

充分发挥机构投资者在混合所有制中的作用

从“大类资产配置”看2016年楼市走向

□国务院国资委研究中心 卢永真
对外经济贸易大学 王丝雨

十八届三中全会决定指出,国有资本、集体资本与非公有资本交叉持股、相互融合的混合所有制经济是基本经济制度的重要实现形式。《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》提出,以促进国有企业转换经营机制,放大国有资本功能,提高国有资本配置和运行效率,实现各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展为目标,稳妥推进国有企业发展混合所有制经济。国有企业在发展混合所有制经济进程中,引入机构投资者将是十分有效的实现方式。

机构投资者发展迅速

近年来,我国机构投资者队伍不断壮大,规模日益增加,整体质量也不断得到提高,逐渐形成了以基金公司、证券公司和保险公司为主,社保基金、QFII、信托公司、财务公司等其他机构投资者相结合的多元化发展模式。

机构投资者的权益类投资领域和规模不断扩大。公募基金投资范围已经拓展到股权投资领域。2014年9月,嘉实基金公司设立参与国有企业混合所有制改革的公募基金,参股重组后的中石化销售公司,这是首只公募型的股权投资基金,也是公募基金首次获准投资非上市公司股权。

2014年2月,保监会将保险资金投资权益类资产比例提高到30%。截至2015年10月,保险公司的险资投资规模达8万亿元,投资于权益类资产的规模可达2.4万亿元,未来保险资金还有很大的发挥空间。目前,保险资金已参与到国有企业混合所有制改革进程中,在中国石化混合所有制改革项目中已有4家保险公司和1家保险资产管理公司认购中石化销售公司股权,分别是中国人寿保险公司、生命人寿保险公司、长江养老保险公

司、中邮人寿保险公司和人保资产管理公司。

社保基金在股权投资领域有许多有益的尝试。由于社保基金具有长期投资、价值投资和责任投资的特点,是不少地方政府和国有企业进行混合所有制改革的优先考虑对象。

引入机构投资者有利于互利共赢

首先,机构投资者可成为恰当的战略投资者。国有企业引入战略投资者的目的,主要是利用其资本、行业领先技术和管理、营销经验等方面的优势,实现经济结构和战略布局的调整。已有众多国有企业通过首次公开募股、增资扩股或出售国有股权等方式,成功引进了战略投资者,增强了有企业实力,提高了产品和服务质量。2014年10月,中国人寿养老保险公司引入国外战略投资者澳大利亚安保人寿,持股比例为19.99%,成为第二大股东。在养老保险公司混合所有制改革中,中国人寿实现国有、外资多种所有制资本共同持股,有助于促进经营管理和业务进一步发展。国有企业将机构投资者作为战略投资者引进,在探索与实践不断积累经验,还将有更大的发展空间。

其次,机构投资者可成为优秀的财务投资者。财务投资者相对于战略投资者的主要区别是以获利为目的,不参与公司经营管理方面的决策。从财务投资的角度来说,以股权投资的形式拓展投资渠道,对于提升机构投资者业绩明显利好;从被投资的国有企业角度来说,为了能够吸引到以盈利为目的的财务投资者,倒逼企业要发展为优质的投资标的。资本市场“用脚投票”的机制有助于国有企业更加适应市场化、国际化的要求,提高经济效益和社会效益。对于财务投资者而言,积极投身混合所有制改革,对于其未来改善资金投入结构、提高资金管理水平、寻找和整合跨行业资源都将构成潜在机会。

第三,机构投资者是推进PPP的重要合作者。PPP模式是指政府联合社会资本,以特许权协议为基础,共同合作提供公共物品或服务、建设城市基础设施项目,形成国有资本与民营资本的合作模式。为发挥PPP在混合所有制改革中的作用,应鼓励民营积极参与政府合作项目,创造国有企业和民营企业公平的竞争环境。

第四,机构投资者有利于优化股权结构,提升公司治理能力。机构投资者的专业能力有助于国有企业在组织结构、发展机制、资源整合能力等方面得到提升,使企业在提高公司治理能力的同时,实现资源合理配置,为可持续发展奠定基础。

发挥机构投资者作用

一是进一步发展多层次资本市场,以资本市场为改革平台。混合所有制改革应以资本市场为重要依托,积极发展A股市场、新三板、区域股权市场等多层次市场,未上市国有企业资产转让进入产权市场交易。为实现国有企业混合所有制改革,应进一步完善资本市场的定价机制,发挥资本市场在投融资、并购重组中的作用,强化信息披露并监督信息的真实性,监管部门在进一步强化沪深交易所信息披露的同时,要完善其他层级市场的信息披露制度。培育良好的私募投资环境,发展壮大股权投资基金,为国有企业混合所有制改革提供强有力支持。

二是加强法律制度建设,完善机构投资者自身治理。加强制度建设是进行混合所有制改革的基础性工作,要在法律上对各项产权的边界和相互关系界定清楚。例如,混合所有制经济股权安排的法律体系和健全混合所有制经济的公司治理制度。监管部门要加强对机构投资者监督的针对性和时效性,提高机构投资者信息披露质量,规范其经营运作。发挥机构投资者引导市场进行理性投资的积极作用,彰显机构投资者注入流动性,使企业增加现金收入抵消债务。灵活调整汇率,顺应市场变化增强人民币汇率弹性靠拢均衡汇率水平,避免人民币实际有效汇率的高估。以增强企业外部市场竞争能力,此带来的贸易盈余,利于企业增加现金收入,降低债务及其成本。调整汇率还具有支出转换效应,可将需求转向国内产品,能够避免一边国内需求不足一边中国游客海外“狂买消费”。以确保我国企业充分利用国内外两个市场、两种资源增加收入提高盈利实现无负债增长。

宏观审慎政策防范资本流动冲击

二是通过宏观审慎政策防范资本流动冲击,确保货币政策独立。2015年12月16日,美联储宣布金融危机后的首次加息。海外资金加速回流美国趋势显著,2014年7月至2015年9月流入美国的资金达2300亿美元。国际货币基金组织美元占比达63%,具有不对称优势,美国的货币政策对国际资本流动有导向性作用。有研究认为,美国货币政策是全球流动性周期的重要驱动力之一,对国际跨境信贷流动和金融杠杆有重大影响。这意味着即使汇率灵活的国家,美国的货币政策也能影响国内的货币环境。因此,受流动性周期影响的经济体,从“蒙代尔三难困境”;无法同时实现货币政策独立、汇率稳定、资本自由流动,变为资本自由流动还是货币政策独立的“两难”选择。

国际清算银行数据显示,从香港到内地的美元“套息”交易规模达1.2万亿美元。国内金融市场也积累了较大规模的杠杆套息交易,形式上银行自营投资、银行表外理财与股市和债市杠杆套息交易相互交叉重叠。银行自营投资杠

杆套息是通过同业拆借、回购等工具借入短期资金进行债务滚动,配置包括公司债券、信托受益权益等各类高收益率的风险资产计入应收款项类投资科目,以赚取息差。2015年9月末,其对应的非存款金融机构存款余额达13万亿元(包括证券公司客户保证金,以及表外理财、证券投资基金、信托计划等SPV存放)。2015年,A股杠杆规模高峰时达5万亿元,包括两融业务、收益互换、伞形信托、民间配资等。受股市不佳影响,2015年三季度从股市撤离的资金涌入债市。债市杠杆交易手法是买入债券,再以债券质押回购购入的短期资金配置公司债等信用债,放大杠杆,反复操作,赚取公司债与回购利率间的息差。2015年三季度,沪深交易所债券回购交易额激增至上年同期的2倍。债务杠杆交易提供的流动性具有很大的脆弱性,资金流动对境内外息差、汇率敏感,一出现市场压力加剧,这些流动性就可能迅速消失,并引发楼市、股市、债市、汇市资产的重新配置。

三是建立一企一策方案,有效防范混合所有制风险。在机构投资者参与混合所有制改革的过程中,对不同类型的机构投资者,针对不同类型的被投资企业,都要结合自身特点,争取实现一企一策,制定切合实际情况的混合所有制方案,切实发挥机构投资者的积极作用。鼓励各类机构投资者通过并购和控股、参股等多种形式,参与国有企业改制重组。

应充分考虑混合所有制潜在风险的各种可能性,进行有效防范。

四是丰富机构投资者种类。国有资本投资公司、国有资本运营公司是国有资本的运营平台,是混合所有制经济的重要推动者,社保基金、企业年金、保险资金、私募股权基金等机构和社会集合资本,也是混合所有制经济的重要参与者。支持有条件的国有企业,通过改组和功能再造,成为具备高超资本运作技能的国有资本投资公司。鼓励、支持资产管理公司等金融类机构投资者加入到国有企业混合所有制改革中,借助其丰富的资本管理经验,实现国有资本的有效管理。

五是实现投资方式多样化。从投资方式考虑,机构投资者既可以做普通股方式的股权投资,也可以做优先股方式的股权投资。基本养老保险开展证券和股权投资的政策已经明确,鉴于其特定的保值增值属性和风险厌恶风格,风险低且回报稳定的优先股应该是一个很好的投资方式。社保基金以优先股方式投资于中央企业及地方优质国有企业,也会是不错的一种选择。鼓励国有资本以优先股方式投入到民营企业,这既实现了国有资产保值增值的要求,又能保证民营企业家对企业经营的控制权,实现发展成果共享。

2015年,楼市趋热的一端,不管是全国楼市销售回升,还是北上广深等重点城市火热无比,与资金流向和大类资产配置密切相关。近年来,储蓄或增值型的保险、资产计划、银行理财、私募基金等金融中介,已经成为居民投资新通道。国务院43号文实施之前(2014年6月份之前),地方融资平台和房地产融资紧迫且刚性兑付,所对应的“非标”资产高收益、低风险,民间资金对此趋之若鹜。

43号文实施之后,加上地方政府债务大规模置换,“非标”资产供给急剧萎缩,导致庞大的资金需要寻找“非标”资产的替代品。在过去“非标”资产超高收益的预期下,资金来源不断地再配到股市。2015年6月,资本市场经历了剧烈的指数下滑和“去杠杆”叠加的过程,资金大规模出逃。6月份以后,债券市场和房地产市场明显回升。一方面,国债收益率跌破3%,万科企业债收益率跌破3.5%;另一方面,前期股市财富效应与出逃资金进入形成叠加,一线城市房价开始暴涨,并迅速蔓延至二线重点城市。另外,制造业“去产能”继续深入,PPI连续45个月下行,实体经济货币吸纳需求下降,实体经济借助险资等渠道进入土地市场和地产上市公司股权市场,造成土地市场火热、龙头地产上市公司纷纷被险资举牌,股价暴涨。

人口红利褪去,住房需求高潮过去,楼市供求关系逆转,这些都是影响楼市的结构性问题而非周期性問題。因此,2016年,楼市在土地市场、新开工、开发投资上,仍旧在寻底或夯实底部,触底反弹并回升的预期并不高,这就导致全社会固定资产投资增速也难以回升。同时,金融危机后,全球进入货币金融时代,贫富差距扩大是各国共性,我国中低收入人群过去在房产上“加杠杆”太多,消费增长受到制约,整体消费需求不会明显“上台阶”。

再考虑到外需难以起色,总需求疲弱将在2016年继续存在。同时,近期召开的中央经济工作会议,提出了2016年着重在“供给侧”要推进的“五大任务”,包括积极稳妥化解产能过剩、帮助企业降低成本、扩大有效供给、化解房地产库存、降低金融风险等。因此,实体经济“去产能”和“去杠杆”将明显推进。为了对冲“供给侧”改革对于经济增速的冲击,房地产“去库存”和基建投资将继续发力。

要维持经济增长在6.5%,还要降低企业成本,2016年金融体系流动性将继续宽松,利率也将继续下行。因此,预计2016年“降准、降息”的频率依旧比较高。同时“供给侧”改革推动存量资金盘活,地方政府投资冲动也开始弱化,实体经济对流动性的吸收能力继续减弱。如果2016年资本市场依旧震荡,地方政府债务继续置换,企业债券全面“开闸”的话,目前已经出现的“资产配置荒”将在2016年会更加严重。

“资产配置荒”背景下,宽裕的资金只会选择收益相对高的资产。特别是,目前囤积在银行理财上的20万亿短期闲置资金,由于没有好的资产匹配,2016年可能会涌出来寻找相对高收益的资产。因此,由保险资金驱动的股权投资,以及重点城市的房地产市场或是大类资产配置的选择之一。由此,“小宝箱”要吞掉“大万科”绝非偶然事件,宝能向广大居民发行高收益万能险,并以多倍杠杆决意吞下万科,事实上是看中了在楼市“去库存”托底经济的背景下,万科储备土地、在建工程未来的溢价收益。近年来,民营险年均保费复合增长率达到30%,越来越成为资产配置的新载体。

据统计,截至今年三季度,135家A股房企中,已被险资进入前十大股东的多达23家,占比约为17%。2015年拿地最多的企业并非房企,而是平安保险。预计2016年,险资对于地产股权的投资将会进一步增加,保险机构将成为新的资金集聚渠道。有了充足的弹药,开发商在重点城市攻城略地将更加凶猛,2015年重点城市地王频现的局面将再现。同时,外来人口本地化的新型城镇化将在“十三五”迅速推进,重点城市在集聚人口和资源配置的能力无出右者,也将是大类资产配置的重点之一。在宽松的资金面、超低购房成本的刺激下,这些城市楼市的量价或继续走高。

□华夏银行发展研究部高级经济师 赵玉睿

当前国内经济运行新动能亮点不断。同时也面临一些突出矛盾,总需求不足与结构性问题并存。企业低盈利高负债、金融市场高杠杆交易、中外货币政策分化引致跨境资本流动变化等各类潜在的金融风险因素积聚。对此,可内外兼顾运用宏观政策组合防范化解金融风险。

积极财政搭配灵活汇率

一是运用积极的财政政策搭配灵活的汇率政策实现无负债增长,防范化解债务风险。2008年金融危机后,发达经济体采取了积极财政政策搭配汇率调整的政策组合,提振总需求消化产能去杠杆,以复苏经济。各发达经济体在通胀率较低情况下采取了降息、资产购买措施等宽松货币方式调低汇率。2008年至2014年美联储实施了三次QE(量化宽松货币),英格兰银行、日本央行、欧洲央行也先后通过购买国债、企业债券等量化宽松方式增加基础货币供给,向市场注入大量流动性,调低利率、汇率,确保微观经济主体在国内外市场的竞争力。2009年至2014年美元指数基本处于历史较低水平,2012年整体的美元汇率贬值25%,随着经济复苏QE逐步退出和美联储加息预期,美元汇率在2014年中期重拾强势。仅在2008年,英镑对美元汇率就下跌了20%。欧元、日元也不同程度走弱。政策效应下,美英两国率先实现复苏。可见,量化宽松调整汇率是一种国际通行的惯用政策工具。

汇率水平与我国企业盈利和负债状况有一定关联。从历史情况看,2003年至2008年期间,人民币实际有效汇率总体呈下降趋势,增长动能较强,企

业利润水平较高、对债务的需求较少,全部债务占名义GDP比例稳中有降,总体表现出去杠杆特征。

近几年我国财政赤字占GDP比例一直保持在较低水平。同时,人民币实际有效汇率不断攀升,2005年汇改以来至2015年9月,人民币实际有效汇率升值56.76%。净出口连续几年对经济增长负贡献,2015年出口连续5个月负增长。与此同时,企业债务高悬、盈利和偿债能力下降,信用违约上升。企业债务累积过去往往是金融危机先兆,发达经济体私营部门信贷占GDP比例,从1950年的50%上升为2007年的170%,2008年爆发全球金融危机。据麦肯锡数据,2014年中国企业债达GDP的125%,比2007年翻了两番。2015年三季度财报显示,国内上市公司收入增速继续放缓,剔除金融行业后,降至-7.1%,接近2009年最低水平;剔除金融石油石化行业后,净利润增速自2012年以来首次转负。截至2015年12月10日,国内公司债被降低评级的企业同比增加52家,高达156家创出新高。截至2015年三季度,商业银行不良贷款率持续16个季度上升。信用投放的经济拉动效应已边际递减,非金融企业债务每新增1元带来的经济增量从2008年的0.7元降至2013年的0.3元左右。

鉴此,结合国内外政策经验,可实施积极财政政策搭配灵活的汇率政策,提高总需求水平化解债务风险。以国债资金为来源,实施充分就业的积极财政政策。加大政府购买商品和劳务,以维护工商业等实体企业的利润率和就业,降低债务需求。可用增发国债募集资金投资基础设施,逐步置换地方政府债务。通过运用中央政府支出,购买地方政府融资平台资产等手段,替代地方政府融资平台债务,释放出基础货币向生产能力的提升。但拥有如此强大的生产能力的同时,我国还需要进口部分消费品的原材料、半成品或者成品以满足生产或消费需求。目前,我国市场上供给严重过剩的是大量处于生命周期衰退期的商品,技术含量低、附加值低,假冒伪劣现象严重。而市场奇缺的是处于生命周期导入期或成长期的商品,技术含量高、附加值高的商品供不应求,这部分商品正好符合消费结构升级的方向。这就说明,虽然我国具有强大的消费品生产能力,但是国内生产水平无法完全满足消费结构升级的需要。根本上讲,目前有效供给过剩的根源只是同质、低水平生产能力的过剩。而对那些适应城乡居民需求变化的新产品却开发不力,从而使一部分需求不能得到满足。

消费市场有效供给不足的根本原因

宏观上,产业结构和消费结构失去良性互动。从我国的实际情况出发,过剩经济的特征应该毋庸置疑,消费结构升级的迫切需求也获得广泛认同,但是为什么两个结构间缺失了良性互动呢?

原因可能在于两点,第一是消费结构升级引导产业升级需要一定时间,整个作用通路发挥效力需要时间。目前我国新一轮消费结构升级正处于量需累积期,产销矛盾暴露的时间还比较短,产业结构做出调整需要一定时间。第二,市场机制发挥作用受阻,在部分产业上价格体系变动并不能指导资源流动。在我国,一些产业的发展,特别是制造业的发展,受政策影响较为严重,并不是完全受市场机制配置。所以,尽管消费结构出现升级需要,需求变动也指引了产业变动方向,但是由于多种因素影响,产业结构并没有出现相

消费市场供给侧改革亟待推进

应变动。良性互动关系受到阻碍。

微观上,企业快速反应能力不足、组织经营效率较低。企业面对一个变化迅速且无法预测的买方市场,仅仅靠基于低成本和高质量的竞争战略已经很难获得竞争优势,企业必须能对不断变化的市场做出快速反应,源源不断地开发出满足用户需求的、定制的“个性化产品”去占领市场。但是当下我国的微观组织还远未达到靠时间取胜的快速反应能力建设阶段,绝大部分习惯了接单式生产方式,没有能力在发现市场新需求时快速的予以相应,抓住新出现的发展契机。目前我国消费品生产企业快速反应能力不足,信息化程度低,整体管理、组织效率较低,影响了供给端对需求端快速变化情况的捕捉能力。

我国企业价值链“低端锁定”现象较为严重。2001年加入世贸组织将中国的企业嵌套进全球价值链分工体系中,并且进入价值链低端部分,以加工、组装和制造为主要工作,而发达国家或跨国公司牢牢抓住设计、研发、品牌运营、营销等高附加值活动。

我国企业发展路径依赖严重,创新能力不足。国内企业创新不足的重要原因在于知识产权保护制度不完善和创新能力欠缺。一方面,缺乏知识产权制度保障导致研发创新活动具有很强的创新溢出效应,其他企业免费搭便车继而仿冒盛行,研发企业并不能获取完全的创新收益,从而不再愿意进行研发创新。同时,我国的知识产权制度与其他国家存在差异。另一方面,国内企业创新能力欠缺主要表现在自身创新能力、资源整合能力以及创新人才资源积累这三方面。其中,自身创新技能的欠缺主要表现在企

业的领头人或者主要核心技术人员在工作经验、知识素养和价值观念上的短板,没有实现与国际先进水平的对接和交流。

建立有效运作的市场机制

从有效供给不足转向供需平衡是一个系统工程,也并非一朝一夕即可完成的调整。根本途径在于深化政府促进我国企业发展,在于转变政府职能、真正建立起有效运作的市场机制,在于进一步深化创新能力建设。

引导促进微观企业发展。全面深化经济体制改革,消除阻碍我国企业发展的制度性桎梏。将企业从传统的发展成本中解脱出来,促进企业将精力真正放到研究市场、研究消费者上来。积极引导企业加强信息化建设,尽快实现企业内部信息化作业、提高运营、管理、决策效率,为建设企业快速反应能力打下坚实基础。

彻底转变政府职能。深入推进简政放权,持续深化行政审批制度改革,不断提高简政放权的含金量,建立完善政府权力清单制度,在更高层次上实现政府职能转变新常态,首要一点就是深入推进简政放权,将该由政府管理和政府管理不好的事项下放给市场和社会,从根本上释放市场和社会活力。

深化科技创新体制改革。切实加强知识产权保护,完善现有的知识产权制度,特别是吸收国外先进制度的发展经验,修正我国知识产权制度的不足;加快整合各级政府,特别是省级政府的科技创新体系,推进创新要素市场化配置、企业技术创新、科技大市场建设、科技成果转化、科技资源开放共享等方面改革;促进风险投资基金等发展,实现科技创新投融资机制转向。