

# 宽财政+松货币 明年宏观环境有望继续向好

## 专家建议加快发展高效金融市场

□本报记者 顾鑫

“明年政策预计将进一步宽松。”对于将要召开的中央经济工作会议,申万首席宏观分析师李慧勇表示,尽管经济增长目标可能会下调,但稳增长的压力不减,预计经济将会在底线之上运行,并给深化改革创造良好的宏观环境。

分析人士认为,继“一带一路”战略提出、对外经济政策大调整之后,对内经济政策的大战略预计会明确,投资的作用将进一步凸显,赤字规模可能上调,降低融资成本的举措将进一步推出。同时,有望加快金融改革,加快高效金融市场的建设。

### 托底经济增长 宽松力度料加大

“一般而言,中央经济工作会议的议题主要包含三方面内容,一是一年以来经济工作的回顾,二是新的一年调控目标、政策基调的确立,三是重点领域改革的明确。”李慧勇表示,GDP的增长目标可能会下调至7%左右,CPI上涨目标可能在3%左右,M2在12%左右。

李慧勇指出,GDP增长目标下调是为了适应经济增速放缓的趋势,但这并不意味着政策宽松力度会减弱。这主要是因为房地产投资调整滞后于销售。2014年,地产销售完成触底;2015年将会有房地产投资的下行和触底。在调整完成后,房地产将步出口后尘,进入低速增长轨道。

万博新经济研究院院长滕泰表示,从三大需求来看,出口依然对经济总体是负贡献,但已经连续三年负增长,明年不会太差,尤其是美国经济2015年比2014年形势要好一点。消费也不是造成经济增速继续回落的主要原因,在居民消费心态和收入结构不变的情形下,消费会稳步回落,不会出现非线性或者断崖式下挫。真正的风险依然来自于投资领域。

滕泰称,2015年三大投资增速可能还会继续保持回落态势,尤其是房地产投资增速可能迎来个位数增长,甚至不排除个别月份单月负增长,这是2015年制约中国经济最大的风险。要把明年的经济搞好,就应当继续降准和降息。

### 政府民资联动 拓宽投资空间

专家认为,中央经济工作会议可能不仅仅着眼于短期的宏观调控,对未来若干年都会产生影响的对内经济大战略预计有望在此次会议上提出,这将与“一带一路”等对外经济战略一起构成下一阶段发展经济的指导性理念。

分析人士认为,投资的重要性会进一步凸显。国家发改委11月26日透露,重大网络工程、健康养老服务、生态环保、清洁能源、粮食水利、交通、油气及矿产资源保障工程等七个重大工程包已报经国务院批准并下发文件。一些地方已经提前收到了明年的投资计划。

例如,国家发改委已提前向陕西省发改委下达部分2015年财政预算内以工代赈计划。其中安排陕西省总投资1.916亿元,以工代赈资金1.6亿元,地方配套资金0.316亿元,主要用于农村贫困地区的基础设施建设,计划修建石坎梯田0.2万亩、坝地0.6万亩;新建和改善灌溉面积3.6万亩;新建和改扩建乡村道路660公里等。

分析人士指出,本轮加码投资并不能以政府资金为主导,应同时调动民间投资的积极性,因而会积极推广PPP模式,预计PPP指导意见的发布也日益临近。

### 深化金融改革 降低融资成本

在加码投资的同时,降低融资成本的重要性进一步凸显。

海通证券研究所宏观债券首席分析师姜超认为,当前中国开始进入低利率去杠杆阶段。日本经验和13年中国实践均表明,高利率难去杠杆,易产生金融系统性风险,因而央行只能再度转向低利率政策。

分析人士指出,降低融资成本已经不能片面依赖央行出台更宽松的政策,同时要深化改革,一方面是优化投资结构、挤出无效和低效投资对于资金的需求,另一方面是加快推进金融改革,提升金融体系的效率。

“中国是世界上资金相对充裕的国家,但

分析人士认为,为了应对经济下行压力,财政、货币政策的进一步宽松不可避免。财政政策方面,赤字规模预计会上调。这一方面是给加码基建投资对冲房地产投资提供支持,另一方面地方政府搞基建投资面临资金的约束,需要中央政府加杠杆。

专家表示,财政、货币政策的稳健基调可能不变,但操作空间应当会增加。例如,2014年财政赤字是13500亿元,由于明年经济总量会增加,如果按照64万亿总量,赤字率(赤字占GDP比重)达到3%计算,这会有19000亿。因此明年赤字规模可能在13500亿—19000亿元之间。

社科院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究室主任张斌认为,加码投资的同时,政府支出的结构应进一步优化,应加大对公共服务、民生基础设施的投入力度。“投资加码未必能扭转经济增速放缓,但可以改善福利,如城市中的地下管道、停车场、城中村等建设有很大空间。”

首创证券研究发展部副总经理王剑辉则认为,本轮投资加码的不同之处在于,投资的结构会优化。预计铁路、轨道交通、航运、港口建设、环保等领域投资的增速会上升。

11月中国制造业PMI为50.3%,比上月回落0.5个百分点。分析人士认为,这表明我国制造业总体上仍保持扩张态势,但经济增长动力偏弱。从分项数据看,内外需均较疲弱。政策进一步宽松预期增强。

#### 内外需均偏弱

国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河表示,从分类指数看,本月生产指数、新订单指数、采购量指数等继续位于临界点上方。生产指数为52.5%,低于上月0.6个百分点,影响PMI回落0.15个百分点,制造业生产继续保持增长态势,但受传统产业产能过剩和市场需求下滑影响,生产继续扩张压力加大。新订单指数为50.9%,比上月回落0.7个百分点,影响PMI回落0.21个百分点,表明市场需求扩张态势虽未改变,但增长乏力。受近期世界主要经济体复苏势头偏弱和内需放缓等因素影响,新出口订单指数和进口指数双双回落,分别为48.4%和47.3%。

中金公司分析师称,11月统计局PMI指数跌0.5个百分点至50.3%,低于市场预期,PMI绝对水平处于4月份以来最低位,显示11月增长动能弱。再考虑到,APEC停产、11月工作日天数比去年同期少1天,我们维持11月工业增加值同比增速7.4%,较10月的7.7%明显下滑的判断不变。

国务院发展研究中心宏观经济部研究

## A股高位震荡概率大

□本报实习记者 叶涛

沪综指昨日高开低走,以一根缩量阴线终结了11月20日以来指数“七连阳”的强势逼空势头。触动市场下跌按键的原因之一为最新出炉的11月制造业PMI数据,环比0.5个百分点的下滑重新激发部分投资者的担忧情绪。分析人士认为,鉴于近期多项技术指标显示大盘回调压力沉重,短线蓄势休整箭在弦上,随着疲弱PMI数据发酵,后市A股大概率开启高位震荡模式。

中国物流与采购网数据显示,11月中国制造业采购经理指数(PMI)为50.3%,较上月回落0.5个百分点。从12个分项指数来看,同上月相比,除供应商配送时间指数上升外,其余各指数均有所回落。其中,新出口订单和经营活动预期指数回落幅度最大,降幅超过1个百分点;其余指数降幅均在1个百分点以内。

中采制造业PMI指数下滑,表明经济增速在11月延续此前弱势,结合之前发布的其他经济数据,共同印证国内经济增长的难言乐观。从A股年内走势来看,虽然在政策面和资金面的共同作用下,股指从7月22日后启动了多轮强势上涨,但对经济基本面的担忧情绪从来没有远离过,特别下半年每一次重要

员张立群认为,出口订单指数明显回落,预示未来出口增速将有所降低;原材料库存等指数回落,反映企业去库存活动仍在进行中。综合来看,今年以来投资增速回落引起的经济增速回调以及去库存活动增加等,目前仍在发展中。

#### 宽松预期增强

民生证券分析师认为,11月PMI弱于预期。产成品库存和原料库存均下降,显示终端需求连续走弱后,企业由被动库存回补演变为主动库存去化。虽然降息举措有助于化解存量金融风险,但房地产库存承压难以刺激房地产开工,且地方基建扩张受到一定的抑制,经济下行压力犹存,货币宽松还会继续。

中金公司分析师指出,预计下周陆续公布的主要经济数据均可能走势较弱,经济下行压力大,通缩风险隐现,就业和中小企业经营恶化。目前看,11月21日的降息、25日的下调回购发行利率的举措,对降低银行间利率和实体经济融资成本的作用仍未充分体现,货币政策放松力度将继续加码,包括降低法定存款准备金率和继续降息,尤其是大幅调降银行间利率的压力增大。

海通证券分析师则认为,11月21日,央行宣布降息,为20112年以来首次降息,预示未来基准利率有望再度下调。预计中国未来仍将低利率去杠杆,意味着经济增速将继续回落,而通缩仍是主要风险。

经济数据发布,都会给指数走势带来一定波动。此次11月PMI数据创下8个月新低,使得经济下行风险进一步彰显,调整压力遽增。

华泰证券认为,PMI数据走低令基建和货币政策加码可能性大增,经济下行风险依然可控。基建方面,11月28日国家发改委再次批复三个铁路项目和一个机场项目,投资约510亿元,这已经是10月以来国家发改委批复的第七批基建项目,两个月来基建项目批复总额度接近一万亿;货币政策方面,11月22日央行调降利率,预计降准和降息还会继续。因此综合来看,通过对冲,经济下行风险仍在可控范围内。

分析人士认为,尽管调整压力加大,但A股市场依旧具备相当的托底预期,指数大幅下挫的可能性很低。一方面,虽然沪综指打破连阳轨迹小幅收跌,但市场成交依旧平稳,昨日沪市成交额为4011.20亿元,与前一交易日的4019.51亿元大致持平,显示当前投资者心态稳定;另一方面,从房地产、银行等诸多权重板块交投来看,成交额环比纷纷出现缩量惜筹现象也能从侧面反映出观望情绪未尽,多头实力还在的格局。不过,从技术上看,自上周起沪综指就持续出现超买迹象,最近两个交易日短线RSI指标更逼近100。短线而言,A股大概率将迎来高位调整。

### ■ 上交所投资者之声第二十一期

【编者按】近期,中国证监会启动了新一轮的退市制度改革,旨在解决前期退市制度实施过程中存在的退市情形规定不够全面、退市后配套安排不够完善、投资者特别是中小投资者保护不够有效、存在重大违法行为的上市公司不能及时退出市场从而影响到退市制度的具体实施效果等问题,以健全优胜劣汰的市场机制,进一步促进证券市场健康发展。那么,修订后的退市规则有哪些变化?对于重大违法上市公司会有怎样的强制退市措施?本次规则修订中如何体现投资者权益的保护?本期《投资者之声》,让我们一起来了解本轮退市制度改革。

#### 一、本次退市制度改革的重点是什么?

随着中国证监会《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》(以下简称“《退市意见》”)和上海证券交易所(以下简称“上交所”)新修订的《股票上市规则》的正式发布,新一轮退市制度改革的相关规则已正式落地。

《退市意见》从五个方面改革完善了退市制度,包括健全上市公司主动退市制度;明确实施重大违法公司强制退市制度;严格执行市场交易类、财务类强制退市指标;完善与退市相关的配套制度安排;加强退市公司投资者合法权益保护。与此同时,本次纳入上交所修订的《上市规则》配套规则,具体包括《重新上市办法》、《退市整理期细则》以及《风险警示板办法》三项规则。

本次修订的亮点主要是两方面:一是健全上市公司主动退市制度,充分尊重并保护市场主体基于其意思自治作出的退市决定,为建立更顺畅的能上能下的退市机制提供了基础和空间;二是新增重大违法公司强制退市制度,将投资者和市场监管反应最强烈的欺诈发行和上市公司重大信息披露违法等严重违法事件,纳入强制退市情形,并明确了相应的暂停上市和终止上市要求。

二、这次修订新增了上市公司的“主动退市”,请问上市公司在何种情况下会主动退市?上交所对于主动退市的上市

#### 公司有何安排?

上市公司通过对上市地位维持成本收益的理性分析,或者为充分利用不同证券交易场所的比较优势,或者为便捷、高效地对公司治理结构、股权结构、资产结构、人员结构等实施调整,或者为进一步实现公司股票长期价值,可以实现主动退市。

对于主动退市的形式,此次《退市意见》和上交所新《股票上市规则》逐项列举了因为收购、回购、吸收合并以及其他市场活动引发的7种情形。具体分为三大类:一是上市公司股东大会决议主动撤回其股票在交易所的交易,并决定不再在交易所交易或转而申请在其他交易场所交易或转让;二是因上市公司回购、股东收购或第三方收购,导致公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件;三是上市公司因合并或自主解散,导致公司主体资格不再存续。

上交所新《股票上市规则》指出,申请其股票退出市场交易,或者转而申请在其他交易场所交易或转让的上市公司应当在股东大会作出终止上市决议后的15个交易日内,向证券交易所提交退市申请。通过回购、收购、公司合并等形式申请自愿退市的,上市公司应当按照现行规则的相关规定,及时向证券交易所提交退市申请。退市申请至少应当包括股东大会决议、退市申请书、退市后去向安排的说明、异议股东保护的相关投资者保护措施及退市后的配套安排。

主动退市申请被受理后,证券交易所上市委员会对上市公司股票主动终止上市事宜进行审议,重点从保护投资者特别是中小投资者权益的角度,在审查上市公司决策程序合规性的基础上,作出独立的专业判断并形成审核意见。证券交易所根据上市委员会的审核意见,作出是否终止股票上市的决定。

此外,对不同的主动退市情形,上交所还规定了相应的信息披露要求。根据上交所新《股票上市规则》,主动退市公司应按照不同时间点分阶段披露自愿退市进展,重点披露退市的相关投资者保护措施及退市后的配套安排。

三、对于部分存在重大违法、严重违法投资者利益的上市

#### 公司无法正常退出市场的实际情况,本轮退市改革有何措施?

重大违法公司的强制退市主要包括两类情形,一是对欺诈发行公司的强制退市,二是对重大信息披露违法公司的强制退市。

欺诈发行是针对新股发行环节,指的是上市公司因首次公开发行股票申请或者披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使不符合发行条件的发行人骗取了发行核准,或者对新股发行定价产生了实质性影响,或者涉嫌欺诈发行罪,受到中国证监会行政处罚,或者因涉嫌欺诈发行罪被依法移送公安机关。

重大信息披露违法则针对上市后的违法行为,指的是上市公司因信息披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,受到中国证监会行政处罚,并且因违法行为性质恶劣、情节严重、市场影响重大,并在行政处罚决定书中被认定为构成重大违法行为,或者因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪被依法移送公安机关。

重大违法强制退市涉及\*ST、暂停上市、恢复上市和终止上市等各实施环节。根据上交所新《股票上市规则》,上市公司触及前述重大违法强制退市情形的,证券交易所将对公司股票实施退市风险警示(\*ST),公司股票可继续交易30个交易日。如未出现重大违法的行政处罚决定被依法撤销或确认无效或变更等例外情形的,公司股票将在30个交易日期限届满后进入暂停上市阶段,并将在相关行政处罚或移送公安决定之日起一年内被实施终止上市。

本次退市制度改革针对重大违法退市情形设置退市风险警示环节和一定处罚期限,主要是考虑到该类退市情形的发生具有偶发性和突发性的特征,为了给投资者特别是中小投资者必要的缓冲准备和退出机会。

重大违法退市实施程序,与上交所《股票上市规则》现行强制退市情形中实施退市风险警示、暂停上市、恢复上市及终止上市的程序保持一致。具体如下:

退市风险警示由上交所业务部门直接实施;对于暂停上市和终止上市,在公司出现相关情形后的15个交易日内,上交

所根据交易所上市委员会的审核意见作出暂停或终止上市决定;对于恢复上市,上交所所在受理上市公司恢复上市申请之日后的30个交易日,根据交易所上市委员会的审核意见作出是否同意其恢复上市决定。

#### 四、此次退市制度改革如何保障中小投资者的合法权益?

保护投资者利益是退市制度改革的出发点和落脚点;而退市制度改革的能否顺利推行,关键也在于投资者保护能否到位。新一轮退市改革,着力突出“投资者保护”这一主线,在退市的信息披露、决策程序、风险提示、异议股东保护等相关制度安排方面下了“狠功夫”。

一是强化自主退市的内部决策程序和异议股东保护机制。为防范恶意主动退市,侵害中小投资者利益的行为,减少主动退市的随意性,本次退市制度改革在制度设计上强化了自主退市公司退市的内部决策程序要求。上交所新《股票上市规则》规定,审议主动退市事项的相关股东大会决议,除须经出席会议的全体股东三分之二以上通过之外,还须经出席会议的中小股东三分之二以上通过;在召开股东大会前,上市公司应当充分披露退市原因及退市后的发展战略,包括并购重组安排、经营发展计划、重新上市安排等。

异议股东保护机制,是指在中小股东话语权不占优的情况下,对其合法权益给予一定保护的制度性安排。在自主退市制度方面,《退市意见》规定,上市公司应当按照证监会指定的《上市公司章程指引》,在其公司章程中对主动退市股东大会表决机制以及对决议持异议股东的回购请求权、现金选择权等作出专门安排。上交所新《股票上市规则》也明确要求,主动退市公司应当为对退市决议持异议的股东保护作出专项安排。

二是推动落实重大违法公司强制退市的民事赔偿责任。为了加大对强制退市情况下的投资者保护力度,防止上市公司因重大违法退市给投资者利益造成无辜伤害,《退市意见》提出,重大违法公司及相关责任主体,应当按照《证券法》、《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》

的规定,赔偿投资者损失;或者根据信息披露文件中的公开承诺内容或者其他协议安排,通过回购股份等方式赔偿投资者损失。

同时,为了防止涉嫌重大违法公司的相关主体在被立案稽查后,通过二级市场减持股份、逃避依法应承担的违法违规责任,保护投资者合法权益,上交所新《股票上市规则》中新增了关于限制涉嫌重大违法公司的相关主体减持股份行为的規定。

三是在重大违法公司强制退市实施环节设立特别机制。考虑到该类退市情形的发生具有偶发性和突发性的特征,为了给投资者特别是中小投资者必要的缓冲准备和退出机会,在重大违法强制退市的实施环节,上交所新《股票上市规则》规定,上市公司触及前述重大违法强制退市情形的,交易所将对公司股票实施退市风险警示(\*ST),公司股票可继续交易30个交易日。此外,综合考虑中小投资者的利益诉求,针对因重大信息披露违法被暂停上市的公司,上交所新《股票上市规则》规定,在交易所作出终止公司股票上市交易决定前,公司已全面纠正违法行为、及时撤换有关责任人员,对民事赔偿承担作出妥善安排的,公司可以向上交所申请恢复上市。

四是强化上市公司退市前的风险提示。上交所新《股票上市规则》要求,上市公司董事会预计可能出現强终止上市情形的,应当及时提出化解相关风险的应对预案并对外披露;《股票上市规则》根据重大违法公司强制退市的主要及时节点,对上市公司的信息披露义务作出了明确规定,具体包括信息披露的时点、公告的内容要求、停牌程序以及对投资者风险提示的特别要求等。

免责声明:本栏目刊载的信息仅为投资者教育之目的而发布,不构成任何投资建议,投资者不应以该等信息取代其独立判断或仅根据该等信息做出决策。上海证券交易所力求本栏目刊载的信息准确可靠,但对这些信息的准确性或完整性不作保证,亦不对因使用该等信息而引发或可能引发的损失承担任何责任。更多精彩内容请浏览上交所投教专区([/edu.sse.com.cn](http://edu.sse.com.cn))。