

中信建投首席经济学家张岸元:

资本市场四方面助力构建“双循环”新格局



□本报记者 焦源源

不断扩大股票融资份额

中国证券报:助力构建“双循环”新发展格局,资本市场应从哪些方面发力?

张岸元:新发展格局下,资本市场的使命,一是应加快发展资本市场,扩大股票融资份额。在工业化、城镇化过程中,通过国有大型商业银行的间接融资体系,大规模动员储蓄资源集中投向特定领域,是行之有效的办法。而在产业创新发展阶段,股权融资显然更有适应性。

相比发达国家资本市场,我国证券化率明显偏低。截至今年8月末,我国股票市场市值9.9万亿美元,占2019年GDP比重为69%;而美国股票市场市值37.9万亿美元,占2019年美国GDP比重为177%。2018年我国股权融资约497亿美元,占当年GDP约0.36%;美国股权融资约2038亿美元,占当年美国GDP约1%。今年以来,伴随创业板注册制等资本市场改革措施落地,市场进一步扩容,但仍将有较大发展空间。

二是解决此前融资结构遗留的历史问题。首先,应更多采取资本市场的方法解决存量不良问题。在过去若干年,我国不良资产处置有两个因素发挥了重要功能:经济长期处于高速增长平台,经济周期可提升资产价格;地产及租金价格大幅抬升,优化资产包质量。伴随着房地产调控持续保持高压态势等新变化,原有不良资产处置渠道将出现阻碍,需要采取更多资本市场的办法缓释消化。

其次,应避免杠杆率进一步上升。目前我国实体经济部门杠杆率已经接近欧美水平。根据中国社科院的数据,今年上半年,我国实体经济部门杠杆率上升21个百分点,其中非金融企业部门上升13个百分点,迅速超过了金融去杠杆前最高水平;居民部门和政府部门也分别上升了4个百分点。需要采取股权融资的方法,尽快将杠杆率逐步降至疫情前水平。

三是增加居民财产性收入。增加居民可支配收入是扩大消费的源泉。鉴于通过经济增长创造财富的速度放缓,必须采取其他方式予以补充,其中,增加居民财产性收入是重要渠道。这方面我国与美国的差距较大。2017年我国居民财产性收入的GDP占比约为3.7%,而美国为14%。其中,利息收入的GDP占比约3%,美国为8%;红利收入的GDP占比约为0.3%,美国为6%。中长期看,我国社会均衡利率水平下降是大势所趋,这可能意味着利息收入进一步下降,需要通过红利收入以

及资产价格上涨抵补。

从我国居民资产配置结构看,2016年房地产占居民总资产达到46%,金融资产中主要配置通货和存款,占居民总资产的26%,而债权、股权及基金等投资配置较少。而2019年,美国居民和非营利机构部门房地产的配置比例约24%,通货和存款配置比例仅8%。而债权、股权及基金配置占比约40%,保险准备金占比23%,是居民资产配置主体。这意味着我国居民资产配置需要更多往资本市场转移。

四是通过国际证券投资流入弥补国际收支缺口。随着外部环境的变化,我国国际收支格局可能出现新的变化。首先,货物贸易顺差不可持续;其次,旅游等劳务支出逆差有深层次结构性原因,相关支出在疫后会大幅反弹;再次,外商直接投资(FDI)净流入前景不乐观,流入放缓、存量流出可能性较大;最后,资本外流动机犹存,误差遗漏项居高不下。在此背景下,未来需要依靠国际证券投资持续较大规模流入,来平衡国际收支。

从更广阔的维度看,大规模国际证券投资流入还意味着,中国在贸易和产业投资领域国际交往受到抑制之后,更多需要通过金融资本渠道维系与外部世界的联系。

不会降低对外依存度

中国证券报:如何理解新发展格局不是封闭的国内循环,而是开放的国内国际双循环?

张岸元:当前提出的新发展格局不意味着中国经济要从目前状态,退回到当年国际大循环理论所要改变的国内经济循环局面。

一是产业层面短期内没有降低对外依存度的可能。产业层面看,国内相当多行业不具备在没有外部原料零部件供给、没有外部市场需求条件下生存的能力。根据国家统计局发布的2017年投入产出表行业分类,在我国149个行业中,有36个行业的进口或出口依存度超过20%,某些行业的出口依存度甚至超过100%。

以降低进出口依存度为切入点考虑“双循环”新发展格局,只能是缘木求鱼,或者至少要在短期内付出极大代价。必须看到,我国外贸国别分散度正不断提升。2019年,我国与美国贸易占全部外贸的比重已经下降到11.8%。近90%的外贸市场分散到了其他国家,并且在不断发展。中国应不放弃任何出口机会,不放弃任何进口可能,仅在少数领域迫不得已推进国产替代。

二是总量层面没有降低对外依存度的必要。从总量层面看,2007年,我国经常项目顺差占GDP的比重达到9.95%的峰值,此后开始下降。2011年以来,该比例一直稳定地低于3%,近年来,更是徘徊在1%不到的水平。可以说,国际收支基本平衡的目标已经充分实现。贸易依存度方面,2006年我国贸易依存度达到71.4%的峰值,之后也逐步回落到目前不到40%的水平。

以上行业及总量层面对外依存度的变化趋势表明:中国没有在产业层面迅速降低对外依存度的可能性;没有在总量层面进一步降低对外依存度的必要性;没有在出口导向和进口替代战略之间,做出非此即彼抉择的迫切性。

中国证券报:当前全球化进程遭遇挑战,主要受哪些因素影响?

张岸元:国际贸易理论对于开放的经济福利含义有明确阐述。要素禀赋差异、比较优势、规模经济、产业间产业内分工等,都构成开放的理由,都确定无疑有助于经济增长。这一过程的通常结

果是双赢。但绝大多数情况下,参与各方“赢的量”孰多孰少,是非对称的;不同产业链分工地位国家,对后来者实现追赶的主观感受及接受度,也有很大不同。

一是国际循环对不同国家的影响有所差别。对于后发国家而言,除劳动力之外的生产要素更多体现为稀缺性,经济更多体现出短缺特征。对外开放如同拔去水位不同之连通器的塞子,稀缺要素得以流入后,与发达经济体的发展水平落差,没有理由不被缩小,该过程将一直持续到“落差势能”和要素流动“摩擦力”之间,达到某种平衡。

对于先进国家而言,生产要素更多体现为冗余,经济更多体现出过剩特征。冗余和过剩的输出很难确定边界。发达经济体在国家层面保持领先优势的意志,与微观层面企业逐利的动机必然冲突。最典型的案例,是过去几十年间日本汽车企业在华投资的决策演进:先是刻意保持在华企业技术水平与本国的代差;而后在欧美竞争下,不得不将更先进的车型投入中国市场。

大量生产要素的输出,终究不利于母国经济增长,必然伴随着就业岗位在全球的重新调整,以及财富在全球范围的重新分配。最终,发达国家内部贫富差距、行业差距、地区差距扩大到国内政治上难以接受的地步。这是最近一轮全球化遭遇挫折的主要原因。

二是发展中国家在较低发展水平上,通过国际循环,在一个历史时期内,能够实现总量增长,缩小与发达经济体落差。但关键位次的跨越,不是单纯开放所能实现的,必然受到国际相关因素的制约。

构建内生经济动力机制

中国证券报:如何围绕创新技术领域形成内生经济动力机制?

张岸元:在漫长的中国自然经济发展史上,如瓷器、茶叶、丝绸等,这些产业有独特技术,能够大规模生产制造,首先覆盖广大国内市场,继而相当规模参与国际贸易。这一过程中,即便有外部要素参与其中,如青花染料输入、海洋贸易、茶马互市、白银中介等,但并不妨碍人们将这些产业发展视为中国传统文明的标志。

工业革命以来,围绕创新技术领域形成内生经济动力机制有四个要素。一是科学思想的突破。我们民族没有出现过牛顿、门捷列夫、爱因斯坦这样的人物。所幸划时代的科学进步是低频偶发事件,科学思想是开源的。我们需要不断进行民族性的科学启蒙,发展自然科学。

二是技术路线的形成。技术引进一直是中国对外开放的重要目标。社会学研究的结论是,东方民族具有在器物层面上解决问题的天赋。当前的共识是,近年来中国在技术工程化领域有长足进步,产业化运用水平与西方的差距,显著小于研发储备。

三是大规模生产制造。科学思想的相对滞后,以及开创全新技术路线能力之不足,并不妨碍我们在大规模生产制造环节建立起了不起的竞争优势。国内工业门类齐全、主要工业品产能巨大、主要区域产业高度集聚,大规模生产制造的优势将保持相当长时期。

四是覆盖广阔国内外市场。超大规模市场以及通过创新商业模式实现产品普及等,使得国内市场能够承担研发成本,支撑创新产业经济循环实现。未来需要做的是较大比例将收入分配向居民部门倾斜,同时缩小贫富差距,促进有支付能力、支付意愿的国内消费需求正常增长。

推进仿制药创新 破解医保开支难题

□中央财经大学经济学院教授 张苏

第二,出台政策确保仿制药合理的利润空间。Vinuth Chikkamath等人的研究表明,品牌药物之所以好销售,并不主要是因为效果良好,而是因为实施了以高扣激励为特征的渠道销售手段,这一方面使得品牌药到了患者手中价格高昂(品牌药和仿制药之间价差有时候高达230%),另一方面也挤压了仿制药的销售空间。国家应该一方面严查医生和药剂师开处方时的药物选择动机,坚决打击医药销售腐败,另一方面在带量采购时要给予仿制药足够的利润空间。带量采购中一味压低药物价格不利于医药产业的长期健康发展。美国1984年颁布的《药品价格竞争与专利期补偿法》一方面规范了药品价格竞争秩序,一方面降低了仿制药的开发费用和时间成本,还使得美国仿制药处方占有率达到1984年的不足20%,达到2019年的90%。我国应该从降低医药企业研发成本和防止恶性价格竞争角度出台力度更大的政策。最近各省将出台药品集中带量采购文件,应该杜绝为本地企业或者某个企业量身订制的严重破坏市场竞争秩序的行为。常见的做法有,对于药品品种按照企业报价、采购量占比、医疗机构覆盖率进行综合评审,将分值比重设为比如60%、20%、20%。这种做法看似公平,实质上是在保护那些已经在采购量占比、医疗机构覆盖率上占有优势的企业(可能常常是本地企业)。那些还没有在采购量占比、医疗机构覆盖率上有得分的企业,报价再低,也是不可能被选中的。此外,为仿制药创新提供政府基金、财政补贴,也应该提上日程。

第三,促进仿制药企业兼并重组,形成大规模有实力的仿制药龙头企业。中小型仿制药企业可以承接创新药品研发的外包。出台政策鼓励大型仿制药企业实施兼并重组,扩大规模,让企业获取适当的垄断利润,一方面可促进企业实现规模经济、范围经济效应,另一方面也可以促进医药市场竞争关系的形成。应特别鼓励研发型企业与销售型企业进行兼并重组,以便实现专业分工,各自实现比较优势。鼓励企业走出国门进行跨境收购。印度药企能够在发达国家市场上绕过复杂的监管审批流程,靠的就是在发达国家实施兼并重组。比如,1997年太阳制药实施对Caraco的初步收购,为进入美国仿制药市场开启了征程;DR公司通过收购英国的两家制药公司(BMS Laboratories及其全资子公司Meridian UK),成功进入到欧洲市场。跨境收购可以迅速利用被并购公司在当地市场现成的销售网络以及与医药审核部门的人脉资源。在东道国存在进入壁垒时,可以实施弹性的国际合作战略,比如创立国际研发基地,进行代工生产,研发外包合作等。

第四,政府为医药企业研究开发人员提供补贴。为迎接新的产业革命,全球已经开始了医药研究开发竞争,而且中国的临床需求正在被国外跨国企业所利用。比如阿斯利康在上海张江园区投资成立了继美国威明顿和英国伦敦后的第三个全球地区研究开发总部;默沙东与中国心血管病中心、阜外心血管病医院联合建立了心血管及代谢生物样本库;柯惠医疗在上海投资建设了医疗研发中心。临床需求是药物创新的源泉,这些企业对于优秀医药研发人才给予了优厚的待遇,对于我国医药企业形成了巨大的人才争夺压力。按照美国基本科学指标数据库(ESI)的学科排名,我国大部分医学专业在世界排名相对靠后,因而一流人才供给不足;另一方面,如果研究开发岗位没有足够的吸引力,我国医药企业的研究开发能力就会受限。政府可以对于企业雇佣的国际国内一流研究开发人员给予收入补贴,可以像一些地区引进医学博士一样,实行“一人一策”的补贴政策(比如收入补贴,子女入学优惠、家属就业照顾等),让企业聘请得起一流的研究开发人员。

世界经济的增长引擎,在1780年至1830年是纺织工业,1830年至1880年是钢铁产业,1880年至1930年,是电力石油化工产业,1930年至1980年是汽车产业,1980年至2030年是信息技术产业。现在已有研究表明,未来的经济增长重要引擎之一应该是生物医药产业。我国应该高度重视医药研究开发,先从仿制药研究开发战略做起,为2030年至2080年的康德拉季耶夫经济长周期的到来,为健康中国建设做好准备。



新华社图片