

编者按:

张军教授这篇文章提出一个 TFP 即全要素生产率的问题,为我们给出了释放改革红利的一个关键环节。在简介后发经济体追赶发达经济体增长到一定程度,其增速会趋缓的所谓“收敛假说”后,作者于解剖日本经济发展案例中指出,由于受到外部部冲击,1971 年日本经济以 50%的高速下滑,其严重后果是全要素生产率(TFP)大大下降,而作为给 GDP 增长贡献 40%的 TFP 就成为抗拒外部危机必须紧紧抓好的一个重要环节。今天,对于我们来说,新一轮改革的目的是为实现经济结构的转型和升级,以总体生产率也就是 TFP 的提升来抵御外部成本的冲击。我们给政府作“减法”,给市场作“加法”,打破过多的行政干预、管制、行政垄断和对低效率企业的保护,其聚焦点、其着力点不正在这个 TFP 的大幅度提高上吗?

■ 张军 复旦大学“当代中国经济”长江特聘教授,中国经济研究中心主任,复旦发展研究院副院长

中国 GDP 的增长率在 2007 年之后似乎突然回落,从之前 20 年近乎 10%的高位一路滑落到不足 8%。这一减速现象引发海内外经济学家对中国经济未来潜在增长率的猜测。中国未来 10 年的潜在增长率可以是之前 20 年平均增长速度的延伸吗?或者中国正在转入中低速增长的阶段吗?

与实际的增长速度多受短期需求因素的影响不同,一个经济的未来潜在增长率是由供给方面的因素决定的。因此,今天预判比如如未来 10 年中国经济还能增长多快的问题,需要考虑供给方面的那些重要因素可能发生变化的方向与程度。就潜在增长率而言,没有经济学家可以明确回答未在 10—20 年中国的潜在增长率是 8%还是 6%的问题。但是,如果可以对影响潜在增长率的一些更重要因素的变化趋势有所把握,也许可以对未来潜在增长率的变动范围有所预判。

那些对中国经济未来增长前景比较悲观的经济学家会把 40 年前的日本经济作为一个参照(亚洲四小龙也在不同程度上曾经经历增长明显减速的情形)。很多人深信,依照投资率、工业增加值率以及就业比重等指标,中国经济现在很像上世纪 70 年代初的日本,而日本正是在 1971 年终结了高速增长(8—9%)阶段,进入低速(4%以下)增长至今。

本来,预判潜在增长率的基准理论应该是“收敛假说”。依照这一假说,随着一个经济体的人均资本存量或人均收入水平不断接近高收入国家,原有的追赶速度必然在某个时间段上开始下降。所以,一个后起的经济体在经历了较高的增长阶段之后,未来的增长率会趋于减速。这是增长率收敛的规律。这个规律意味着,影响潜在增长率变化的首要因素是人均收入的相对差距。按照购买力平价估计,日本 1973 年经济失速时的人均 GDP 大约是美国的 65%;

中国石化集团宣布增持上市公司股份,股民将其增持行为当成“大忽悠”,也有分析人士认为此举表明“国家队”对目前市场的态度。

中国石化 11 月 5 日晚间公告称,考虑到公司价值以及当前公司的股价,中国石化集团自 11 月 5 日起拟在未来 12 个月内以自身名义或通过一致行动人在二级市场增持公司股份,累计增持比例不超过公司已发行总股份的 2%(含 11 月 5 日已增持的部分股份)。

根据公告,11 月 5 日当日,中国石化集

中国经济的潜在增长率



即使是四小龙,在增长减速发生时,人均 GDP 平均也达到了日本的一半或更多。这与收敛假说的预测倒也基本符合。两年前,加州伯克利大学的三位经济学家(Barry Eichengreen, Donghyun Park 和 Kwanho Shin)公开了一个包含 40 个经济体的经验研究,他们发现,样本经济体 GDP 减速发生的最大概率出现在人均收入是美国的大约 60%(用 2005 年的国际价格校准)的时候,而且之后 GDP 增长率平均下降不超过 2 个百分点。

的确,按照收敛假说的预测,潜在增长率的下降应该是平稳的而不是急剧的。而日本和四小龙的情形却不是这样。比如,日本经济的增长速度在 1971 年开始急速下滑,降幅高达 50%以上。同样,虽好于日本,四小龙在上世纪 90 年代出现的经济增速回落也较为剧烈。回头想想,给定四小龙与美国的人均收入的差距,他们在本世纪以来本来还是可以有更快的增长的。

可以猜测,这样的情形发生自有别的原因。表面上看,无论是日本还是四小龙,经济减速的发生都赶上了外部危机的出现。这种巧合让我们不得不怀疑外部的冲击对潜在增长率变化的直接影响。在 1985 年出版的《战后日本经济史》的中文版里,作者小林义雄特别增加一章“补记”讨论了 1971 年的尼克松冲击(日元汇率升值)和 1973 年的石油危机对日本经济“从高速增长转入低速增长”的影响。

如果小林义雄观察到的这个外部冲击对日本经济突然失速的影响是正确的,或许这个影响应该可以由日本经济的全要素生产率在这个时期的变化得到进一步证实。事实上,一些经济学家对日本经济的增长核算工作曾经发现,日本的 GDP 增长率急速下降时,它的全要素生产率(以下简称 TFP)的确是出现了负增长的。这似乎显得有些匪夷所思,因为在日本维持 GDP 高速增长时期,TFP 保持了较高的增长率并且为 GDP 增长几乎贡献了 40%。不过,很容易理解,TFP 的异常变化跟小林义雄所说的外部负面冲击应该有直接的关系。

一般来说,如果没有外部负面冲击,TFP 的超常增长也会逐渐回落,这可以是因为制度变革的正面冲击效果渐弱、资源错配得以矫正或者复制他人技术的空间变小的结果。但是如果没有外部危机造成的

负面冲击,TFP 应不会出现异常的急速下降。日本也好,四小龙也好,它们各自未来的潜在增长率本来还可以更高些,向美国人均收入的收敛速度是还可以更快些的,而外部负面的冲击干扰了 TFP 的增长机制。从微观层面上说,突然的汇率冲击和油价上涨会使现存的企业难以调整技术和生产方式来适应新的成本条件,这是 TFP 迅速恶化的原因。

跟短期的外部需求冲击不同,成本冲击的影响当然是更持久的。与凯恩斯主义者应对需求冲击的主张不一样,熊彼特主义者也许会把成本冲击或 TFP 的恶化视为经济发展过程中的结构变化和产业升级的催化器,它甚至有助于阻止低水平的长期均衡的出现。只是要做到这一点并不容易。在短期,成本冲击意味着一部分经济活动的“毁坏”,企业的关闭或者外迁,但是新的和更有效率的企业也有孕育和扩张的机会。这是熊彼特所说的“创造性破坏”(creative destruction)的含义。具体到一个国家的情形,由于多种原因,包括利益集团的压力和政治上的原因,创造性破坏或者更容易的进入与退出往往不那么容易发生。这一点可以帮助我们理解为什么外部成本冲击往往成为那些成功的新兴工业化经济高速增长阶段终结的转折点。

在我看来,外部冲击也是理解中国 2007 年以来 GDP 减速的关键。2005 年之后人民币对美元小幅而持续的升值是中国经济面临的成本冲击的主要推手。这一冲击之后又被由 2008 年全球金融危机导致的外部需求冲击而加深。2007 年之后,中国经济以减速趋势被动地回应了外部的这些冲击,而且可以猜测过去 5 年 TFP 应该有更显著的减速。

毋庸置疑,中国的经济又处在十字路口了,政府面临严峻的考验,因为成本冲击和当前的经济减速为我们致力于推动结构性改革提供了机会和动力,而如果错失良机,由 TFP 主导的潜在增长率将难以根本回升。新一轮结构性改革的目的就是为实现经济结构的转型和升级创造条件,这是因为总体生产率的提升是抵御外部成本冲击的最根本的解决方案。而结构性改革的核心是创造公平竞争的市场环境和规则,真正减少政府对经济的干预和过多的行政管制,打破行政的垄断和对低效率企业的保护,使得企业的进入和退出更容易发生。在此

基础上,经济结构的转型和升级才有望转入轨道。

考虑到中国的人均收入还只有美国的 10—20%(取决于估算方法),而且中国内部各地区之间的收入差距还有待收敛,中国经济的增长潜力无疑还有待释放。那么,转入我开头提到的问题,中国未来 10 年能否延续过去 20 年的增长趋势呢?

这当然要考虑到要素投入本身的增长趋势,但更重要的是要预判 TFP 的增长前景。以要素投入的增长来说,未来 10—20 年,资本的增长是会缓慢减速的,这也符合收敛假说。另一方面,随着人口中劳动年龄人口的持续减少,劳动力的增长出现持续下降趋势是不争的事实。这符合中国的人口统计学的特征。劳动力未来 10—20 年的增长会接近于 0 和为负。因此,中国经济未来的潜在增长率主要取决于 TFP 的增长趋势。

很多年以前,哈佛大学的帕金斯教授和匹兹堡大学的罗斯基教授用增长核算的方法曾经匡算出一个简单的结论。在进行增长核算时,他们假定了不同的情形。如果未来 20 年(他们指的是 2005—2025 年)中国要保持 9%的 GDP 增长率,并且如果投资率保持在 25—35%之间,那么,TFP 的年平均增长率就要求维持在 4.8—4.3%之间。而如果仅保持 6%的 GDP 的增长率,并且投资率也保持在 25—35%之间,那么只要实现 TFP 平均每年 2.7—2.2%的增长就可以达到。

考虑到 TFP 在过去 30 年的平均增长率为 4%,因此未来 10—20 年继续保持这一纪录的可能性也许并不大,但实现 TFP 年均 2—3%的增长应该较为乐观。这一方面是因为中国仍面临在劳动生产率方面与发达国家间未收敛的可观空间,技术进步的前景容得乐观;另外一方面,考虑到中国在人均资本存量方面存在的地区差距和劳动力在第一产业过高的就业比重(约 35%),未来 10 年资本和劳动力的再分配将有持续改善配置效率的巨大可能。以此而论,在当前经济因为外部冲击而出现减速的关键时刻,启动新一轮结构性改革并顺势推进人口的城市化,将是未来 10 年 TFP 得以维持年均 3%的增长趋势的重要机会。而如果那样的话,未来 10 年 GDP 的潜在增长率落在大约 7—8%范围内就可以期待了。

(转自《FT 中文网》)

热视角

O2O 将使零售行业估值重构

O2O(线上线下)模式的推行对传统零售行业意义重大,线上线下终将走向融合,并带来价格体系的再造与重构。

移动互联网市场空间广阔,将为传统零售带来新的渠道资源。腾讯与传统零售商合作是一种互惠共赢的局面,腾讯可以利用实体零售的渠道,掌握流量入口,并且丰富微信服务产品,增强客户粘性。而传统零售商借助微信平台导入人流,并利用该平台提升用户的忠诚度和留存率,实现数字化用户管理、社交化精确营销等。零售商可以通过 O2O 平台,找到精准客户,并记录用户消费轨迹和消费习惯,加上移动端的支付体验和在线客服,真正打造成一个移动互联网沟通服务平台,从而使电商与传统零售实现有效融合。

零售行业估值将重构,重点关注全国扩张公司,低估值且市场份额高的区域龙头。腾讯与天虹的合作使得天虹股价大涨,未来其他线下零售商也将成为腾讯积极争取的商家资源。而 O2O 模式的出现,将使得市场先前认为线上线下为互斥对立关系的负面情绪得到缓解,提升行业估值,互联网大佬腾讯与实体零售商的合作,也代表着互联网资本对实体渠道价值的认可。今年行业景气略好于去年,租金、人工成本等压力也将减轻,利润率下滑将得到缓解,后期行业景气的缓复苏也将助推龙头公司的估值修复。目前看,行业热点呈现发散趋势,首推全国扩张性企业天虹、王府井,一些市场份额高的区域龙头也将迎来机会,强烈推荐友阿、步步高、重百、合百、欧亚、鄂武商。(证券时报网)

零售业优势资源及获利基因跨界投资是未来重点

■ 郑玮庆

经营模式的创新、异业资源的整合成为未来商业界博弈、竞合的主轴,而优势资源及获利基因的跨界投资更为重中之重。

跨界吸取养分和资源升级本业,肯定是一条漫长,但一定会有甜美丰收的道路。

在近两年的中国商业界,很多重大事件在同步发生。包括电商发展的红火,百货经营的唱衰、商业地产供应的井喷……使得有价值、有特色的经营品牌资源注定将享有稀缺的商务优势。而对大部分的商业相关企业来说,规模扩张、规模经济、成本控制、差异化、集中化五项经营战略已显得平淡无味甚至力不从心。

因此,经营模式的创新、异业资源的整合这两个经营战略方向成为未来在商业界博弈、竞合的主轴,而其中优势资源及获利基因的跨界投资更成为重中之重。

随着国家发布民间资本鼓励进入银行业务,苏宁集团的策略走向因此很顺理成章的由一家零售商即将成功转型成为一家零售服务的全面性提供商。众所周知,当前中国企业界面临的问题是发展过程中所需要的灵活、优质的融资服务。所以,苏宁尝试拥有银行也就更容易理解了。

苏宁利用零售商大额资金流转的优势,将自己的产业资本通过银行事业的掌握升级为金融资本的拥有者及获利者,也算是一种有智慧的跨界策略。苏宁这种跨界定然也会陆续体现在物流、电子商务、大数据的商情资讯服务领域上。

类似于苏宁集团这样由量变而产生质变的跨界,另外一个案例就是 7—ELEVEN 集团。该集团是从零售业跨界到风险投资行业的典型代表。作为跨界到投资的典型例子,7—ELEVEN 集团投资了一家名不经传的咖啡公司,真正的目的是为了通过投资来了解新鲜食品和饮料业务。另一笔投资的对象是一家行销顾问公司。7—ELEVEN 集团真正的目的是了解这种网络平台如何运作。这种跨界也反过来对本业产生了积极的支持作用。此外,我们去关注中国商业地产及百货零售界公开的各种专业论坛中的主流话题之一,就是如何掌握稀有的经营资源来服务过度供给的综合商业体,如何由千店一面的专柜或租赁模式的店铺集合勇敢地走向自营买手制的统一装修的开放式卖场……

这样的跨界的故事中,不由让我们想起 17 年前的我国香港地区。一些由日本西武百货集团撤离的高级主管带着高端百货零售从业的经验,带着作为时尚生活提案高手及营销企划人的基因,开创了一个不是由传统超市人规划的精品生活概念超市。该超市为追求生活品质的香港金领创建了独特的社交平台,分享他们的烹饪经验。它最终赢得时尚百货跨界高级生活超市中排名全亚洲第一的评价。

直到今天,即便是华联超市衍生出来的 BHC、华润超市衍生出来的 OLE、永辉超市衍生出来的 BRAVO 等等精品超市,也还无法突破 CITY SUPER 所建立的口碑地位。在国际高级精品超市界的专家看来,将超级市场收银界线模糊化,将餐厅及厨房跨界混搭带进超级市场收银界内内,也将成为中国超级市场业界及大型量贩店业内的佼佼者,最红火的关注热点。

总体来说,零售业的跨界策略应该是跨界到精品酒店、精品超市、多品牌复合概念自营买手店的经营资源,并在既有的百货零售及购物中心的营业模式中从其他行业跨界吸取艺术、科技、人文的元素及资源来丰富及升级本业,肯定是一条漫长,但一定会有甜美丰收的道路。(作者系亚蓝诺克商业生活研究所创始人及执行长,曾任香港庄胜百货集团副总裁、北京君太百货总经理)

中国石化增持被疑大忽悠 增持 2%股份需耗资百亿元



中国石化

团通过上交所系统买入方式增持公司 A 股 606 万股,约占公司已发行总股份的 0.005%。增持后中国石化集团直接和间接持有公司的股份数量为 860.95 亿股,约占公司已发行总股份的 73.860%。

中国石化集团出手增持,对市场本来是利好消息,但资深股民洞若观火,将其增持行为当成“大忽悠”：“上次那招历历在目啊,

也是承诺增持 2%,随便买了几百万股就没下文了,次次都号称增持百亿。”

让股民记忆犹新的是,中国石化大股东的上次增持行为,仅在宣布增持第一天对公司进行了增持,此后再无增持行为。公开资料显示,中国石化曾于 2012 年 1 月 10 日公告了其增持计划,其公告显示,截至 2012 年 1 月 9 日,中国石化集团通过上交所交易系统买入方式增持公司 A 股 3908.32 万股;集团通过全资子公司从香港二级市场购入 H 股 4.255 亿股。增持后,集团持有公司的股份数量为 662.23 亿股,约占公司已发行总股份的 76.38%,较增持前的 75.85%增加 0.53 个百分点。集团还表示将在未来 12 个月内,以自身名义或通过一致行动人继续在二级市场增持公司股票,累计增持比例不超过公司已发行总股本的 2%(含 2012 年 1 月 9 日已增持部分股份)。

2013 年 1 月 8 日晚间公告显示,鉴于中国石化 4 次 A 股可转债转股稀释影响,

截至 2013 年 1 月 8 日,集团直接持有和间接控制中国石化的股份数量约占公司目前已发行总股份的 76.28%。也就是说,除了 2012 年 1 月 9 日当日增持之外,集团此后再无对中国石化进行过增持。“年增持”计划变成“日增持”,中国石化大股东当时抛出增持口号时,或许只为刺激市场;而且很微妙地发生在中国石化可转债转股价格下行并且抛出新的可转债计划之后,大股东托市意愿强烈之际。集团 2012 年开年后大手笔增持拉抬股价,一方面能够让旧债持有人拥有套利空间,另一方面也能为新债发行铺路。

也有分析人士认为,在重要会议前夕大股东突然出手增持自家股票,一方面是在敏感时间护盘心切,另一方面说明对公司目前股价投资价值的认可,对公司未来发展有信心。虽然象征意义大于实质意义,但却从一定程度上表明“国家队”对目前市场的态度。(北京青年报)