现行的《房产税暂行条例》,房产税的计税依

据是“房产原值一次减除10%至30%后的余值”,可原值是多少,不易确定,因为同样的房子,有成本价、房改房、经济适用房、两限房、商品房之分,即使同为市场价,也相差悬殊,要评估、确定计税依据,就得找大批专家一个一个核算,费用很大。

计税依据的麻烦,是房产税(物业税)的宿病,连经验丰富的美国税务部门,也都头疼不已。不过,对物业税来说,计税依据不过是疥癣之疾,不是最要紧的。现在,围绕房地产的税,有好几个,比如营业税、城市维护建设税、契税、印花税、土地增值税等等,这些税,虽然名义上由房地产企业缴纳,实际上却完全由购房者承担。从整个税收制度,也经过了重大调整,相应调整房产税,改个更贴切的名字,都是可以理解的。按照经济学的理论,买房,主要是投资行为,应该受到鼓励。所以,不少国家,不但购买人的税负极轻,还能享受到其他税收照顾,如允许按照购房价格的一定比例,抵扣个

人所得税的应纳税所得额等。购房退税的惯例,我们至今没有实行。房产税,或者物业税公平的作用极为有限,不会因为征物业税,穷人就能住上房;调节经济也谈不上;其唯一的目的,就是增加地方财政收入。现在地方政府想的就是如何增加收入,因为地方事务繁多,支出太大,而中央财政也没有多少转移支付的空间。现在,房价越来越高,房子又是不动产,征税比较方便。所以,物业税是地方政府最好的收入渠道。有人建议,如果开征物业税,就不再征收营业税等,也不再征收各种费,这几乎不可能。有人把物业税理解成政府对服务的收费,个人买了房子,可是政府提供了保护,应该交税。这也是一种误会。因为公民已交了其他税,政府有义务,也有财力保护公民的个人财产安全。

有关部门,应该出来明确一下“研究开征物业税”,具体内容到底如何?什么时候征?要知道燃油税从“研究开征”到靴子落下,经过了十几年来。大家现在最关心的是,物业税如果真的开征,是不是会抬高本已难承受的高房价;如果征收物业税,那些拥有多套房的炒房人,成本会不会增加,因此可能打击他们的投机积极性,进而会稳定房价?物业税肯定会影响房价:房子是耐用品,人们买房,是因为在以后很多年里,房子会提供收益流,收益流的现值之和,就是房子理论上的现价。如果收益流下降了,房价就会下降,反之,则会上升。当然这是理论上说的,实际情形要复杂很多,不过这是一个观察和判断的重要视角。人们买房会获得哪些收益呢?第一,租金。把买的房子租出去获得租金,这是显性的租金。如果自住,就不必再出去租房,实际上为自住者节约了租金,这是隐性的租金收入,虽然业主并没有实际得到租金,但因为节约了租金,提高了业主的消费能力。所以,物业税一般也包括对租金的课征,当然,隐性租金没法征,在这个意义上,自住者占了便宜。第二,房屋的增值收益。城市的

土地是稀缺的,正常情况下,房屋会增值,长期更是如此。

但是,拥有住房也要付出成本:第一,抵押贷款利息。大部分人都没有抵押贷款,每年要付出利息。第二,税收(和其他费用),即房产存续期间的财产税(房产税或者物业税)、所得税等。

所以,拥有房子,每年获得的净收益是:租金加上房屋增值,再减去利息和税收。房子的现价,就是每年净收益的折现值之和。如果其他条件不变,只是增加税收,那么,拥有房子的净收益就会下降,房子现价会下跌。因此,如果条件适当,物业税有降低房价的作用,也可以在一定程度上抑制炒房。

可是,其他条件不变几乎是不可能的,房子的租金和增值收益,就不好确定;抵押贷款利息也是变化的。如果其他因素导致的收益增加,抵消了物业税,净收益就会增加,房价会上升。所以,征物业税,对房价的影响,非常不确定的。希望物业税降低房价,打击房地产投机,从长期看,可能只是一厢情愿的幻想。(作者系北京航空航天大学金融研究中心常务副主任)