

■ 高端视野

降低企业融资成本犹待理顺金融体系

□中国社科院学部委员 余永定



金融抑制,即通过政府政策创造一种较低甚至负实际利率环境,以此为公共支出营造廉价融资,曾是中国经济政策长期重要特征。但是,随着企业融资成本升高,这一局面已经开始改变。

今年早些时候,政府决策层把降低企业尤其是中小企业融资成本列为最优先事务。中国人民银行已启动定向宽松,释放更多银行贷款资金,同时配置一定总贷款比例给中小企业。人民银行还通过其“抵押补充贷款”计划,直接向承诺将资金用于社会住房建设的银行贷款。

但是到目前为止,降低融资成本的措施效果有限。事实上,银行向非金融企业加权平均利率仍接近7%,而同比经济增长从二季度7.4%下降到三季度7.3%。情况或许并不悲观,但也远远称不上理想,特别是在中国正追求结构性改革时。目前人民银行面临着两难:如果继续宽松货币,比如降低银行准备金要求,经济结构调整可能会失去动力,新增流动性也不一定必然会流向实体部门;但如果货

币政策不进行调整,高利率和慢增长的合力或将导致经济陷入混乱。

事实上,人民银行几乎别无选择,只能进行货币政策宽松,但可以通过更广、更全面的策略实施宽松,剑指企业融资成本上升的根本原因,从而避免货币宽松政策陷阱。

推高融资成本的第一个因素是中国商业银行利润率过高。过去五年,中国商业银行平均利润率为23%以上,占中国最大五百家公司总利润的35%。事实上,银行平均水平是中国全部公司平均水平(大约6%)的近四倍。

此外,经济增长减速、审慎监管趋紧和负债升高,大大增加了银行的风险厌恶度,促使它们大幅提高借款人风险溢价。如今借款人不但要提供抵押品,还必须找到第三方为贷款提

供担保。在许多情形中,银行还要求第二担保人来为第一担保人提供担保。风险厌恶度的增加让中小企业非常难以从商业银行借到贷款,迫使它们转向监管松弛的影子银行部门。

与此同时,房地产开发商和地方政府融资平台给银行造成了错误的安全感和利润保证,获得了大部分金融资源。而金融机构特别是银行,一直在使用大量资金进行金融套利。它们降低普通企业特别是中小企业可以获得的资金量,以此抬高平均贷款利率。

利率自由化加剧了这一状况。中国已经取消了贷款利率的所有管制,尽管存款利率继续接受指引,但银行可以向储户兜售表外理财产品(回报率不封顶)轻易地规避监管。资金资源成本增加导致资金使用成本增加,

亦即企业信用成本增加。

中资银行的行为饱受监管制约,包括年度信用总量控制和75%的贷存比上限等。为了规避这些监管,银行将更多的贷款行为挪到表外。但这些表外贷款涉及到更多数量的中介,增加了交易成本。

事实上,中介成本的升高,大部分是拜中国金融体系扭曲所赐。这是推高中国企业融资成本的最重要因素之一。正因如此,仅仅依靠人民银行进一步放松货币政策是不够的——尽管这是提振增长的必须措施。

要使融资成本下降到合理水平而不破坏中国经济重组大局,货币政策必须与设计良好、协调划一的金融改革相结合。惟其如此,中国中小企业才能获得茁壮成长所需要的资金。(本文版权属于Project Syndicate)

农业类上市公司造假风波为何频发

□中国社会科学院金融所 尹中立

秋天是收获的季节,对于农业类上市公司而言尤其如此。但上市公司獐子岛近期发布的公告却让很多期待秋天收获的投资者万分沮丧:公司发现部分海域的底播虾夷扇贝存货异常,根据公司抽测结果,公司在100多万亩海域底播虾夷扇贝彻底打了水瓢,要进行核销处理,合计影响净利润近8亿元,全部计入2014年第三季度财务报表。

早在发布这则公告前十几个交易日,该公司就已经将股票停牌,而且公告后依然没有让股票复牌。公司随后解释说,损失的原因是海水的冷水团影响,属于自然灾害,并且不属于保险公司理赔的范围。

笔者在没有证据的情况下不敢妄言獐子岛公司一定存在财务造假,但如果有一天真相大白,确认该公司所谓的海底播种近8亿元的扇贝是人为编造的故事,笔者不会感到惊讶。在中国股票市场的20余年历史里,此类闹剧已经不止一次上演:2013年的“万福生科”,2012年的“绿大地”,还有十年前最著名的“银广夏”、“蓝田股份”等。在股票市场上,这些都是经典的财务造假案件,它们都有一个共同的特点:都属于农业类上市公司。这绝非巧合,其中有必然性。

按照行业划分,狭义的农业类公司专指从事种植业、养殖业的公司,上述几个公司都属于狭义的农业概念股。它们的共同特点是以土地作为基本的生产要素,而土地是有限的,这决定了农业类公司的扩张必然面对土地资源的约束,无法像工业企业一样实现公司规模的高速扩张。但股市投资者希望公司能够高速扩张,这是资本的天性,如果一个公司无法实现扩张,这个公司就不受市场欢迎,股价的估值必将受到很大的影响。这是农业类公司进入股市的第一个障碍。为了突破这个局限,银广夏和蓝田的管理者分别想到了沙漠和湖水,从而突破传统的土地资源约束。

事实表明,如此大胆的想象受到了投资者广泛的认同,银广夏和蓝田在很长一段时间里都成为农业产业化的“典范”、“龙头”,银广夏的股价在出事前的5年里涨了7倍多,是2000年前市场里最著名的牛股之一。今天的獐子岛也不例外。该公司上市后一直受到投资者的追捧,尤其是以基金为主的机构投资者的偏爱,截至今年三季度末,獐子岛的股东名单里还有不少机构投资者,光社保基金就持有2000多万股。

其实,只需要有一点农业经济常识,就不会被谎言所蒙骗。假如沙漠地能“淘金”的话,为什么自古以来人们却远离沙漠?以色列的经验表明,沙漠里可以从事农业生产,但需要国家的巨额投入,只有在不得已的情况下才这么做,沙漠里搞农业是不可能获得暴利的。同样,在湖面、海面从事水产养殖也不可能获得暴利,因为需要很多资本投入和人工投入,暴利的说一定是谎言。

对于农业类公司而言,第二个难以回避的问题是,单位重量的农产品市场价值有限,一公顷土地或水面只能生产有限的农产品,而单位农产品的价格有限,一块芯片或一台机器的价值可以是几千元、几万元,甚至更多,但一公斤农产品可能只有几块钱。这决定了农业类上市公司的销售收入的绝对量,增长速度等都非常有限。当然,名贵中药材的价格昂贵,海参、甲鱼等也价格不菲,银广夏编造的故事就是在沙漠里种植并加工中药材,而蓝田的故事是在洪湖里养殖甲鱼。名贵中药材之所以价格昂贵,是因为它稀少,它的生长需要特殊的自然条件,能够大规模地种植的东西一定不会昂贵的。同样的道理也适合于甲鱼及海鲜产品。

以上两个天然的缺陷决定了从事种植业与养殖业的公司,无法满足资本市场的要求(业绩快速扩张),造假成为它们迎合投资者需要的唯一选择。当然,农业类公司造假还有独到的条件,例如,农产品的交易很多是零散的现金交易,这给做假账创造了良好的条件。当年在查处蓝田公司的时候,如何确认其财务数据造假,有关部门的确是费了一番周折的。再如,绿大地公司种植的苗木位于高海拔的山上,会计事务所的工作人员不可能为了盘点存货去冒生命的危险,因此山上有多少苗木只有天知道。同样,蓝田股份在洪湖里到底养殖了多少甲鱼,会计人员也不可能把洪湖的水全部抽干来盘点。至于獐子岛在深海里播种了多少扇贝就更难举证。

正因为农业类公司的上述特点,是农业从事种植业或养殖业的上市公司要么造假账迎合市场的需要,要么逐渐退出资本市场,最早退市的“粤金曼”就是从事鳊鱼养殖的公司。除了上述提及的银广夏、蓝田股份外,已经退出或可能退出市场(有些进行了资产重组)的还有草原兴发、金果实业、赣南果业、洞庭水殖、九发股份等等。

自有现代工业以来,农业的产业竞争地位就逐渐走下坡路,在几乎所有的发达国家,种植业和养殖业一般都依靠国家的财政补贴才能维持其再生产的运行,从事农业生产的公司决不可能存在暴利。我国政府对农业的补贴力度也越来越大,也有人认为股票市场是补贴农业的一种途径,这可能也是农业类公司偏爱财务造假的重要原因之一。因此,不仅投资者要瞪大眼睛,认真分析农业类上市公司的行为,有关部门也应该反思。

基于购买力平价计算GDP存在局限

□国家开发银行研究院 黄剑辉 王闯 徐晶

IMF近期公布的数据显示,2014年中国基于购买力平价(Purchasing Power Parity,简称PPP)计算的国内生产总值(GDP)将达到17.63万亿美元,而美国仅为17.42万亿美元。部分外媒以“中国超过美国成为世界最大经济体”为标题报道这一消息,引起了国内外的广泛关注。然而,通过深度解析IMF的GDP计算方法,可以发现基于购买力平价计算GDP存在局限。

IMF数据如何得出

购买力平价理论是20世纪初瑞典经济学家古斯塔夫·卡塞尔提出的著名汇率决定理论。购买力平价是指,两种货币之间的汇率决定于它们单位货币购买力之间的比例。购买力平价理论认为,本国之所以需要外国货币,是因为这些货币在外国市场具有购买力,可以购买外国生产的商品和劳务;外国人之所以需要本国货币,则是因为这些货币在本国市场具有购买力,可以购买本国生产的商品和劳务。因此,两国货币的兑换比率由两国货币各自所具有的购买力之比决定。购买力理论的基础是在自由贸易下,全球的同一种商品是等价的,它假定商品、劳务的流动不受关税、配额等因素的影响,也没有考虑不同国家商品的差异性。

IMF以PPP为货币转换系数,把一国的GDP转换成以某一基准货币表示的GDP。IMF对这一转换系数以及基于这一转换系数计算GDP的确定,采用来自国际比较项目(International Comparison Program,简称ICP)。ICP是由联合国统计委员会、世界银行等主持的一项跨国比较体系,旨在提供GDP及其组成部分的国际一致价格和数量。它通过价格调查并利用支出法计算的GDP作为基础,测算不同国家货币购买力之间的真实比率。ICP每六年进行一次调查,收集各国对最终产品(包括消费品、消费服务、政府服务以及资本品)的支出及价格,以计算PPP。

ICP的PPP含义是,如购买按一种共同货币计价的、可比篮子的货物和服务(一般是美元),需要多少单位的一国本国货币。大体上讲,PPP相当于使本国货币与美元具有同等购买力的汇率。ICP提供基准年(最新发布的基准年是2011年)的PPP,除基准年以外的其他年份,IMF遵循标准方法,利用基于GDP缩减指数的相对通胀率,外推得到其他年份的PPP,并据此计算出各国可比较的GDP。

通过IMF公布的数据,比较中美基于购买力平价计算的GDP以及基于市场汇率计算的GDP,可以看到,两种计算方法的比较结果差异巨大。2014年,中国基于购买力平价计算的GDP将首次超过美国约2000亿美元,达17.63万亿美元。而同期中国基于市场汇率计算的GDP预计为10.36万亿美元,远低于美国的17.42万亿美元。

购买力平价法的合理性和局限性

从购买力平价法的合理性看,市场汇率短期波动性较大,容易受到国际投机行为以及政府干预的影响,因此基于市场汇率的国际比较可能是不稳定甚至是误读的。使用市场汇率来比较一个发展中国家与一个高收

入国家的经济总量,发展中国家的经济通常会被低估。这主要有两个原因:一是一些基本的不可贸易产品和服务通常在发展中国家比较便宜,诸如食品和医疗,它们的价格由本地市场上决定而非国际市场上决定;二是由于流动性或者其他风险因素,发展中国家的货币汇率通常被低估。而使用购买力平价方法能够比较不同国家的产出和居民的实际购买力。

然而,购买力平价法统计具有局限性。ICP中购买力平价的计算思路是,在各国支出价格调查的基础上,首先计算对比过每一种商品的价格对比,即单个商品的PPP;然后,利用特定的方法,计算同一基本类商品的价格对比,即基本类PPP;最后,利用特定的方法,综合基本类商品的PPP,形成综合PPP。基本类PPP及综合类PPP的计算方法十分复杂,计算结果对这些方法的选择十分敏感。此外,购买力平价对商品和服务的不可比性,以及在质量上的差异性也无法体现。总的来说,购买力平价较适合经济发展水平相似的国家之间进行比较。

应当指出的是,购买力平价反映居民实际生活水平而非国家整体实力。学术界一般共识是,基于PPP计算的人均实际GDP是判断一国生产力的最好标准。使用购买力平价能够更真实地反映居民支出实际可购买到的商品和服务数量。因此,采用购买力平价来比较两国实际生活水平差距有一定合理性。但用来比较两国经济的实际规模则具有误导性。美国企业研究所经济学家德里克·西瑟斯甚至认为,在任何时点、任何国家之间用购买力平价来比较GDP总量并没有太大意义。

购买力平价反映国内购买力而非国际购买力。研究表明,市场汇率容易受到短期冲击的影响而常常偏离PPP汇率,并且从长期来看,市场汇率向PPP汇率收敛的速度也比较缓慢。而在国与国的贸易交换过程中,使用的是市场汇率。相比而言,一个国家对外购买力的高低更依赖于市场汇率。此外,导致发展中国家基于购买力计算的GDP偏高的食品、医疗等商品和服务,多属于不可贸易的本地化产品,也无法转换成为国际竞争力。

告别“唯GDP论”

我国经济取得了高速发展,但仍然面临底子薄、发展质量不高、发展不均衡等问题,需要理性客观地看待“中国超越美国成为世界第一大经济体”。PPP是一个进行国别比较的方法,这一方法具有一定局限性,并不能准确反映两国综合实力的对比,需要正确认识和判断中国当前所处的发展阶段,以提高国家综合实力为目标,转变以GDP为导向的思想,尽快设计和提出科学的政府考核体系,切实提高经济增长的质量和人民的生活水平。

其一,既要看增量,也要看存量。GDP是一段时期内国内创造出的商品和服务的总和,是增量的概念。而国家富强、人民富裕需要通过多年的积累。与欧美国家近百年的财富积累相比,一年的GDP规模超越美国无法说明中国经济已经超过美国,尤其这个“超越”还仅仅体现在PPP的计算方法上。

其二,既要看总量,也要看人均。我国的人均产出依然较低。通过对中国、美国、德国、日本、俄罗斯、印度的人均GDP对比,可以看到中国的人均GDP仅高于印度。人均GDP的低下一方面反映我国劳动生产效率不高,另一方面,也反映人民生活水平的绝对值仍然较低。



携手诺奖得主开创公益新模式
希望支教行动
梦想校园建设
崭新教学楼、快乐运动场、多媒体教室

95511-8 pa18.com 微博@平安证券V
平安证券有限责任公司
PING AN SECURITIES COMPANY

中国平安 PING AN
保险·银行·投资