

低利息政策遮掩了多个经济难题

□易宪容

随着最近各项宏观经济数据相继出台,除了固定资产投资增长仍然过快、银行信贷增长过快及进出口贸易顺差增长过快外,其他宏观数据表现良好。特别是CPI一直在1.5%左右水平徘徊,更是让海内外对当前中国宏观经济形势看好。不过,当前中国所采取的低利率政策实际上遮掩了经济生活中所面临的诸多问题与困难。

正如我在多次文章中指出的那样,中国采取低利率政策,一定会使得中国经济粗放型的增长方式无法转变,不合理的产业结构无法调整,大型国有企业经济效率无法提高,国内居民消费严重的挤出效应无法消除,社会财富分配不公越来越严重及国内进出口贸易关系无法调整等等。更为严重的是,低利率政策一定会造成整个金融市场流动性泛滥、资产价格快速上涨和经济泡沫越吹越大。

从当前利率水平来看,中国的利率是高是低?利率市场化的机制是否健全?当然,如果以传统的经济理论、以国家统计局公布的数据来看,那些利益相关者没有一个不会认为中国的利率水平处于合理区间。比如,当前CPI的水平在1.5%,高于居民的一年期存款利率,即居民的存款利率为正。还有,在完全市场化利率的银行拆借市场与国债市场中,其利率水平也与居民一年期存款利率

相去不远。但实际上,这些都是由于国内金融市场基准利率(一年期存款利率)扭曲所导致的结果。很简单,有研究表明,目前国内民间信贷市场的利率在12%左右。还有,不少房地产开发企业的“过桥资金”利率也在15%以上。再如,目前国内房地产信托基金的利率水平也不会低于15%。

再就是2004年中国的通货膨胀率为4%至5%,但存款利率水平还不到2%(为1.8%),实际利率为负2%至3%。在2005年初,通货膨胀率已达到6%,实际利率为负4%。如果与美国比较,并使世界银行的通货膨胀标准看,目前美国在扣除通货膨胀之后的实际存款利率在3%左右,而中国在扣除通货膨胀之后的实际存款利率在负2%左右。以此利率差异计算,中国的实际利率水平要比美国低5%,以目前中国居民储蓄存款额16万亿元人民币计算,那么这种低利率政策就会导致8000亿元人民币的财富转移效应。

也就是说,即使不与国内民间信贷市场的利率水平相比较,即使是以国家统计局的数据,并以世界银行标准来计算,目前国内的低利率政策已导致了严重的财富转移效应。可以说,这种严重的财富转移效应已成为国内金融

目前中国经济生活中存在的许多问题,特别是金融市场及房地产市场中存在的许多问题,都是与我们所采取的低利率政策有关,都可能是低利率政策扭曲所导致的结果。低利率政策导致了严重的财富转移效应。更为严重的是,低利率政策也造成整个金融市场流动性泛滥、资产价格快速上涨和经济泡沫越吹越大。为此,中央政府必须从改变目前中国的低利率政策这一核心入手,关键是要破除相关既得利益者对改变低利率政策的诸多阻碍,这样才能解决中国经济中许多深层次的问题和矛盾,特别是国内房地产市场问题。

市场中最为深层次的一种矛盾,这也是导致国内金融市场许多经济问题产生的根源之一。

比如说,目前国内银行贷款余额为22万亿元,如果以低于美国5%水平的中国实际利率来计算,这些银行债务人就可以轻易而合理地合法地从债权人那里获得约1.1万亿元财富。如果以民间信贷市场平均利率与管制下的银行一年期存款利率比较,前者是后者的6.7倍,那么债务人就能够就轻易而合理地合法地从债权人那里获得约3.1万亿元财富,几乎等于国家一年的全部税收总额。存款的居民则要向这些债务人提供约2万多亿元的金融补贴。

那么,谁获得了广大储蓄民众的金融补贴,这些债务人又是谁?当然,使用这些贷款既有企业法人也有自然人。其中,除了个人消费信贷约2万亿元,其中又包括个人贷款购买自住住房和通过银行进行金融杠杆的房地产投资者,其余的贷款基本上是由企业法人获得的。而且,这些贷款并不是每一家企业法人都能够从银行

那里获得低利率贷款,而是那些有房产或房产抵押品(这部分贷款占整个银行贷款近60%比重)的企业法人及大型国有企业。而企业法人的最大收益者应该是房地产企业了,一是房地产企业为资金密集型产业,二是房地产企业有大量的可供抵押品,这些必然会使国内银行大量的信贷资金涌入房地产市场,如果以每年流入房地产市场中的银行贷款余额4万亿元计算,那么房地产市场能够轻易地获得约2000亿元利润。仅此一点,国内房地产企业岂能不暴利?

对于一般企业而言,要获得银行贷款是十分困难的。比如说,中小企业融资难、农村金融十分落后等问题都说明,低成本的资金是无法进入这些市场的。由于银行信贷市场的可选择性与歧视性,这就使得国内银行信贷市场成了一个十分活跃的寻租市场,也导致了银行信贷业务中的金融犯罪行为十分猖獗。从最近几起大的金融犯罪行为来看,无不是从银行信贷入手。而且,一些银行进行股份制改

造和加强风险管理也无法轻易地减少这种针对银行信贷的猖獗犯罪行为,只不过是其作案的手法比以往更加隐蔽和更为制度化。可以说,只要存在着这种债权人向债务人的巨大补贴,那么这种利用银行信贷的寻租活动就不会停止。

可以说,债权人向债务人输送的这种巨大补贴,已对国内居民消费产生了较大的挤出效应或抑制效应。很显然,自1996年降低利率以来,政府总是希望通过降低利率的方式来刺激消费,但实际情况是消费并没有得到提高,储蓄反而却在连年上涨。低利率使得许多工薪家庭的利息收入近乎于忽略不计。利息收入的急剧萎缩不仅使他们感到不适应,而且收入结构变化在一定程度上又增加了他们对收入预期的不稳定性。于是,热衷于加入储蓄行列的人数越来越多,储蓄主体也越来越年轻化,这部分人群本是消费投资的生力军,却出现了储蓄随利率降低而暴涨的这一矛盾现象。2001年末城乡居民储蓄存款总额为7.4万亿元,2002年末为8.7万亿元,到了2006年9

月末,这一数字已突破了16万亿元,每一时间存款额增长的绝对值都在1万亿元以上。

其实,不仅国内的企业法人分享了由国内绝大多数低收入民众给予自然人及企业法人的信贷补贴,而且全世界通过国内大量的产品出口及中国企业的境外IPO也分享了由中国国民所提供的巨额补贴。比如,对中国企业的出口产品来说,这些出口产品不仅严重地压低了劳动力要素收入和土地要素成本,而且还压低了它们的资金成本。这意味着,在中国成为全球制造业中心的同时,中国也成为向全球企业提供利润和向世界各国居民提供福利的贡献中心。因为,中国除了劳动力外,地租被间接地廉价出口了,资本也被直接或间接地廉价出口了。

还有,低利率政策也正在推动国内资产价格上涨,如住房市场与股市上涨。别以为从国家统计局统计的数据来看,几年来房价上涨幅度不会太大,每年上涨幅度都不会超过10%。但实际上并不是如此。莫说中国的一些特大城市,房价上涨幅度之大,就是在内地一些二线城市甚至一些县城的房价也在成倍或几倍上涨,这都已成为一个不争的事实。还有,近期国内股市连续12周上涨,上证综指重上2000点大关。可以说,国内股市在短期内之所以会飙升,可能并不是由于上市公司业绩快速

上涨所致,更重要的影响因素恰恰可能是低利率政策导致了市场流动性泛滥并推动了资产价格上涨。

为了维持国内低利率政策,极力推动国内资产价格上涨,银行信贷的债务人无论企业法人还是自然人,特别是国有大企业、证券公司及国内银行等部门,这些相关利益人不断地联合起来结成同盟主张不加息。比如,无论是政府哪一部门公布什么数据,特别是国家统计局及央行一公布什么数据,一些分析人士就会大力鼓吹目前中国经济形势如何是好,如何不需要动用加息这个工具,从而使得央行很难在经济过热的苗头刚出现时就调整利率,也使得应该频繁变动的利率工具,反而成了宏观调控的一种刚性工具。

总之,目前中国经济生活中存在的许多问题,特别是金融市场及房地产市场中的许多问题,都是与我们所采取的低利率政策有关,都可能是低利率政策扭曲所导致的结果。如果中央政府不从这个核心入手,改变目前低利率政策的状况,建立起中国金融市场有效的价格机制,那么中国经济中许多深层次的问题和矛盾就不可能得到解决,特别是国内房地产市场问题更是如此。要改变目前中国的低利率政策,破除相关既得利益者的阻碍是关键之处。(本文作者系中国社会科学院金融研究所金融发展与金融制度研究室主任,研究员)

基金公司财务水准走到三岔口

□付强

中国基金管理公司的财务状况是中国基金业发展的影子,同时又对基金业的发展产生重要的反作用。过往八年是中国基金业从无到有、逐步导入的过程。该阶段的中国基金业财务状况无疑具有典型的萌芽阶段的特征,资产、资本、收入、费用等不断上升;在盈利能力方面,除去最早三年一定程度上政府扶持下获得高收益外,随后几年随着政府管制放松及市场竞争加剧和股票市场熊市,基金公司的利润和利润率基本在低水平徘徊。

今年注定是中国基金业发展,同时也是基金管理公司财务状况的分水岭。市场环境的变化为未来基金业的大发展奠定了坚实的基础,基金管理公司固有资金投入的发展将对它们的财务状况产生重大影响。

中国基金管理公司的财务状况是中国基金业发展的影子,同时又对基金业的发展产生重要的反作用,没有健康的基金公司财务就没有基金业的可持续发展。早在2004年6月28日美国华尔街日报就撰文指出:“中国基金行业就像消费品行业一样,需求增长非常迅速,但供给的增速更快。中国的基金市场是全球竞争最为激烈残酷、盈利最低的市场之一。”事实究竟如何,这需要我们从深入而全面的分析。

资产与资本

由于基金管理公司总数的逐年上升,它们的总资产、所有者权益和注册资本也保持了逐年上升的态势。截至2005年底,我国基金管理公司总资产为近94亿元,所有者权益约64亿元,注册资本约58亿元(见图1、图2)。从公司规模看,上述三项指标分别为1.9亿、1.3亿和1.2亿。与基金资产规模5000亿水平比,基金公司股东每投入1亿对应的管理基金规模大约为100亿。

分析这三项指标的关系,我们还可以看到,中国基金管理公司的2005年底资产负债表上存在30亿元左右的负债,即总资产大于所有者权益的部分,资产负债率为32%。因为基金管理公司没有法律依据进行主动融资和借款,所以这部分负债主要是应付工资和税金及其他应付款。此外,近五年来,所有者权益始终保持高出注册资本5亿元左右的水平,这说明这几年每年均有5亿左右的累计未分配利润,这其中包括资本公积金和公益金。

收入与费用

我国基金管理公司的营业收入主要包括基金管理费、部分赎回费、部分持续营销费、非基金的资产管理费(例如全国社保基金、企业年金等)。自1998年我国基金业诞生以来,基金管理公司的营业收入逐年递增,2005年达到近39亿元(见图

3),司均8073万。基金管理费是基金管理公司营业收入的主体,我们看到2005年基金业总管理费收入为42亿元(见图4),超过当年营业收入3亿元,这说明基金管理公司的名义管理费收入并没有被全额覆盖,而是有部分以管理费分成的方式被客户或渠道所分食。

与收入相对应的是费用。基金管理公司的主要费用项目包括工资及福利费、研究开发费、办公费用以及营销费为主的其他费用。2005年基金管理公司总发生营业费用近31亿元,司均6421万。其中工资福利11.88亿(见图5),占比最大,这从财务上说明了基金业是一个人力资本密集型的行业。

利润与利润率

2005年中国基金管理公司实现总利润4.53亿,创下了历史新高,司均944万。但历史上我国基金业利润状况非常不稳定,2005年的新高也仅仅是略高于2000年4.11亿的水平,而2000年以后的三年则出现了逐年下降的情况,2003年降到仅为1.61亿(见图3)。

就利润率水平看(包括总资产利润率、所有者权益利润率和营业收入利润率),中国基金业最初的三年,即1998-2000年是最高的一年,所有者权益利润率基本维持在15%-30%的高位,也就是说,基金公司股东每年可获得如此高的投资回报率。而后三年,即2001-2003年则逐渐走低,到2003年三项指标分别下降到2.94%、4.41%和8.82%,基金公司股东每年仅可获得不到5%的投资回报。从2004年开始,利润率水平出现轻微回升,该趋势一直延续到2005年,该年三项指标分别为4.83%、7.12%和11.69%(见图6)。

比整体盈利能力波动性更引人注目的是中国基金业内在的结构性分化。据统计,2004年45家基金管理公司中只有17家盈利,28家公司亏损,亏损

面近2/3。2005年末已经成立的53家基金管理公司中,当年盈利的只有31家,亏损的有22家,盈利面不足6成。这其中,盈利最大的基金管理公司2005年的盈利达1.2亿元,而亏损最大的逾4000余万元,两者差距高达1.6个亿。以基金公司行业常见的1亿至1.2亿元的注册资本相对照,盈利最高的公司1年能挣出一倍资本金,而亏损最大的公司一年则烧掉本金3成。这种状况的出现也许并不是什么令人吃惊的现象。据美国投资公司协会统计,美国基金管理规模在1000亿美元以上的基金公司数量占比仅为5%,而管理规模在10亿美元以下的基金公司却占近60%,贫富悬殊与结构分化的状况与我国大致类似,这基本说明了基金管理行业自身所具有的独特种行业规律,因为投资者对基金管理公司业绩和品牌的追逐将导致我国“赢家通吃”效应。当然,我国目前基金管理公司的竞争格局尚不固定,各家公司的财务状况在未来还将发生不同程度或方向性的变化。

2006年分水岭及未来趋势

过往八年是中国基金业从无到有、逐步导入的过程,同时也是基金管理公司数目激增、快速布局的阶段,该阶段的基金公司财务状况无疑具有典型的萌芽阶段的特征,例如资产、资本、收入、费用等的不断上升;在盈利能力方面,除去最早三年一定程度上政府保护和扶持下获得高收益外,随后几年随着政府管制放松及随之而来的市场竞争加剧和股票市场熊市,基金公司的利润和利润率基本在低水平徘徊。

2006年注定是中国基金业发展,同时也是基金管理公司财务状况的分水岭。是年基金公司总体的财务状况未必出现大跃进式的发展,基金管理公司之间的财务水准分化仍将继续演绎,但它却注定是未来持续健康发展的起点,这主要是因为:

首先,经济环境、金融环境和市场环境的变化为未来基金业的大发展奠定了坚实的基础。目前不论国内国外,越来越多的投资人认定中国资本市场将出现长期牛市的趋势。假定中国资本市场出现5年的大牛市,那么我们预期中国基金业资产总规模有望达到1.5-2万亿元。除了牛市假定外,目前中国的经济和金融环境也非常有利于基金行业的发展,主要体现在经济持续增长、长期的低利率和低通货膨胀导致投资理财需求异常高涨、养老金制度改革为共同基金提供了最重要的增量资金。同时,基金公司赖以投资的市场深度也将得到相应拓展,包括全流通改革导致的制度性扩容以及大量优质公司的上市。

其次,基金管理公司固有资金投入的发展将对它们的财务状况产生重大影响。自2005年6月8日中国证监会下发《关于基金公司运用自有资金进行基金投资的通知》以来,根据2006年基金中报显示,共有25家公司运用自有资金进行了34只旗下开放式基金11.6亿份的投资,其中股票和混合型基金的投资规模约8亿,这还不包括自持封闭式基金的情况。简单测算,这部分投资应该能为基金公司创造4亿左右的投资收益,而这几乎与2005年全行业的总利润相当,这势必将在很大程度上弥补2006年上半年股票型基金创历史纪录的47%净赎回所带来的负面影响。只要未来牛格局得以延续,固有资金投入有望成为基金公司重要的利润来源。但同时需要引起关注的是,固有资金投入对于基金管理公司来说是柄“双刃剑”,在市场不利条件下,它将造成额外的财务损失。

第三,中国基金管理公司经过若干年熊市的发展,已经积累了不少宝贵的财务管理经验,它们日益懂得如何在既定的预算约束下创造最大的经济效益。同时,2003-2004年是我们基金

管理公司成立的高峰期,这两年成立了23家基金公司,导致基金公司总数迅速翻倍,它们随后三年的固定投资,调查是财务上的不轻负担,而从2007年起,大部分公司将轻装上阵。

最后,监管机关的监管新规也有利于行业总体财务的健康。2006年8月中国证监会颁布的《关于基金管理公司提取风险准备金有关问题的通知》规定:“基金管理公司应当每月从基金管理费收入中计提风险准备金,计提比例不低于基金管理费收入的5%。风险准备金余额达到基金资产净值的1%时可以不再提取。”这是中国基金业防范未来财务风险的重要举措。

在本文篇头,我们看到了两年前美国华尔街日报就中国基金业发展的不乐观论调。就在不少人对中国基金业的发展产生困惑和疑虑的时候,今年初全球知名的德勤会计师事务所却发表了一篇大看好中国基金业发展未来的调查报告,调查对象是全球40家中大型基金管理公司的高管,调查的主题是未来3至5年全球资产管理行业发展的主导性因素。63%的被调查者认为全球化是未来基金管理公司盈利的最重要驱动因素,而在国别选择上,68%的被调查者认为中国“重要”或“非常重要”,力拔“金砖四国”之头筹。中国基金业未来的巨大发展空间已经吸引了24家海外知名资产管理机构进入中国市场,成立合资基金管理公司,这占到目前58家已开业基金公司的四成。

[作者简介] 财政部科研所投资专业博士,高级经济师,现任中万巴黎基金管理公司市场策略经理。曾先后工作于申银万国证券公司和法国巴黎资产管理公司。2002年著有国内首部虚拟经济专著《虚拟经济论》。曾获中国证券业协会“券商发展战略研究”一等奖。2003年起连续担任我国基金从业资格考试的命题专家及指定教材《证券投资基金》的主要撰稿人。]

