

2014年上半年上市公司景气度平稳微升——“中国上市公司景气指数”研究报告摘要

□中国社会科学院金融研究所课题组

一、2004－2014年上市公司景气状况

（一）综合景气指数

本研究样本选择为A股非金融上市企业，共计2425家；区间涵盖2004.q1－2014.q2（q为季度），共计42个季度，全部数据来自Wind资讯。数据处理主要涉及四方面：其一是季度财务指标构造，将所有指标划分为资产负债项(来自资产负债表)和非资产负债项(来自现金流量表或损益表)，保留前者并将后者调整为单季度数据，进而合成季度财务指标；其二是财务指标通胀调整，以CPI环比增幅为基准，从入选财务指标中剔除通胀影响；其三是奇异值剔除，分别在总体样本和分行业样本中两端各剔除1%，若样本量不足100，则两端各剔除1个；其四是财务指标“宏观化”，分别将总体和分行业样本“盘子”的上市公司按照权重合成。

1、总体特征

十年中上市公司综合景气指数均值为99.97，整体较基期2004.q1略低。需要特别指出的是，从评价功能来看，综合景气指数与当期营业收入增长率相关系数高达0.82；从预测功能来看，综合景气指数与未来一期营业收入增长率相关系数高达0.63，说明综合指数的“评价”和“预测”性能优越。

2、“上行”区间:以2010.q1为例

2010.q1上市公司景气值高达101.44，为“上行”景气区间的最高峰，比十年景气度均值高出1.47。导致此次“上行”景气现象出现，可以从宏观经济维度、财务信息维度和行业维度来解释。

从宏观经济走势来看，基本面有所好转。2010.q1期间，宏观经济景气指数增长率10.00%，而十年均值为一0.13%；固定资产投资扩张率33.09%，比十年均值高出8.74%。

从财务维度来看，首先，投资活动现金流净额占比大幅下降，意味着当期投资支出相对增加。2010.q1期间，投资活动现金流净额占比8.48%，比十年均值下降8.1个百分点。其次，融资能力明显改善。2010.q1期间，长期债务比营运资本20.41%，比十年均值上升13.36个百分点。最后，成长能力显著提升。2010.q1期间，每股收益增长率31.26%，比十年均值上升47.36个百分点；总资产增长率0.89%，比十年均值上升6.82个百分点。

从行业维度来看，本次“上行”景气现象主要由化工、机械设备、汽车、商贸、医药五大行业引起。首先，2010.q1期间，化工行业平均企业景气值为101.14，比十年均值高出1.26；其次，机械设备行业平均企业景气值为100.90，比十年均值高出2.13；再次，汽车行业平均企业景气值为102.25，比十年均值高出2.29。接着，商贸行业平均企业景气值为101.92，比十年均值高出1.68；最后，医药行业平均企业景气值为102.18，比十年均值高出1.75。

3、“下行”区间:以2009.q1为例

上市公司景气指数是以公开财务数据和宏观经济数据为信息来源，以规范的景气指数编制方法为技术依托，构建反映上市公司基本面状况的指数或指数体系。构建企业景气指数，定量反映上市公司运行状况及其周期性变化趋势，不仅有利于企业管理者“跳出企业”看企业，优化企业经营投资决策，而且有助于政府了解微观经济基本面状况及其变化原因，为改善企业外部环境提供政策依据。随着会计准则和信息披露制度日渐完善，上市公司财务数据的可靠性和及时性不断提升，为企业景气指数编制创造了极为有利的现实条件。然而无论学术界还是实务界，仍将焦点放在企业层面的财务状况分析上，极少从宏观视角评价微观企业的景气程度。为此，我们借鉴宏观经济景气指数编制方法，设计反映上市公司景气状况及变化趋势的指数体系，力图使之成为指导微观企业决策的“指南针”和反映宏观经济运行的“晴雨表”。

2009.q1上市公司景气值仅为97.95，为“下行”景气区间的最低谷，比十年景气度均值下降2.02。导致此次“下行”景气现象出现，可以从宏观经济维度、财务信息维度和行业维度来解释。

从宏观经济走势来看，基本面有所恶化。2009.q1期间，宏观经济景气指数增长率－8.05%，而十年均值为－0.13%；固定资产投资扩张率21.07%，比十年均值低3.27%。

从财务维度来看，首先，投资活动占用现金流占比有所上升。2009.q1期间，投资活动现金流占比18.54%，比十年均值上升1.96%。其次，融资能力明显减弱。2009.q1期间，长期债务比营运资本3.97%，比十年均值下降3.07%。再次，营运能力迅速减弱。2009.q1期间，营运资本周转率0.32，比十年均值下降0.18；应付账款周转率1.84，比十年均值下降0.52。最后，成长能力显著下降。2009.q1期间，每股收益增长率－60.73%，比十年均值下降44.63%；每股营业利润增长率－55.11%，比十年均值下降36.73%；总资产增长率－70.32%，比十年均值下降64.39%。

从行业维度来看，本次“下行”景气现象由化工、机械设备、汽车、商贸等四大行业引起。首先，2009.q1期间，化工行业平均企业景气值为98.34，比十年均值下降1.53；其次，机械设备行业平均企业景气值为97.56，比十年均值下降1.20；再次，汽车行业平均企业景气值为97.72，比十年均值下降2.23；最后，商贸行业平均企业景气值为98.97，比十年均值下降1.25。

（二）功能景气指数

本指数不仅力图评价上市公司当期基本面状况，还需要对未来基本面走势做出研判。因此在指数结构设计上，同时涵盖具有“评价”功能的一致性指数和“预测”功能的先行性指数。

1、一致性景气指数

一致性景气指数主要“评价”上市公司当期财务基本面状况。十年中，上市公司一致性财务景气指数均值为99.49，比综合财务景气指数低0.48。需要特别指出的是，从反映功能来看，一致性景气指数与当期营业收入增长率相关系数高达0.78，说明一致性指数的“评价”性能优越。

2004.q1－2014.q2期间，中国上市公司一致性景气程度具有以下特征：首先，从整体轨迹

来看，一致性指数标准差率(标准差与平均数比值)为0.91%，波动性较综合指数略为强烈。其次，“平稳”景气区间(景气值99－101)季度29个，占全部季度的69.1%。再次，从“上行”景气区间(景气值高于101)分布来看，仅存在于唯一季度2010.q1。最后，从“下行”景气区间(景气值低于99)分布来看，主要集中在2004.q4－2005.q1、2008.q3－2009.q3、2012.q1－2012.q4，以及2014.q1。

2、先行性景气指数

先行性景气指数主要“预测”上市公司未来财务基本面走势。十年中，上市公司先行性景气指数均值为100.69，比综合景气指数高出0.72。需要特别指出的是，从预测功能来看，先行性景气指数与下一期营业收入增长率相关系数高达0.60，说明先行性指数的“预测”性能较好。

2004.q1－2014.q2期间，中国上市公司先行性景气程度具有以下特征：首先，从整体轨迹来看，先行性指数标准差率(标准差与平均数比值)为0.76%，波动性较综合指数略为平缓。其次，“平稳”景气区间(景气值100－102)季度33个，占全部季度的78.6%。再次，从“上行”景气区间(景气值大于102)分布来看，仅存在于唯一季度2004.q2。最后，从“下行”景气区间(景气值小于100)分布来看，主要集中在2005.q1、2008.q3－2009.q1，以及2012.q2－2013.q1。

二、2014年上半年景气指数（2014.q1－2014.q2）

从综合维度来看，2013.q4－2014.q2连续三个季度景气值都处在“平稳”区间，但2014.q1景气度相比上一季度有所回落，2014.q2景气度相比上一季度则有所提升。从功能维度和行业维度来看，2013.q4－2014.q2期间上市公司景气度的波动趋势则有所差异。

（一）综合景气指数

2014.q2期间上市公司景气值为99.78，相比上一季度增加0.22。导致2014.q2上市公司景气度上升，可以从宏观经济维度、财务信息维度和行业维度来解释。从宏观经济走势来看，基本面有所好转。2014.q2期间，宏观经济景气指数增长率0.07%，比上一季度增加0.20%。

从财务指标维度来看：首先，营运能力大幅提高。营运资本周转率0.48，比上一季度上

升0.06；应付账款周转率1.98，比上一季度上升0.28。其次，成长能力显著提升。每股收益增长率5.72%，比上一季度上升30.15%；每股营业利润增长率3.19%，比上一季度上升3.33%。最后，投资活动现金流占比23.12%，比上一季度下降1.19%。

从行业维度来看，本季度景气度上升现象由机械设备、计算机、医药三大行业引起。首先，2014.q2期间，机械设备行业景气值为97.89，比上一季度上升0.12；其次，计算机行业景气值为99.31，比上一季度上升0.23。最后，医药行业景气值为100.92，比十年均值高出0.63。

（二）功能景气指数

与综合指数上升趋势相比，功能景气指数的波动趋势并不完全一致。从一致性指数来看，2014.q2上市公司景气值99.62，比上一季度上升0.63，实现了从“下行”区间向“平稳”区间的跨越。从先行性指数来看，2014.q2上市公司景气值100.03，比上一季度下降0.38，但仍处在“平稳”区间。这一结论意味着：从波动方向来看，2014.q3上市公司经营状况不太乐观，但从波动幅度来看，2014.q3上市公司景气度很可能继续停留在“平稳”区间。

（三）行业景气指数

与综合指数上升趋势相比，行业景气指数的波动趋势和幅度有所差异，波动原因也不尽相同。

1、化工行业景气指数

2014.q2期间，化工行业景气值99.54，比上一季度下降0.05，仍处在“平稳”区间。导致这一下降趋势的出现，可以从财务维度解释：一方面，成长能力显著减弱。2014.q2期间每股收益增长率－15.41%，比上一季度上升20.95%；每股营业利润增长率16.82%，比上一季度上升10.09%；总资产增长率9.58%，比上一季度上升1.19%。另一方面，2014.q2期间投资活动现金流占比6.72%，比上一季度上升14.65%。

2、机械设备行业景气指数

2014.q2期间，机械设备行业景气值97.89，比上一季度上升0.12，仍处在“下行”区间。导致指数上升的出现，可以从财务维度解释：首先，营运能力显著提高。2014.q2期间营运资本周转率0.42，比上一季度上升0.10；应付账款周转率1.26，比上一季度上升0.24。其次，成长能力显著提升。每股收益增长率－20.56%，比上一季度下降1.12%。再次，融资能力显著提升。长期债务占营运资本比例33.90%，比上一季度上升13.49%。最后，投资活动现金流占比50.05%，比上一季度上升15.94%。

度上升17.34%；总资产增长率10.26%，比上一季度上升1.12%。再次，融资能力显著提升。长期债务占营运资本比例33.90%，比上一季度上升13.49%。最后，投资活动现金流占比50.05%，比上一季度上升15.94%。

3、计算机行业景气指数

2014.q2期间，计算机行业景气值99.31，比上一季度上升0.23，仍处在“平稳”区间。导致这一下升趋势的出现，可以从财务维度解释：首先，营运能力提高。2014.q2期间营运资本周转率0.41，比上一季度上升0.03；应付账款周转率1.71，比上一季度上升0.47。其次，成长能力显著提升。每股收益增长率37.41%，比上一季度上升78.93个百分点；每股营业利润增长率22.82%，比上一季度上升16.44个百分点。再次，融资能力略有提升。长期债务占营运资本比例11.52%，比上一季度上升1.38个百分点。最后，投资活动现金流占比31.54%，比上一季度下降5.39%。

4、汽车行业景气指数

2014.q2期间，汽车行业景气值99.22，比上一季度下降0.27，仍处在“平稳”区间。导致这一下降趋势的出现，可以从财务维度解释：首先，成长能力显著下滑。2014.q2期间每股收益增长率6.96%，比上一季度下降42.18%。其次，融资能力显著下降。长期债务占营运资本比例－48.09%，比上一季度下降78.03%。最后，交易活动占用现金流比例大幅上升。2014.q2期间投资活动现金流占比308.32%，比上一季度上升285.05%。

5、商贸行业景气指数

2014.q2期间，商贸行业景气值99.71，比上一季度下降0.26，仍处在“平稳”区间。导致这一下降趋势的出现，可以从财务维度解释：一方面，成长能力显著下降。2014.q2期间每股收益增长率－87.69%，比上一季度下降86.70%；每股营业利润增长率－47.01%，比上一季度下降51.22%。另一方面，融资能力显著下降。长期债务占营运资本比例8.41%，比上一季度下降37.56%。

6、医药行业景气指数

2014.q2期间，医药行业景气值100.92，比上一季度上升0.63，仍处在“平稳”区间。导致这一下降趋势的出现，可以从财务维度解释：首先，营运能力显著提高。2014.q2期间营运资本周转率1.32，比上一季度上升0.77。其次，成长能力显著提升。每股收益增长率25.32%，比上一季度上升34.93%；每股营业利润增长率36.55%，比上一季度上升3.51%。再次，融资能力显著提升。长期债务占营运资本比例39.73%，比上一季度上升16.59%。最后，交易活动占用现金流比例大幅下降。2014.q2期间投资活动现金流占比55.93%，比上一季度下降5.37%。

学术顾问: 王国刚
课题组负责人: 张跃文
课题组成员: 徐枫 王寅晓 何敬 程冰倩 吴玥

发展中贸易伙伴该如何搭乘中国经济快车

□商务部研究院 梅新育

对中国这个世界第一贸易大国和第二经济大国而言，玛咖只是一个很小的产业，但秘鲁玛咖对华出口风波所暴露出来的问题却具有全局性意义——发展中贸易伙伴该如何搭乘中国经济快车？它们的对华经贸目标应该是什么？是中国贸易伙伴的收益最小化，还是本国收益最大化？中国与发展中贸易伙伴之间的经贸关系无论在微观层次还是宏观层次都不是零和博弈。考虑到中国对外经贸中新兴市场所占份额，以及其他新兴市场对“中国机遇”的需求，发展中贸易伙伴亟待提高其社会和宏观经济稳定性，改善投资软环境。

秘鲁玛咖对华出口风波

秘鲁玛咖（Maca）对华出口风波始于秘鲁出口商协会（ADEX）6月份指责中国和日本“非法”种植玛咖、盗窃秘鲁生物物种。秘鲁电视台8月17日的一个电视节目使得这场风波急剧升级。这个节目声称，近年在中国市场上爆红的玛咖很多是从秘鲁走私出口的，秘鲁政府随即以拉丁美洲堪称少见的高效率对此报道作出了迅速、强烈的反应。

玛咖这种原产于安第斯山区的十字花科高原植物号称“安第斯人参”，据说有抗疲劳、补充体力、改善睡眠、增强记忆等多种神奇功效，近年走红中国市场。按照秘鲁外贸和旅游部长马加利·席尔瓦在8月19日记者会上的说法，秘鲁法律禁止出口玛咖的种子、根茎、标本、自然状态下的产品和副产品或初级加工品，只允许出口果汁、粉末、果酱、饼干、糖果、果冻和颗粒提取物等，因此，中国企业从秘鲁采购玛咖运往中国属于走私行为。而当地电视台的节目声称，中国企业家以游客身份到秘鲁中部玛咖产区胡宁省采购的玛咖多达2000吨，几乎占今年玛咖总产量（4500吨）的一半，然后用卡车运到秘鲁、玻利维亚交界地区非法出境。

秘鲁政府禁止未加工玛咖出口，目的是提高玛咖在其境内加工和增值程度，以求提高出口效益，这种想法本身并不坏，问题是他们的做

法是否充分考虑到了客观经济规律和本国农民、中国贸易伙伴的利益？能否奏效？答案恐怕是否定的。

秘鲁政府禁止未加工玛咖出口，希望增强本国市场控制力，提高玛咖在其境内加工和增值程度，进而提高出口收益，这种期望可以理解。但任何国家的任何增强市场控制力、产业升级目标都应当从实际出发，根据本国经济社会基础和政府管理能力，实事求是，而不能一厢情愿地指望一蹴而就。否则，其产业升级、提高出口收益之举常常会事与愿违，反而损害自己产业已有的市场份额。假如秘鲁政府强行收紧玛咖出口管制，只准农民卖给出价超低的国内垄断企业，在经济上没有必要，却必然人为制造强势企业剥削弱势农民的不公现象，打击秘鲁农民生产积极性。这种情况，几十年来在非洲等众多单一经济作物生产国早已多次发生，没有理由认为秘鲁玛咖贸易政策就不会重蹈覆辙。

事实上，得益于对外贸易的发展，尤其是从中国贸易收益不少，近年来秘鲁经济增长较快，2012年经济增长6.29%，2013年增长5.02%，国内生产总值达到2096.2亿美元，人均国内生产总值6804美元，通货膨胀率2.86%（在拉美国家中很低），失业率为6%。2010－2013年贸易收支均为顺差，分别为51.62亿美元、92.59亿美元、45.27亿美元和5.2亿美元，外商直接投资也在持续增长。2013年底外汇储备656.6亿美元，是2013年以来（409.9亿美元）的一倍半以上，2009年以来中央财政每年都有几十亿上百亿新索尔（1美元折合2.81新索尔）的盈余。其中，中国已是秘鲁的全球第一大贸易伙伴和第一大出口市场，秘鲁从对华贸易中受益不能算少；且两国已于2009年4月正式签署自由贸易协定，2010年3月协定生效实施，秘鲁有望进一步提高从对华经贸中的受益。秘鲁目前经济增长、财政收支、国际收支和国际储备状况较好，对华贸易也是连续数年顺差。在这种情况下，本无太大必要收紧贸易限制，收紧贸易限制反而不利于进一步开拓海外市场。2012年中国－秘鲁双边贸易额137.96亿美元，同比增长9.7%，其中我国出口53.33亿美元，进口84.63亿美元，同比分别

增长14.6%和16.8%；2013年双边贸易额146.2亿美元，同比增长6%，其中我国出口61.9亿美元，进口84.3亿美元，同比分别增长16.1%和下降0.4%，对中国出口下降，其中是否就有不合理干预的因素呢？

如何搭乘中国经济快车

对中国这个世界第一贸易大国和第二经济大国而言，玛咖只是一个很小的产业，但这场风波所暴露出来的问题却具有全局性意义——发展中贸易伙伴该如何搭乘中国经济快车？它们的对华经贸目标应该是什么？是中国贸易伙伴的收益最小化，还是本国收益最大化？中国与发展中贸易伙伴之间的经贸关系无论在微观层次还是宏观层次都不是零和博弈，这两个目标绝非同义词。

进入新世纪以来，中国与新兴市场经贸增长连年快于对发达国家和地区经贸增长，新兴市场在中国对外经贸中所占份额趋向上升。2010、2011年两年，中国对日本、欧盟和美国三大主要发达国家和地区贸易进出口、出口、进口三项增长率指标几乎全部低于贸易总额对应指标增幅。以日本、欧盟、瑞士、挪威、芬兰、美国、加拿大、澳大利亚、新西兰为发达国家和地区，其余国家和地区列入新兴市场，则2011年中国进出口总额中新兴市场占56.9%，出口总额中新兴市场占52.3%；进口总额中新兴市场进口占61.4%。无论是进出口、出口还是进口，新兴市场在对华贸易中所占份额都超过了50%。

新兴市场在中国对外直接投资领域所占份额更为重要。由于发达国家和地区多年来戴着有色眼镜看待中国投资，惯于使用常常是子虚乌有的“国家安全”由头狙击中国企业投资，而很多新兴市场热烈欢迎能给他们带来就业、财政收入、出口收入 and 技术的中国投资，新兴市场所占份额更为显著。根据《2011年度中国对外直接投资统计公报》，截至2011年末，中国在发达国家和地区直接投资存量仅有466.4亿美元，占总量的11%；在发展中国家和地区直接投资存量3781.4亿美元，占89%。

对于众多后发展中国家和地区而言，与

中国等东亚新兴工业化经济体发展经贸合作更加重要。由于产业结构演变等原因，同样的GDP增量，东亚能够创造比美欧更多的原料和能源需求，换言之，能够给后发发展中国家和地区创造更大的出口市场。由于东亚等新兴工业化经济体经济增长率高于发达国家，其进口需求增幅优势更为突出了。就对华贸易而言，中国早已是世界第二进口大国和进口增长最快的大国，2000－2008年间，世界进口年均增长12%，美国、欧盟27国、日本、俄罗斯、巴西、印度年均增速分别为7%、12%、6%、21%、14%、14%（2005－2009年数据），中国进口年均增速则高达22.4%。从加拿大、澳大利亚、德国等发达国家，到东南亚、巴西、安哥拉等发展中国家和地区，越来越多的贸易伙伴从中国旺盛的进口需求中受益越来越多。去年中国提出的10万亿美元进口计划，更让许多贸易伙伴看到了新的希望。

在投资领域，这10多年来，我们已经看到一些发展中国家的经济和社会在很大程度上依靠对华贸易和中国直接投资拉动。在未来10年里，会有更多的国家，中国投资对它们的经济和社会发展起更大的作用。而且，中国投资带动它们经济和社会发展的领域和方式将有所改变。如果说原来这些国家在很大程度上靠中国投资带动走出经济停滞状态，主要是在资源开发方面的投资；接下来10年，靠中国投资拉动而实现经济较快增长的国家，将主要靠传统劳动密集型制造业以及重大基础设施方面的投资带动。

中国经济正在为新兴市场创造搭乘中国经济快车实现跨越式发展的机会，中国政府也正在尽力从各方面为发展中贸易伙伴创造抓住这一机会的条件。仅习近平主席7月份拉美之行就大手笔采取了一系列措施：金砖国家金融合作在金砖国家峰会上迈出实质性步伐，决定设立金砖国家开发银行、建立金砖国家应急储备安排；启动中国－拉共体论坛；宣布中拉基础设施专项贷款、对拉美和加勒比国家优惠贷款、启动中拉合作基金、实施中拉农业合作专项资金等一系列物质资源投入计划；面向人力资源和人

际关系领域宣布未来五年对拉美提供多达14400人的政府奖学金、赴华培训、在职硕士、国家政党领导人赴华访问交流、青年领导人培训名额；提出中拉合作五项原则——平等相待、互利合作、交流互鉴、国际协作、整体合作……“南南合作”升级版蓝图已经呼之欲出。

但相关各国究竟能否抓住这样的机会、抓住多少，则取决于贸易伙伴国在提高社会 and 宏观经济稳定性、改善投资软硬环境等方面的进展，其中消除贸易保护主义干扰极为重要。须知中国位居世界贸易保护主义最大受害者已近30年之久，而新兴市场正在迅速成为全世界发起实施反倾销之类保护措施最多的经济体。玛咖产业虽小，但2013年中秘双边贸易额已有146.2亿美元，中国在该国的直接投资也已经有了拉斯邦巴斯铜矿等多个世界级项目；而从秘鲁数次限制中国出口商品，到首钢秘鲁铁矿项目折戟，再到近两年在秘中资企业遇到的麻烦，中国与秘鲁在经贸领域的齟齬已经不止一端。而秘鲁这样一个与中国签署实施自贸协定已经4年之久的国家，尚且采取收紧贸易出口管制这种多半会“损人不利己”的做法，由此可见中国的发展中贸易伙伴此种问题何其普遍、严重。

商业性经贸往来建立在经济互补性基础之上，各国产业结构不同和建立在此基础之上的国际分工是永远存在的经济现实，关键在于平等互利。听任本国利益集团绑架贸易政策，甚或戴上有色眼镜对商业事务进行观察和解读，只能干扰本来互利双赢的交易。在新兴市场之中，中国企业的选择性越发增强。而中国政府无论战略上如何重视新兴市场整体，在具体选择重点合作伙伴时肯定也只会优先选择那些懂得双赢的国家。

相信中国和其他相关贸易伙伴都会开展相应调整，抓住由此而来的商机，应对一时冲击。发展中国家在对华贸易中也应确定合理可行的指导思想与具体目标，寻求双赢而非零和博弈。我国政府也有必要寻找合适的案件为突破口，与发展中贸易伙伴政府开展坦诚交流磋商，为我国对外经贸创造更稳定的外部环境，为各方劳动者、消费者创造更广阔的互利发展空间。