

提高上市公司发展质量 促进完善现代化经济体系

□青松 博士

党的十九大指出中国特色社会主义进入新时代,我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,建设现代化经济体系是跨越关口的迫切需要和我国发展的战略目标。习近平总书记指出,国家强,经济体系必须强。只有形成现代化经济体系,才能更好顺应现代化发展潮流和赢得国际竞争主动,也才能为其他领域现代化提供有力支撑。

金融资源是国家核心战略资源,必须服务于国家发展的战略目标。资本市场是现代化经济体系的重要组成部分,上市公司是现代化经济体系的重要微观基础。新时期提高我国上市公司发展质量,必须在建设现代化经济体系这篇大文章、这个大格局中深入探讨,主动对标建设现代化经济体系这一重大理论命题和实践课题。

一、以建设现代化经济体系为发展导向提高上市公司质量

提高上市公司质量是我国资本市场建设的核心使命。新时代上市公司发展质量首先应当具备适应现代化经济体系的特点。习近平总书记指出,现代化经济体系是“要建设创新引领、协同发展的产业体系,实现实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展,使科技创新在实体经济中发挥贡献的份额不断提高,现代金融服务实体经济的能力不断增强,人力资源支撑实体经济的能力不断优化”。上市公司具有直接融资、价格发现、公司治理、股权激励等制度优势,是实现创新引领、协同发展的有效途径,也是促进互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合的重要平台。新时代提高上市公司质量,应当以促进创新引领、协同发展为导向,构筑现代化经济体系的重要微观基础,体现以下四个方面的特征:一是建设创新引领、协同发展产业体系的引导者,促进实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展;二是发展先进制造业的引领者,推动我国产业迈向全球产业链中高端;三是促进互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合的推动者,引领资源要素向实体经济聚集,培育新的增长点,形成新的动能;四是培育具有全球竞争优势的世界一流企业的先行者。

培育适应现代化经济体系特征的上市公司,需要建设富有国际竞争力的中国特色资本市场。我国资本市场参与国际竞争,首先是要有制度上的竞争力优势,资本市场的国际竞争力体现在市场的包容性、规则的稳定性和制度的先进性上,制度的先进性是核心竞争力。比较2007年和2017年全球市值最大前10位公司,2007年主要分布在能源、金融行业,我国入围3家公司是工商银行、中石油、中移动。2017年全球市值最大前10位基本被互联网公司占领,我国入围2家公司阿里巴巴和腾讯,均在境外上市。

BATJ、TMD是互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合的代表,具有引领创新、协同发展的现代化经济特征。如果我国上市公司队伍里没有BATJ、TMD,是对我国资本市场国际竞争力的重大考验。美国著名创投研究机构CB Insights数据显示,中国独角兽企业数量于2015年超过欧洲,当前处于世界第二,仅次于美国。调研表明,中关村当前独角兽企业中仅三分之一能启动境内上市。创新创业领军企业不能到境内上市主要不是因为市场容量不足,而是受市场的制度包容性和适应性限制。在我国经济体系中上市公司是“稀缺”资源,资本市场应当增强对创新引领型公司,甚至“颠覆性创新”型公司的包容性和适应性,形成以建设现代化经济体系为发展导向的上市公司质量标准。2017年境内市场IPO上市的419家公司中80%是战略新兴产业,360实现了境内市场重组上市,反映了我国上市公司质量新的发展导向。顺应建设现代化经济体系的需要,推动我国资本市场发行上市制度全面转型,加大IPO制度、再融资制度、并购重组制度的改革力度,增加制度供给、增加制度的包容性和可适应性,加快完善支持科技创新的资本形成机制,促进上市公司实现质量变革、效率变革、动力变革,应当成为资本市场促进完善现代化经济体系的重要方位。

二、以高质量发展为价值导向提高上市公司质量

中央经济工作会议进一步明确我国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段的特点和内涵。高质量的发展就是从“有没有”转向“好不好”。我国资本市场经过28年的发展,上市公司总数接近4000家,覆盖了全部18个行业,但这仅

仅代表我国经济在高速增长阶段解决“有没有”的问题。2017年境内上市公司中的家数排名前3位的行业是机械制造、基础化工和生物医药。2016年上市公司年报显示,71家金融行业4226家地产建筑业上市公司实现的净利润,在上市公司净利润总额中的贡献率达64%;而2139家制造业上市公司仅为金融地产业上市公司利润总额的三成左右。反观美国上市公司,金融地产业净利润仅占市场总额的26.7%,而制造业、服务业企业贡献了60%以上的净利润。从我国上市公司行业分布而言,尚未形成引领创新、协同发展、推动融合的现代化经济体系特征。以高质量发展为价值导向提高上市公司质量,应当以新的发展理念为指引构建上市公司新的质量评价体系,充分体现创新成为第一动力、协调成为内生特点、绿色成为普遍形态、开放成为必由之路、共享成为根本目的的特点。

习近平总书记指出,要加快实施创新驱动发展战略,强化现代化经济体系的战略支撑。当今世界各国高度重视“颠覆性创新”,有研究表明人工智能与脑科学结合、量子计算、合成生物、新能源、再生医疗等科研方向,正处在重大突破的“前夜”,对一国的科技和经济竞争力至关重要,甚至产生颠覆性影响。不仅如此,有迹象表明下一波技术浪潮可能不再是一两项技术突破来引领,而是由物联网、云计算、人工智能、大数据、基因工程、材料科学、VR/AR等技术集团所形成的合力,掀起更为庞大的代际更迭。近年来我国企业在创新驱动发展中取得进步,但同国际发达经济体相比尚有较大差距,我国企业的研发投入与美国企业相比还不是一个量级。未来几年能否在科技代际更迭或者“颠覆性创新”领域抢占一席之地、争夺主动权,将考量我国资本市场对高质量上市公司的孵化能力。上市公司是现代企业制度的最高形态,是混合所有制经济的最优形式,具有制度体制机制的发展优势,上市公司发展质量应当成为引领创新驱动发展,推动发展质量、效率、动力变革,引导转变发展方式、优化经济结构、转换增长动能的“晴雨表”,形成发展质量“好不好”的风向标。

三、以防控金融风险为问题导向提高上市公司质量

习近平总书记强调,要大力发展实体经济,筑牢现代化经济体系的坚实基础。上市公

司是资本市场服务实体经济最直接的方式。截至2017年3季度,境内上市公司总计3399家,总资产为216.21万亿元,同比增长11.28%,净利润为2.77万亿元,同比增长19.72%。2017年上市公司现金分红9784亿元。其中,战略新兴行业的1125家公司,占总家数的33%,实现营业收入和净利润分别增长18%和29%,研发费用占营业收入比重的3.6%,高于全市场1.4%的平均水平。

以防控金融风险为问题导向提高上市公司质量,首先是解决我国上市公司盈利构成失衡、虚实结构不调问题。2017年的半年度报告显示,25家银行业上市公司共计盈利7746亿元,占上市公司利润的46%;全部金融业上市公司共计盈利8927.26亿元,占上市公司利润总额的53.23%,金融业上市公司盈利水平占到所有上市公司一半以上;有260家上市公司利息占比利润超过50%,539家上市公司利息占比利润超过30%。说明我国金融业高速增长推高了实体经济的发展成本。国家金融与发展实验室研究揭示,截至2016年底,实体部门债务余额(剔除地方融资平台重复计算部分)为168.8万亿元,一年利息支出为8.24万亿元,占GDP的比例为11.08%,超过GDP增长速度。经济增速下滑,杠杆率上升,新增GDP和每年付出的利息间缺口将增大。这表明我国经济发展“脱实向虚”特征明显,已形成重大风险隐患。中央经济工作会议明确提出打好防范化解重大风险攻坚战,重点是防控金融风险,并把推动金融为实体经济服务作为防范金融风险的根本措施。上市公司是现代化经济体系的重要微观基础,上市公司发展必须坚持防控金融风险的问题导向,形成深化供给侧结构性改革,体现金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环,推动资源要素向实体经济聚集的质量标准、政策导向和制度供给。

其次是充分发挥市场机制作用、更好发挥政府作用,形成上市公司健康发展的质量保障体系。上市公司公共信用是促进资本形成的关键要素。近代资本市场经过100多年的发展,形成公司治理结构、看门人机制和信息披露制度等市场化的上市公司质量保障机制,其作用是维护上市公司公共信用,防止弄虚作假形成泡沫经济。政府监管介入上市公司质量保障体系的作用,主要是督导市场化保障机制有效运行,

在机制出现道德风险或逆向选择时,采取执法行动保护投资者的合法权益不受损害。无论是公司治理结构、看门人机制还是信息披露制度,我国资本市场都面临着市场主体不成熟、基础制度不完善、市场监管不适应的挑战。因此,我国上市公司的质量保障体系,不可能也没有条件照搬西方的模式。

现阶段保障上市公司质量方面,更好发挥政府作用体现在以下四个方面。一是坚持依法全面、从严监管。加强监管的作用是“保健”和“治病”,即通过日常监管包括现场检查为上市公司“保健”,治未病防未然;通过全面监管督促中介机构归位尽责,建立信誉资本约束机制,督导看门人机制有效发挥作用;通过严格执法为市场主体“治病”,刮骨疗毒,维护公共信用。二是大力提升监管智能化科技化水平。随着大数据、云计算、人工智能、区块链等现代信息技术与金融业深度融合,多层次资本市场的深入发展和金融科技的广泛运用,加强监管面临前所未有的新挑战,需要加快推进大数据、云计算、人工智能等手段监管运用,提升科技监管能力和水平,推动监管体系网络化信息化智能化建设。

再次是坚持上市公司治理的国家属性。在实际运行中,加强政策导向和规则指向,引导上市公司处理好党组织和其他治理主体的关系,明确权责边界,做到无缝对接,形成各司其职、各负其责、协调运转、有效制衡的公司治理机制。保障上市公司坚持以人民为中心的发展思想,积极服务国家发展战略实施和现代化经济体系建设。

最后是坚持上市公司发展实体经济的方向,防止股价异常波动。习近平总书记深刻指出:“如果实体经济发展不好,上市公司质量不过关,股价严重背离真实价值,股市走向脱离经济的基本面,就会形成泡沫,而泡沫最终必然破灭。任何时候都不能忘记,必须把发展实体经济和培养有核心竞争力的优秀企业作为制定和实施经济政策的出发点,真正打牢我国社会主义市场经济的微观基础”。这一重要论断,为推动以防控金融风险为问题导向提高上市公司质量指明了正确方向,必须以此作为防控资本市场异常波动风险、促进提高上市公司质量的根本遵循。(作者为中国证监会天津监管局局长,文章仅代表个人观点)

M1与M2增速宜保持合理区间

□交通银行首席经济学家 连平

交通银行金融研究中心高级研究员 陈冀

2017年底M2回落至8.2%,大幅低于市场预期。即使考虑到信贷年末投放和财政支出可能拉低M2增速约0.6个百分点,全年M2增速持续回落的态势仍较为明显。M2增速现在是否处于合适的水平,今年货币当局的调控目标多少为宜,当前环境下M1与M2运行是否有利于经济“脱虚向实”?本文将对这些问题展开讨论。

经验轨道显示M2增速似已偏低

长期以来,M2是我国货币政策调控宏观流动性的重要中间变量,M2的运行趋势与国内的经济增长和通货膨胀也表现出了一些“经验性”的特征。运用GDP增速、CPI等数据构造出经验轨道下的M2历史增速区间,可以观察到除了2007—2009年全球金融危机期间外,M2增速与构造的“经验性”轨道都有比较明显的相关性。2003年至今,剔除2007—2009年之间的数据测算可知,国内M2增速平均高出当期GDP增速与CPI之和2.87个百分点。在2015—2016年期间,当股市大幅下挫后,货币政策稳健偏松,多次降准降息后M2增速位于经验轨道上方。然而从2016年下半年开始的一轮金融去杠杆和货币政策稳健偏紧以来,M2增速已经滑落至经验轨道下方。不难看出,宏观政策调节的效应与M2运行态势基本上是吻合的,在逻辑上并没有出现根本性的背离。

当然,经验趋势是从与一定GDP增速和通胀水平相匹配的M2增速水平角度去分析的。因此,以当前的M2增速和CPI来看,去年底8%出头的M2增速似乎表明货币政策尚存一定流动性偏松的空间,或者说是当前M2有些偏低。然而,本轮M2回落其实与过去多次的回落可能有着很大的不同,其原因需作进一步分析。

M2增速回落主要是金融去杠杆成效的体现

理论上,货币政策通常应“相机抉择”式地对经济进行逆周期调节,经济过热的时期从紧,而经济过冷的时期偏松。M2作为货币政策的中间目标,其增速的升降通常在很大程度上体现了货币政策的松紧节奏变换。一个时期以来,国内去产能和结构转型过程中经济下行压力不小,CPI同比增幅在2016年下半年以来的大多数时间都处于2.0%以下,通货膨胀压力较小。显然,本轮M2增速回落并非国内经济过热背景下货币政策主动收缩带来的结果。

事实上,本轮M2增速回落很大程度上体现了金融去杠杆、监管趋严政策推进的成效。市场宏观流动性在中性货币政策下频繁出现

“紧平衡”也很大程度上源于此。2016年7月至2017年12月,各项贷款增速整体上并未发生太大变化,月平均同比增速在12.99%,而同期的M2增速已由11%之上的水平回落至8.2%。考虑到地方债务置换对于信贷增速的“下沉效应”,近两年的实际信贷增速可能还高于统计数据,对M2增速起到一定程度的支撑作用。然而伴随着同业监管的逐渐规范和加强,表外信用链收缩,金融机构证券投资对于M2增速的贡献削弱。金融机构持有价证券投资增速由2016年7月的51.06%,远高于M2增速的水平,大幅下降至2017年12月的9.30%,接近当前8.2%的M2增速。如果将M2增速的变化按照各影响因素贡献进行分解计算可发现,2016年M2增速月环比变化约有0.80个百分点可由信贷变化解释,而有0.87个百分点可由金融机构持有价证券投资变化解释。同一参考指标在2017年则发生了明显变化。2017年M2增速月环比变化约有0.76个百分点可由信贷变化解释,而仅有0.25个百分点由金融机构持有价证券投资变化解释。考虑到同期人民币汇率稳中有升,外汇占款增速反弹对M2是正向影响,本轮M2增速大幅回落的主要原因,是金融机构非信贷渠道的信用创造功能在金融去杠杆背景下受到明显抑制。

从年初监管新规密集推出的节奏可见,短期内监管加强趋势不会改变,而市场利率在央行的调控管理下,可能小幅上升后逐渐趋于稳定。金融机构持有价证券投资渠道的信用创造增速回落逐渐趋缓。相反,金融去杠杆所引起的表外业务回归表内可能会使信贷渠道的信用创造功能进一步增强,进而在一定程度上增强当前M2增速的政策目标意义。鉴于金融去杠杆和强监管效应并不直接作用于实体经济,M2增速大幅下降后结构有所改善,因此经济体应该可以承受M2增速阶段性大幅下降产生的影响。数据显示,本轮金融去杠杆以来,金融机构各项贷款由2016年12月的112.05万亿元增加至125.61万亿元,增幅为12.1%,而金融机构持有价证券投资同期由47.76万亿元增加至52.38万亿元,增幅为9.6%。由此可见,随着金融去杠杆不断推进,金融业务不断地回归本源,若M2增速仍持续处在低位或再大幅回落,其合理性就应当受到质疑了。矫枉过正是事物变化的普遍现象。当M2迅速走低以可能金融去杠杆的目标时,偏低的M2增速很有可能对经济运行的相关方面带来不利影响,需要引起高度关注。

M1继续走低应当引起警惕

由于M1主要由流通中现金以及非金融企业活期存款构成,其增速高低间接地反映了社会同期的企业生产经营活力和居民消费能力。当然企业活期存款增加也不仅仅因为经营活

力提升,也可能受其他因素影响,需要结合宏观经济背景,具体情况具体分析。

从非金融企业存款结构来看,活期存款在企业存款中占比在2006年以来经历了约10年的下行,趋势在2015年中期之后出现拐点。在全球金融危机期间,出现过一段时期的企业活期存款相对占比冲高,这一跳跃式变化原因在于当时国内实施了“4万亿”刺激计划,当年信贷增速达30%以上,使得企业活期存款瞬间大幅增加。随着国内产业局部过剩的逐渐体现,经济下行压力加大,企业经营活力逐渐下降。2014年部分可能本应用于生产的资金进入资本市场逐利。伴随着连续降准降息,企业经营活力有所改善,但整体效果并不十分显著,非金融企业活期存款在非金融企业存款中的占比只是出现了小幅反弹。

历史地看M1运行与国内经济增长以及价格指数的相关性可见,三者之间存在着清晰的因果关系。M1似为因,经济增长和价格指数似为果;作为金融数据的M1为先导,后者随M1变化之后发生相应变化。2006年以来经历了三轮M1增速回落,经济增长和价格指数随之发生变化。第一个阶段是美国次贷危机期间,我国M1增速由2007年12月的21.01%降至2009年3月的7.04%,同期GDP增速由13.9%大幅回落至6.4%。随后PPI增幅由9.13%回落至-7.8%,CPI增幅由8.3%回落至-1.7%,M1回到到PPI、CPI回落有一定滞后。第二个阶段M1增速由2010年3月的29.94%回落至2012年3月的4.4%,同期GDP增速由12.2%回落至8.1%。PPI增幅随后由7.31%回落至3.55%,CP增幅1则由6.36%回落至1.90%。第三阶段就是当前,M1增速在2016年9月为24.7%,现已骤降至11.8%,期间GDP增速虽未明显下降,但考虑到本轮M1增速回落过程仍在继续,2018年M1的运行态势很可能继续探底,M1对GDP和价格的影响明显存在“滞后”效应,其后续影响应当引起关注。

2015年以来,伴随着降息降准,M1增速大幅上行,但经济结构处在转型期,企业投资意愿依然偏弱,制造业投资和民间投资虽逐步企稳,但并未见有明显起色,M1增速在一定程度上似乎失去了定义应有的指标意义。究其原因,很大程度在于资金从股市撤出后,仍可能持币待投或周旋于债市、债市等其他资产市场,以追逐相对于实业更高的回报或规避风险。事实上,2016年下半年以来,楼市调控、金融去杠杆和监管加强等一系列围绕“脱虚向实”目标展开的政策部署,一定程度上也有助于促使M1回归其原有指标意义。与M2指标意义增强类似,尽管前一段时期M1快速回落可能与金融去杠杆有比较密切的关系,然而当金融业去杠杆逐渐取得成效,M1理应逐渐趋稳。若M1增速仍持续快速下行,则可能

表明企业经营投资意愿以及居民消费意愿偏弱,难以持续支撑近期渐有起色的实体经济。若真如此,对未来经济运行存在担忧也就不足为奇。

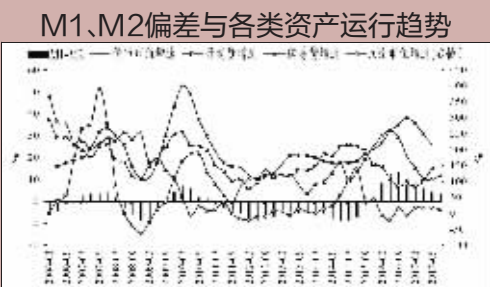
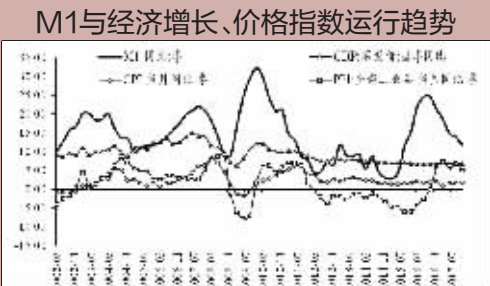
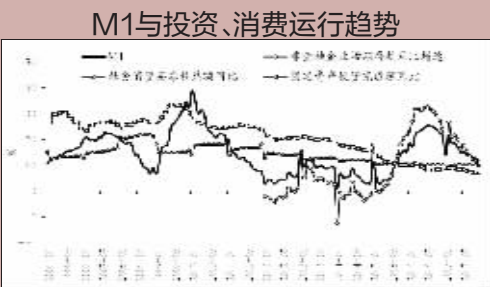
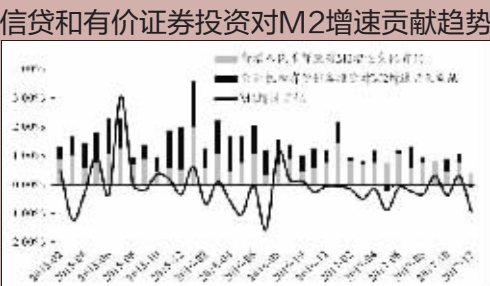
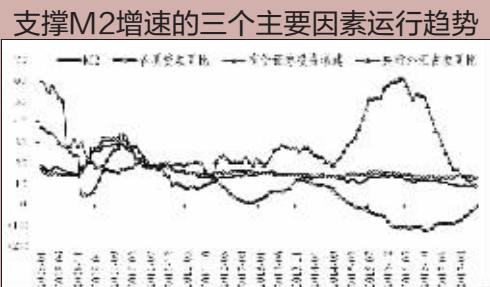
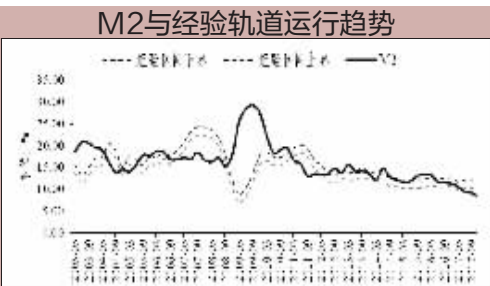
M1与M2走势分化的资产价格效应

综合前文分析,随着金融去杠杆、脱虚向实逐步深入,金融业乱象治理到一定程度,M1和M2增速若持续回落至不合理的低水平上,将不利于实体经济稳健运行,甚至可能形成新的下行压力。与此同时,还有有必要进一步分析M1与M2增速的走势分化可能对资产价格带来的影响。

长期以来,国内M1与M2增速之间的“缺口”或是“背离”,与宏观经济运行、资本市场以及房地产市场都存在非常显著的相关关系。M1一定程度上反映居民消费需求和企业经营投资活力,同时M1还是M2的重要组成部分。M2是从负债方面反映整个宏观流动性,也是全社会各类资产的货币表现。当M1增速过低,而M2增速相对较高的时期,一方面可能表现为居民消费、企业投资意愿较弱;另一方面则可能表现为资金流入资产投资领域,从而可能催生地产或资本市场的“泡沫”。

在全球金融危机之后的一年多时间里,M1增速在M2下方形成缺口,同期国内股市市值增速攀升,房地产市场开发贷和购房贷增速都显著上升。当M1增速上穿M2增速形成背离直至增速差反转回落,这一阶段的“楼市股市热”才逐渐消退。2011—2014年经历了约3年的低M1增速时期,期间过剩产能带来了经济下行压力,产业资本再投资动力不足,资金又逐步向地产转移,居民购房贷款余额增速由2012年初的12.1%升至20.9%。截至2014年三季度前一轮股市牛市启动前夕,居民购房贷款余额增速仍有17.6%。一轮股市牛市对房地产市场形成了短期内的替代效应。在2015年6月“股市热”退潮后,地产在降准降息的背景下延续此前的趋势继续攀升,同时债市也接过股市的接力棒直至金融去杠杆政策启动。由此可见,近年来广义货币和狭义货币与社会各类资产价格运行特征,综合反映了近年来“向虚易、入实难”的真实状况。

综上,未来一个时期,既要谨防M1和M2增速双双持续滑波,给全社会流动性供给产生压力,进而给企业融资可得性和融资成本带来不利影响;又要防止M1和M2增速的缺口或背离过大形成资产价格过度上涨的压力,避免出现“向虚易,脱虚也易,但入实难”的状态。综合考虑经济增长、物价变化、货币政策和金融去杠杆以及强监管等各方面因素,建议2018年M2增速调控目标选择在明显低于近年来平均水平和高于2017年底较低水平之上的区间,为9%—10%。



数据来源:Wind,交银金研中心