

经济运行有望明年二季度企稳

多渠道鼓励上市公司开展员工持股

中国物流信息中心副总经济师 陈中涛

进入四季度以来,中国制造业PMI指数连续回落,10月份回落0.3个百分点,11月份又回落0.5个百分点,降至50.3%。两月指数水平均低于去年同期,与一季度平均值基本相当,反映出四季度经济运行仍有下行压力,主要表现在市场需求偏弱,企业生产经营活动回落。但经济运行中也有积极变化,主要是就业形势稳定,房地产行业下行态势趋缓,基建投资继续加快,稳增长”的政策措施累积效应、合力作用持续显现,企业生产经营成本下降、适应市场自我调整的步伐加快。中央经济工作会议召开后将释放新的政策利好,为经济发展增添了信心和动力。目前经济运行中的积极力量正在蓄积,明年尤其是二季度以后经济运行有望转企稳。

当前市场需求仍显偏弱,11月新订单指数降至51%以内;微观经济活力偏弱,企业生产经营活动回落。最近两月生产指数连续下降,11月降至52.5%,处在今年5月份以来的最低水平。

经济运行在“两弱”态势下,也有积极变化,主要表现在“一稳一缓一快”:“稳”即就业形势稳定。10月份和11月份制造业从业人员指数一升一降,但指数水平均保持在48%以上,波动较小。从数据间的对比关系来看,制造业从业人员指数保持在48%以上,意味着就业形势良好。据笔者调查了解,目前虽然一些企业经营困难,但没有出现明显的裁员现象。11月份非制造业从业人员指数结束连续两个月的回落走势,较10月份回升0.6个百分点,达到49.5%,高出制造业从业人员指数1个百分点以上,显示非制造业在稳就业方面的作用增强。

“缓”即房地产行业下行态势趋缓。由于大部分城市限购令解除,央行针对刚需和改善性需求房贷政策宽松,加之11月下旬宣布降息,房地产行业调整态势受到一定抑制。11月份,房地产业商务活动指数环比上升8.3个百分点,达到58.1%。该指数连续三个月上升,升幅扩大。行业新订单指数自今年以来首次回升至50%以上,达到50.6%;收费价格指数虽仍在50%以下,但较上月回升。这些数据变化显示房地产行业下行态势趋缓。

“快”即基建投资继续加快。从非制造业PMI指数来看,随着冬季来临,建筑业市场进入施工淡季,但与基础设施建设相关行业活动仍然是热度未减。土木工程建筑业的商务活动



指数虽小幅回调0.4个百分点,但指数水平仍在高位,连续三个月运行在60%以上。特别是其新订单指数连续五个月实现环比上升,本月份达到56.2%,创自今年3月以来的新高。自10月份以来,发改委密集批复了机场、铁路等多项基础设施建设项目,为基建投资增长提供了支撑。

从上述情况判断,四季度经济增长预计在7.2%左右,仍处在新常态合理区间。当前值得关注的问题是,要防止出现“通缩”。现在市场需求偏弱,企业产品销售困难,工业品价格持续回落,效益下滑,已在某种程度上表现出“通缩”特征。国际原油、铁矿石价格“断崖式”跌落,又增加了输入性“通缩”的压力。

从目前来看,市场中稳经济的积极力量正在不断增强。一是政策利好持续显现。今年以来,国家围绕“稳增长、调结构、推改革、惠民生”陆续出台了一系列政策措施。随着时间推移,累积效应、合力作用将逐渐显现。最近,资本市场已出现明显积极变化,反映出市场信心增强。现在政府仍有较大政策应用空间和项目储备,有较强的相机选择能力,后期仍有较多政策利好。

二是微观经济活动改善面临越来越多有利条件。从困扰企业发展的成本因素来看,原

油、铁矿石等能源、资源类产品价格大幅回落,有利于减轻原料成本压力。目前原油价格、铁矿石均处在5年来的最低水平。11月份,国务院推出的旨在解决企业“融资难、融资贵”问题的10项措施以及银行降息,也有利于缓解资金紧张矛盾,降低资金成本压力。

三是市场主体对新常态经济形势的适应性和自我调整意识明显增强。据笔者调查了解,今年以来,面对经济环境变化,许多企业积极谋变、创新发展。比如,企业加快技术创新,积极开发新产品,开拓新市场,提高产品附加值,发展高端客户,避开过剩同质低端产品激烈竞争。企业加强了供应链合作,同上下游企业结成战略同盟,锁定价格和客户,保证原料供应和配送,在很大程度上平抑了市场变化带来的冲击,实现了相互支持、互惠共赢、协同发展。企业加强了内部管理,控制库存,以销定产,以产定销”。这些积极变化,有利于增强企业在相对紧缩的市场环境中生存和发展的能力。

这些积极因素的上升,是新常态经济形势下,保持经济平稳的中坚力量。随着市场主体自我调整加快,同经济环境变化磨合期缩短,摩擦性回落将逐渐缩小,明年尤其是二季度以后经济运行将逐渐恢复平稳。一季度由于经济

运行的惯性及春节等因素影响,仍有小幅波动的可能。

2015年,宏观调控总基调仍是“稳中求进”。首先,保持经济运行的稳定。按照区间调控的思想,将经济增速保持在合理区间,防止出现大的波动。既坚持底线思维,防止经济滑出底线,以满足经济发展和保就业、惠民生的需要;又保持一定弹性,为推改革、促调整预留空间。

其次,促进经济发展环境改善和质量效益提高。2015年将是改革的攻坚年,在一些重点、关键领域的改革有望取得突破。比如,社会上期待的收入分配体制改革,金融体制改革、财税体制改革、国有企业改革等,有望迈出大的步伐。

2015年也是促进经济发展方式转变和结构调整的关键期。通过结构调整,重构经济发展新平台,加快经济增长动力转换。一方面用减法淘汰落后产能,另一方面用加法加快补齐经济发展中的短板,增强经济发展的平衡性。服务业将继续加快发展。预计服务业占GDP的比重在未来几年年均增幅在1个百分点以上。服务业加快发展,对增加就业和稳增长具有重要作用。但也不可超越经济发展阶段,盲目加快服务业发展。要防止服务业发展过快,导致实体经济空心化和劳动生产率降低。要积极引导企业适应新常态经济形势,加快生产、流通、管理等领域转型升级,促进经济发展方式转变,提高经济发展的质量和效率。在效率提高的基础上,降低成本,获取利润空间,实现财政收入、企业利润和居民收入的共赢式增长。

以“稳中求进”为基调,供给端和需求端管理要兼顾,货币政策和财政政策要综合应用,注重发挥配套效应和合力作用。货币政策选择和应用仍需稳健。既要防范和化解金融风险,坚持“转杠杆化”、“促泡沫化”,又要保持合理流动性规模,积极支持实体经济发展。在操作上,要以提高资金效率,适度宽松、定向宽松、阶段性宽松为原则,积极运用公开市场操作、中期借贷便利(MLF)、常备借贷便利(SLF)和抵押补充贷款(PSL)等短期流动性工具,同时要结合国内经济形势变化及国际上货币政策取向,适当降息或降低存款准备金率。财政政策要运用预算、税收、补贴、支出、国债、转移支付等手段,在优化资源配置、调节收入分配、激发市场活力和创造力方面起到更加积极的作用。

“一带一路”建设有待财政政策发挥更大作用

外交部国际经济司 高伟

“一带一路”即丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的构想及实施,工作千头万绪,其中的理论建设也很重要。对“一带一路”的理论分析应该是宽视角、多层次和全方位的,比如历史、文化传统、精神等。笔者主要以GDP四部门为框架,对“一带一路”做些经济分析。

用支出法核算,GDP包括居民消费(C)、企业投资(I)、政府购买(G)和净出口(X-M)。不出口,仅对GDP做三部门分析。首先分析居民消费,政府多年来努力扩大居民消费,但效果不理想,居民消费占GDP的比重一直徘徊在35%。提高消费率属于结构性改革,需要漫长的过程。

再看企业投资。投资主要包括制造业投资、房地产投资和基础设施投资。现在制造业行业大都产能过剩,产能利用率不足70%,即便像光伏那样的新兴产业也都过剩。房地产的超级繁荣时期已经结束,虽然房地产很重要,但不能过分依赖。撇开制造业和房地产投资,从短期看,基础设施投资对拉动经济增长至关重要。

基础设施投资包括中央和地方两个部分。现在地方政府债务负担较重,土地财政问题复杂,对基础设施投资的积极性明显回落。在当前的经济环境下,需要调动全社会加大基础设

施投资的积极性。推进“一带一路”建设,加强基础设施投资,可带动制造业和房地产投资。“一带一路”是很好的经济增长点,受益的不仅是中西部,带、路、廊、桥、产业园区,投资必定扩大就业,增加老百姓的收入,拉动中西部乃至全国的消费和投资。

在“一带一路”建设中,财政政策可以发挥更积极作用。为刺激经济,近年来货币政策采取“定向宽松”的招式和不对称降息,但效果不明显。货币政策刺激经济的边际效用在下降,需要打好财政“组合拳”,增加政府购买。政府购买的形式很丰富,比如购买物品和劳务,增加对道路、桥梁、口岸、码头等公共工程的投入,政府还可以购买规划。比如跨境道路的设计,要充分考虑道路沿线的地质地貌、周边的矿产资源的分布、储量和运输路径,还要考虑风俗民情和灾害发生情况等,需要做大量的前期调查,做很细致的规划。像这种规划,可以由政府购买。在“一带一路”建设中,财政的钱可以花得很聪明,比如采用PPP模式加强公私合营、财政贴息等手段,撬动更多的资金参与“一带一路”建设。

在GDP三部门分析中,居民的消费率低,则储蓄率就相对较高。如果金融部门能将储蓄有效地转化为投资,宏观经济也能顺畅运行。当经济形势比较好时,金融部门的媒介作用发挥得较好。而当经济形势比较弱时,银行惜贷,

不愿承担过大风险。银行贷款利率较高造成整个社会融资成本较高,抑制了实体经济增长。依靠现有的金融体系为“一带一路”融资,前景不乐观。因为“一带一路”项目主要是对外投资,需考虑对方意愿,需要协商并征得周边国家的同意,需要做很多外交工作,不可预测、不可控的因素较多。

“一带一路”项目大多带有公共产品的属性,虽然社会效益高,但经济效益偏低,投资周期长。商业性金融对“一带一路”项目到底有多少积极性,目前不得而知。即便商业性金融愿意投资,但高企的利率也不是“一带一路”项目可以承受的。成立亚投行和丝路基金很有必要,这样做可以将财政和货币政策更好地结合起来,利用些许政府信用,以较低利率撬动更多社会资金投入到“一带一路”建设,以增量带存量,进而盘活整个金融盘子,让整个社会资金流动起来,为实体经济服务。

在以上GDP三部门分析的基础上,笔者引入外需做四部门分析。从外部看,美国经济在缓慢复苏,但很难恢复到2008年以前的水平。欧元区的问题比较严重,受老龄化和福利制度的拖累,经济几乎停滞。日元贬值严重。新兴市场分化严重。另外,我国的国际贸易环境值得关注,2013年有19个国家和地区对我国发起贸易经济调查。

我国外部经济环境不佳,其他国家尤其是

周边的发展中国家也一样。在外需比较薄弱时,凯恩斯主义受到重视,各国都积极推动基础设施建设,扩大内需。这就为我国推进“一带一路”建设,与周边国家对接提供了历史机遇。“一带一路”是互联互通的典范,它贯穿欧亚大陆,东边连接亚太经济圈,西边进入欧洲经济圈,许多沿线国家与我国有共同利益。“一带一路”覆盖的范围越广,有效促进资本、劳动力、资金和货物的流动,越能有效降低经济运行成本,拉动外需。

在开放的背景下,“一带一路”融资既要考虑国内金融市场,还要考虑与所有的利益共同体一起去国际金融市场融资,直接融资或间接融资,离岸人民币、美元、欧元或者相关国家的货币都可以。笔者建议,应发行人民币计价“丝路债券”。“丝路债券”可以补充亚投行和丝路基金的本金,也可以根据“一带一路”项目的融资需求发行;“丝路债券”可以在国内金融市场发行,也可以在国际债券市场发行;还可通过设立SPV等方式,做好风险隔离,吸引国际金融机构、项目东道国金融机构参与。

综上所述,“一带一路”建设符合经济发展规律,对内可调整投资方向和产业结构,扩大就业,提高居民收入和消费能力,增加政府购买,以增量带动存量改革;对外扩大外需,突破市场约束,完善国际经济秩序,形成全方位对外开放格局,降低我国经济运行成本。

投资者信心高涨驱动股市走牛

本报记者 张怡

股市从来都是经济的晴雨表,只是其反映的并非当下而是未来的经济,不是已有的信息而是对未来的预期。相反,经济数据是对过去的反映。由此,经济与股市表现的错位在A股历史上并不少见,而本轮市场依然在大多数投资者毫无准备之时已经逐步踏上了牛途。股市的狂热之中,不时发布的低迷的宏观经济数据依然不时提示着人们基本面的疲弱和潜在的危机,但显然对股市的走势影响甚微。这是因为在中国梦目标之下,改革与转型的切实推进已经促使资金对经济内部良性变革产生了强烈的看好预期,叠加无风险利率的下行,中国梦已经开始在A股市场中预演。

今年是中国改革与转型的元年。如果说以往我们谈及改革总是带着些许怀疑,那么

今年以来扎扎实实的改革政策使得一切都并非遥不可及。从自贸区、国企改革、高铁“走出去”到“一带一路”建设,经济面的稳增长与促转型两手同时抓,将人们心中对增长与改革之间矛盾的担忧逐步瓦解;从融资融券、沪港通到注册制改革,资本市场前所未有的改革与开放步伐使得其对海内外资金极具吸引力,又促使A股市场具备了应对波澜壮阔行情的承载力 and 掌控力。在这种情境下,中国人渐渐失去了悲观的理由,投资者心中升腾起的是空前的信心和美好的期望,而这正是驱动股市走牛的最重要力量。

在动力充足的情况下,无风险利率的切实下行作为牛市成行火上浇油。众所周知,资金的逐利性决定了其向着收益率最高的区域流动。而今为了稳增长、促改革,国家一直致力于促进实体经济融资成本的下降,这使

得无风险利率的下行成为大趋势,最为直观的表现在于理财产品收益率的明显降低,而这一趋势却凸显出了股市的投资价值。11月21日央行的意外降息“一石激起A股市场的千层浪”,这是因为该举措被视为将有效促进无风险利率的进一步下行,从而刺激更多的资金涌入A股市场;被认为有利于降低上市公司的融资成本和财务费用而促使业绩整体提升,并且燃起了市场对未来降准和降息的强烈预期。

落实到实体经济上看,改革与转型虽然尚未引起经济数据的明显回暖,但结构的调整、模式的转变、制度的建设和成本的降低正在重新激发起经济内部的活力,且这种活力根基于代表着未来的新经济之上,将逐步成为支持中国经济可持续发展的动力源泉。落实到微观上市公司层面,改革与转型虽然可能引发短期的

阵痛,但企业自身转型与改革催生的资产并购与重组已经在A股市场中掀起独立于大盘的资产证券化大潮,融资成本的降低将为上市公司减压助力。而在后期,上市公司将会受益于自身资产质量的优化和良好的发展前景而成为牛市的坚实基础。

在这种情况下,投资风险偏好明显提升,A股对此前徘徊场外的犹豫资金构成了强大的吸引力,资产再配置浪潮使得资金来源不断通过各种途径跑步入场。其中,沉寂已久的蓝筹估值洼地成为资金最先涌入和汇聚之地,为A股市场中期向好打下了坚实的基础。

“长风破浪会有时”。归根结底,正是中国梦这一代表着中华民族伟大复兴的构想驱动着A股市场的走牛,而牛市本身不仅是中国梦的一部分,也以自身强劲的投融资功能成为助力中国梦实现的重要引擎。

河银证券 贺梓

自2014年6月证监会发布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》以来,上市公司实施员工持股计划的热情不断高涨,短短五个月时间,已有近40家上市公司实施或正在准备,其中既包括一向活跃的创业板,也包括中国平安、民生银行等大蓝筹股。从国内外情况及员工持股计划实施的机制、初衷来看,一项好的员工持股计划将会对社会、上市公司、员工个人产生积极意义。

从社会角度来讲,首先,有利于社会收入分配形式的优化,社会收入结构将由劳动主导转向劳动、资本相结合的多元化方式,尤其是对于上市公司的一般员工而言;其次,员工持股计划可作为政府养老规划的补充,与其他政策结合使用,通过在实施员工持股计划初期给予一定补贴的方式,降低政府未来的养老支出压力;第三,在一定程度上可加强员工未来生活保障,有利于维护社会稳定;第四,引导资金更有效进入资本市场,支持有潜力的企业获得更大发展的机会,因为只有相对较为优秀的上市公司,其员工才有参加持股计划的动力。

从上市公司角度来讲,首先,优化公司治理结构,公司股权结构中增加了一支特殊的力量,这部分股东对上市公司治理的积极性将明显高于一般股东且具有监督、督促经营层工作的自然优势;其次,提升公司劳动效率,员工身份的转变,有利于员工积极性的更好发挥;第三,稳定公司人才队伍,长期激励会提高员工因短期收入的影响而离开公司的成本,有利于员工队伍的稳定。此外,对上市公司的好处还体现在员工考核、市值管理、资金融入等方面。

从个人角度来讲,主要体现在会成为获得财产性收入的重要方式,进而促使个人资产配置更加多元化,个人资产抵御风险的能力会得到提升。同时,员工身份的转变,也有利于其作为上市公司股东行使相应的知情权、监督权。

作为一项有利于社会、企业、个人的举措,调动相关参与主体的积极性非常重要。目前,我国并无关于上市公司开展员工持股的鼓励措施,上市公司实施员工持股的成本完全由员工或上市公司股东承担,政策实施的效果将会大打折扣。在美国,实施员工持股计划是受职工退休所得保障条例(ERISA)保护的,而且都会有税收方面的鼓励政策。因此,要调动各员工持股计划参与主体的积极性,还需各方的努力与支持。

对于上市公司而言,推进员工持股计划,一方面是稳定员工队伍的表现,另一方面也是其追求长期发展、履行社会责任的重要体现。目前,证监会并未对上市公司实施员工持股计划设定行政许

可,这在一定程度上减轻了上市公司推行员工持股计划的外在压力。不过从内部来讲,上市公司还面临诸多压力,如上市公司管理层需承担业绩长期增长的压力、面临更严格信息披露责任和监管压力等。有压力,无鼓励,上市公司的积极性当然很难调动。参照国外的经验,可向实施员工持股计划的上市公司给予一定的税收优惠,尤其是对部分采取通过计提净利润的一定比例来购买上市公司股票并纳入员工持股计划的做法,可考虑在税前计提。另一方面,对于实施员工持股计划的上市公司,可考虑对其在再融资、信贷等方面予以一定的支持。当然,上市公司在维护股东利益的前提下,也应重视员工利益,积极承担相应的社会责任,为员工持股计划的开展创造更好的内部环境。

对于员工而言,目前上市公司实施员工持股计划的股票来源主要是从二级市场购买或采用增发的方式,截至11月19日,就已发布公告的34家上市公司来看,有17家上市公司采取二级市场购买的方式持有股票,有14家上市公司采取定向增发的方式持有股票,还有3家是大股东无偿赠与的方式。在这34家上市公司中,采用结构化设计的有12家,约占35.3%。通过二级市场增持的方式,相当于员工以市场价格购买公司股票,而且还必须接受不低于12个月的禁售期,这对员工来讲基本没有吸引力,因为他们完全可以自行在二级市场购买,且不需要接受禁售期的约束。

此外,通过定向增发方式持有上市公司股份的,其价格一般为定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的90%,而且需要承担36个月禁售期的规定,这对员工的积极性调动也比较有限。从目前情况来看,通过结构化设计增加杠杆是一种能提升员工参与持股计划积极性的较为有效的手段,这会增加未来获得较高收益的可能,但同时也会加大员工的投资风险。因此,国家对未来支出甚至养老为目的而实施的员工持股计划在政策上进行扶持将会有助于员工持股计划的推广。对于员工个人的支持可通过税收优惠和资金支持两方面来实现,例如对从员工薪酬中计提的用于购买上市公司股票的资金可免征个人所得税、对员工贷款用于员工持股计划的利率可进行补贴等。

对金融机构而言,作为市场化主体,需要在具有一定利润率的前提下才有动力开展该项业务。根据证监会规定,上市公司可将员工持股计划委托给信托公司、保险资产管理公司、证券公司、基金管理公司等机构来管理,从国外的情况来看,参与员工持股的金融机构既包括资产的管理机构,也包括部分员工持股计划资金的提供机构。

目前我国实施员工持股计划管理的主要是证券公司、基金(资产管理)公司,其他金融机构虽有参与,但还比较少。已经有部分银行、券商通过结构化方式向上市公司员工持股计划提供资金支持,不过一方面资金使用周期较短,与员工持股计划长期性要求不匹配;另一方面资金成本也较高,员工收益受到一定损失。在美国,对于参与实施员工持股计划的金融机构,在税收方面享受一定特殊照顾政策。此外,随着员工持有上市公司资产的增加,也必然会面临未来股价下跌的风险,因此,保险业也可根据此项业务的特征,开发相应的保险产品,对员工因长期持有上市公司股票而可能带来的风险提供保障。