

# 央企整合谨防三误区

□中国国际经济交流中心 王军 任海平

近日,部分央企整合动作频频,关于央企改革的讨论一时又热烈起来。笔者认为,当前央企整合要谨防陷入以下三大认识误区。

一是片面强调做淡马锡公司式出资人的误区。中国拥有庞大的国有资本和对市场经济体制的必然选择,决定了其不能没有像国资委这样一个对国有资本实施统一监管的部门。2009年5月实施的《国资法》赋予了多个部门行使国有资本出资人的职能,这些部门与国资委出资人地位相同。如果国资委只作为干净的出资人,很可能使其演变成一个事实上的企业集团。

如果国有资本统一监管者的主体缺位,建立在分散产权主体基础上的多部门出资人监管,将不利于中央政府和地方政府对本级政府国有资本总量、结构、变动的掌握,更重要的是无法在国家范围内对国有资本进行统一战略规划布局,实施有进有退的结构调整。

出资人概念与所有者概念内涵不同,因此,需要在政府与企业间构造出一个出资主体,作为民事行为的终极代表。通过建立出资人制度,将政府作为公共管理者的身份与国有资产所有者的身份分开。在此结构下,由政府作为所有者,由这一机构作为政府的出资人代表,二者之间是授权与被授权的关系。

具体说,国资委系统应包含两个层次:第一层次是指政府作为所有者,行使国有资产统一监管职能,通过规划布局和国有资本经营预算战略性地配置国有资本;第二层次是指履行直接出资人权利的国有资本经营公司,通过国有资产的经营与管理,实现国有资产的保值增值,成为社会主义市场经济中国有经济



新华社图片

的多元微观载体之一。这一制度安排在国资法框架范围内,可最大程度地保证国资委的监管连贯性。这就由现在的国资委一身二任,变成两身二任,适度分开,合理分工,同时出资人与监管者职能在国资委系统内实现统一。

二是片面强调通过整合减少央企数量的误区。片面地强化减少企业数量,以行政力量去推动企业联合,并要求减少央企数量,这样一刀切的做法是不合适的。

随着我国资本市场股权分置的解决,股份可以全流通的时代已来临。因此,国资管理必须从传统的管国有企业向管国有资本转型,从侧重实物形态的资产管理向侧重价值形态的资本管理升级。在资本市场成为国有企业资源配置

的主战场之后,国有资本可以通过资本市场完成退出和注入,简单的用行政手段压缩层级和数量是沿用过去的手段,不适应管理国有资本的新挑战。每家企业都有自己的特点与核心能力,不能一概而论减少央企数量、压缩层级、重组、并购、整合、拆分都应遵循市场规律,应以企业为主体,用市场手段来完成,而不是简单地用行政手段拉郎配。

三是推行央企整体上市、国资委作为其股东的误区。整体上市的背后就是取消央企集团公司作为股东这个层次,由国资委做上市公司股东,这样做的问题有以下几点。

导致国有资产所有者和监管者又成为一体,国资委与国资委下面若干家国

## “招商系”点燃央企地产重组预期

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

今年以来,国企改革政策不断落地,改革的顶层设计也开始明确,特别是习近平总书记7月中旬在同吉林省企业职工座谈时,对国有企业的定位再次明确,即“国民经济发展的中坚力量”。同时,习总书记提出了“三个有利于”的国企改革总基调,即“有利于国有资本保值增值、有利于提高国有经济竞争力、有利于放大国有资本功能”。

作为我国民族工商业的先驱,在对外开放、交通运输、金融服务等现代工商业方面,创下我国多个第一,并作为我国A级中央企业(2014年利润排名第十)的招商局集团,在本轮央企改革中,国家对其发挥国民经济中坚力量、践行“三个有利于”,必然有更高要求,而地产板块的资源重组,也应该在此框架下来理解。

相比其他综合经营类央企,招商局集团存在明显优势。在产业、地产、金融等方面,招商局建立起了多板块、全牌照、竞争力强的综合平台,在“产城融”融合方面的优势无出其右者,内部各板块构建的“生态系”健康完整、协同有序。在产业方面,基

于140年航运和港口建设历史而发展起来的交通产业链(港口、能源运输及物流、修船及海洋工程)。城市开发和建设方面,基于中国第一个外向型经济开发区——蛇口工业区的开发和运营,积累起来的工业园区建设和运营、产城一体化、房地产开发等经验。金融方面,以招商银行、招商证券、招商基金为核心的全牌照、市场占有率高的金融体系。

不管是交通及衍生产业(如物流、港口),还是金融产业,这两大板块与地产板块有着非常大的协同效应,不仅表现在基建先行、产业地产开发和运营,还表现在板块内客户需求的融合,如地产客户的金融需求。集团的第二大优势是大本营深圳蛇口和前海,既是自贸区也是“一带一路”的重要战略支点,肩负着深化改革、加快发展现代服务业、打开经济新局面的历史使命,这也是其他央企不具备的优势。

资本和产业有效互动、发挥协同效应,才是房企在新时期转型的有力武器。一方面,未来大城市核心区域的新房开发、存量房运营,将越来越强调开发运营的金融模式、资本与房企深度融合,比如REITs、地产基金、险资和私募等机构投资

者参股、控股房企,过去“低价拿地高价卖出”的模式已正寝。另一方面,园区或商业办公地产开发和金融支持。反过来,园区客户也是地产和金融的客户,包括物业销售和经营、小微信贷、个人理财、消费金融和互联网金融等。

此次重组的主导方——招商局蛇口,本身就是深圳改革开放过程中“产城融”融合的典范,以其来吸收合并包括招商地产及集团旗下分散的地产资源,将“产城融”中的“城”这一子板块“做大做强”。这种“失而强”要通过蛇口工业区(11平方公里)改造、前海港口物流基地(9平方公里)开发,以及集团旗下工商业办公物业以及太子湾邮轮母港综合体项目(170万平方米)的运营来实现,从而成就集团地产板块“千亿销售和百亿利润”,跻身一线房企序列的发展目标。

更关键的是,地产板块要实现跨越式目标,要在全力支持自贸区基础设施建设、港口和物流仓储基地建设、集团旗下物业运营、工业园区升级、地产与金融和产业两大板块的深度融合中,寻找自己的壮大的机会,而不单是房地产开发销售和经营。事实上,不管是前海还是蛇口

有资产经营公司都可以持股,模糊了相互关系。国资委直接持股当央企股东,将使央企之间都是关联交易。同时,由于国资委特设机构的特点,也容易引发国际上认为国家操纵和政府补贴的嫌疑。国资委直接当上市公司股东,又易产生法律诉讼,使国资委成为民事诉讼对象,类似事件在资本市场上已经发生。国资委将自身陷于繁杂的股东事务之中,和普通投资者一起开股东会,更加弱化了国资委作为国有资本统一监管者的身份和地位。

从融资额与后续增长能力上看,鼓励中央企业整体上市,为了简化管控要求压缩层级,忽视了国有企业的差异性与历史问题。整体上市与分拆上市相比,不能通过优质资产先行上市获得单位高融资额,不能培育未成熟资产注入后获得增发的高溢价,也不能充分地发挥企业的后续增长能力,最终无法实现国有资本的持续增长。

目前产业集团亦有步国有银行后尘的迹象。如果以大而全的整体上市为目标,取消集团公司的同时也失去了后续资本运作的空间。如果中石油、国家电网这些行业巨头未来都采用一次整体上市的方式,而非分步实现整体上市,一方面对本企业的资本运作和市值管理不利,另一方面也将由于巨大的融资需求给股市表现带来沉重压力。

因此,对于下一步的改革总体设计,应尽快走出简单强调央企整合数量与整体上市的误区,用资本管理思维替代传统的企业管理思维,结合企业实际情况,因地制宜地进行国有资本管理,建立大国资委的监管框架,在国资委系统内实现出资与监管职能的合一。组建大国资委的监管体系,有利于整体国有资本的价值增值、做大做强,实现国有资本的战略布局与结构调整。

自贸区定位,还是再造一个“新蛇口”,或抓住“一带一路”的机会,充分发挥招商局集团在改革开放35年来与全球的紧密联系,在区域开发、基建投资、产城一体化、不动产资本化、现代服务业和科技创薪孵化基地实现良性互动,能给地产板块带来无限商机,这也是地产板块放大国有资本功能的路径。

同时,招商集团内部地产资源的整合,也是招商地产转型升级的方向。类似于招商集团这类母公司资源禀赋强、融资优势突出、产业互补效应强的央企,加强地产与其他板块的协同效应,依靠地产与金融及产业的深度融合,挖掘地产的转型机会,实现地产板块转型和“做强”,是其转型升级的依归路径。近期,中粮系、中建系、中交系等综合类央企,也在走类似于招商系的重组路径。像绿地这样的地产国企,依赖其在地铁、超高层建筑方面的投融资经验,借助“一带一路”输出高端制造业的契机,布局“上天、入地、出海”的战略,也是一种转型路径。像保利这类以地产为绝对主业的央企,继续发挥地产开发和经营优势,向养老地产、旅游地产等地产新兴行业转型,同时加大兼并收购也是一种路径。

## 实体经济持续向好

□国信证券经济研究所 燕翔

今年二季度以来主要经济指标均有所回升,显示中国经济正持续企稳向好。我们对下半年中国经济前景保持乐观,预计下半年经济形势将好于上半年,三、四季度经济增速或将高于一、二季度,全年经济增速可能在7.1%左右。

### 第二产业筑底回升

今年上半年,我国国内生产总值(GDP)296868亿元,按可比价格计算,同比增长7.0%。分季度看,一季度同比增长7.0%,二季度增长7.0%。分产业看,第一产业同比增长3.5%;第二产业增长6.1%;第三产业增长8.4%。今年上半年经济增长数据中有两个显著的特点值得关注。

一是以第二产业为代表的传统产业虽然下行压力依然较大,但边际上正在逐步好转,二季度以来主要经济指标逐月企稳回升。受制于国内经济产能过剩和国外经济持续低迷,上半年我国工业生产仍较低速,第二产业增加值增长6.1%,增速比一季度回落0.3个百分点;全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长6.3%,增速比一季度回落0.1个百分点。然而从4月开始,工业增速的持续下滑已经得到抑制,从单月数据来

看,4-6月份工业增加值当月同比增速分别为5.9%、6.1%、6.8%,工业增速已经出现明显的筑底回升迹象。

二是以第三产业为代表的服务业和新经济增速上半年逆势上扬,说明调结构取得进一步成效,经济结构不断改善。从增速上看,上半年第三产业同比增长为8.4%,比一季度提高0.5个百分点。从结构上看,上半年第三产业增加值占国内生产总值的比重为49.5%,比上年同期提高2.1个百分点,高于第二产业5.8个百分点。应当说,第三产业的快速发展已经成为了支撑我国经济增长的中流砥柱,中国经济已经开始从工业时代逐渐进入到服务业时代。

服务业的持续良好发展给予了我们对中国保持乐观的最大信心。从2010年一季度开始,中国经济进入了一轮明显的下行周期。在本轮下行周期中,第二产业经济增速从2010年一季度的15%下降到2014年底的7.3%;工业增加值增速从20.7%下降到6.8%。在经济增速放缓的情况下,服务业成为了吸纳就业的主要渠道,使得我国就业保持稳定增长,经济继续运行在合理区间。事实上,从2012年起第三产业和第二产业发展就已经出现了背离。在第二产业增速仍在不断下滑的同时,第三产业增速处于平

台整理,并没有出现趋势性下降。因此,本轮下行周期中服务业对GDP的平稳发挥了重要作用。

### 改革活力持续释放

展望下半年,我们对中国经济的发展前景保持乐观,预计三、四季度经济增速或将高于一、二季度,全年经济增速可能在7.1%左右。

首先,从各项先行指标来看,经济已经出现了企稳回升的势头。7月份,中国制造业采购经理人指数为50.0%,连续五个月位于临界点以上,表明制造业总体下滑的趋势得到遏制。中国非制造业商务活动指数为53.9%,比上个月上升0.1%,企业对未来发展较乐观,非制造业运行稳中向好,对稳定经济增长的作用不断增强。

其次,稳增长政策空间仍然较大,政策发力值得期待。货币政策方面,今年以来央行连续持续降准、降息,引导市场利率下行,社会融资成本不断降低。我们认为下半年货币政策仍将维持宽松态势。今年上半年CPI涨幅维持在1.28%,通胀压力极小。今年《政府工作报告》提出的M2增速目标是12%左右,并且根据发展需要也可以略高一些”。从实际情况看,今年上半年M2的同比增速为11.8%,

## 煤炭企业步入“熬时间”阶段

□厦门大学能源经济协同创新中心 林伯强

今年煤炭市场继续恶化,上半年全国规模以上煤炭企业利润只有2012年同期的10.5%,企业亏损面达70%以上,剩下的在亏损边缘。按道理说,传统的“迎峰度夏”用电高峰会使煤炭需求好些,现在看来也没有使煤炭价格企稳向好,原因是生产用电接近总用电的80%,其他非生产用电约占20%(其中居民用电占比大约13%),也就是说即使在传统的季节性用电高峰,如果生产用电需求比较弱,煤炭需求很难有明显好转。

国内煤炭约50%集中用于发电,如果工业尤其是重工业需求不好,电力需求就趋弱,对煤炭的需求就不旺。但煤炭市场价格已掉了一半,理论上往下跌的空间已经不大。规模以上煤炭企业的亏损面已占七成,今年上半年煤炭企业利润率与去年同比下降67%,煤炭价格应该基本上在底部。目前政府推进积极的财政政策和稳健的货币政策,加快基础设施建设投资,促进工业特别是工业复苏,从而增加电力和煤炭需求,所以市场预期煤炭需求在明年年初开始有所好转。

那么,煤炭企业如何应对目前需求低迷、量价齐跌的局面?煤炭消费峰值已经非常接近,所以解决的根本在于减少产能以平衡供需,主要通过主动平衡和被动平衡。被动平衡由政府主导,政府通过生产安全和环境保护为由,关停落后产能;主动平衡则主要指企业自我限产。

煤炭企业有短期应对和中长期应对的措施。中长期的选择比较多,包括寻找新的增长点、转型、煤炭清洁化、煤炭走出去等,但这些措施的实施都需要时间,属于今后企业的发展方向,难以解决目前企业面临的短期困境。所以,对煤炭企业来说,寻求短期措施更加迫切,不幸的是短期应对选择其实并不多,比较通俗的就是“熬时间”,套句时髦话是“以时间换空间”,具体办法无非是

## 下半年物价涨幅料有限

□上海易居房地产研究院副院长 杨红旭

近期,猪价持续上涨,牵动着人们的神经。据有关数据,从今年3月以来,猪价持续反弹,上涨幅度已高达57%,鸡蛋价格上涨船高,全国鸡蛋价格7月以来涨幅超过24%。我国居民消费价格指数按用途划分为八大类:即食品、烟酒、衣着、家庭设备用品及维修服务、医疗保健和个人用品、交通和通信、娱乐教育文化用品及服务、居住。其中食品占CPI的权重最高,达三分之一,而猪肉又在食品占较高权重,导致猪肉价格在CPI权重约为3%。

历史数据统计显示,猪肉价格同比上升30%,拉升CPI约1个百分点。回顾2007年和2011年两轮通胀,皆出现过猪肉价格与CPI同步飙升的现象。2007年猪肉价格同比上涨一度达80%,拉动CPI上升2个百分点;而2011年6月份,猪肉价格同比大涨57%,同期CPI上涨6.4%,创三年新高。

预计未来一年猪价上涨过程中CPI的变化,必须要弄清楚三点:猪肉供求、流动性和经济面。论及商品价格走势,有很多分析方法,其中最重要的是供求关系。商品价格的短期波动,主要由供求关系决定。过去两年多猪肉价格持续走低,大量养殖户亏损,多地出现杀母猪现象,这也造成今年以来供应偏紧,而需求基本平稳,如此则供不应求。生猪出栏需要一个周期,所以未来半年至一年,猪价仍将继续上涨。

按货币学派观点,价格是货币现象。未来一年,猪肉价格及CPI走势,还得看流动性的宽松程度。2006年,全国CPI涨幅保持在2%以下,物价水平非常温和,甚至略偏凉。2007年突然加速,从2%持续攀高至2008年2月8.7%的峰值。2006-2007年,广义货币供应M2同比增幅保持在18%左右,保持较高高速增长。另外,2007年经济高速增长,工业品价格PPI也持续高涨,由年初5%以上攀升至2008年的15%以上,涨幅明显大于CPI,因此PPI拉动了CPI,具有典型

限产和降成本”。事实上,限产和降成本”都是企业面临短期困难时最基本的市场化应对。

主动限产不容易。由于煤炭产业集中度较低,煤矿停工和复工相对灵活,让所有的煤炭企业都遵守限产基本上不可能,因此集体限产的效果很差。煤炭企业盈利主要包括三个要素:成本、价格和销售量。目前煤炭价格不断走低,煤炭企业越亏损,就越需要增加产量,所以不但要继续生产,甚至可能超产能生产,导致价格更低。对于煤炭而言,这是个“恶性循环”,现实中更可能出现的是“限产”下的恶性竞争。因此,降成本应该更可行。当然降成本也不容易,企业在行业低迷时通常采用降低成本(无非是减少投资和裁员减薪)来熬日子,煤炭不会例外。

被动限产也不容易。虽然通过行政手段限产一般短期有效,但政府鼓励煤矿关停和限产似乎也没有对煤炭产能过剩产生很大影响。去年年底国家为治理雾霾,要求到2017年底仅京津冀鲁的煤炭消费量需要在2012年基础上减少8300万吨。最近还出台《关于对违法违规建设生产煤矿实施联合惩戒的通知》。近日国家安全生产监督管理总局重申关停煤矿目标,到今年年底前将煤矿总数控制在1万座以下。这对煤炭企业和地方政府来说都不容易。对企业来说,停产可能意味着破产,资金链一旦断裂将会破产,而地方政府将面临社会问题。尤其是煤炭行业以国有企业为主,承担着相应的社会职能(如就业和社会福利),真正退出产能其实相当困难。

所以短期煤炭市场不容乐观。下半年冬季的用煤高峰也会来到,或许给煤炭行业带来需求增量,但是这种季节性需求增加,不足以抵消经济运行对煤炭需求的影响,所以还是期望下半年在财政和货币政策的作用下,稳增长措施逐步到位,使煤炭需求有所好转,包括工业尤其是重工业能够走出比较好的态势,提供比较好的煤炭和电力需求,煤炭基本面改善才有希望。

的成本推动型特征,猪肉价格倒没那么重要。

2008年金融危机后,我国经济增长明显放缓。2009全年的9个月,CPI都出现负增长,也即通缩。2010年CPI增幅加大,当年10月超过4%,2011年6月达到峰值的6.4%。在这一过程中,M2增速变化很大,由2008年底较低的15%,持续攀升至2009年11月的近30%,一年时间增幅扩大15个百分点,历史罕见。与此同时,经济反弹并不算强,PPI走势与GDP走势相似。所以,那一轮高通胀主因是货币放水后形成的流动性泛滥。

2011年6月CPI见顶后持续回落,2014年9月同比增速跌破2%,今年7月只有1.6%,基本无通胀。如果考虑到PPI自2012年3月开始下跌并持续至今,则经济总体反而更接近通缩。预计未来通胀是否会高企,除猪周期因素外,且看流动性与经济增速。

M2增速在2009年11月达到30%峰值后,呈震荡下行态势,2014年只有12%左右,今年以来进一步降至11%左右。近两年货币并无大放水,即便是2014年11月重启降息,今年以来多次降息降准,但货币供应并未提速。其中一个因素是,去年四季度至今,我国外汇占款呈现持续下滑,多次降准的一个重要功能是对冲外流造成的货币紧缩效应。

2009年的经济刺激之下,2010年一季度经济增幅达到约12%的峰值,其后一路下滑,2012年跌破8%,今年上半年只有7%。同时,2012年3月开始PPI转为负增长并持续至今。经济增长乏力之力和工业品价格长跌,一方面不需要大量的货币供应,另一方面难以推高CPI。

值得关注的是,与“猪周期”类似,存在一个“房周期”。每轮CPI高涨,都伴随着房价上涨。2007年高通胀,房价同步大涨。2010年四季度和2011年上半年的高通胀,同样出现房价上涨。今年5月全国70城房价止跌反弹,而猪价正好也是二季度上涨。据此推断,今年下半年和明年上半年,CPI将呈上涨态势,但幅度有限。