

中国经济长期向好趋势未变



新华社图片

□中国民生银行首席研究员 温彬
研究员 冯柏

我国经济长期具备稳中有进、持续向好的基础,同时也要注意,新型冠状病毒感染的肺炎疫情(以下简称“肺炎疫情”)等短期扰动因素对经济产生影响。为决胜全面建成小康社会和“十三五”规划收官,并顺利完成抗击疫情,应重新研判宏观经济形势,出台针对性政策,确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升。

经济企稳迹象逐渐显现

在一系列逆周期政策调控下,去年四季度以来,我国经济企稳迹象逐渐显现。然而,肺炎疫情对国内经济发展造成超预期扰动,影响经济景气恢复。综合考虑各方面信息,预计一季度我国经济增速将有一定程度回落。疫情结束后,逆周期政策将加大力度促进经济回升。因此,与2019年我国经济增长前后高低不同,2020年我国经济增长将呈现前低后高的走势。

物价方面,今年一季度,我国CPI仍有结构性上涨压力。一方面,翘尾因素将继续对物价上涨产生影响;另一方面,受肺炎疫情影响,生活必需品、医药健康用品等商品的生产和运输环节受阻,一些地区物价高于往年同期。二季度以后,猪肉供需将逐渐平衡,带动食品价格下降;生产、物流、销售等环节逐渐回归正常,商品供给充足,CPI中枢将回落。

人民币汇率方面,全年人民币兑美元汇率仍将以双向波动为主。我国经济基本面总体平稳,长期向好的趋势没有变,仍然是全球经济增长的动力引擎;我国对外开放力度

肺炎疫情对宏观经济的影响是暂时的,我国经济长期向好、高质量发展的基础没有改变。投资者应秉持长期投资、价值投资理念,客观看待疫情的暂时性冲击,避免非理性情绪对金融市场稳定运行造成不必要影响。

不断加大,境外资本配置人民币资产的需求较强烈,跨境资本流入规模增加,有助于推动人民币升值。总体来看,人民币兑美元汇率走势仍将是多空因素相互作用的结果,而随着人民币汇率形成机制进一步完善,人民币汇率弹性不断增强,将继续保持在合理均衡水平上双向波动。

逆周期调控更加灵活适度

为确保经济运行稳中有进,建议宏观政策坚持“改革为体、调控为用”。一方面,深入推进供给侧结构性改革,解决结构性、体制性问题,释放改革红利,保证经济中长期行稳致远;另一方面,要强化逆周期调控,短期内政策调控重点转向支持肺炎疫情的防控,有针对性出台政策,熨平经济的周期性波动和短期扰动。

供给侧结构性改革要继续巩固提升“三去一降一补”成果,着力提高要素供给质量。要加快推进国企改革,进一步推进“放管服”改革,优化营商环境,深化产权制度改革,激发各类微观主体活力。要促进产业转型升级,强化技术创新与应用,突出解决关键领域核心技术“卡脖子”问题。

逆周期调控政策要更加灵活适度,提升

政策的前瞻性、针对性、有效性。财政政策和货币政策需要协调发力,短期内政策重点要转向支持和保障肺炎疫情防控工作,长期仍要坚持重点支持供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域,持续激发内需活力。

财政政策要大力提质增效,重点聚焦以下方面:一是适度提高地方政府专项债规模,为肺炎疫情防控工作提供充足的财政支持,为疫情结束后重大基建项目的开展提供充足的资金,强化基建对经济增长的托底作用。二是巩固和拓展减税降费成效。肺炎疫情对部分行业、企业带来冲击,要对受疫情冲击较重的领域实行减税降费政策,帮助其渡过难关。三是优化支出结构。压缩一般性支出,保障“基层工资、运转、基本民生”等刚性支出。

货币政策要灵活适度,重点聚焦以下方面:一是继续疏通货币政策传导机制,进一步做好LPR形成机制改革的后续工作,提高贷款利率市场化水平,提升货币政策有效性。二是保持流动性合理充裕。根据肺炎疫情的发展态势和经济增长的需要,建议央行及时定向和普遍降准,加大公开市场操作力度,利用MLF、SLF、再贷款、再贴现等多种货

币政策工具,保持市场流动性合理充裕。同时,促进信贷结构优化,引导银行加大对民营企业、制造业中长期贷款的支持力度,并加大对防控肺炎疫情的关键领域及受肺炎疫情严重影响领域的信贷支持力度。三是降低实体经济融资成本,通过下调MLF等政策利率,引导LPR利率下行,切实减轻企业负担。四是加快推进金融机构资本补充,提高金融机构服务实体经济的能力。

机遇大于挑战

我国经济具有较强韧性,虽然短期面临肺炎疫情的冲击,但经济发展长期向好、前景可期,存在较多市场机遇。资本市场改革将继续深入推进,基础制度不断完善,促进直接融资为经济发展贡献更大力量。

股票市场短期受到肺炎疫情影响,部分行业受到冲击,但长期来看,我国股票市场估值与发达国家相比还有提升空间,结合改革转型方向,可聚焦两条主线。一是科技线,围绕创新型国家建设,5G、区块链、人工智能、生物工程、节能环保、高端装备、新材料、新能源等。二是消费线,围绕消费升级,聚焦现代服务业和新兴消费领域,医疗保健、育儿养老、文化娱乐、汽车消费、体育健康、财富管理。

债券市场收益率将延续震荡下行走势。流动性合理充裕对债券市场形成利好,地方政府专项债的发行规模有望继续扩大。

房地产市场调控应坚持稳健为主。肺炎疫情期,要坚持落实稳地价、稳房价、稳预期的“三稳”机制。政策调控将延续“房住不炒”的主基调,防止资金脱实向虚。同时,继续落实“因城施策”,确保房地产市场平稳运行。

优化公司治理 推进红筹企业投资者保护

□徐晓枫 陈泽钦

近日,证监会同意华润微电子股份有限公司科创板首次公开发行股票注册。华润微电子为红筹企业回归A股树立了一个典型的样本,具有指导意义。通过华润微电子的实践,为更多优秀的境外企业回归A股解决了技术和法律障碍,提供回归的路径。

红筹回归是科创板发展的重要方面,而投资者保护是红筹回归的重点难点。在红筹企业回归的相关具体法规尚未落地的情况下,如何有效衔接境内外监管规则、如何有效优化公司治理结构以推进红筹企业投资者保护水平,是一个重要课题。

从实质结果层面判断

红筹企业作为注册在境外的企业于A股上市,除了需要遵循注册地相关法律法规之外,还应当遵守境内法律法规的规定。注册于开曼群岛的华润微电子在科创板上市,须同时符合开曼群岛及境内法律法规的规定。目前,《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》规定了“红筹企业股权结构、公司治理、运行规范等事项可适用境外注册地公司法等法律法规规定”,而《上海证券交易所科创板股票上市规则》对于红筹企业境内外事项的协调设置了专门的章节予以明确,并确定了红筹企业在科创板上市“股权结构、公司治理、运行规范等事项适用境外注册地公司法等法律法规的,其投资者权益保护水平,包括资产收益、参与重大决策、剩余财产分配等权益,总体上不低于境内法律法规规定的要求”的总体原则。此项规定表明监管层不拘泥于具体技术细节,而是从实质结果层面来判断发行人的投资者权益保护是否充分。

实际上,要得到此项结论是困难的。开曼群岛公司法遵循的是英国的规则和判例,与美国特拉华州公司法同源,而我国的公司法则是主要借鉴德国、日本等公司法,兼容并包形成的体系。前者奉行所谓的“董事会中心主义”,而后者推崇“股东会中心主义”。我国公司法虽然并不完全是股东会为中心,但总体上更偏向后者。这就使得开曼公司法和我国公司法难以进行对比。具体而言,就两规则提及的“资产收益、参与重大决策、剩余财产分配等权益”而言,总体上差异不大。但就“参与重大决策”这一项,就难以轻易下结论了。评估某个法域投资者保护水平,或许应当关注它是否遵循基本普世价值、是否有良好的公司治理理念,以及是否有有效的外部约束机制,例如诉讼机制。从这个层面去分析,或许可以得出与投资者保护水平相当的结论。

上交所曾发出问询函,要求华润微电子说明其投资者权益保护水平,包括资产收益、参与重大决策、剩余财产分配等权益,是否总体上不低于境内法律法规规定的要求,境外律师是否就上述事项发表明确意见。

华润微电子在回复函中披露了公司治理的具体情况,对若干项重大权益保护水平与一般A股上市公司进行对比,并经境外律师出具肯定性法律意见。事实上,华润微电子的做法主要是在符合开曼群岛公司法的前提下,按照适用于境内一般A股上市公司章程的内容和格式以及适用法律、法规及规范性文件的规定和要求制定了现行的《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》等相关治理制度,以明确股东大会、董事会、独立董事等机构的权责范围和工作程序。

除通过接轨境内A股上市公司的要求之外,华润微电子还采取了一系列措施保障境内投资者的利益,例如采用安全、经济、便捷的网络或者其他方式为境内公众投资者行使权利提供便利的安排、指定证券事务办公室为公司信息披露境内证券事务机构,从而保障对境内投资者权益的保护在实质结果层面总体上不低于境内法律法规的要求。

加强投资者保护

新证券法的一大亮点在于,新设专章规定了投资者保护制度,并作出一系列制度安排。明确引入中国特色的集体诉讼制度,有望进一步提高对恶性违法行为的综合处罚力度,完善证券民事诉讼程序,以期更有效保护中小投资者利益,筑牢上市公司治理质量提升的底线。

新证券法新增的相关条款将有利于投资者诉讼权的行使。一直以来,证券民事诉讼具有涉及投资者人数众多,单个投资者起诉成本高,起诉意愿不强等特点。此次一方面明确了投资者保护机构可“明示退出,默示加入”的规则,提起代表人诉讼,代替投资者维权;另一方面,通过公告登记、代表人诉讼等方式也大大节约了司法资源,提高了司法效率,能够加强投资者保护力度,提高投资者司法维权的意愿。事实上,诉讼代表人制度在民事诉讼法及司法解释中一直存在,只是实践较少,由于证券市场涉及投资者众多,可以考虑结合示范诉讼的既有成功实践,对代表人诉讼进行试点,积累经验后逐步推广。

综上所述,我们应当借深入贯彻落实新证券法的契机,从以上各方面入手,狠抓落实,全面推进,切实从完善市场法律规制体系、促进信息充分有效地披露、强化机构“看门人责任”、有效保护中小投资者利益等方面,有力地推动A股上市公司有效提升内部治理水平,从而为净化市场生态,维护市场秩序,奠定坚实的制度基础。

首席经济学家畅谈资本市场改革发展

完善机制夯实基础 提升上市公司治理质量

□中国银河证券首席经济学家 刘锋
宏观研究员 张宸

近日中国证监会提出,“以促进优胜劣汰为目标,推动提高上市公司质量”,并具体提出四项举措:一是优化退市标准,进一步畅通市场化法治化退出渠道。二是以提高透明度为目标,提升信息披露质量。三是启动公司治理专项行动,以实际控制人等“关键少数”为重点,对资金占用、违规担保、内幕交易、财务造假等违法违规行为及时发现、及时制止、及时查处。四是稳妥推进基础性制度改革,推动上市公司做优做强。上述政策部署和具体举措将进一步完善和加强落实新证券法的配套机制,抓住了实现上市公司治理质量提升的关键。

法治是基础

新修订的证券法在改革证券发行制度、强化信息披露要求、加大投资者保护力度、大幅度提高证券违法成本等方面进行了大幅完善,有效健全了中国资本市场乃至经济发展的重要制度供给,为中国资本市场行稳致远夯实了法制基础。

此次证券法修订显著加大了对证券违法行为的处罚力度,大幅提高证券违法成本。金融市场的运作有其规律,我们应当以法治确立市场信用,维护交易秩序,令守法者、守信者赢,令违法者、失信者败。

本次证券法修订之后,预计公司法和刑法将进行联动修改。我们期待在刑法、公司法的修订中,加大对资本市场违法违规行为量刑和处罚力度,显著提高证券违法成本,严厉惩治并震慑违法行为,促使发行人进行合法合规操作,推动资本市场健康有序发展。

在实践中还应注意加强相关配套制度的

进一步夯实我国资本市场的法治基础是上市公司治理质量提升的基础;有效信息披露是倒逼上市公司治理质量提升的关键;落实中介机构“看门人责任”是上市公司治理质量提升的重大助力;而完善机制加强投资者保护,有利于筑牢上市公司治理质量提升的底线。

完善。在大幅提高处罚标准的同时,还应当考虑建立类似“公平基金”的投资者损失赔付补偿基金,在违法人/犯罪人无力赔付时,由基金出面补偿;后续政策还可以考虑建立证券市场强制/半强制性的董事责任保险制度,让保险理赔介入投资者保护程序中。

有效信息披露是关键

及时、全面、高质量的信息披露是提升市场效率,倒逼上市公司提升内部治理质量的重中之重。本次证券法修订,突出强化了信息披露的相关要求,主要包括:扩大信息披露义务人的范围;完善信息披露的内容;强调应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息等。这些规定总体上有助于提升上市公司质量,进一步发挥资本市场功能,为各参与主体打造更优质的环境。

事实上,注册制的核心之一就是在法律规制与监管部门的有效监督之下,市场主体进行充分、及时与可核查的信息披露。同时,信息披露贯穿所有市场参与者进行交易的事前、事中、事后各交易环节。一旦发生依法需披露、应披露的事项,均需及时向市场进行披露。对于披露但未披露,或者蓄意隐瞒、提供不实信息的市场主体依法予以惩治。本次证券法修订为中国市场信息披露制度的进一步改革奠

定了法制基础。

落实中介机构“看门人责任”

首先,有必要从立法逻辑的高度,对新证券法所重点规制的市场“看门人责任”进行深入研究——证券法立法逻辑的起点是在“方便企业有效融资”和“保护投资者”之间保持适度平衡。证券法试图通过监管,减少融资者和投资者之间的信息不对称性,来保证企业直接融资行为的规范有序进行。这种监管意图主要通过“保护投资者”的理念,在实践中体现为证券发行注册制、强制信息披露与中介机构监管和反欺诈法律责任等制度安排。

进一步压实中介机构市场“看门人责任”就是令市场在资源配置中起决定性作用。资本市场是资源配置的重要场所,而信息披露全面准确是资源得到有效配置的重要前提。证券服务机构是信息披露的重要责任人,有义务、有责任“勤勉尽责”做好本职工作,帮助投资者准确了解各方面情况。新证券法力图通过法律规制,有效发挥监管作用,借助建立相关激励和惩戒机制,督促证券市场中服务机构做好本职工作,充分担当市场“看门人”角色,从而令中介机构在业务开展过程中更加敬畏法律,更加尊重市场,勤勉尽责,以服务质量取得竞争优势。

积极优化公司治理结构

华润微电子的上市之路,为将来更多的红筹回归提供了具有指导性的案例样本。在不违反注册地公司法规定的前提下,对标境内一般A股上市公司公司章程及适用的法律法规,积极优化公司内部治理结构,从而达到“投资者权益保护水平总体上不低于境内法律法规规定的要求”这一做法为将来红筹企业解决规则衔接难题提供了行之有效的借鉴。

对于监管者而言,为避免红筹企业处于监管空白损害投资者利益的发生,科创板上市规则不应迁就所谓注册地的法律法规,应当引导红筹企业积极优化公司治理结构保护投资者利益。同时,还应当有的放矢,在考虑可操作性的前提下进一步明确哪些规则不应低于境内标准,比如董事的忠实、勤勉义务,重大交易和关联交易的股东审批规则等。由此通过制度的不断完善,在投资者权益得以保障的前提下,吸引红筹企业回归A股,优化A股上市公司标的资产。

(徐晓枫,华东政法大学特聘副研究员。陈泽钦,华东政法大学国际金融法律学院营商环境法治保障研究中心副研究员。)