

本次国务院号令开放垄断行业具有显著项目导向性

打破垄断 民间资本成激活市场鲶鱼

齐鲁证券

不管是从政治周期角度还是从经济困境的角度来看,贯穿了三十年的国企改革正进入一个新的窗口。十八届三中全会指出要大力发展混合所有制经济,这有助于走出一条公有制与市场经济兼容的新路、有助于加快培育一批具有国际竞争力的大公司。

4月23日,国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,确定进一步落实企业投资自主权的政策措施,决定在基础设施等领域推出一批鼓励社会资本参与的项目,部署促进市场公平竞争维护市场秩序工作。

国企改革至今已30多年

在20世纪80年代,国企改革重点围绕建立与市场经济相匹配的微观经济主体进行。彼时的中国正面临短缺经济时代严重的通货膨胀,国企改革在此时期虽已起步,但重大的制度创新以及经营机制的转换几乎缺失,国有企业大面积亏损的局面未得到根本性改善。

90年代,国企改革步入正轨。股份制合作制成为推动国企改革的主要形式,国有小型企业被出租或者出售给集体或个人。山东诸城的产权改制模式成为典型。除了公开出售以外,地方性国企或者集体企业通过MBO(管理者收购)方式成为民营企业,民企开始在中国经济中扮演重要地位。

2003年,伴随着国资委成立,国有企业进入大规模扩张时期。国有及国有控股企业资产总额从2002年初的8.34万亿上升至34.27万亿。资产总额同比增长连年增长,2008年最高达到18.4%。2013年,进入世界500强的国企上升至95家,内地85家企业里国有企业占比达到90%。在竞争性领域,国企不仅没有退出,还利用有利的政治地位和资金实力进行不平等竞争,在本不属于国企核心产业的领域,国企也大量进入,如央企参与房地产市场等。

中国股市的建立和调整,基本是为国企改革提供配套服务:A股第一次大规模的公开募集是1993年到2001年,上市审批采取的是额度制度以及指标制,这一阶段得到地方和部委指标的绝大多数是国有企业,从客观上造成了股票供不应求、高溢价发行股票的格局,给饱受资金压力的国有企业提供了一条新的融资渠道。

在强调保持国有经济控股地位的前提下,股市制度设计者为了避免背负搞私有化这一高昂的政治风险成本,规定在证券交易所挂牌的上市公司,其国有股法人股暂不上市流通,只允许社会公众股流通,股权分置由此产生。由于当时的上市公司绝大部分是由国有企业改造而成,国有股和国有法人股占据绝对控股地位,原有国有企业效率低下的治理结构和管理模式可能平移到上市公司中。因此,股权分置改革这一股市制度最重要的变革应运而生,它有助于帮助国有资产进行战略性重组、通过国有股减持填补社保基金缺口、有利于加快国有经济的战略布局和调整、防范金融市场的系统性风险。2006年中国金融面临全面开放,股市的长期低迷加大了资本市场的系统新风险,并通过资金链传染给商业银行。在2006年国资委开始加大中央

企业兼并重组力度以及国有银行市场化改革完成,各大银行相继上市。

资本市场上 国有民营企业之对比

A股当前总市值接近27万亿,国有企业和民营企业的占比大致为60%与30%,市值大约为40%和20%。按公司家数划分,中央国有企业、地方国有企业以及民营企业的家数分别为333家、646家以及1308家。根据2013年三季报数据,A股银行业总资产62.89万亿,占到A股所有国有企业资产的71.28%。剔除掉银行业这个巨无霸,在A股中国有企业资产相对民营企业资产占据绝对优势的领域主要分布在石油石化、交通运输、非银金融、电力及公用事业、国防军工、钢铁、煤炭、建筑、有色金属行业。但是从市值对比看,传媒、餐饮旅游、商贸零售、汽车、建材、房地产、食品饮料领域,民营企业的市值占比正在快速接近国有企业。而医药、计算机、电子元器件、纺织服装、电力设备、基础化工、轻工制造、通信、农林牧渔、家电、机械行业民营企业的市值均超过了国有企业市值,在这些领域民营企业比国有企业具有更高效率。

从地区性差异看,剔除银行、非银金融以及石油石化三大垄断性行业,国有企业总资产排名前五的省市依次是北京、上海、广东、山东、辽宁,分别为6.35万亿、2.56万亿、1.69万亿、0.83万亿以及0.54万亿。而民营企业按总市值排名前五的省市依次是广东、浙江、北京、江苏、上海、山东,上述省市A股民营企业总市值分别为1.45万亿、1.03万亿、0.76万亿、0.74万亿、0.36万亿。我们判断本轮国企改革的重点区域将落在北京、上海、山东、广东、浙江、江苏六大省市。

截至3月14日,国资委持股市值总计6.11万亿,占A股总市值的22.9%。在A股的2516家上市公司中,实际控制人为国资委的总计有766家。北京、上海两地国资委控股公司有88家和91家,占比分别为38%和45%。贵州、云南、山西、天津等地,实际控制人为国资委的上市公司占当地上市公司数目的比重较高,贵州省甚至达到了67%。从行业层面来看,国资委控股公司数目较多的行业主要分布在机械62家、基础化工60家、电力及公用事业55家、房地产54家、交通运输54家、商贸零售41家、汽车40家、医药38家等行业。

混合所有制下 国有资本将有序进退

从目前国企改革进展较快的上海、广东、贵州、安徽等地改革思路来看,混合所有制背景下国有资本有序进退基本成为共识。但是关于垄断领域、服务性领域以及竞争性领域国企改革的思路却不尽一致。特别是在垄断性领域和服务性领域,国企改革的重点似乎并不在所谓的“国退民进”。比如,在国企比重较大、改革具有代表性的上海,其做法是将 国资系统 80%



吴比较/制图

以上的国资集中在战略性新兴产业、先进制造业与现代服务业、基础设施与民生保障等关键领域和优势产业”,在安徽,则明确提出“推动国有资本向重点行业和关键领域集中、向优势行业集中、向企业主体集中,在重组中发展混合所有制经济。”因此,混合所有制背景下国有资本的有序进退,其本质是国有资本的重新布局,行业之间的横向整合、集团资产的优化调整。至于不具备竞争优势的国有资本退出其实取决于行业自身的景气度,毕竟,对民营经济而言,盈利和效率是其核心利益。

民间资本进入垄断行业 将带来鲶鱼效应

从民营企业占固定资产投资比例来看,2005年是35.58%,而这一数据在2013年为62.95%,第一、二、三产业民间固定资产投资增速比整体固定资产投资增速分别高0.4、3.3和4.4个百分点,而同期国有及其控股企业与民营企业盈利增速分别是6.4%和14.8%。显然民营资

本具有更高的投资热情与盈利能力。如果能提供公平的竞争环境,对民营开放垄断行业,对提高全社会投资水平与提升投资效率有着积极的意义。

本次对民营开放垄断行业具有显著项目导向性。本次国务院会议按照《政府工作报告》部署,在铁路、港口等交通基础设施,新一代信息基础设施,重大水电、风电、光伏发电等清洁能源工程,油气管网及储气设施、现代煤化工和石化产业基地等方面,首批推出80个符合规划布局要求、有利转型升级的示范项目,通过向社会公开招标,鼓励和吸引社会资本以合资、独资、特许经营等方式参与建设运营。这种通过单个项目参与的运作机制,可以有效避免垄断性行业尝试放开时,行业立法与执行过程中的不透明性与隐性垄断造成的民营资本参与的难题。

配套政策跟不上 是国企改革的核心障碍

4月23日,国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,决定在铁路、港口等

交通基础设施,新一代信息基础设施,重大水电、风电、光伏发电等清洁能源工程,油气管网及储气设施、现代煤化工和石化产业基地等方面,首批推出80个符合规划布局要求、有利转型升级的示范项目,面向社会公开招标,鼓励和吸引社会资本以合资、独资、特许经营等方式参与建设运营。下一步将推动油气勘查、公用事业、水利、机场等领域扩大向社会资本开放。

从目前改革进度来看,民间资本主要集中在房地产、批发零售、住宿餐饮、制造业等一般竞争性领域。除专门政策推进的金融行业外,在铁路、通信、能源、基建等垄断性行业参与程度较低。核心的原因是许多垄断性行业的国有企业制定国家标准与竞争规则,民营在进入市场后,并没有公平的准入门槛,参与以及退出都没有完备的细则与政策,这是导致民营进入垄断行业担忧的核心问题。

耶伦讲话 为议息定调

本月30日美央行议息可能会表达更多非鸽派的信息;而现在市场对于美央行货币政策声明纪要公布后,更多形成的是鸽派印象。

刘锋

耶伦最新讲话有重要的货币政策意义,预示下次议息结果将较现在市场的鸽派印象更偏向中性。

由于这次讲话距离下次议息只有2周时间,这次讲话无疑是对下次议息会议所要涉及的一些关键问题所进行的铺垫。最重要的是耶伦提出了美国央行充分就业的目标是失业率降到5.2%—5.6%,她预计在2016年底前可以达到这个水平。充分就业对应的失业率水平无疑是货币政策中性所对应的失业率水平,而中性货币政策所对应的美联邦利率水平肯定不是目前的0—0.25的水平,言外之意是到2016年底前,美国央行已经加了几次息。

耶伦提出的充分就业的目标失业率水平,很有可能代替上次议息仍在保持的“在失业率降到6.5%、通胀升到2.5%之前不会加息”的货币政策指引。用新的指引代替旧的指引的好处,是可以把市场的预期继续向未来更远的时间点引导,从而有利于形成对货币政策路径更全面的预期,这样也有利于私人部门的决策。

耶伦用大量的篇幅表达了对美国经济不确定性的考虑,阐述了对美国经济已经取得的重要成功,还用很多篇幅讨论了未来美国央行加息的前景,同时一再声明量化宽松QE结束后很久也不会加息。如果表达对美国未来不确定性的担忧是鸽派,那么阐述美国经济已经取得的成功以及对下次议息会议的提前铺垫,本月30日美央行议息可能会表达更多非鸽派的信息;而现在市场对于美央行货币政策声明纪要公布后,更多形成的是鸽派印象;当然下次议息也应该不大传递强硬派信息。

(作者系国金证券研究员)

广义财政挤出效应:货币宽松是唯一有效应对之策

薛鹤翔

市场当前可能过多讨论财政刺激是否足够,而忽视财政挤出效应。有效应对财政挤出效应的唯一正确方式是货币宽松,未来我们将观察到逐渐宽松的货币政策。广义财政挤出效应表现为四个方面,分别是非周期性挤出、周期性挤出、制度性挤出和财富性挤出。非周期性挤出是指,财政收入、支出增速持续高于居民收入增速,该效应贯穿整个经济周期,前提假定是政府融资不推升全社会融资成本。周期性挤出是指,经济下行期,除“财政自动稳定器”外,为刺激经济而需额外的财政支出,为此融资将在边际上推

升市场利率。制度性挤出是指,地方政府和房地产企业的正规融资渠道不畅,融资成本高于均衡水平,刚性兑付下,推高无风险利率。财富性挤出,或财政挤出的财富效应:地方政府融资的三分之一以上来自土地财政,居民部门为政府以出让土地来融资的方式承担高于均衡水平的房价。

单一财政刺激存弊端

在IS-LM模型中,单独财政刺激,相当于IS曲线右移,产出增加的同时,推升利率,利率提高对私人部门具有挤出作用。财政刺激导致IS曲线右移,若同时货币宽松,LM曲线右移,与第一均

衡点B相比,新的均衡点C上的利率更低,尽管C点的利率可能比A点要高,但这不影响结论,即货币宽松能够缓解财政刺激的挤出效应。

警惕广义财政挤出效应

广义财政挤出效应表现为四个方面,分别是非周期性挤出、周期性挤出、制度性挤出和财富性挤出。广义财政挤出效应之一,非周期性挤出。政府作为非生产性部门,如果其收入增速持续高于居民收入增速,政府在分配中的比重会持续上升,从而相对挤出居民收入。这种挤出效应贯穿整个经济周期。政府与居民收入增速差反映了非周

期性挤出的程度,增速差越大反映出这种挤出越大,这一增速差与名义GDP增速呈高度正相关,即非周期性挤出的顺周期性。当经济增速显著回落时,财政的非周期性挤出效应会下降,从而缓解居民收入放缓对经济的冲击。

周期性挤出:经济下行期,除“财政自动稳定器”外,为刺激经济而需额外的财政支出,为此融资将在边际上推升市场利率。从表现上看,政府的基建在刺激经济时期会上升,从而定义周期性财政刺激阶段,随后观察在刺激阶段,是否有货币政策跟进(一般都会,但时间上可能存在差异),在财政刺激阶段,利率的上升就是挤出效应最好的证据。

2008—2009年,基建投资相比GDP

增速领先,这种大刺激短期内不会出现,但是过去两年来刺激较为频繁。

2012年以来,我们至少经历了两轮基建投资周期,在基建投资周期上行的后期,经济下行,在基建投资周期上行的后期,经济上行。

2012年基建增速提升期,贷款利率下行,应无财政挤出效应。但在2013年基建增速提升期,贷款利率上行,存在强烈的挤出效应。因此,随着去杠杆向下的货币政策日趋严厉,财政的挤出效应是增强的,2013年下半年财政挤出效应强烈。

制度性挤出:地方政府和房地产企业的正规融资渠道不畅,融资成本高于均衡水平。刚性兑付下,推高无风险利率。

2008年以来,城投债收益率持续高

于一般企业债收益率,但实际上地方政府的信用显然高于一般企业,这是最明确的制度性挤出。

2013年下半年财富性挤出,或财政挤出的财富效应:地方政府融资的三分之一以上来自土地财政,居民部门为政府以出让土地来融资的方式承担高于均衡水平的房价。

统计局公布的房价倾向于低估,而居民收入增速倾向于高估,但我们仍以这两个数据的绝对水平来作分析,2012年上半年以来,房价增速企稳反弹,走出一轮上升周期,但居民收入增速持续下滑,而2013年四季度以来,房价增速持续高于居民收入增速,即在2013年财政刺激时期,财富性挤出非常强烈。

(作者系国泰君安证券宏观研究员)