

# 创新改革为经济发展注入新动力

□华鑫证券私募基金研究中心总经理 傅子恒



## 经济具备韧性和回旋空间

总量指标显示了经济稳定性。从传统拉动经济的三大增长动能来看,1-5月份,全国社会消费品零售总额累计同比增长8.1%,其中5月份增长8.6%,继续大幅领先于GDP增速,成为经济稳定的重要因素;1-5月,全国固定资产投资总额同比增长5.6%,略超去年三、四季度的水平;进出口总额1-5月累计同比增长为4.1%,较2018年的9.7%的同比增长下降较多,成为拖累经济增长的因素。物价方面,多项数据显示,全面通胀并无基础。时至年中,年初市场一度出现的悲观预期已经在很大程度上得以纠正。

但一些数据则显示稳定基础仍需强

化。投资总量的稳定主要依靠房地产投资和第三产业投资增长拉动,构成第二产业主体的制造业投资继续收缩。由于行业问题累积,房地产投资的边际扩张程度有限,并且继续扩张面临巨大风险,而第三产业投资的生产性后续回报不足,成为经济后续增长的隐忧。

而结构中的亮点在于,高技术产业投资出现了突飞猛进式的增长,1-5月同比增长11.9%,其中研发设计服务投资增长速度达到27.1%,制造业技术改造投资增长15%;外贸方面,多元出口的努力也逐渐见到效果,成为当前以及未来外贸稳定的关键因素。

上半年经济表现需要进行多元观察,笔者希望强调的积极信号在于,与2018年三四季度数据相比,经济初步摆脱回落失速风险,这是政策效应的最大收获。同时,去年困扰经济稳定的一些系统性风险隐患,经过政策努力也得以明显缓解,当前经济社会稳定,虽然结构问题存在,但发生系统性重大风险的几率较小。

中国经济短期的表现须放在长期趋势的背景之下进行观察。从经济禀赋来看,长期累积存在总量问题,如许多传统行业产能过剩,已经彻底进入买方阶段,以及对比基数提升加大后续增长难度等;也有结构问题,如房地产拉动与土地

财政难以为继,经济转型升级任务远未完成,新增长动能需持续培育等;也有周期波动中的惯性叠加力量,如景气下行与低迷对市场的信心压制,投资与消费信心的恢复、激发与提升需要时间等等。

而外部各种不确定因素存在,叠加大增上述压力与困难。从内外部环境因素角度,上半年宏观经济的表现实属不易,政策对冲效果也预示着,对于经济出现的短期困难,我国是有办法进行应对的,中国经济具备韧性和回旋空间并非虚言。一些数据表现存在改善空间也显示,政策后续对冲仍具备较大空间,对此应当具有充足信心。

## 长期可持续发展可期

对中国经济社会长期可持续发展的认识,笔者从两个方面进行分析。首先,从宏观经济基本形势与政策预期角度来看,6%-6.5%的增速虽然是国内经济增长的新低,但在全球主要经济体中依旧保持排名前列的速度水平,对世界经济增长的贡献稳定在三成以上,国内就业形势稳定。

内需积累形成的巨大的消费购买力,在市场需求层面形成对各类创新的吸纳力,如果承认资本逐利的本质难以

被长久抑制,那么从长期来看,只要政策正确并保持长久的定力和耐心,由人为力量暂时阻断的贸易与投资流出,最终仍将被重新吸引过来;由此,保持与巩固中国经济的市场吸纳力,将是政策制定的重要着力点之一。

在政策层面,决策层在“我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期”这一基本判断的基础上稳中求进,着力化解各类风险,保持经济运行在合理区间,

保持经济持续健康发展和社会大局稳定的战略布局,也将可以奠定政策层面的预期基础。

其次,从长周期来看,中国经济社会发展仍处在上升发展时期,依靠自身发展的路径惯性,以正确的战略决策、实施为依托,国力增强的趋势将会保持。这一判断的基础在于,中国城市化进程远未结束,由土地、资本、劳动技术等生产力要素的优化整合配置带动的生产、消费

扩张仍将持续;40年发展累积形成的物质、技术与智力财富将会释放出新的发展动能,依靠要素生产率提升,尤其是持续的教育、智力、知识、智慧以及技术累积带来的劳动要素创造力的提升,将继续带来全员劳动生产率的提升等等,都是后续增长的空间保障。如果承认这些事实具有的“确定性”,也就必须承认中国经济增长与社会可持续发展的必然性,并不以外部力量的干扰而转变。

## 为经济发展注入新动力

对中国经济发展的信心需要融入市场微观主体的预期与决策之中。从政策与预期引导角度,笔者认为,基于中国经济可持续发展的底气判断,在复杂的外部环境中,牢牢抓住改革开放这一时代主题,依靠创新改革为实体经济与资本市场注入新的动力,将是宏观调控与政策施为的着力点。而创新改革的要义,在于处理好增量与存量的关系,增量与存量改革应当并重;以增量改革为存量改革创造条件,同时以盘活存量带动增量。在这一思路指

导之下,打破阻碍生产力发展的障碍因素,构建符合技术进步与市场创新要求的新制度、新机制,是激发市场原创活力、培育新的产业增长点,以及推动存量产业结构转型升级的题中之义。

从政策实践来看,去年四季度以来,决策层对财政、货币与产业政策进行了一系列微调,表现为以基建精准投资方式对冲投资下滑,以顺应新形势要求,降低社会平均资本成本为特征的政策稳定市场流动性预期,以大力推动全社会科技创新方式

带动增量改革,并且在存量改革中注重发挥市场对资源的基础配置作用。这些措施假以时日,必将产生强化信心的实际效果,需要持续推动进行积极有效地落实。

创新性改革对资本市场的正向影响表现得更为明显。可以认为,科创板的设立,长期而言对于推动社会科技创新,以及对生产力带来的增量贡献,属于增量改革的重要构成。日前发布的《上市公司重大资产重组管理办法》的征求意见稿,其中对准入与购并条件的调整,可以视

为希望提升上市公司质量、盘活资本存量的重要布局,属于存量改革的重要构成。而沪伦通、中日ETF互通、A股加入MSCI等等,都显示出中国资本市场对外持续开放的步伐正在加速。

笔者认为,这些政策的推出,随着时间推移,将会被市场更深刻地感知。由于中国资本市场在国民经济中的战略性定位提升,资本市场信心增强、活跃度增强与稳健发展,必将对实体经济发展产生正向推动力。

# 国内经济韧性足 消费回稳料成亮点

□东北证券首席宏观分析师 沈新风

展望下半年的外部环境,全球主要经济体货币政策调整,经济同步走弱,货币宽松再启。笔者认为,美元难以延续强势周期,人民币汇率压力缓解,不会大幅贬值。国内经济支柱力量下半年将呈现此消彼长特征,消费回稳有望成为亮点,经济总体上能够保持韧性。

## 发达经济体宽松空间有限

美国一季度经济超预期,但二季度以来核心经济指标走弱,指向经济筑顶回落。美国PMI领先GDP同比大约一个季度,而ISM制造业PMI指数从3月的55.3回落至5月的52.1。消费占美国GDP的70%左右,零售销售数据在很大程度上能反映出消费状况。3月以来,零售和食品服务销售季调同比增速回落至5月的3.16%。耐用品订单指数是私人投资的前瞻性指标,近几个月来耐用品订单增速急剧下滑,4月份耐用品订单同比下降0.61%,为2017年1月以来的首次转负,预计美国经济下半年继续进入下行通道。

笔者认为,欧洲和日本经济在短期内将延续疲软态势。欧洲经济增长于2017年下半年触顶,GDP增速达到2.8%,随后2018年开始下行趋势,今年一季度欧元区GDP同比增速为1.2%,与2018年第四季度持平。2月以来,欧元区制造业PMI指数一直位于临界值之下,截至6月录得47.8,欧元区ZEW经济景气指数在5、6月份重返负值。日本6月PMI指数录得49.5,同样低于景气值,而工业生产指数同比已连续4个月负增长。

经济走弱背景下,多国开启货币宽松

政策。经济走弱以及油价低位,为货币宽松营造出更多空间。从历史经验来看,全球CPI走势与原油价格走势高度吻合。2016年以来,原油价格从底部逐年回升,去年布伦特原油现货均价约71美元/桶,而今年以来的月均价一直未超过去年均价,油价同比增长速度放缓,使得全球通胀水平整体保持低位。

据统计,年初至今,已经有16个经济体实行降息。美、欧、日三大央行虽未降息,态度上也均转向鸽派。然而,发达经济体宽松空间是有限的。对美国而言,本轮降息起点较低,可操作空间较小,同时加关税本身亦约束降息空间。欧日政策利率已经是负利率,几无降息空间,并且央行资产负债表已非常庞大,自启动量宽以来尚未缩表,继续宽松空间和效果可能都不大。

强势美元周期难以延续,人民币没有明显贬值压力。美国经济筑顶回落,美元相对利率走弱,指向美元指数强势周期难以延续,实际上5月底以来美元指数已触顶回落。汇率是相对价格,一方面美元指数难以继续强势,另一方面国内经济有韧性、政策不搞大水漫灌等等,在多方因素合力下,人民币料继续维持稳定,没有大幅贬值基础。

## 强化结构性政策作用

笔者认为,下半年国内经济整体上仍具备韧性,经济的支柱力量此消彼长。外部不确定因素改善,消费物价指数先抑后扬,决策层追求高质量发展的决心不变,不会大水漫灌,将更强化结构性政策作用。

下半年CPI先抑后扬,升破3%的概率不大。笔者预计猪价将持续上升,成为CPI

上涨的主动力。但减税影响在未来数月将逐渐显现,部分对冲猪价上涨等因素影响,预计带动CPI增速中枢下行0.3-0.5个百分点。综合而言,笔者预判CPI增速高点在年中 and 年末,破3%概率不大。但须警惕猪价提升风险,如果上行幅度超预期,年末CPI有突破3%的风险。

国内高质量发展的要求不变,美联储即便降息也不会成为国内大幅宽松的必要条件,预计未来货币政策仍不会大水漫灌,高质量发展要求多种政策合力发挥“几家抬”的作用。

面对复杂的国内外经济形势,政策上对外要加大开放,对内则加大经济结构性改革,释放国内市场潜力,稳定民营经济发展。当前中国经济的第一要求应是实现高质量发展,目前银行间流动性已经相当充裕,因此继续大水漫灌没有必要,反而可能滋生局部过热风险,尤其是房地产市场。物价指数中核心上行主要因局部领域的供给冲击,因此不足以带来政策收紧,但也要防范过度放松货币政策会继续推高通胀预期。

## 消费回稳有望成亮点

经济支柱力量下半年将呈现此消彼长特点,消费回稳有望成为亮点,经济总体上保持韧性。笔者预计,下半年地产销售依然乏力,主要基于以下两点原因:第一,棚改货币化安置边际作用减少。今年城镇棚改区计划改造285万套,比去年实际开工减少341万套,考虑到棚改需求通常在上半年集中释放,下半年货币化安置缩量的拖累效应可能较为明显;第二,地产调控政策大概率趋向收紧,抑制投机需求。

此外,预计下半年房地产投资将继续

回落,主要基于以下三点原因:第一,销售对投资的向下牵引效应将逐渐显现;第二,二季度后,新开工、施工面积的高基数效应会愈加明显;第三,房企到位资金面临调控收紧的压力。全球经济景气度下降的背景下,后续出口及制造业投资难有明显改善,但基建、消费成为新的抓手。外需不足背景下,下半年出口依然有压力,今年以来作为出口领先指标的PMI新出口订单持续低于临界值,上半年均值46.9,低于去年均值49.1,但全球纷纷开启货币宽松,使得外需也不会断崖式下滑。

制造业投资增长结束去年的反弹重返下滑,其背景是需求的不断走弱以及利润放缓,笔者认为这两大因素短期难以明显改善,制造业投资增长大概率继续在低位波动,继续明显下滑的可能性不大。但是,5月基建投资边际回落是暂时现象,预计下半年基建投资将继续回暖。

此外,下半年消费有望企稳复苏,方向演变的逻辑关键在两点:一是本轮大规模的减税降费直接或间接带来居民可支配收入的增长红利,包括降低增值税、社保减负及个税政策,测算乐观情形下预计能拉动社会消费品零售增速1个百分点。

二是汽车类消费在居民消费中权重很高,在减税降费、低基数效应、促进消费政策支持下因素合力作用下,下半年汽车类消费有望回暖。除了汽车类消费,政策促进家电、消费电子等也有望后期发力。2018年最终消费支出在GDP中的贡献率达到76.2%,对经济实际增长的拉动达到5%,可见消费已成为拉动经济增长的主要力量,因此,如果消费如期回稳,将是经济中主要的亮点。

## 充分认识科创板的“宽”与“严”

□武汉科技大学金融证券研究所所长 董登新

为优选“好企业”上市,传统A股市场设置了高门槛的IPO标准,它引入“海选”机制,只有少数企业能够脱颖而出,最终获得IPO批文。改革股票发行制度,成为资本市场发展的必然抉择。科创板是注册制改革的试验田,包容性与开放性改革是科创板不同于传统的A股存量市场的特色和优势。同时,科创板包容的前提,就是对发行人与上市公司信息披露的监管更严格。

## 不以传统眼光看科创板

2013年11月,十八届三中全会作出了推进股票发行注册制改革的重大决策,经过五年多的改革探索,设立科创板并试点注册制终于实施。作为一个全新的子市场,科创板对标美国纳斯达克,它既引入了IPO注册制试点,同时又承载了沪伦通机制使命。

注册制的本质,就是发挥市场基础性决定作用,让“卖者有责、买者自负”的市场法则真正付诸实际。注册制的精髓,就是以信息披露为核心,将IPO选择权交给市场,但前提条件是必须给投资者一个完整、真实、有效、充分的信息披露,否则就有可能涉嫌欺诈发行。因此,注册制要求对信息披露进行严格监管,对IPO信息造假严查严打,这正是注册制对法治化改革的强烈诉求。

IPO注册制既是国际市场通行的惯例,也是国际化改革的时代要求。资本市场的双向开放与互联互通,是时代大趋势。从QFII、RQFII到沪深港通、从沪伦通到中日ETF互通,A股先后被纳入全球三大指数,包括MSCI、富时罗素指数及标普道琼斯指数,中国债券也被纳入彭博巴克莱全球综合指数,这既是国际机构对中国资本市场双向开放的重要认可,同时也是我国资本市场国际化改革的转型升级,而且具备加速度。市场化与法治化是国际化的前提和基础,国际化改革也会倒逼市场化、法治化改革加速推进。

随着设立科创板并试点注册制实施,人们热切期盼科创板春天的到来,他们为此感到欣喜,但另一方面,也有人担忧科创板是否会鱼龙混杂?这显然是一种矛盾的心态,但可以理解,毕竟这是一个全新的子市场,如果用传统的眼光看科创板,确实有许多新规则是投资者不习惯的。比如,科创板淡化盈利性要求,不仅VIE或特殊股权结构的公司可以IPO,未盈利的创新企业也可以IPO。

## 进一步完善市场规则

对创新企业的支持和包容,正是科创板最大的特色和历史使命。监管部门面对一些市场质疑,要淡定也要主动引导,适时对标纳斯达克,进一步完善规则,保持改革定力、坚定前行。

所谓包容,既是市场对创新的包容,也是投资者对创新失败的包容,甚至是对创新企业倒闭破产的包容。没有创新就不可能有经济转型、产业升级;没有创新,中国也不可能从经济大国走向经济强国,因此支持并包容创新、引领创新,是科创板的神圣历史使命,也是其强大的生命力所在。

科创板的包容性,主要体现在IPO标准设置、审核模式、定价以及新股上市头5个交易日规则。

首先,在IPO标准设计上,与传统的A股市场不同,科创板借鉴纳斯达克的成功经验,设置了多通道、低门槛的IPO标准,并且淡化了净利润及净资产指标的重要性,这在很大程度上迎合了各种业态的创新企业IPO的诉求。

比如根据IPO申请企业的股权结构类型,科创板挂牌标准分别设立了三类企业的IPO标准,即普通股股权结构(同股同权)、特殊股权结构(同股不同权)及红筹企业(未在境外上市)。其中,在普通股股权企业的IPO标准上,又设置了五个不同的通道,不同业态的创新企业可以选择其中一个通道申请IPO。比如,市值+营收;市值+净利润,或者市值+净利润+营收;市值+营收+研发投入;市值+营收+现金流量;市值+市场空间。除了有一个通道强调净利润外,其他四个通道都没有盈利性量化要求。这正是IPO标准的包容性,它很好地覆盖了各种业态的创新企业。

其次,在IPO审核模式上,与传统A股市场存在两大本质差别:一是科创板将审核重心放在信息披露的合规性、完整性、真实性、充分性上,淡化对IPO申请人的投资价值判断的实质性判断;二是科创板IPO审核任务改由上交所承担,证监会仅负责IPO注册。

再次,在IPO定价上,也不同于传统A股市场规则。科创板不受发行市盈率上限管制,完全遵从市场化定价原则,并以保荐人的跟投来对IPO定价的合理性进行背书。科创板既然允许未盈利创新企业上市,而且允许市场化定价,因此,所谓的“三高”(高市盈率、高发行价、高募资)现象,科创板将是完全包容的,因为它是市场的决定和选择。

最后,科创板在新股上市头5个交易日,不设涨跌幅限制,让股价充分运动,真实反映市场供求关系,这也是一种包容。科创板不可能出现新股上市后必须连拉N个涨停板的现象,甚至不排除在新股上市的头5个交易日(不设涨跌幅限制)就可能出现股价“破发”的情形,或者会有一部分在高位买入的人,在头5个交易日内可能被套在头部,出现较大亏损。因此,投资者进入科创板,切忌照搬“盲目打新、疯狂炒新”的旧套路、老手法,需强化风险意识。

## 有效发挥监管威慑作用

包容是有前提的,也是有代价的。科创板包容的前提,就是对发行人与上市公司信息披露的监管更严厉,让违法成本更高;科创板包容性背后的代价,就是退市制度更高效、更有威慑力,让公司退市更容易。事实上,提高上市公司质量,不只是为了提高它们赚钱的能力,更重要的是,提高发行人和上市公司的诚信意识和法治意识,这是企业生存之根本,也是“卖者有责、买者自负”的前提条件。

先从信息披露监管来看,监管部门将发行人及上市公司的信息披露监管放在首位。欺诈发行的结果,不仅发行人要承担法律责任,而且保荐人、承销商、会计师事务所、律师事务所等中介机构也要承担连带法律责任;不仅欺诈骗发行的公司要终止上市,而且主要相关责任人也要面临法律风险。因此,科创板将极大提高证券违法犯罪成本,并能更有效地发挥市场监管与依法治市的双重威慑作用。

6月21日,最高人民法院发布《关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》(简称《意见》),为科创板保驾护航。《意见》包括17条措施,较为系统、全面地规定了有关设立科创板并试点注册制改革的各项司法保障措施,形成了坚实、有力的司法保障体系。

再从科创板退市制度来看,与传统A股市场不同,它引入财务、交易、规范、重大违法四大类退市标准,并重点突出了“市场化”程度最高的退市标准——交易类退市标准的作用,充分尊重投资者的话语权,让投资者“用脚投票”将垃圾股赶出市场。

科创板退市制度标准很严,执行很严,效率将会很高。在新制度下,上市企业触及终止上市标准的,股票直接终止上市,不再适用暂停上市、恢复上市、重新上市程序,企业从被实施风险警示到最终退市的时间从原来的四年缩短至两年。

科创板IPO的包容性与退市制度的严厉性,充分体现了注册制的“宽进严出”。正因如此,科创板才有可能通过大浪淘沙、优胜劣汰,让一批伟大的创新企业脱颖而出。