

# View & column

Observer  
上证观察家

年终专稿·10

经济结构问题是产业结构问题,产业结构调整首先是企业问题。因此,经济结构调整首先要捋清政府与市场、企业之间的关系,理应回归到以企业为主体,以企业家主动调整和聪明才智为动力的思路上去。政府的角色定位,应是进一步打破行业垄断,创造公平竞争环境。

## 以全新思路推动下一步经济结构调整



左乾芜

习近平总书记在前几天的广东之行中强调,经济结构调整势在必行,刻不容缓。经济结构的调整是经济发展必然经历的过程。经济有周期变化规律,经济结构当然得顺应规律适应经济的发展变化而不断调整。笔者认为,中国经济结构的下一步调整需要调整思路,而且需要几个方面做好更充分的准备。

首先,企业做好了结构调整的知识和知识准备吗?传统的经济危机和周期的经济衰退,主要都是产品过剩,经过企业改造产品升级实现产业结构的调整,才能最终摆脱危机走出低谷,经济在新的结构上重新开始新的扩张。因此,经济结构的问题是产业结构的问题,产业结构的问题是企业的调整。“经济结构”调整虽然是个宏观概念,但如果一直停留在宏观层面的讨论,很难真正实现。

笔者前几天参加 APEC 中小企业论坛,听到企业提得最多的问题是,该向什么方向转型,企业结构如何调整,政府支持什么产业?这些问题看起来都是结构调整的正常问题,但由企业提出来,就显得不正常了。

结构调整的主体是企业,企业最清楚自身的比较优势,最了解市场的需求和竞争。当年台湾、香港地区的出口加工贸易企业转移到内地,都是企业自身的选择,美国、欧洲的制造业转移到中国也是企业自身的调整,个人电脑产业饱和并与互联网分离的模式遭遇危机,是微软、google、intel 以及所有与互联网相关的公司自身的调整,实现个人电脑联网突破饱和瓶颈,不断提升互联网的速度,并开发互联网搜索引擎,给互联网这条虚拟高速公路加载了装满信息的传送,促成了互联网的革命,不但使 IT 行业走出了危机,而且走进一个崭新的发展空间。

结构调整应以企业为主。如果企业没做好准备,不知道未来如何发展,难免造成盲目扩张,或会出现哪里能赚钱就

就“转”向哪里的所谓“温州现象”,造成产业空心化,企业“转”到连实业也不做了。比如浙江的眼镜制造企业借债 22 亿“转型”做光伏加工产业,因为出口市场早已产能过剩,于是投资失败赖账跑路。而事后的说法却是“政府让我们转型”。

最近在东莞参观一家服装企业。公司的法人企业家游学国内外一年之久,找到了整合服装产业的新模式,整合了市场以及相关资源,整合了十数家服装制造厂,抓住中国年轻人的消费特点,以每天都有新装上市的新思路,打开了服装行业新的空间,使企业重现活力。

企业结构调整不是顶层能够“设计”出来的,企业才是结构调整的主体。不论是“三次产业”结构调整,还是依靠外需转变为依靠内需的增长结构调整,或是参与全球产业链重新布局,只有企业敏感反应国内外大形势变化而实现调整的产业结构才能有效。所以,经济结构调整,应该回归到以企业为主体,以企业家的主动调整和聪明才智为动力的新的务实的思路上去。

其次,适应新经济结构技能的劳动力准备好了吗?不论是传统制造业产品的升级换代,还是新兴产业的新产业结构的形成,都将伴随着更高更新的劳动技能需求。如果大规模劳动力培训跟不上去,会产生新结构下的大规模失业。

上世纪末计算机软件大规模使用在生产和管理上,美国政府和大型企业大规模培训网络程序员,在新生产结构和管理方式的过程中,没有出现大规模结构性失业。德国企业办技能培训学校的机制,一直是“德国制造”技术工艺领先的保证。实际上,稍大一些的中国企业过去都有技工学校(夜校),对工人适应企业的技术革新发挥了很好的作用。如能恢复过去的一些好做法,可以缓解未来技能劳动力不足和结构性失业的挑战。

第三,金融业做好了支持企业结构调整和转型的准备吗?在企业转型过程中,收购兼并、产品升级换代、新领域的开拓,技术改造工艺更新、海外投资等,无不需要大量资金支持和金融服务。金融市场本

身的改革,是实现经济结构调整的必要的条件之一。但我们金融体系不论是银行还是证券市场,都还没有形成以提供中介服务为主的运营方式,中小企业和民营企业贷款难问题还没有很好解决,更缺乏支持转型的相对长期的金融服务体系的准备。推动企业向更高层次和新的领域的发展,需要打造从天使到 PE 的完整投资产业链,而不是现在这种以上市为目标赚快钱的最后一公里所谓的 PE 模式,让民间资本参与企业的早期转型为未来的投资回报做铺垫,推动利率市场化改革,让资金流向那些具备成长性的优秀企业,流向那些通过收购兼并整合市场实现扩张发展的企业,实现资源的市场化优化配置。资本市场应通过改革释放制度性红利,让那些预期未来能转型成功能带来回报的优质企业,通过债券融资和股权融资获得投资者的支持。

最后,经济结构调整的政策和环境准备好了吗?经济结构调整,首先要将清政府与市场、企业之间的关系。政府“规划”经济结构调整,政府“告诉”企业如何转型,是违反经济规律的。浙江、江西和山东

地方政府按 GDP 增长思路一味鼓励企业发展光伏产业,违反产业发展应先投资研发突破技术瓶颈,再扩大消费市场,最后才是扩大产能的规律,结果清洁能源远未替代不可再生能源形成新能源结构实现新能源战略,产能过剩严重困扰企业,就是个典型事例。

按十八大精神,推进下一步经济结构的调整,政府的角色定位,应是进一步打破行业垄断,创造公平的竞争环境,引导新兴产业按照行业规律发展。政府成立的投资基金应减少直接投资避免挤出效应,而要加大结构调整中技术改进和研发的投入,最好通过招标配套研发资金和专利权的方式优先给予在实体经济中转型发展的企业更多机会,而不是通过“审批”导致不公平的寻租结果。

在国内外大环境的变化中,中国近 30% 左右的加工贸易企业已转移到其他国家和地区,下一步经济结构能否顺应全球化规律沿着正确思路不断调整,将决定中国经济在全球经济新格局中的竞争地位,决定中国经济的未来。(作者系银河证券首席总裁顾问)

## 对明年房价走势的几点猜想

陈波神

有不少多年来被认可的股市规律在 A 股市场正慢慢被打破。譬如,低量见低价,可低量之后,上证综指还是顽强跌跌了 2000 点,并且可以把低量一直维持下去。房地产市场也存在某些规律,譬如,3、4 月的“小阳春”,“金九银十”,等等。很不幸,在 2011 年,这些规律也被证伪了。以保利月度销售数据为例,今年 1、2 月(传统春节假期),销售面积下滑了 298.4%,随后 3 月销售同比增长了 550.8%,6 月销售为年内极大值 13039 万平方米,同比增长 336.1%,之后的月度销售基本徘徊在 70 至 80 万平方米之间,期待中的“金九银十”并未出现。倒是 11 月销售同比增速出现年内极大值 729.2%,房地产市场似乎还在升温。

9 月以后,深圳市场房租普遍上涨,大致涨幅在 10%至 20%之间,较两年前相比,同一区域房租已从每平方米 50 元上涨至目前的 70 元,涨幅接近 40%。如果把房租上涨置于房价上涨的大背景,不难理解其传导效应。要是把 2008 年深圳房价下跌 30%,随后又反弹 50%至 80%的经历,仅仅视为房地产调控政策转向所致,那么就很可能认为房价长期上涨趋势并未改变。只要政策有丝毫松动,房价还会报复性上涨。只是这样的判断站不住脚。

站在目前的时间窗口,从后视镜的角度看,笔者认为国内房价正在加速赶顶。这一轮房价上涨周期,叠加了货币扩张周期的因素,也反映了短期供需矛盾,前者是影响房价的长期因素,后者则在中短期(或说小周期)内影响房价走势。很明显,货币政策在 2011 年就已转向,这可以从 M2 增速的变化看出端倪。2010 年底, M2 同比增速为 19.72%,2011 年底已

降至 13.6%。但货币政策的结构性变化,短期内并不影响房价走势,只会一点点挤出投机性需求,让房地产市场逐步回归到刚性(也说是真实)需求。

再看影响房价的短期因素——供求。之前关于楼市推高房价的讨论,看似荒谬,其实也道出了楼市的刚性需求特征。从供求的长期因素看,人口出生率的下降,会降低今后的刚性需求,其实在近年来参加高考人数的变化轨迹中这一点已得到了验证。从短期因素看,则决定于二线城市城市化的进程,尤其是一线城市的房价。说实话,对于 2011 年之后的房地产市场的严厉调控,普通老百姓还是抱有极高的期望。但在三五个个月之内,未见到房价有显著下跌,在情绪上就开始失望了。再加上房租的传导效应,一部分刚需积累并释放。再者,房地产市场的投资属性,也接纳了部分资本市场流出的资金,二者叠加的结果,反映出来就是成交量的持续高位运行,以至于掩盖了原本清晰的“小阳春”和“金九银十”。

如果考虑到房价快涨慢跌的属性,从短期因素看,一线城市的房价可能正在面临拐点。其一是随着可能的官方的房产公示制度的逼近,二手房挂牌量激增。其二是房产税即将全面铺开,在一定程度上,也会把部分投机性需求抑制住。从稍微长远的目光看,保障房的优势会逐渐体现出来,一旦城镇化成为未来五年或者十年的国家战略,那么一线城市的房价更会随着产业转移升级,慢慢步入价值回归之路。

鉴于上述分析,笔者有几个猜想:第一,一线城市房价拐点就在眼前。第二,三四线城市房价或许还有一个恢复性上涨的过程。第三,二线城市房价很可能涨跌互现,关键看有无产业支撑和人口集聚。(作者系资深市场研究人士)

## 美联储 QE 政策还将撑多久



王勇

美联储鹰派联邦公开市场委员会(FOMC)上周五宣布,在失业率高于 6.5%,并且未来一两年内通胀率预期不超过 2.5%的情况下,0-0.25%超低利率将保持不变。同时决定推出第四轮量化宽松(QE4)。

金融危机以来,美联储在坚持长期维持 0-0.25%超低利率的基础上,已推出了三轮 QE 和一轮 OT。在 QE1 期间,为了挽救金融体系,平均每月购债约 1150 亿美元,累计购买 1.725 万亿美元资产,规模相当庞大,到了 QE2 期间,为了应对通缩风险和刺激经济复苏,美联储平均每月购债约 750 亿美元,累计购债 6000 亿美元,总体规模下降不少。今年 9 月 13 日,美联储宣布每月购买 400 亿美元抵押贷款支持证券,直至就业市场前景出现显著改善,被市场解读为 QE3;它与前两轮的不同点在于,采取不设定总量、期限的“开放式”做法和只定向购买抵押贷款支持证券而非国债,这表明在经济并未面临重大下行风险的情况下,美联储“视情况而定”,旨在借助房地产的回暖之势拉动经济一把,距推出 QE3 才三个月,美联储又迫不及待地推出 QE4,即将从明年 1 月起每月采购 450 亿美元国债替代即将到期的 OT,外加每月继续购买 400 亿美元抵押贷款支持证券(MBS)共计 850 亿。考虑到美国当前整体经济形势好于 QE1、QE2 期间,每月 850 亿美元的资产购买力度已超过 QE2 期间的水平。QE 政策不断加大,一方面表明美联储对货币政策效果的不自信,另一方面也表明美联储货币政策工具箱里适用的政策工具也的确不多,现在主要靠 QE 政策“支撑门面”。

回头看看, QE 政策的效果究竟如何?美联储原本寄希望于通过 QE 来压低市场利率,促使美国尽早摆脱金融危机影响,让美国企业扩大投资和生产经营以及商业活动兴旺,进而促进就业增加和经济复苏,但除了 QE1 在应对金融危机方面效果比较明显之外,大部分时间里,美国 10 年期国债收益率在不断提高,而 6 月期国债收益率只是在 QE1 公布后出现过下降。所以, QE 第一个目的都没有达到。在 QE2 推出后,实际上只是激发了一些信心指数之类的先行指标的改善,并由此带动实体经济的有效复苏,所以, QE 政策推出后的经济复苏势头很脆弱。尤其令人失望的是,今年 8 月美国非农就业岗位仅增长 9.6 万个,远低于 7 月的增长 14.1 万个。而 8 月

美国通胀和资产泡沫的隐患。美联储治理的历史,可以说是一部玩转美元的历史,六十多年来,美国享尽了全球霸主货币的甜头。但在美联储的 QE 政策一次次打碎风险和成本转嫁给全球之后,也在一步步打碎现有的主权货币体系,催生国际金融体系的彻底变革。(作者系中国人民银行郑州培训学院教授)

## “三便士”圣诞礼物



李捷奋

按惯例,每年英国财政大臣都会在春秋两季向议会作财政报告,通报预算案实施情况,以及政府新的预算修正政策。12 月初,财政大臣奥斯本向议会作年度秋季财政报告时,承认经济增长不如预期;同时宣布政府将坚持紧缩政策,继续削减福利和公共开支。

反对党工党则批评经济增长不如预期是紧缩政策造成的,要求改弦更张。保守党自民党联合政府在执政初期曾表示,将通过紧缩计划使英国国债占国内生产总值的比例于 2015 至 2016 年度开始降低,但最新报告显示,这一施政目标很难实现。这样,联合政府一个关键的政治目标——削减财政赤字,看来已无法按时完成,这等于授人以柄,给了对手充足的政治弹药。

根据国家统计署(O NS)的数字,排除救助金融业所动用的资金,英国政府 10 月份净债务高达 86 亿英镑,远超去年同期的 59 亿英镑。与此同时,9 月在经过三个季度连续衰退后才进入缓慢增长的经济,第三季度涨幅仅 1%。

奥斯本在宣布继续财政紧缩同时,也宣布会增拨 10 亿英镑修建新学校并决定免除来年燃油增税三便士。免除三便士燃油增税被称为是“昙花一现的圣诞礼物”,尤其是对比数额更大的财政紧缩。然而运输业企业和需要每日驾车的普通民众则举双手赞成这份圣诞礼物。另外,奥斯本的财政报告还将英国个人所得税起征点从明年将增加 350 英镑至 9440 英镑。将个人所得税起征点调高到 10000 英镑是英国很长一段时间以来“最激进”的税务改革措施,这意味着,数以万计最低工资收入者 2013 年的个人所得税将减半,而更多低收入者的个人所得税额也将有较大降幅。另外,奥斯本宣布不会向价值超过 200 万英镑的住宅征收“豪宅税”也受到伦敦和英格兰东南等地一些房价居高不下地区民众的欢迎。

据奥斯本的财政报告,2014 年,企业税将从 28% 递减至 21%。届时,英国将成为“最低企业税”的工业化国家。这项措施得到了小型工商企业的认可并被认为是英国欢迎外来投资的证明。目前英国的企业税率是 40%,德国为 29.8%。不过,不少中小企业对政府未能进一步推出新政策促进银行向中小企业贷款表示担忧。

英国影子财政大臣鲍尔斯则认为,为刺激经济复苏,政府应推出大兴兴建廉价民居以及限期免购印花税的政策。他表示,英

失业率下滑的主要原因也并不是经济复苏刺激就业,而是 368 万名劳工决定不再寻找工作。就业数据疲软无疑是 QE3 的一大催化剂,8 月美国 ISM 制造业指数从 7 月的 498 下滑至 496,不仅处于 50 的下方,更是创下 2009 年 7 月以来新低。所以, QE 第二个目的也没有达到。

无疑,“财政悬崖”步步临近,以及欧债危机的外部影响,也对 QE4 推出起到了推波助澜的作用。在上周五议会会议后举行的新闻发布会上,美联储主席伯南克敦促国会领导人尽快在“财政悬崖”问题上做出明智选择;一旦坠下“财政悬崖”,所有的货币宽松政策措施都只是杯水车薪。美联储在这次议会会议上下调了对未来三年美国经济的预期,预计今年美国 GDP 增长率的中间趋势为 1.7% 到 1.8%,而美联储 9 月的预期是 1.7% 到 2.0%。美联储认为,即便到了 2015 年, GDP 增速也只有 3.0% 到 3.7%。伴随一连串负面预期的,是美国居高不下的失业率。虽然 11 月美国的失业率下降到 7.7%,但还是高于 6.5% 的合理水平。看来,美联储还是期望能借 QE3 和 QE4 作为化解“财政悬崖”的杠杆,通过撬动美国经济复苏而间接化解“财政悬崖”。不过,这第三个目的究竟能否达到,各方都心知肚明。

眼下最大的也是最现实的问题是,美元不只是美国的货币,更是首屈一指的国际货币,所以,美联储的货币政策,不仅要对美国经济和金融负责,更要对全球经济和金融负责,这也是美联储不可推卸的责任。但美联储引导发达经济体央行在超宽松货币政策道路上越走越远。照目前的趋势,只要经济复苏并未达到美联储认为的理想程度,不排除会继续推出 QE5、QE6,誓将 QE 进行到底。可是,美联储并非不知,美国当前面临的主要问题并非货币宽松力度不够,而是财政政策受限,货币政策传导机制受阻以及传统借贷消费发展模式难以维系。所以,继续推行货币宽松政策,不仅不能从根本上解决经济难题,反而可能加剧全球流动性泛滥和货币竞争性贬值的风险,并通过汇率和国际资本流动渠道对新兴经济体等产生负面溢出效应,为未来全球经济埋下严重通胀和资产泡沫的隐患。

美国政治治理的历史,可以说是一部玩转美元的历史,六十多年来,美国享尽了全球霸主货币的甜头。但在美联储的 QE 政策一次次打碎风险和成本转嫁给全球之后,也在一步步打碎现有的主权货币体系,催生国际金融体系的彻底变革。(作者系中国人民银行郑州培训学院教授)



## 以红头文件高息集资堵窟窿?

作为环首都绿色经济圈 14 个县(市)区之一,河北滦平通过招商引资获得了金山岭生态文化旅游区开发等一批重大项目,但县财政无力支撑前期的配套投资,遂以“金融改革”名义连发红头文件,“政府担保、财政借款”,目前已“集资”两亿。 漫画 刘道伟

### ■ 外论一瞥

#### 《日本经济新闻》12 月 14 日社论 美国应避免激进财政紧缩

美联储(FRB)强化了金融缓和。FRB 决定在失业率从目前的 7.7% 下降到 6.5% 之前将维持事实上的零利率政策。即便在保持短期国债购买量国债的扭转操作(Operation Twist)在今年到期之后,也会像现在一样每月购入 450 亿美元的长期国债,以补强每月购入 400 亿美元房地产抵押贷款担保证券的第三波量化宽松政策(QE3)。这是为支持美国经济而做出的持续性政策努力。

雷曼冲击已过去了 4 年,美国经济的基础在慢慢恢复。家庭债务偿还和住宅市场调整进行得有条不紊,就业形势也在持续改善。但是大型减税的失败和政府支出的强制性削减导致了“财政悬崖”,这恶化了企业和企业的心理。FRB 的意图便在于缓和这种危机感。这值得日本未来的新政权和日本银行借鉴。

但是我们必须密切注意金融缓和的副作用。FRB 把未来一两年的物价上涨率不超过 2.5% 作为目标,这是妥当的。接下来就要看白宫和国会的表现了。世人担忧明年 1 月美国是否能避免激进的财政紧缩政策。如果采取激进的财政紧缩,不仅会给美国还会给世界经济带来危险。FRB 说“财政悬崖影响过大, FRB 无法解决所有的问题”,这是值

得我们认真对待的问题。因此,希望美国的朝野两党能够超越在是否向富人增加税收、是否削减社保费用等问题上的对立,寻求妥协和,不仅要避免财政紧缩,还要确立中长期削减财政赤字的目标。(梁宝卫 编译)

#### 《金融时报》12 月 13 日文章 银行能回归谨慎的逻辑吗

银行家以信用为生。无论是借出还是借入,都附有承诺。银行流动性和偿还能力的危机是周期性的。但是 2007 年至 2009 年的危机及其遗留下来的余波则难以平息。

200 年来,花旗集团在循环危机中周而复始地运作,每每都能渡过险境,重获新生,而这也是美国银行过去大型减税的失败和政府支出的强制性削减导致了“财政悬崖”,这恶化了企业和企业的心理。FRB 的意图便在于缓和这种危机感。这值得日本未来的新政权和日本银行借鉴。

大萧条开始后,美国联邦储备保

险公司出现,个人主义为金融集体主义让路。大萧条时代的管制加强了金融谨慎。随着大萧条记忆消逝,新一代银行家开始采取不同做法。资产借贷寻求妥协和,不仅要避免财政紧缩,还要确立中长期削减财政赤字的目标。(作者系《格兰特利率观察家》创始人及编辑詹姆斯·格兰特 贺艳燕 编译)

#### 《经济时报》12 月 15 日文章 减排,没有国家能推卸责任

联合国气候变化会议 12 月 7 日在多哈闭幕。会议的结果再一次显示尽管国际协商进展缓慢,但仍具有进步性。此次会议协商的核心,是世界各国所共同面临能源转型的挑战。曾经的能源转型在各个时代更快地进行。直到 18 世纪,煤炭代替了木柴,而石油替代煤炭作为主要能源也耗费了一个世纪之久。现在气候变化促使人们发现并利用更多的可