

货币宽松是确保经济稳定增长的关键

□复旦大学中国经济研究中心主任 张军

近几年来,中国经济的运行轨迹不可不谓引人注目。事实上,今年GDP增长达到7%的目标十分困难,目前,全世界都在密切关注中国经济的信号。

中国经济快速增长不可持续已经有一段时间。2008年为了应对全球金融危机,中国实施了有欠审慎的固定资产投资刺激计划,从而保持了两年9%的GDP增长。但是,2011年后,刺激转变为宏观经济紧缩,导致投资增长从30%以上的名义增长率下降到最近的10%左右。这阻止了产能和资源的充分利用,也解释了为何GDP增长难以超过7%。

产能过剩和增长下降是互相强化的。不仅产能过剩对增长具有消极影响,更重要的是,急剧下降的增长也会导致某些行业的大规模冗余,特别是资源业、重工业和化工业。

问题在于,为何经济增长持续减速?较为普遍的看法是更关注人口变化等长期结构性因素。但是到目前为止,很少有研究表明结构性因素足以解释过去几年来中国潜在增长率下降的幅度。

更有说服力的答案在于中国的货币政策立场。自2013年新一届政府上任后,并没有选择放松前任政府的宏观政策,而是希望由此产生的对现有行业的压力能有助于刺激经济向家庭消费和服务业的转型。经济学家对这一看似合理的方针十分欢迎,该方针将减缓导致2008-2010年间债务大规模累积的信用扩张。较低增长轨迹也被纳入“新常态”的范畴。



CFP图片

但是,这一方针要想起效,就必须保持GDP增长稳定,而不是急剧放缓。事实并非如此。尽管中国继续进行着结构调整,但经济正在面临日益严重的需求萎缩和持续通缩。消费物价指数(CPI)保持在2%以下,生产物价指数(PPI)已经40多个月为负。

中国有着巨量的流动性——M2(货币供应量的常用指标)达到了中国GDP的两倍——

而借贷成本仍在升高,这并不合理。问题在于经PPI调整的基准利率保持在11%以上,而影子银行部门的利率达到了令人咋舌的20%,一些民间借贷比20%还要高。

结果是过高的融资成本让许多制造业的企业无法维持边际利润率。此外,地方政府融资平台的关闭,加上货币当局对信贷上限的控制,导致地方基础设施投资资本支出下降

到历史最低水平。收紧的金融约束也大大削弱了房地产部门的增长。地方政府和公司难于支付利息,被迫进入了一个恶性循环,从影子银行部门借钱偿还债务,从而进一步推高了无风险利率。

如果过高利率破坏了中国扭转经济放缓势头所需要的内需,那么一个自然而然的疑问是,为何政府不采取措施降低利率。显而易见的答案是,实现经济从投资和出口拉动型增长的转型才是压倒一切的重点。但中国经济能否实现所追求的消费驱动的再平衡?毕竟,没有一个表现抢眼的东亚经济体曾经实现过这样的再平衡。

基于此,应该促使决策者追求货币宽松,将真实利率下降到显著的更低水平甚至零水平。这一动作——中国有足够的空间这样做——不但能够降低现有债务负担,更重要的是,它还能让债务在经济加速时得以展期。

事实上,与欧洲等地区不同,中国大部分银行贷款现在锁定在基础设施和其他实体资产中,因此刺激需求比去杠杠化更好。关键在于将利率降低足够的程度,以减少高杠杆的金融风险并使地方政府债务能够重组。降低借贷成本还能刺激中国的资本市场,它是为创新性中小企业提供股权融资的关键。

当然,中国需要继续进行债务减记和互换,并且必须保持渐进的结构改革。但决策者必须认识到过高真实利率正在造成什么风险。货币宽松是阻止增长进一步放缓的关键,也是确保国内经济稳定、保持全球复苏动能的关键。(本文版权属于Project Syndicate)

互联网众筹破解企业海外并购融资难

□中央财经大学经济学院 张苏 刘可

美国波士顿咨询公司的分析表明,2005年以来,我国的海外并购数量与规模均在上升,年均复合规模增长率达35%,其中金融危机爆发的2007年与欧债危机爆发的2010年涨幅最大。中国中小企业走出去不仅有利于我国产业转型升级,还有利于处于金融危机困境的国家或者债务问题严重的国家尽快摆脱困境。但是,当前中小企业在进行海外并购时遭遇融资难题的重要瓶颈。中小企业可抵押和担保的资产较少,银行出于风险规避的原则会更偏好贷款给大公司,而政府也会偏好将金融资源的配置向大公司倾斜,中小企业常常难以解决海外战略的融资难题。

笔者认为,互联网众筹工具对于解决中小企业海外并购融资难题具有重要帮助。相较传统信贷业务,互联网众筹的门槛更低,可以汇集众多小规模的资金,中小企业在众筹平台成功融资的概率更高。互联网众筹的时间成本相对较低,有助于中小企业迅速把握海外并购机会。互联网众筹作为普惠金融的一种方式,如果扩展到中小企业海外并购业务,有助于通过互联网连接起来的国内投融资双方分享国际资本市场和贸易市场的竞争收益。

如何促使互联网众筹平台成为解决中小企业海外并购融资难题的工具?显然先应通过搭建专注于海外并购的众筹互联网金融平台,来实现我国资本市场融资业务细分。中国资本市场既要有针对大型企业、大规模项目的专属融资机构、平台,也要有精于中小企业、小规模项目融资的中介。在我国开始实施“一带一路”国家战略的时代,还要有专门关注海外并购融资的金融平台,从而实现资本市场的专业化分工,使各个组织最大化投融资边际收益。目前我国企业实行海外并购主要依靠外资公司,这些公司具有资金和业务经验优势,但是由于文化、市场等因素的影响,其未必能以我国企业利益最大化为宗旨。我国政府鼓励甚至资助一批专注于中小企业海外并购融资的互联网众筹平台,对于完善我国资本市场功能,具有重要意义。

中小企业海外并购融资互联网众筹平台的建设需要在如下几个方面下工夫。第一,利用优异的网络技术充分展示海外并购项目的意义、盈利模式以及投资回报情况。第二,在网站公布国内融资企业以及海外并购标的的团队信息,建立企业信誉和个人信用库,夯实众筹平台的风险控制能力,不断获得潜在投资者的信任。第三,积极与国内、国外社交网络实现对接,吸引潜在客户与实现互联网上的网络生态建设。第四,对海外并购标的在网站上进行分门别类列示,便于投资者筛选偏好项目。同时,众筹平台要研究开发针对海外并购业务的风险和价值评估模型,为投资者进行投资价值排序建议。

尽管中小企业海外并购业务对于促进我国企业提高国际竞争力具有重要意义,其潜在风险以及风险控制过程也比国内并购可能情况更复杂,普通民众望而生畏。笔者建议有条件的各级政府部门可设立海外并购领投基金,政府可以对于优质海外并购项目进行小额资金领投。这与政府直接出钱支持企业海外并购显然是不同的。政府作为众筹领投人出现能起到融资过程的滚雪球现象,既减少了政府的出资额度,又创造了大众共担风险和共享收益的可能性。

关于海外并购融资众筹的投资回报模式,笔者认为可以采取预售众筹、债务众筹、股权众筹的模式;还可以引入次级中介机构,将多项资产进行打包切割,研发不同风险收益比率的金融产品,以满足不同投资者的偏好。在预售众筹、债务众筹、股权众筹中,笔者尤其推荐股权众筹方式。目前我国中小企业主要是债务性融资,根据代理成本理论,当债务融资占比过高时,股东为偿付债务将更倾向于牺牲公司价值,扩大投资。增加一定比例的股权融资,可以减轻偿付压力,激励持股人为公司价值考虑,平衡好提升短期收益与公司长期价值的关系,形成最优资本结构。

海外并购涉及跨国业务,专注于此的众筹平台需要特别注意如下三点。第一,众筹平台应在项目开展之前对海外并购标的及其所在国家、州、市进行严密的相关法律、制度调查,首要防范的是法律和制度风险。第二,由于语言隔阂、地域阻隔,众筹平台有必要开辟专栏给投资人汇报项目进展中的重大事件,包括潜在风险等,由此积累海外并购经验,基于这些经验对中小企业进行实时辅导,优化融资方案,解决融资过程中的突发性问题。第三,在并购项目完成后,众筹机构应及时兑现支付承诺,对于延期支付的项目应做好后续监督,确保融资企业按照原有约定运用资金,促使投资者权益得以实现,如果有政府作为领头人参与,可以帮助政府探索如何进一步巩固和扩展海外并购业务。

宏观经济呈现探底企稳态势

□徐诺金

民生新供给宏观经济指数(以下简称民新PMI),是继中国制造业采购经理指数(CFLP-PMI)和汇丰(财新)PMI指数有常规发布之后,由民间智库组织——华夏新供给研究院与中国民生银行,联合推出的兼具现有两大指数功用。9月份最新一期的民新指数显示,目前宏观经济正在出现积极的变化,货币政策效果初步显现。

反映小微企业状况

民新指数调查样本涉及制造业和非制造业共4000多家企业,其中制造业企业1800余家,非制造业企业2200余家。样本企业的规模涵盖了大、中、小、微型企业,地区分布涉及全国除西藏、新疆、青海、甘肃、宁夏、黑龙江、海南以外的24个省、市、自治区,包括国有及国有控股企业、民营企业、外资及其他企业等不同所有制类型。

该指数突出小微企业特色。调查样本涵盖小微企业近2700户,在全部样本量中的占比接近七成,调查方法采用电话访谈和微信调查相结合的方式,调查问卷内容清晰、形式简洁,更加贴近小微企业的特点。民新指数由50项指标构成,除了构成PMI的5项核心指标外,它还包括反映企业生产、投资、融资和预期等方面指标,尤其从金融的角度来研判趋势,注重调查企业的资金周转状况、融资难易程度、融资成本和银行利率变动。

民生新供给宏观经济指数自2014年9月试运行以来,已经经历了一个完整的年份。从这一年民新指数与实际经济的真实运行情况对

比来看,指数显示出了其可靠性和预测力。整个指数的变化与其后实际经济走势基本吻合,如民新制造业和非制造业PMI总体趋降,并在2014年12月份开始落入50%以下区间,显示实体经济总体偏弱,增长动力明显不足;非制造业PMI总体好于制造业PMI,显示制造业明显弱于非制造业;民新PMI单项指数(包括生产、库存、融资、资金和盈利等)与企业实际经营状况基本一致。民生新供给PMI指数在2015年2月达到最低值后,连续两个月上行,自4月份开始重新回归下行,这与随之出现的宏观经济运行轨迹基本一致。企业银行贷款利率水平指数在2015年3月降至50%以下区间,显示前阶段的降息政策效果显现,企业银行贷款利率水平出现下降。与其他两大指数相比,民生新供给宏观经济指数具有一定的平稳优势。民生新供给宏观经济指数是严格按照扩散指数方法编制出的一系列指数,其中PMI指数是在生产、订单、库存、人员、供应商配送时间这五项指数的基础上,按照一定赋权方法计算出的综合指数。所有指数虽均为严格按照样本企业的反馈结果且未进行过季调节算调整的原始数据,但运行态势稳定,绝大多数指数均为在一定区间内震荡上行或下行,未出现大升大降的情况。

宏观经济出现积极变化

9月最新一期的民新指数显示,目前宏观经济正在出现积极的变化,货币政策效果初步显现。

一是民新指数显示宏观经济呈现探底企稳态势,制造业和非制造业总体经营指数略有回升。9月民生新供给制造业综合指数(PMI)

为43%,较上月上升1.1个百分点;非制造业商务活动指数为42.3%,较上月上升1.4个百分点。制造业企业总体经营指数为38%,较上月下降0.2个百分点,但降幅较前几个月明显收窄;非制造业企业总体经营指数为49.4%,较上月上升1.1个百分点,已连续回升两个季度。制造业企业新订单指数为41%,较上月提高2个百分点;非制造业企业新订单指数为41.3%,较上月上升0.7个百分点。

二是企业资金趋紧程度略有缓解,经营现金流状况有所改善。9月民新制造业企业资金周转指数为41.4%,较上月下降0.8个百分点,已连续六个月下降,但本月降幅低于前五个月平均水平0.6个百分点;非制造业企业资金周转指数为43%,较上月下降1.4个百分点。民新制造业企业经营现金流指数为46%,较上月下降0.2个百分点,但降幅较前几个月明显收窄;非制造业企业经营现金流指数为48.3%,较上月上升0.8个百分点,已连续两个月回升。

三是企业融资成本总体趋于下降,对银行贷款的依赖程度仍处历史低位。制造业企业总体融资成本指数为50%,较上月下降0.3个百分点,为2014年9月有调查以来的最低水平;非制造业企业总体融资成本指数为51.9%,较上月下降0.2个百分点,为2014年9月有调查以来的最低水平。从贷款成本来看,民新制造业企业银行贷款利率水平指数为42.7%,较上月下降1.6个百分点,已连续7个月低于50%;非制造业企业银行贷款利率水平指数为43%,较上月下降3个百分点,已连续7个月低于50%。

从民新指数来看,当前制造业和非制造业企业经营状况总体继续收缩,但下滑态势有所缓解,宏观经济出现探底企稳走势。人民银行持续的降息、降准和政策引导措施,有效降低了实体经济的融资成本,改善了企业的资金状况,降低了企业对贷款的依赖,政策效果初步显现。但企业产品销售价格持续走低,投资预期依然疲弱,融资依旧较为困难,未来稳增长压力仍然较大。

以能源行业改革支持混合所有制经济发展

□厦门大学能源经济创新中心主任 林伯强

国务院发布的《关于深化国有企业改革的指导意见》和《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》中,明确提出对自然垄断行业实行政企分开、政资分开、特许经营、政府监管,根据不同行业特点实行网运分开、放开竞争性业务,以促进公共资源配置市场化。两个指导意见之间有何关系?又将如何影响能源行业的改革和发展?

现在能源需求增长慢下来,则需要提高行业和企业效率。因此进行能源国企改革和发展混合所有制经济,打破一体化垄断,有必要性和迫切性。但是,能源国企改革应该和能源行业体制改革一起讨论,和能源市场化建设齐头并进。国企改革与行业改革密不可分,是一个相互促进的过程,因此需要考虑改革的背景条件和结果,不能简单认为拆分就是改革。其实并购重组可能是改革的重要途径和具体表现形式,国企改革需要这一过程,混合所有制改革也需要这一过程。

此次发布的两个意见中都涉及混合所有制改革。混合所有制改革已经推行了一段时间,一些能源国有企业尝试着探索改革路径和模式,但成功率不高。主要是企业都知道需要进行混合所有制改革,但是具体要怎么走,掌握什么样的尺度,不是很清楚。此次两个意见

的主要亮点在于做了一些比较切实可行的界定,如分类分层推进混改,具有可操作性,也比较符合现实。能源行业体制改革中,管网分开应该是个大方向。理论上说,管网分开符合市场化改革的方向,有利于打破能源行业的一体化垄断,增强行业竞争力。但是,管网分开并不能自然得出提高行业竞争力的结果,因为竞争市场还需要其他的必须条件,比如价格、产权、行业格局等,而且与经济发展阶段相关。在经济发展特别快的阶段,满足快速增长的需求是能源行业的最主要目标,而政府因为种种原因管制价格,一体化的垄断的确有它的好处,可以内部消化价格和其他扭曲对行业的影响。

石油天然气产业链环节中,大家先把改革的目光投向了输送环节,应该说从管网入手比较容易,都是国有,拆分组合都相对容易。另一方面,管网对于行业发展和竞争也是一个相对关键的环节。管网分开改革将对目前的油气行业和国有企业产生重大影响,将打破油气行业目前比较集中的一体化垄断现状,会比较大地区改变现有油气市场格局。目前油气管网改革还没有涉及产权多元和拆分细节,但是,只要管网独立,无论是否有产权多元,无论成立多个还是单个,如果监管得力,应该可以满足公平准入和增加行业竞争。

其实,输送环节独立的思路,电力行业早就

实施了。电力输送跟油气输送的确有所不同,但都涉及自然垄断,因此油气行业改革基本思路类似电力行业改革。简单说,就是管住中间,放开两头。有人认为,电网已经进行了十多年,而目前的电网经营模式显然不尽如人意,因为电网改革仍在进行中,也引发了人们对油气管网改革的一些猜测。其实,电网输配独立经历了十多年的检验,这期间电网和电力生产都得到大幅度增长,为满足电力快速增长做出了贡献。根据目前的电改文件,此次改革主要是售电侧分离,并没有涉及电网拆分。因此,按照目前电改模式,应该不会成立太多家油气管网公司。在油气体制改革中,借鉴电力行业的改革经验,可以扬长避短。

管网独立改革显然对民营企业进入有好处,但民营企业真正可以并愿意混合,混合的双方或者多方除了必须有共鸣和互补点,还需要解决“玻璃门”的相关问题。现实中“玻璃门”比较复杂,涉及到一些更为宏观的问题,比如如何加快油气价格改革,为油气企业提供一个可以预期、稳定的运行环境;在目前油气供应格局下,如何兼顾能源安全和国际竞争;如何尽可能减少政府行政干预,使民营企业能够跟国有企业平等竞争等。

可见,能源行业改革管住中间会比较容易,放开上下游则相对困难。混合所有制改革和发展是一个过程,真正取得成功,还取决于

各种相关配套改革措施,甚至观念改变。种种原因使得近二十多年来能源领域快速发展过程中,国有企业和民营企业没有一个共同成长的过程,造成了能源国企一家独大的局面。而且,混合所有制改革在现实中还涉及操作性问题,比如说,如何把握好“国有资产不流失”的尺度,就是一个比较困难的问题。民营企业必须有利才会参与,而国有如何让利又如何保证“国有资产不流失”?

混合所有制发展还涉及对公益类和商业类环节的明确界定。现阶段公益类环节还需要国有企业来把持,与商业类的经营目标不一样,公益类由于涉及政府的社会发展目标,盈利要求不能高,而且政府还会保持行政和价格干预,因此公益类企业同时也需要受到保护。改革背景下,国企需要更加注重投资收益率,因此将会以商业类经营为主,而商业类发展趋势是向社会资本市场开放。所以,能源行业产业链的不同板块,是公益的还是商业的,需要清楚加以界定。

总之,油气行业改革放开上下游、管好中间输送环节的思路,的确能够给民营企业带来新的发展空间。但是在能源领域,民营依然面临着“玻璃门”等问题,因此在改革过程中,还需要积极地进行配套改革,让民营资本能够更加顺畅、平等地加入竞争。这既影响混合所有制发展,也将深刻影响国企改革和发展。