

减税对当前中国经济发展有积极意义

自今年以来,我国的物价水平持续高位运行,经济增速明显放缓,一些学者呼吁政府实行减税来刺激经济,扩大内需,帮助企业与居民更好地应对通货膨胀。政府下一步可考虑的减税措施主要有以下五个方面:第一,继续推进税费改革,除费减税;第二,加快增值税转型;第三,提高企业所得税起征点;第四,再次提高个人所得税起征点;第五,改革出口退税政策。

◎陈梦根

今年以来,物价水平持续高位运行,经济增速明显放缓,一些学者呼吁政府实行减税来刺激经济,扩大内需,帮助企业与居民更好地应对通货膨胀。最近财政部公布的有关统计数据,上半年财政收入盈余达11926.17亿元,这使得减税的呼声更高。

税负过重,历来是备受诟病的社会焦点之一。过重的税收与税收的过快增长有可能脱离经济发展的基本面,给经济发展带来负面影响。

从目前来看,减税是调整国民收入的分配格局重要途径之一,可以适当增加居民与企业部门在国民收入中的分配比例,减税有助于帮助居民与企业更

好地应对通货膨胀;减税是扩大内需的有效手段。

近年来,政府财政收入持续快速增长,为减税创造了条件。上半年我国国家预算收入完成34808.19亿元,同比增长33.27%,国家预算支出22882.02亿元,同比增长27.69%,财政收支相抵盈余达11926.17亿元。万亿盈余说明,当前财政很充裕,这为政府推行减税政策提供了较好的时机和空间。

笔者认为,下一步,政府主要从以下五个方面考虑出台减税措施:

第一,继续推进税费改革,除费减税。中国税收制度改革的一个重要方面是有关税费调整的问题。税收制度是否科学合理,关键在于激励机制是否正确。我国税收错误激励的主要表现为税

费并存,费用过多,导致政府官员寻租空间增大,企业成本上升。因此,现行的税收激励机制需要改进,该征的必须征,该减的必须减。例如,加征燃油税、资源税,取消养路费。进一步推进费改税,并尽可能降低税费,有利于明确企业成本预期,降低寻租空间,从总体上减轻企业负担。这既是对目前经济形势的救急之举,从长远来看,税收激励机制的改良,最终也通过企业的发展带来稳定的税源。

第二,加快增值税转型。中国采用的是生产型增值税,与国际上通行的消费型增值税相比,不允许企业扣除购进的固定资产,因此,税基大于GDP,这不是企业增值额的收入也要课税,影响技术进步和经济结构的调整。加快增值税转型是一项重要的“减税”措施,增值税由生产型转为消费型,主要表现在增值额税基的缩减,核心内容是允许企业购进机器设备等固定资产的进项税金可以在销项税金中抵扣。增值税转型有利于增加企业现金流,提高企业设备投资和技术改造的积极性,增强企业自我发展能力,避免重复征税。

第三,提高企业所得税起征点。在国际大宗商品价格大幅上涨、国内要素价格高企、人民币升值等因素的共同作

用下,企业盈利空间明显减小,1-5月份全国规模以上工业企业实现利润10944亿元,同比增长20.9%,比上年同期回落21.2个百分点。特别是中小企业,面临严峻的生存压力,今年上半年6.7万家规模以上的中小企业倒闭。为此,政府可以通过减税扩大企业利润空间,最主要的是降低中小企业税负,扶植中小企业发展,增强经济发展的活力。令人高兴的是,据报道,政府有关部门正研究将中小企业纳税标准从年应纳税额30万元提高到50万元。

第四,再次提高个人所得税起征点。近年来,个人所得税呈较快增长。今年上半年个人所得税完成2135亿元,同比增长27.3%,远高于同期GDP10.4%的增速。据统计,在个税总收入中,工薪阶层贡献了60%的份额,而富人的纳税份额不到10%。一般认为,个人所得税增长快于GDP和居民收入增速是不合理的。我国已先后两次调整个人所得税起征点,2006年1月1日从800元提高到1600元,2008年3月1日再次调至2000元。当前,由于物价水平持续高位运行,2000元的起征点已显太低。适时调整个税起征点,有助于提高低收入人群的可支配收入,帮助

居民更好地应对通货膨胀。笔者认为,可以将个税起征点定为3500元至4500元,以免频繁调整。同时,政府应适时调整个人所得税制度,待条件成熟,可考虑实行地区差异化的个税制度、以家庭为征收对象的个税制度,推动个人所得税的指数化,同时逐步从区分不同收入来源的分类个人所得税制度向综合所得税制转换,综合计算纳税人各种形式的收入,同时允许纳税人扣除合理的生活开支。

第五,改革出口退税政策。由于全球经济放缓、要素成本上升、人民币升值等因素影响,许多出口企业陷入困境。在此背景下,政府应充分考虑企业部门的实际状况与承受能力,给予此类出口企业一定的缓冲期,否则人民币过快升值将引发大量外贸企业破产倒闭,进而严重影响就业,推垮长期经济增长的基础。因此,政府可以通过提高出口退税率帮助企业渡过难关,尽快实行转型和产业升级。更重要的是,在当前的外贸环境下,在调整出口退税政策时应落实国家产业发展政策,提高鼓励出口产业的出口退税率,如机械、电子等高科技、高附加值产品。

(作者系宏源证券研究所宏观经济研究员、教授)

■今日看板

救市:重建A股市场秩序

◎乐嘉春

当今A股市场如此羸弱,任何消息面的风吹草动,都会引起A股市场的巨大波澜。不过,有一点可以确认,单靠“舆论干预”来搪塞市场对救市诉求的预期效应已经不再有效,市场真正期待的是有实质性内容的救市政策措施。

回顾A股市场的发展历程,每当A股股指处在历史高位时,监管层都会首先以“舆论干预”的方式来调控市场,且总是屡屡生效。因为,此时市场本身的泡沫已经产生,加上市场习惯于听从管制的声音,这使得市场从狂热情绪中清醒过来,如果再增加一些临时性的实质性干预措施,最终A股股指就会渐渐出现向下调整。

在A股发展进程中为何会屡屡上演同样的一幕,这足以让我们可以看清管制的力量有多大。透过这一历史现象,我们也可以认识到,中国在治理股市过热问题上有的方法和手段。

但是,当A股市场处于其历史低位时,我们似乎又看到了另一番市场情形:监管层以“舆论干预”的方式来调控却总是不那么有效。因为,此时市场本身的泡沫已经消解,剩下的是备受股指惨跌下跌挫伤的投资信心。尽管此时市场已具备投资价值,但仅靠“声音”而不是出台真正的实质性干预措施,是很难挽救脆弱的A股市场的。

只要翻阅一下A股市场的简短历史,每次市场出现大转折,尤其是当熊市转向牛市时,无不都是由出台干预性政策措施所触发的。如果这类干预性政策措施是急就章的,那么由此触发的行情肯定是“昙花一现”的;如果这类干预性政策措施是更注重于制度性建设的话,那么A股行情可能会走得更远一些。

这说明,如同我们可以让A股市场快速降温一样,要想让A股市场重新振作起来,看来也离不开干预性政策措施的出台与实施,但这种干预不能流于“舆论干预”之形式,而更应注重重塑A股市场市场化基础的制度性建设之实质。

也许,有人会以,政策干预是与市场经济原则或市场化原则相违背的。其实,这种程式化的理解是一种误解。因为,市场也会出错,需要政府的适时干预来予以纠正。就如同当前A股市场的非理性下跌是一些非经济因素造成的。此时,需要通过政策性干预来纠正A股市场的“出错”,将其回归到合理的发展轨道上。

但是,一旦谈到我们也需要对A股市场进行干预时,就有人会以强调中国特色作为理由来加以拒绝,甚至认为当前A股市场本身就不是市场化的,何以要进行干预?问题恰恰在于,如果说A股市场在本质上是而非市场化的,更是说明管制的力量有多大,那么就更需要通过干预来恢复A股市场的正常秩序了。

所以,就目前而言,当A股市场步入危机时刻时,再去讨论是否要救市,似乎已没有什么意义了,这不是一个理论问题,而是一个市场或言实践问题。也就是说,在A股市场已步入危机时刻时,我们决不能再放任股市的持续非理性下跌,适时救市才是A股市场的真正救市之道。

当然,救市并不是一次性的临时干预,而是更注重A股市场的制度性建设,通过“还原”A股市场的一个真正市场化基础,来逐步解决诸如IPO、大小非解禁和机构投资者等制约市场发展的瓶颈问题,以促进中国股市的长远健康发展。

■特别报告

“大小非”能否为金融服务带来更多良机

由于“大小非”持有股份的成本很低,可预计的巨额减持压力打击了沪深股市投资者的信心。而通过分析可以看出,对“大小非”而言,无论是已经进入流通状态的解禁股,还是未进入流通状态的限售股,存在很多派生的需求,进而带来金融服务的良机。从当前来看,股权质押融资、委托贷款、大宗交易、市值管理等市场解决方案,可为大小非减持提供新的思路。

◎黄春铃

始于2005年的股权分置改革,使得4572亿股原本处于限售状态的上市公司股权在各自承诺的锁定期满后可以获得自由流通的权利。根据这些股票所有者在上市公司中的地位,市场将它们称为“大小非”或“小非”。“小非”是指小规模的限售流通股,占总股本5%以下;“大小非”是指大规模的限售流通股,占总股本5%~10%。解除流通限制后,在二级市场抛售股票的行为,称之为“大小非”减持。

由于“大小非”持有股份的成本很低,市场普遍认为,可以预计的巨额减持压力打击了市场投资者的信心。“大小非”已成为一个刺激投资者神经的词汇。

一、“大小非”减持或不减持的行为动机

(一)减持
由于“大小非”持有上市公司股份目的有明显差异,导致其减持的行为特征具有一定的差异。一般来讲,“大小非”更注重对公司的控制权,其减持的主要目的除套取现金外,还在于将持股比例调整到合理的范畴内;而“小非”则一般不注重对公司的控制,其获得上市公司股份的目的就在于套现获取利润。总体而言,当前来看,“大小非”减持的动机包括以下三个方面:

1、解决流动性。随着宏观调控政策的紧缩,企业从商业银行获得贷款变动困难,导致很多企业出现流动性困难。迫于流动性压力,出售持有股份,获取现金,成为“大小非”减持的主要动机之一。

2、进行风险管理。所持股份由非流通股转为流通状态,如果不进行出售,市值就会出现波动。规避损失,是股权管理的需求,如果没有其他风险管理措施,唯一的选择就是在合适的时点减持或抛售。尤其在股价过高,价值被高估,继续持有风险偏高的情况下,减持和抛售就成为一种理性选择。尤其对小股东,更有可能落袋为安,实现即期消费。

3、投资增值。在市场形势不好的情况下,减持股份,进行其他领域的投资,进行资产的合理配置,可实现资产的保值和增值。

(二)不减持
尽管“大小非”有很强的减持动机,但事实上,自2006年6月第一批股改“大小非”解禁至今,获得解禁的股份只有30%选择减持,低于平均日交易量的1%。减持并非“大小非”的唯一选择,主要基于以

下原因:
1、控股权问题。“大小非”,尤其是大非,普遍是上市公司的第一大股东和第二大股东,减持持有股份,会影响到其控股地位。处于控股权考虑,持有人会对减持决策持非常谨慎态度。

2、行业投资收益。大股东、战略投资者和小股东是不一样的,大股东的股权不会套,还取决于行业的投资比较收益。其股权是留在上市公司,还是退出来投到另一个上市公司,又或是退出后再投到其他行业,主要取决于行业的比较收益。

3、资本市场行情。当行情较好的时候,需要获取流动性的“大小非”会倾向于减持股份,而偏低的估值区间将会遏制部分减持动机。

二、“大小非”的市场需求和金融上市机会

从上述分析可以看出,对“大小非”而言,无论是已经进入流通状态的解禁股,还是未进入流通状态的限售股,存在很多派生的需求,进而带来金融服务的良机:

(一)解禁股
1、已减持股份的财富管理需求(小非)。对于已经实现减持的个人股东(如企业的高管层),在获取大额的现金后,具有高额的可投资资产,有很强的财富管理需求。这类高价值的客户,不仅是券商集合理财、基金公司专户理财的目标客户,也是商业银行财富管理的优质客户。

2、未减持的股份。对于未减持的股份,无论是出于控股权考虑、行业收益考虑,还是减持价格的考虑,具有较强的财富管理需求、融资需求或延期减持的需求。这类金融服务需求和限售股较为类似,但对资金的提供者而言,这类股份由于可以随时变现,风险相对较低,和限售股相比,投资收益和融资成本上相对偏低。

(二)限售股
限售股由于还未进入流通环节,无法在二级市场抛售获取流动性,这类股权当前最大的需求就是融资需求,通过持有的股权进行有效的流动性管理。

三、目前已有多种市场解决方案

目前市场上提供的市场解决方案主要针对限售股和未减持的解禁股,主要包括以下几种:

1、股权质押融资。公开数据显示,今年以来至6月初,累计已发生275笔股权质押融资,质押股权

达83.43亿股。融资的主体包括券商和信托公司,融资成本在15%~20%左右。

以信托融资为例,具体操作为:“大小非”持有人与受托方签署相关协议,在协定期限内将股权质押给信托公司,并办理相应的股权冻结手续。信托公司支付给持有人一定的贷款,额度一般为“大小非”基准日的市场价或一定期限的市场均价的3~5折,具体比例根据上市公司的资质而论,贷款的年利率率成本一般为10%~12%。信托公司据此再向社会公开发售信托产品募集资金,信托产品在募集资金时对应的保底收益为8%~10%。

对“大小非”而言,股权融资不仅可以回避低位减持,还可以不通过银行顺利融到所需资金,未来股价回升,还可以把质押出去的股票赎回时进行减持套现,既解决了流动性问题,也有效地进行了风险管理。

对信托公司而言,为控制这种融资带来的风险,一方面,不仅融资额度仅为股权市值的3~5折;另一方面,通过对持有人实行动态监控,当股份市值跌至融资额一定比例时,持有人必须追加抵押物,否则股票所有权归属信托公司。

目前通过股权质押融资的“大小非”有两类,一类是急需流动资金的实业企业,另一类是创投或风投公司。

2、委托贷款。由于股权质押贷款比较难,渠道正规,要经过严格的风险评估和信贷审核,程序复杂,时间长且审核严格,对急需资金的“大小非”而言,委托贷款相对简单快捷。一些资金充裕的企业愿意通过中介机构进行贷款,间接获得类似于银行信贷的收益。

这类资金分为两类:一类资金求稳,主要愿意贷款给大型国企,一年期的成本在7%左右。第二类是追求高收益也愿意承担一部分风险的资金。其收益主要有两种方式:一种是固定年率,大约是20%左右;另一种是通过与这些股权的所有者共同分享这部分股权解禁后增值的部分。

帮助“大小非”寻找资金充裕的企业,成为部分信托公司、券商、投资公司的主要业务。

3、大宗交易。4月20日,证监会出台《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》,规定今后凡持有解除限售存量股份的股东预计未来一个月内公开出售解除限售存量股份数量超过该公司股份总数1%的,应当通过证券交易所大宗交易系统转让所持股份。然而,从当前的情况看,大宗交易市场的交易尚不够活

跃,由证券公司和信托公司等金融机构扮演大宗交易市场做市商的角色,将是未来发展的一个方向。以信托为例,通过大宗交易,以大约八、九折的价格一次性现金接手“大小非”的股权。这样,信托公司获得流通股股权,并进行信托安排,此后结合市场情况陆续卖出,真正实现将“大小非”化整为零。

4、市值管理。所谓市值管理,是指代“大小非”管理股权,或者为它们提供财务咨询,以选择合适的抛售机会。目前,提供这类服务的主要是券商、基金公司和一些私募机构。

券商“市值管理”最简单的一招,就是做“大小非”在大宗交易系统减持的“对手盘”,然后在二级市场上替“大小非”套现。

对于不想套现或不能套现的“大小非”,券商可以提供多种“市值管理”服务,比如“大小非”将一定数量的股份委托给券商管理,一定的期限后,再还回同样数量的股份,券商收取管理费,并享受市值管理产生的收益分成。

四、商业银行的机会

通过对“大小非”减持动因以及当前提供服务的市场主体、操作模式的梳理,可以看出,商业银行实际上也存在一些市场机会:

一方面,商业银行可以与信托公司搭建合作平台,为客户提供“大小非”股权支撑的零售银行产品。在“大小非”股权质押融资方面,信托公司是主要的融资主体。上市公司股权作为融资的质押物有很多优势,股票在公开市场发行、有定价市场,而且流动性无疑比厂房、机器设备要好得多,这类股权受益权信托风险较低,能提供稳定的收益,可为零售银行客户发行类似的信托投资产品,为追求保底收益的客户提供更好的投资渠道。

另一方面,商业银行拥有大量的公司客户,有些公司具有较为充裕的资金,缺乏合适的投资渠道;相反,另外一些公司持有大量的股权,存在流动性问题。为企业客户提供股票投资或财富管理的方案和财务计划,正是投资银行业务部门的重要工作,商业银行可通过搭建信息平台,为企业提供类似的财务安排,收取中介佣金。

另外,在小非中,部分个人持股人为公司的高管层、战略投资者及风投公司合伙人等,这部分人出于套现考虑,已经减持了解禁股份,持有大量可投资资产。这部分群体,是私人银行业务发展的目标客户。

(作者系管理学博士,经济学博士后)

■声音

股市深套中产阶级 负面影响不容忽视

◎邓聿文

股市跌跌不休,令市值大为缩水,也令股民财富严重受损。据统计,在A股股指处于6000多点时,沪深股市总市值达到25万多亿元,超过2007年时24.66万亿元的国内生产总值,流通市值也达到10万多亿元,占GDP总值的比例高达48%。但截至8月15日,沪深股市总市值已下降到不足16万亿元,流通市值也仅为53818亿元。

看股市,流通市值或许比总市值更能反映一个市场的真实状况。目前,A股的流通市值不到高点时一半,占同期GDP的比例也不到20%,这足以说明A股市场的惨跌程度。

同时,A股市值大幅缩水,也是股民财富严重受损的过程。在一个各方都不被看好的股市中,除了少数高手外,绝大多数普通股民都亏损累累。据中登公司的统计数据,截至8月15日,持仓A股账户数为4763.38万户,简单计算一下即可知,平均每个账户有资金约为11.3万元。也就是说,如果与股市高点时比,每个账户的资金损失约为11万元。

姑且不说股市下跌对企业融资、投资和实体经济等方面的影响,单看这4700多万户账户的资金大幅贬值对他们消费可能产生的影响,这势必会对中国经济乃至社会发展带来严重的后果。我们知道,中国经济长期受困于以消费不足为标志的内需不足,从而不得不以提高投资和出口来拉动内需。

但今年以来,在从紧政策、人民币升值以及劳动力成本提高等多重因素打压下,出口增值大幅下滑,投资也同比减缓,因此,唯有消费可担当大任。而要启动消费,就必须先大力发展中产阶级。因为,只有中产阶级既有消费需求又有消费能力。相比之下,尽管低收入阶层人数庞大,也有消费需求,但却没有消费能力;而高收入群体则恰恰相反,虽有消费能力,但却没有需求,或者说,他们的消费需求一般转向国外,国内提供不了。

就中国各阶层来说,农民(包括农民工在内)和城市贫困家庭大约有人口9亿,在余下的4亿人口中,剔除老人、青少年以及部分规定不能炒股的官员,剩下的人口充其量不会超过1亿,这是最有消费能力的一个群体,同时也是最有可能进入股市的一个群体,这部分人群就是所谓的“中产阶级”。事实上,目前坚守在股市的4700多万股民,大都出自这不到一亿的人群中。换言之,一半多中产阶级已进入股市,他们平均投入股市的资金是20万元,目前都已损失过半。

在目前大力倡导增加财产性收入的情况下,中产阶级都普遍持有股票。一般而言,当股票价格上涨时,财产性收入会增加,股民的感觉也会变得富有,就更愿意消费。反之,当股票价格下降,股民的金融财富缩水,他们就不得不减少当期消费支出。这特别表现在对房产和耐用商品的消费支出上。根据一般规律,人们预计将陷入财务困境时,通常会愿意持有流动性强的金融资产,而不愿持有流动性较弱的耐用消费品如房产等。因此,当股民被套牢并陷入财务困境的可能性增大时,他们就会减少耐用消费品或房产的支出。这就是为什么如今房价下跌的一个重要原因。

中产阶级被套牢会对中国经济产生什么后果呢?

一是国家经济将可能会陷入衰退。以房地产市场来说,买一套普通商品住宅的首付资金通常为10到20万元,现在股民被套的资金正好够得上首付,他们恰恰又最需要住房。房地产市场又是一个影响面非常大的行业,加上其他耐用消费品的疲软,要启动中国内需就变得更难了,从而有可能使得经济会步入衰退状态。

二是有可能影响改革开放大局和社会稳定。30年改革发展的结果是好不容易且初步地培育了一个中产阶级。中产阶级天生的保守性是社会稳定发展的最重要力量。

另外,中产阶级的消费能力也为低收入群体的就业提供了机会。所以,如果因为股市被套而使得中国的中产阶级瘦身乃至消失,这无疑对我们进一步推进改革是非常不利的。

总之,股市下跌绝不仅仅是股市自身的问题,也不仅仅是经济问题,它实在是关乎中国中产阶级的命运,从而也关乎中国的改革发展大业,漠视不得。