

投资率高低之争凸显微观与宏观背离

□刘煜辉

■看点

以微观企业高投资回报率来证明中国投资率不是过高而是过低了,这种观点是不全面的,与这一现象形成鲜明对比的是中国宏观投资效率的低下。导致中国投资在微观与宏观层面之间背离的根源在于:政府仍主导了对资源(包括投资)的支配能力。这也说明微观上投资的有效性并不能达到宏观上资源配置的帕累托最优,因而可以说当前中国的投资率依然是较高的。如果对这一问题判断有误,将可能会对宏观调控及经济增长的发展趋势产生诸多不利的影响。

投资效率:微观与宏观之间明显背离

最近,在关于中国投资率高低的争论中,有一派观点认为,中国的投资率不是过高而是太低了。他们认为,判断投资率高低的标准应该是投资回报率与利率之间的差距,也就是说,收益和成本之间的差距,两者差距越大,说明投资赚钱的空间越大。“通过去年的统计数据来看,中国的真实情况是企业资本回报率远高于官方贷款利率,企业利润率稳定在较高的水平上,这些都表明中国的投资增长率并没有偏离投资回报率,中国投资有经济基础支持,因此可持续高速增长,照这个标准,中国的投资率不是过高,而是太低了。”(高盛研究报告)

从微观上看,近年来企业特别是规模以上企业的盈利水平的确在直线飙升。根据官方统计的数据分析,从1998年至2005年,国有和规模以上非国有工业企业资产利润率从1.34%上升至6.05%,净资产利润率也从3.70%强劲上升至14.39%水平。这些数据证实了微观层面上企业的良好盈利前景,似乎印证了近年来投资高速增长的合理性。(见图1)

但从宏观上看,我们可以用“边际产出资本比率(IOCR)”来衡量投资效率。也就是说,一个单位的投资能带来多少个单位GDP的增加,或者一个单位的GDP增量需要多少个单位的投资拉动,边际产出资本比率可以被解释为投资回报的一个平均毛利率,所以边际产出资本比率越大表示投资效率越高,反之则反是。我们对自1987年以来中国的IOCR变化情况进行了计算,从1994年以来,中国的投资效率指标直线下降,IOCR从1994年的0.356下降至2005年的0.211。换句话说,上世纪90年代初,大致在2至3个单位的投资能获得一个单位的GDP增量,但最近四年需要5个单位的投资才能增加1个单位的GDP产出。此前还有多篇研究文献计算的全要素生产率(TEP)增长率变化,大致也与IOCR的变化趋势相当。

资本产出比率从1978年至2004年一直处于不断上升之中,尽管增长率在放缓(表明当下投资推动增长模式很难持续),但总体趋势仍大大超过全要素生产率增长(全要素生产率增长率增长停滞甚至出现负值),人均产出增长的贡献越来越依赖于资本产出增长,而非全要素生产率的提升。这说明,中国经济增长主要是靠资本增加和资本快速积累达到的,而这种增长并没有达到预期的技术进步和效率提升目标。

中国企业的微观盈利水平直线上

升与宏观层面上的投资效率低下形成如此巨大的反差,中国的投资率到底是高还是低呢?

中国投资问题症结远非高低之虞,实则政府主导的投资体制之虞

中国投资率的高低问题仅仅是一个表象,表象背后存在的政府主导的投资体制才是问题的症结,这突出表现为政府对资源配置的主导上,对投资准入的管制导致了行业垄断和行政垄断等问题上。

坦率地讲,用微观企业的财务评估去研判一个经济体中投资的整体宏观效率是有失偏颇的。因为,企业或单个项目的利润多寡往往是与众多因素相关的,如投入的要素价格(土地、资本,甚至还包括各种税收和准入等行政优惠安排)。如果要素价格是扭曲或低估的,甚至根本没有成本,那么微观上一个项目的累计净现值(NPV)就可以高得惊人,但在宏观上这却是很不经济的。比如,最近电解铝的投资热潮再度兴起,但大量出口电解铝,不仅需要进口氧化铝,而且还需要投入电力资源。电力在中国是一种短缺资源,生产每一吨电解铝需要用1700度电。从表面上看,给电解铝生产企业提供优惠电价,生产的电解铝出口产品是赚钱了,但在国民经济算总账时却是赔钱的,因为我们赔上了廉价的电力资源。还有,企业的一些成本外在化倾向明显,比如一个项目治理环境污染投入需要三十万元人民币,但对污染环境的企业惩罚却只有十万元,企业当然会选择不投入。

一个基本的事实是,中国虽然搞了二十多年的市场经济的改革,产品市场的市场化程度已经相当高了,但市场在资源配置中依然起不到基础性作用,政府仍然保持着对许多重要经济资源的配置权力,特别是包括劳动力要素、资本要素、土地和自然资源在内要素市场的市场化程度是很低的,还有在土地、税收和市场准入等各方面各种“优惠”政策所体现的行政垄断,这些因素导致了整个要素价格被人多地少的扭曲了:劳动力价格是偏低的,资本价格(利率)是被管制的,土地价格也是偏低的。由此,在改革初期曾经盛行一时的那些价格双轨制(甚至多轨制)成为了司空见惯的游戏规则。如此看来,社会民众的大量财富轻易地遭受到了少数人的“掠夺”,而各级政府的掠夺身影也不时闪现。坦率地讲,尽管宏观景气和企业经营改善等因素成为影响近年来企业利润和微观盈利水平的重要因素,但体制所制造的“经济租”显然是带来“超额利润”的最为基本的影响因素,从一个侧面也反映了权力与资本的结合,



人物志

刘煜辉,经济学博士,中国社会科学院金融所中国经济评价中心主任,研究员,本报特约撰稿人。近年来在国家一级学术刊物上发表论文十多篇,在国内外高级别学术会议上报告论文多篇。主持并参与了《中国地区金融生态评价》等多项国家大型重点研究课题。

或者说是权力资本化在加速深化。

经济效率(或者说是经济市场化程度)的一个重要体现,就是不同所有制性质的资本是否具有平等的权利、同样的待遇和盈利机会。但是,中国经济的一个显著特征就是大量的国有企业享有政府的优惠和扶持政策,这体现着政府对国有企业的“父爱主义”。与此同时,民营资本却受到明显的歧视和限制,这种限制和歧视的方式是多种多样的,并存在于各种领域中。例如,行业准入、不能或者至少不能以同等的条件获得各种资源等等。所以,在某种意义上讲,所谓“父爱主义”实质上就是对其他没有机会与权力结合的资本的一种侵害。

比如说,国有企业的国有资本事实上是被无偿使用的,不需要向国家支付什么资本报酬;国有企业和民营企业一样只需要向国家缴33%的公司所得税,并不因为国有资本的存在而需要向国家上缴利润。实际上,我们可以通过以下几组很不完全,但颇有代表性的数据看出国家给予国有企业的各种补贴。

近三年国有企业的利润水平分别为:2002年利润为2500亿元,其中央企(180余家)利润为2000亿元,前十大央企利润为1800亿元(占72%);2003年利润为3006亿元,前十大央企利润为2330亿元(占77.5%);2004年利润为5400亿元,央企(169家)利润为4880亿元,前十大央企利润为4500多亿元(占84%)。在前十大央企中,有三家石化、三家电信、华能、国电和宝钢等。

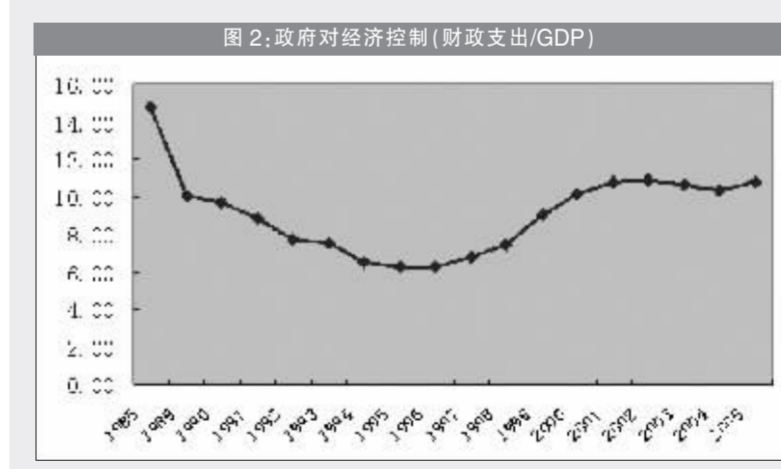
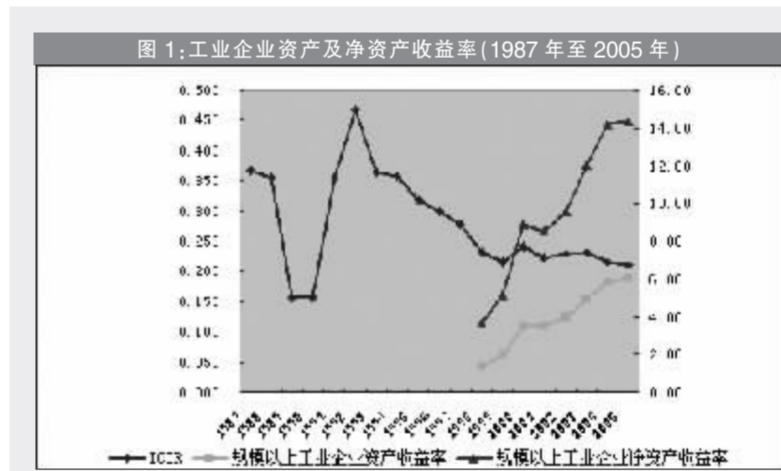
我们可以明显地看出,整个国有企业(不含金融企业)的利润70%以上是由处于垄断地位的那几家中央直属国有企业创造的。更有意思的是,这些国有企业获得如此高的利润,却不上交国家财政一分钱。在这些利润的背后,是什么样的成本呢?有学者计算了以下不完全统计的一些成本:上个世纪末以来,国家共发行了1.7万亿美元的国债,一比四的投资带动率为5万亿投资,其中3万亿至4万亿流入到国有企业中;非金融类国有企业债转股有4050亿元,核销企业呆坏账有3020亿元,这意味着每年减少近500亿元的利息支出;技改贴息367亿元并带动资金6400亿元;海内外融资8000多亿元,其中6000亿元至7000亿元给了国企;七次降息减少国有企业利息支出2500亿元;石油价格连年上涨,每年给三大石油公司增加1000亿利润;免费使用的自然资源(中海油收购厄尼科需要支付185亿美元;李泽楷竞价英国3G牌照需要支付650亿港元,但三大电信公司和三大石化公司却都是在免费使用国家的自然资源)。此外,地方国有企业

还享有地方政府的优惠政策。

当然,如此安排所产生的国有企业回报率自然是惊人的。根据国资委最新公布的中央企业2005年度经营业绩考核结果显示,2005年中央企业总体经营业绩继上一年度创造历史新高后再创历史最好记录,实现利润6377亿元,比2004年增长30.7%(2004年比上年增长61.9%);平均净资产收益率实现了10%,比去年的8.5%提高了1.5个百分点;平均总资产报酬率达到7.7%,比去年的6.8%提高了0.9个百分点。

与国有垄断企业获取“超额利润”具有异曲同工之处的是中国的房地产业。在中国,房地产业亦可谓是权力与资本相互结盟的一个典范。通过瓜分农民土地的增值收益和掠夺居民储蓄存款的方式,中国房地产业轻松获取了暴利,投资回报率之高也是独步于全球的。房地产商之所以能对民众财富进行大肆掠夺,是与某些地方政府“合谋”分不开的。一些地方政府以土地国有的名义,用很低的农业产值作价从农民手中征用土地,然后再以高价将土地转手卖给房地产开发商或“炒家”,美其名曰“经营城市”。

这里,有这样一组调查数字:2004



从微观上看,近年来企业特别是规模以上企业的盈利水平的确在直线飙升。官方统计的数据证实微观层面上企业的良好盈利前景,似乎也印证了近年来投资高速增长合理性。但从宏观上看,资本产出比率一直处于不断上升之中,尽管增长率在放缓。这说明,中国经济增长主要是靠资本增加和资本快速积累达到的,而这种增长并没有达到预期的技术进步和效率提升目标。由此,中国企业的微观盈利水平直线上与宏观投资效率低下形成如此巨大的反差。

中国投资率的高低问题仅仅是一个表象,表象背后存在的政府主导的投资体制才是问题的症结,这突出表现为政府对资源配置的主导上,对投资准入的管制导致了行业垄断和行政垄断等问题上。坦率地讲,用微观企业的财务评估去研判一个经济体中投资的整体宏观效率是有失偏颇的。尽管宏观景气和企业经营改善等因素成为影响近年来企业利润和微观盈利水平的重要因素,但体制所制造的“经济租”显然是带来“超额利润”的最为基本的影响因素,从一个侧面也反映了权力与资本的结合,或者说是权力资本化在加速深化。从微观上讲,资本流动的确受投资回报率所驱动,但投资回报的高低取决于资本是否能寻求到与行政权力结合的机会,故此,在一个非市场化的投资体制中(要素市场的非市场化),微观上的有效并不能达成宏观上资源配置的帕累托最优,甚至有滑向“裙带资本主义”深渊的倾向,这就是中国的经济现状。

分税制改革后,中国经济发生了一项根本性的结构变化:经济增长的推动力已从中央政府转向地方政府。地方已不再只是中央在地方的延伸和代理机构,它已经成为了一个具有独立利益的实体,并在中央与地方之间形成了新的财权与事权分配模式,这种模式对于投资体制的影响主要表现为以下三个方面:一是地方政府的财权和事权不对等诱发了中央和地方、上级和下级政府的机会主义博弈。二是政绩考核导向使得经济建设型政府取代了公共服务型政府。三是制度供给的缺失使得地方政府可以毫无约束地行事对资源配置的主导权。

■ 余论

最近,有关中国投资率高低的争论,是一个市场关注的热点问题。因为,有一种观点认为,中国投资率不是过高而是太低了,判断的依据是企业的资本回报率要远高于官方贷款利率。

但是,煜辉博士认为这种观点是值得商榷的。中国企业的微观盈利水平直线上与宏观层面上的投资效率低下形成如此巨大的反差,导致这种现象的根本原因是政府依然主导了当前中国的投资体制,要素价格的非市场化导致了企业部分成本的外部化,加上资本与权力的结合,微观企业的高投资回报率在某种程度上反映了经济中投资的整体宏观效率的不经济。

所以,观察中国的投资率高低,不能仅仅局限于微观企业的高投资回报率上,而应当从政府主导经济的大宏观经济背景来观察这一问题,是什么因素导致了微观企业的高投资回报率。由此,作者得出了一个自己的研究结论:当前中国微观企业的投资有效并不能反映在宏观层面上资源配置的帕累托最优。

当然,不管怎样,微观企业的高投资回报率现象,依然值得证券市场上投资者的关注,尤其是要关注央企及一些垄断行业大型企业的投资价值。

——亚夫

中国投资体制症结:中央与地方财政分权架构

中国投资的体制之虞在于:资源配置的行政化趋势再不断得到强化。在过去20余年的改革中,政府尽管从一开始就强调“减政放权”、“松绑让利”、“转变政府职能”,但实际上在很长时期内政府利益是在不断增加,政府支配资源的能力也在不断增加。尽管计划经济已渐渐远去,但各级政府在实际经济运行中还是自觉或不自觉地在想或根本没有放弃对资源配置的支配能力。

可以讲,分税制改革后,中国经济发生了一项根本性的结构变化:经济增长的推动力已从中央政府转向地方政府。(见图2)地方已不再只是中央在地方的延伸和代理机构,它已经成为了一个具有独立利益的实体,并在中央与地方之间形成了新的财权与事权分配模式,这种模式对于投资体制的

影响主要表现为以下三个方面:

一是地方政府的财权和事权不对等诱发了中央和地方、上级和下级政府的博弈。在中央和地方政府分权化改革之后,大量地方经济建设和公共品供应责任由地方政府承担,但给地方政府的财权与事权严重不对等,表现为财权不断上收,但事权层层下放。同时,经济增长业绩在官员的政绩考核体系中的权重越来越大。地方财政的人不敷出促使地方政府必须寻找新的财源。

二是政绩考核导向使得经济建设型政府取代了公共服务型政府。由此,导致了保障地区经济和金融运行的一系列基础设施和制度基础的缺失。一个以经济建设为竞争指标的政府必然将资源更多地用于竞争性领域,而保障整个市场经济体系正常运行的基础

设施和制度基础(如法治环境、诚信文化、教育、社会保障、居住、收入分配等一系列公共服务产品)因得不到政府财力的支持而建设严重滞后。

三是制度供给的缺失使得地方政府可以毫无约束地行事对资源配置的主导权。地方政府可以通过各种方法控制劳动力、土地等要素价格,事实上也就掌握了对地区金融资源的配置权。因为,土地、税收、市场准入等各种花样翻新的优惠行政政策,是当前银行最值得信赖的抵押物和担保品。故此,金融资源自然会服从于行政权力的配置,从而达成“资本与权利”的结合。

这就不难理解,银行微观治理的改善(国有商业银行的上市、外部战略投资者的入股)为什么不能保证资源优化配置的宏观要求。可以看

到,在市场竞争的压力下,刚刚完成上市的国有商业银行不得不又重新回到与地方政府合作的老路上。与地方政府签订合作协议,允诺向地方建设项目提供配套贷款和资金支持,而地方政府则提供多方面的资源。实质上,这可以视为是地方政府出面招揽下的信贷批发业务,其中还有相当大一部分是没有财政担保的。可以说,在政府主导的资源配置的经济体中,即便是银行从治理层面上会来自各级政府的直接干预,但迫于经营的压力,最终还是摆脱不出现行的体制框架,要想理清政府与银行之间纷繁的关系绝不是件容易的事。

中央和地方一系列深层次的行政管理体制的矛盾已经严重地左右着中国的宏观政策战略的实行。以往

央行等宏观职能部门就全国借贷利率发出的任何意见,对于地方银行分行如何向地方投资项目配置资金往往影响不大。市场化的倒退和市场机制的缺失,使得利用相对价格变动(比如汇率和利率等)来调节经济本身就没有太多的实质内容。而监管机关和央行的角色或作用事实上在不断被弱化。我们看到,建设社会主义政治文明的理念已经被写进了党的十六大文件,“转变政府职能”、“责任政府”、“公共财政”、“科学发展观”和“和谐社会”等执政思想也已经开始实施,我们相信这些努力定能加快中国经济机制和体制改革进程,并化解一系列深层次的社会矛盾和社会危机,为转型中的中国开辟出一条经济和社会协调发展的康庄大道,“为万世开太平”。(刘煜辉)