降低融资成本有赖深化金融改革

王勇

下半年，政府定向调控的着力点转向了推动落实降低企业融资成本的各项措施，促进经济持续平稳发展。不过，笔者认为，下半年，推动降低实体经济融资成本还是应当倚重深化金融体制改革。

融资成本偏高，是当前经济运行中的主要矛盾之一。融资成本的高低，直接表现为利率的变化，从深层次看，它是总量和结构性因素在资金价格层面的反映。从2014年以来的实际运行情况看，贷款利率和企业债券利率有所下行，整体融资成本较上年末稳中略降，但部分企业特别是小微企业融资不易、成本较高的“融资难、融资贵”的问题却更加突出。更值得注意的是，在小微企业等实体经济“融资难、融资贵”的同时，货币信贷总量却仍保持了较快增长。2014年上半年社会融资规模为10.57万亿元，比去年同期多4146亿元，达到历史最高水平。人民币贷款增加5.74万亿元，比去年同期多增6590亿元。6月末，M_2余额120.96万亿元，同比增长14.7%，增速分别比上月末和去年末高1.3个和1.1个百分点。而且M_2同比增速已超出二季度GDP名义增速达5.7个百分点，流动性总体充裕，资金整体宽松。由此看来，经济中存在着的影响资金供求平衡的结构性问题导致了实体经济“融资难、融资贵”。具体来看，影响资金供求平衡的结构性因素有如下几点：

一是企业债务率较高，债务负担与融资需求相互推动。近几年来，我国整体债务率尤其是非金融企业债务上升较快，由于前期杠杆率较高和融资较多，会产生持续的融资需求并可能推高利率水平。二是“财务软约束”拉高了融资利率。一些部门对资金价格不敏感，部分低效率企业占用大量信贷资源，挤占了其他实体经济特别是小微企业的融资机会。而正因为有这些高承受力需求的存在，一定程度上使得银行及理财产品、互联网金融等创新业务有能力向客户支付高息，导致银行负债端成本提升。三是股本融资发展不足，企业对债务融资依赖较高。金融危机之前的几年，企业股本融资相对较多，企业债务率总体是下降的。但近年来股本融资萎缩，2013年企业境内股票市场融资仅为2219亿元，企业对债务融资尤其是银行贷款的依赖明显上升。四是部分地区金融供给和竞争不足，社会信用基础制度不完善等因素也推高了企业融资成本。五是银行非标资产业务的迅猛发展，银行理财和同业业务不规范发展，导致资金空转，并不断提高资金价格。银行在尝到了从事非标业务短期内就可以获得暴利的甜头后，就会千方百计将资金腾挪用来做非标业务，而对于那些所谓信用度低、风险大、收益小甚至可能会出现亏本的实体经济就无暇顾及了。

由此可见，“融资难、融资贵”问题成因非常复杂，既有宏观经济因素又有微观运行问题，既有实体经济因素又有金融问题，但主要还是金融体制机制的问题。所以，解决“融资难、融资贵”问题要依靠全面深化改革。近日国务院常务会议推出的“新金十条”就完善金融支持、多措并举缓解企业融资成本高问题进行了部署。而日前召开的央行分支行行长座谈会提出的下半年要继续深化金融体制改革等一系列政策，这些政策措施都从不同角度、不同层面为有效解决实体经济“融资难、融资贵”问题奠定了金融体制方面的基础。例如，央行对国开行进行补充抵押贷款(PSL，中央银行以抵押方式向商业银行发放贷款)定向操作。为了定向支持棚改领域，可以以国开行已有的相关贷款存量作为抵押，未来国开行只有继续增加对这一方向的贷款才能获得新的PSL增量。这是将央行投放流动性操作与银行贷款行为相联系的拓展货币政策工具的有益尝试，可以引导开发性金融机构降低融资成本。再比如，5月中旬“一行三会一局”发布的《关于规范金融机构同业业务的通知》银发[2014]127号文，下半年将进入落实情况的严密监督检查期。而“关偏门、开正门、强管理”旨在对同业存款、同业代付、买入返售(卖出回购)和同业投资等业务的规范和限制。而且要控制场外业务、发展场内业务。在负债端鼓励发展同业存单业务以及针对企业和个人发行的大额可转让存单业务；资产端大力支持发展资产证券化业务，推动非标债权向标准化债权转变。还要明确分类管理的总体要求，分门别类地规范同业业务种类、会计核算和业务操作。又比如利率市场化改革，可以促进社会融资的多元化，也为金融机构增加小微企业贷款留出更大的空间，提高小微企业信贷的可获得性。加之存款保险制度、金融市场退出机制等配套条件的改革和完善，都能为降低实体经济融资成本创造条件。

（作者系中国人民银行郑州培训学院教授）

招商举措无底线 凸显地方政府职能错位

邓学平

昆山市招商中心相关负责人在其编写的《昆山招商引资之路》培训教材中提到了这样一条令人“耳目一新”的“先进经验”：“去南京、北京争取劳模指标，送给来投资的老板，国家、省里的名额不够，就评县级劳模，两年一届50个，50个不够，就100个，还不够，就200个；政协委员、人大代表也送给他们一些……。”

劳模是对劳动者的一种褒奖，人大代表、政协委员则是代表人民行使权力、参政议政、监督政府的公职人员。无论从哪个角度看，这都与招商引资搭不上界。但昆山的相关政府部门却硬是将两者联系在一起。只要愿意过来投资，什么劳模、人大代表、政协委员统统都可以当作礼物馈赠。在不少地方，昆山的这一套“招商引资思维”非常走俏、广受追捧。山东省信息产业厅2008年第15期《产业简报》中这样介绍昆山经验：“要求全市各级各部门尽量不要到企业检查、参观，执法部门每年到企业的检查不能多于两次”。浙江省温州市在对昆山进行考察学习后，准备探索“摇号抽查”方式以“最大限度减少执法检查次数”。

看样子，这种为了吸引投资任意突破法律、规则底线的做法吸引了很多地方去模仿，但它真的值得全国各地学习吗？近年来，昆山经济发展成就有目共睹，这跟当地政府的亲商政策是分不开的。市场经济条件下，政府的基本职能之一便是创造便利良好的经济发展环境，为企业发展排忧解难。然而，不要忘了，政府还有其他的更为基本的职能，那便是保障社会的公平、守护法律的尊严、捍卫道德的底线。在任何一个成熟的市场经济体系中，总有一些东西是不能市场化、不能商品化的。而这，正是政府存在的最大理由。如果政府忘记了自己的本分，那么最终的代价还得由社会来承担。

以中荣金属制品有限公司爆炸案为例，如果政府能依法履行自己的日常监管职责，近八十人死亡逾百人重伤的事故就完全可以避免。国务院调查组指出引发事故的几个技术原因，比如厂房未按规定设计建设、工艺路线过紧过密等等，都是业内人士一眼就可以看出来的问题。但有关部门接获举报后的检查却仅仅是走走过场、发发通知，甚至在多次发生火灾的情况下也未能引起重视。既然在昆山，来帮我们投资的是恩人，来投资我们的老板是亲人，能打开招商局面的是能人，影响投资环境的是罪人，那么讲究“服务大局”的相关部门又怎么会去跟企业较真、成为全市的“罪人”呢？在利益和安全的博弈中，企业老板选择了前者；在工人权益、生命安全和GDP、财政收入的博弈中，当地政府倒向了后者。政府职能异化、扭曲，事故之发生就是必然的。

这些年无底线的招商引资已经让我们在资源环境、劳动保障、生命安全等领域付出了沉重的代价。但是，截至目前我们还看不到这种趋势有被扭转的迹象。政绩观和利益驱使，是无底线招商频现于各地的原因，要消除这种扭曲还有很多工作要做。

焦点评论

粮食连年涌入国库致仓容紧张，政府托市力不从心

为稳粮价设国储，意在削峰且平谷。
奈何市场多变幻，政策兜底太辛苦。
连年丰收库容紧，粮价倒挂权寻租。
国储系统谋改革，灵活应变是出路。

郭喜忠/漫画
孙勇/诗

融资灵活是新三板的最大魅力

皮海洲

自新三板扩容至全国以来，企业挂牌步伐势不可挡，规模急速壮大。全国中小企业股份转让系统总经理助理、新闻发言人隋强日前在一次沙龙上透露，新三板挂牌公司数量已经突破1000家。这意味着，仅今年以来新三板挂牌公司的数量就超过了650家。

为什么有如此之多的中小企业争相到新三板挂牌？新三板的魅力何在？这个问题无疑是值得有关方面思考的。由于这个问题事关新三板的发展大计，因此对这个问题的探讨显然是一件非常有意义的事情。

在过去相当长的时间内，人们总是把“转板”视为新三板的最大魅力。所以在曾经的某个时期，市场对新三板的转板机制讨论热烈，新三板也一度以转板作为一种诱惑来吸引企业到新三板挂牌。仿佛企业到新三板挂牌就找到了一条登陆主板、中小板与创业板的捷径。不过，鉴于法律上的障碍未能排除，转板机制的讨论随后慢慢地停顿下来了。从舆论的讨论看，未来新三板的转板基本限定在互联网与高新技术企业，即管理层支持尚未盈利的互联网和高新技术企业在新三板挂牌一年后到创业板上市。而对于大多数到新三板挂牌的企业来说，它们距离转板显得十分遥远。

明知转板没有希望，为什么这些企业还要纷纷到新三板挂牌呢？目前在新三板挂牌的“三无”公司东芯通信的融资经历，无疑告诉了人们新三板的真正魅力所在。

东芯通信堪称是一家无盈利、无营收、无净资产的“三无”公司。该公司2011年营业收入为10万元，净利润为-665.78万元；2012年营业收入为20万元，净利润为-1142.5万元；2013年营业收入约为10万元，全年亏损1600多万元。截至2013年末，该公司的净资产只有200多万元，每股净资产只有几分钱。像这样一家连续三年亏损的“三无”公司，放在主板市场只有退市的份儿。

但就是这样一家“三无”公司，不仅于今年3月在新三板成功挂牌，而且还于今年6月底成功发行300万股股份，融资1200万元，解决了公司发展急需的资金问题。这种在主板市场都无法想象的事情，硬是在新三板市场上发生了。这不能不说是新三板市场真正吸引“东芯通信”们前来挂牌的原因所在。相信有了东芯通信这个案例，将会有更多的中小企业前来新三板市场挂牌。

为什么在主板市场都不可能实现的事情，在新三板市场可以办成功呢？这就是目前新三板市场的优势所在。当然，新三板市场的投资者不是傻子，他们都是机构投资者。也正因为他们都是机构投资者，这就决定了他们在投资上，比那些散户要更加理性、更加慎重。就东芯通信来说，虽然公司连续三年亏损，但该公司的亏损并不是经营性亏损，主要是由于研发费用不断投入所致。更重要的是，该公司的研发投入已经形成了一批自主成果，相关核心技术获得了好几项国家发明专利和软件著作权，还有10多项发明专利正在审核中。因此，该公司的未来是值得期待的。在这种情况下，机构投资者尤其是风投机构将资金投向该公司就名正言顺了。

而这样的再融资方式注定不适用于主板、中小板、创业板市场。因为目前的A股市场是一个以个人投资者为主体的市场。个人投资者不可能深入到每一家上市公司去调研，他们不可能对公司的发展作出准确的判断。而且个人投资者与机构投资者之间存在信息不对称的问题。所以，东芯通信式的融资目前只会发生在新三板市场上。这种融资上的优秀，成了新三板市场独到的魅力，而对于创业过程中的中小微企业来说，还有什么比这种魅力更吸引人的呢？

因此，对于最广大的中小微企业来说，转板到主板、中小板、创业板上市，那只不过是一个美好的愿望而已，而新三板市场才是它们最坚实的土壤。尤其是有了东芯通信式的融资之后，新三板才是它们真正的乐土。

元来如此 Xiao Guoyuan's Column

加速市场化改革 打造A股新牛市(下)

肖国元

股谚云：股市是经济的晴雨表。因此，即使最离奇的股市恐怕多少都要与经济扯上点关系。从这个角度看，判定中国股市与经济无关似乎过于武断。但是，中国股市呈现出一个奇特的现象，即上升过程与经济向好的趋势大体上是吻合的，但调整时似乎又逆经济趋势而特立独行。于是，股市之表现从长时间来看就与经济脱节。而本文正好是从这个角度来分析中国股市。这似乎证明左右股市走势的决定性因素不是经济，而是其他。

解释这一扭曲的关键在于初始性的经济因素并不能如愿转化成激励投资的收益之类。也就是说，吸引投资者入市的盈利、回报等动人的预期最终难以落实。这种奇特的变幻缘于经济体系中市场机制主体性不完善，以致市场机制的决定性作用难以发挥。

我们知道，中国股市起源于经济改革，是作为打破旧体制的工具引进的。中国的经济改革从上世纪80年代起步至今持续了34年，比股市的历史长约10年。经济改革起源于农村的“包产到户”，然后蔓延到城市国有企业的“承包制”。这种改革是实验性地引进价格机制，利用经济杠杆打破“干好干坏一个样”的传统以激发人们的积极性。这是改革初期的基本思路，期望从旧体制上撕裂一条缝隙，给市场经济以生存之所。

而到引进股市的时候，改革已经进行了十余年。经过前期的探索，我们似乎看到了改革的局限性——价格机制并不能很好地发挥作用。或者说，在那样的条件下，光有价格机制是不行的。于是，自然而然，进一步改革就会触及到更深的层次——企业产权，引入股份制与股市就水到渠成。从企业的角度看，股份制是产权结构中较为有活力的一种进化形式，弥补了雇佣关系下劳资关系主宰企业命运的短板，将企业的发展与股权捆绑在一起，构建了新型的产权关系以保障企业的长期发展。然而，以股份制为基础的市场经济的发展并没有像理论上设想的那样顺畅与有效，这在中国股市中表现得尤其明显。原因何在？现在看来，我们可以总结说，股份制与股市并不能独立运行，其表现与运行效率不仅取决于自身，更决取于外部环境。在配套条件不完善的条件下，股市就会沦落到“橘生淮北”的尴尬境地——叶徒相似，其实味不同。

对上市公司而言，股市的主要意义是股权激励，而不是筹资套现；对投资者而言，股市的主要价值是投资，而不是投机。如此，决定股市波动的最主要因素一定是经济，而不是其他。但是，中国股市并不是这样子的，典型现象之一是情绪性波动非常频繁，高潮时股价无节制，全民疯狂；低潮时，哀鸿遍野，门可罗雀。股市不能创造更多的财富，而是成了财富的毁灭器，二级市场成为刀口舔血的战场。所有这些，归结到一点，就是上市公司没有因股市而成长壮大，不能为投资者提供有效可靠的财富增值。所以，我们看到的是股价从终点回到起点的循环，而不是投资者资产的稳定增值；是题材、概念股的风起云涌，而不是长期投资的理性坚守。人们总是将国内的投机之盛归咎于国人的赌性与奸诈。其实，这犯了“倒果为因”的错误。正确的说法应该是，这种赌性与奸诈是制度规则不健全结下的果实。

一个可资验证的现象是投资者对政策特别敏感，市场波动大体上与政策节拍更吻合。股市初期，指数月升幅高达50%以上自不待言，即使进入2000年之后，股市仰政策鼻息的色彩依然浓厚。然而，二十多年来，停止新股发行、降息、降低股市交易印花税、鼓励机构入市、扶植境外投资者等鼓励交易的政策层出不穷，轮番上阵。这类举措往往短时间内可以刺激市场，亢奋投资者情绪，但最终股市还是像扶不起的阿斗。股价的大起大落与熊市时间的大幅延长其实源于同一个原因，即现有游戏规则不足以构建一个健康有效的市场。一旦投资者认识到了市场的根本性缺陷，就缺乏长期投资的积极性，而迷恋疾步快跑。可以说，中国股市在现有游戏规则下是一个没有“脊梁”的市场。可以想象，一个没有“脊梁”的人，怎么会雄赳赳、气昂昂地出现在马拉松赛道上呢？

二十多年来，人们对股市政策有着殷切的期待，这说明政策改善的空间很大；但每每二十政策的功力非常有限，这说明我们的制度建设并不给力。可以说，股市政策变革局限于股市本身才是最大的误区。

曾记否，二十年前，具有开创性的国企私有化奠定了市场经济的基础，拓宽了市场机制作用的范围，对国企采取“抓大放小”的策略为市场化腾出了更大空间。然而，自此以后，国企改革并没有实质性的进展。国企的大规模上市并没有优化企业的经营机制，相反成为市场深化改革的最大障碍。这种障碍主要表现在：国企本身受行政约束，被戴上了“紧箍咒”，市场化非常有限，尽管这些公司有董事会、股东大会等管理架构，看起来与市场化的公司一模一样，但本质上仍然是行政性的官僚化机构。国企的示范与表率作用一直为我们所器重。但是，上市国企在效率与公正、公平的竞争方面做得并不好，成为市场化的瓶颈。

有资料表明，自2008年金融危机以来，国企与民企的生产率差距拉大。国企的平均资产回报率约4.6%，而民企为9.1%。然而，据2008年进行的最近一次经济普查，国企仅占企业总数的3%，但控制着非农部门30%的总资产。央企在金融、能源、电信等领域近乎占据着垄断地位。而地方性国企的势力也不可小觑。这些企业效率低下，盈利性差，债务负担重，产能严重过剩。

无论是上市国企，还是非上市国企，它们的存在对游戏规则的影响是十分明显的。三十多年来，初始阶段的改革释放出巨大的能量，原因就在于为市场经济腾出了空间，让市场机制在相应的区域充分发挥作用。而2008年以来，国民经济之所以遭遇严峻挑战，金融危机只是诱因，根本原因在于经济本身的脆弱。而这种脆弱的根本原因是市场机制不健全。近年来，习惯性的行政干预与政府管制不仅没有得以改进，相反还加强了。这一基本规范对上市公司的影响、对股市的影响一直在左右着投资者的行为选择。

就目前情况，无人能否认股市会上涨，也不排除大行情的可能性。但是，如果一切照旧，那么，即使有大牛市，也不过是重复“昨天的故事”，是从终点回到起点的大牛市，是“零和博弈”的大牛市。如果我们不承认这个简单的事实，那么，我们不仅在欺骗自己，也在误导千千万万善良的投资者。

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ppll18@126.com。