

经济转型面临“明治陷阱”考验

张莱楠

9月份,创下35个月以来新低的全国工业品出厂价格(PPI)再次验证了“经济见底时间窗口可能被延后”这一判断。“明治陷阱”正是当前中国企业所处困境的真实写照。

PPI持续下行趋势首先表明库存冲击仍在发酵。9月份PPI同比增幅从7月份的-2.9%降至-3.6%,远低于过去10年平均值2.5%,环比也低于过去10年平均值0.4%,表明对工业品需求依旧疲软,工业企业仍处于去库存化阶段。当前的情况是,企业正在用当前较低的销售收入用来抵扣较高的存货成本,企业因此也陷入“明治陷阱”——两头受到挤压,利润空间大大被压缩。由于后期需求不容乐观,大部分企业对原料采购持谨慎态度,导致最终需求不旺,零售库存对供应商库存消化幅度有限,企业进一步补库存动力不足。可以预期的是,即便是补库存也可能只是阶段性补库存,难以进入补库存的良性循环,PPI下行趋势难以在短期内被逆转。

价格周期与利润周期的同步特征正在进一步显现。随着PPI持续负增长,工业企业也出现全行业、全产业链利润的大幅下滑,企业深陷“需求萎缩型”产能过剩困局。去年年底北京大学曾经对东部沿海地区的3000家中小企业做过一次调查。调查报告显示,被调查企业平均利润比上年缩水了30%-40%。随着原材料和劳动

力成本上涨,很多企业无法靠更好的品牌建设和更先进的技术运用来保持利润,再加上海外需求萎缩,订单锐减,很多企业目前的运转状态平均仅能达到产能的71%。

今年这种态势进一步向大中型工业企业蔓延。数据显示,1-8月份,全国规模以上工业企业实现利润30597亿元,同比下降3.1%。8月当月实现利润3812亿元,同比下降6.2%。与PPI走势相吻合,这是工业企业利润累计增速连续第6个月出现负增长。随着前期过剩的矛盾与市场需求回落“双碰头”,工业品价格持续下滑,且跌幅较此前进一步扩大。

PPI持续受挤压将打击工业生产,给宏观经济带来进一步下行压力。数据显示,全国规模以上工业增加值按可比价格计算比上年同期增长8.9%,比7月份回落0.3个百分点。1-8月份,规模以上工业增加值同比增长10.2%,比1-7月份回落0.2个百分点。规模以上工业增加值的继续下滑显示经济仍在探底过程中,并且仍未看到明显反弹迹象。

从本质来说,工业增加值走势主要受下游消费和投资需求驱动。制造业投资是固定投资中最大一块,占比在36%左右,8月制造业投资同比增速比7月回落0.95个百分点,对投资增速形成拖累。制造业企业盈利的持续下滑和偏高的资金成本是约束制造业投资的主要因素,而去产能的压力也使制造业投资进一步承压,导致经

济见底信号延后。

中长期看,中国工业生产面临的困境预示的是未来增长动力不足。企业要面对的不仅仅是“增速下滑、需求疲软、成本上升、利润缩水”这样的困境,更要面对结构调整和转型的难题。事实表明,中国制造业长期以来赖以高增长的要素基础和国际大环境正在发生趋势性改变,这对于依赖于成本驱动,以及处于全球产业链低端的中国制造而言,利润空间会越来越小,被淘汰出局的将会越来越多,这可能是中国经济不得不面对的“新常态”。

如何有效逆转需求性萎缩带来的价格

冲击要对症下药,不仅要着眼于短期的政策刺激和减税减负,更应突出中长期的结构调整,大力淘汰落后产能,促进行业结构调整优化和整体竞争力的提升,在低谷中为下一轮发展夯实基础。同时,要努力稳定萎缩的市场需求,使行业先进生产能力能够生存。对于企业而言,需要苦练内功,在市场倒逼下,加快企业技术和产品结构转型升级的步伐。加快从价值链的低端逐步走向中高端,通过优胜劣汰做大做强一批企业,提高产业集中度和生产效率,真正培育中国工业企业的综合竞争优势。(作者系国家信息中心预测部副研究员)

年内物价有望保持基本稳定

陈伟

9月份,居民消费价格指数(CPI)同比上涨1.9%,增速比上月回落0.1个百分点;工业品出厂价格(PPI)同比增速虽然还在下滑,但环比降幅相对于前几个月明显缩窄。我们认为,9月物价数据表明短期通胀压力减弱,未来一两个季度物价将会比较平缓。

粮食价格方面,受10月以来美国上调大豆、稻米等农作物产量影响,国际粮食价格出现了显著的回调,而国内方面,在夏粮取得丰收以及全国主要产粮区秋粮长势良好的情况下,今年连续9年粮食获得丰收的可能性较大,这都会抑制粮食价格的持续上涨;猪肉在当前供给压力仍较大情况下,如8月生猪以及母猪存栏量都创出今年新高,价格持续走高的可能性也较小。

非食品价格短期持续上涨的动力也不足。居住价格环比上涨幅度正在缩减;国际原油价格9月以来已出现明显回调,因此短期内再次上调成品油价格促发CPI车用燃料价格上涨的可能性很小。

PPI方面,虽然在经历5个月环比下降之后,当前已经有企稳的迹象,但是就四季度来看,PPI增速仍难以有明显改观,一方面是因为上游采掘业价格受大宗商品价格弱势影响难以有持续反弹空间,另一方面也因为在中下游产能还普遍过剩情况下,当前投资需求的小幅改善仍难以明显拉动PPI中下游投资品价格,而在PPI增速难以明显改善情况下,下游的非食品价格尤其是CPI消费品价格也将难以有好的表现。

因此,总体来看,今年四季度物价保持相对平稳的可能性较大。(作者系民族证券分析师)

■ 舆情时评 | First Response |

股市2000点与房市1万点

胡语文

中国股市与房市出现了明显的背离,这里有实证可考。一朋友2008年5000点果断止盈卖出全部股票,然后买了两套房子,一套在深圳,一套在长沙,现在两套房子都涨一倍。按照当时股市点位计算,房价从5000点涨到了1万点,而股票却从5000点跌到了2000点。这就是中国资产价格在过去5年的巨大变迁。

笔者认为,现在的时点,应该是买股票比买房子更好。

尽管目前股市的泡沫未必完全挤干净了,但关键的问题是,目前股市相比房市的泡沫而言,风险远远小了很多。尽管股市里面高价股仍然不少,但大市值蓝筹股的价格相比5000点而言,已经打了特价,2折-3折的股票批量大甩卖。当然,便宜不一定是好货,但市场整体便宜的估值意味着,相对5000点而言,市场的系统性风险已大幅下降。未来股市上涨的可能远远大于下跌。尽管空头思维主导目前的市场,但这并不意味着未来5年A股不存在大幅上涨的系统性机会。

笔者认为,未来5年股市上涨的机会远远大于房价上涨的机会。从供求关系而言,房子的供给并非永远稀缺,而股票的供给未必永远会无限。尤其是目前主板的上市公司快速扩容的压力已经大大减轻,市场发展速度明显下降,甚至可能出现一两个月难得一见新股发行,市场以脚投票的方式很容易自动调节市场供求。尽管随着多层次市场建设的加快,部分市场资金

会分流至各个层面的市场,但稀缺性的蓝筹股依然是市场的常青树。因此,未来的A股市场即使不会出现系统性的牛市,也不会长期低估蓝筹股的优秀品质,更不会沦为三流股票云集的“菜市场”。

退一步说,如果市场估值能够持续下滑,那么对股市的投资者而言,尤其是真正的投资者而言,都是越跌越买的机会。但对市场投机者而言,也许现在是在卖股票的时候,尤其是趋势下行的时候,市场集体行为都表现得谨慎。

展望未来3个月,我们的判断更为乐观。政策层面的支撑形成的叠加效应正在发酵,而市场利率高位运行的格局为未来货币政策进一步发力留下空间,加之未来房产税推出之后对房市的压力更大,因此,目前在大类资产配置上,买蓝筹股的胜率比投资房产的胜率更高。

现在关键的问题是,市场永远喜欢强者恒强的东西,尤其是羊群效应的推动下,房地产的财富效应仍在持续发酵,尽管价格昂贵,但买房的刚性需求在盲从与冲动的推动下仍十分旺盛。这就是市场非理性的因素,试问当下理性的投资者又有几个呢?

如果人人都能克服自身的贪婪和恐惧,又能做一个理性的投资者,那么,人人都可能成为股神。但事实上正好相反,房价不可能永远上涨,股价不可能永远下跌。今天股市的2000点就可能成为未来房市的1万点,这里需要的仅仅是时间。

(作者系中国上市公司舆情中心特约观察员)



稀土行业很混乱,开采浪费且污染。政府出拳企业躲,此处关门彼地办。若非监管成虚设,岂能死灰复燃。科学发展要落实,善待矿藏与江山。

ICLONG/漫画 孙勇/诗

蓝筹股T+0交易也难根治市场过度投机

熊锦秋

最近有专家建议,以沪深300指数成分股为代表的蓝筹股可率先恢复T+0交易。笔者认为这对完善市场机制效用不大。

贺强教授认为,实现T+0交易,可以增加股市的交易量和市场的流动性,增强市场人气和投资者信心。笔者认为,交易制度的改变或许可以增加流动性,但未必能够增强投资者信心、吸引投资者入场、提升市场估值。决定股票价格的最重要因素是公司本身,与交易制度关系不大,T+0也好,T+1也好,都不可能改变股票内在价值。

有专家表示,一旦恢复沪深300指数成分股T+0交易,蓝筹股将成为资金洼地,可以引导市场理性投资。笔者认为这是一厢情愿,交易规则的改变不可能改变市场过度投机属性。目前ST股涨跌幅被限制为5%,蓝筹股等享受涨跌幅10%的优惠待遇,但事实上,这并没有从根本

上抑制市场炒差投机。同样的道理,给蓝筹股享受T+0优惠待遇,也恐难改变盘子庞大的蓝筹股不受投机者欢迎现状。退一步讲,就算蓝筹股实行T+0使其成为香饽饽,这种通过投机手法刺激达到的蓝筹股受宠局面,对市场也难言好事,2007年的蓝筹股过度投机形成的蓝筹股泡沫已给市场带来太大教训。

贺强认为,股市现货T+1交易与股指期货T+0交易无法匹配,难以发挥股指期货套保作用。笔者认为这更站不住脚。虽然,如果把用以套保的期指当日平仓,股票现货就会暴露仓位风险;但是,投资者若买完股票后做空期指套保,套保功能就立即发挥效用,这样完全可以在第二天同时平仓,何来隔夜持股风险?而且,这样在期现两个市场单日内超短线双向交易,又有多大现实意义?

有专家认为,实行T+0后,买入蓝筹股的散户只要发现操作失误可立即止损,将损失降到最低的同时,还可以在当

天再次择机入场。笔者认为,假设散户当日只会犯一次买入错误的想法完全荒谬,散户完全可能一日犯多次错误。股价单日可能有多个起伏,散户买入后股价下跌若立即止损,但股价也可能就此上涨,你追还是不追?你若再追,它或许又下跌,你卖还是不卖?谁也不是神仙,无人能够准确预测何处是低、何处是顶,多次进出很可能左右挨巴掌。频繁交易不可能为市场创造额外价值,只能带来更多的财富再分配机会,而散户作为弱势群体,财富再分配机会越多,其被掠夺的可能性也越大,只会陷入在市场追涨杀跌的恶性循环。

而且,蓝筹股实行T+0本没有实质意义。既然买入蓝筹股,就是奔着价值投资,何必在乎当日进出。笔者赞同投行人士张化桥的一个观点,买股票不要依赖下家,如果自认为股票物有所值,它能持续为你创造价值,你拿住就是,又何必把蓝筹股当作烫手的山芋想通过T+0尽快脱手?

美股实行T+3交割制度,为防止散

户由于T+0频繁交易而快速亏光,制订了PDT规则,规定若要不限制地开展日内交易,需开设保证金账户,对于典型日内交易者,账户资产则要求必须达到25000美元。T+0交易赌性更大、投机性更强,没有几个散户能够驾驭,多数只会因此遭殃,A股市场有些散户呼吁T+0,自以为能比股票跑得更快,或是自作聪明。

当前市场蓝筹股估值较低,未必不是好事,这样的估值水平,市场逐渐体现投资价值。市场不合理之处在于,小盘股、新股、绩差股等等,它们的估值水平远超过蓝筹股要高,它们本无资格享受如此待遇;对此,我们不应通过让蓝筹股实行T+0,使蓝筹股也变成投机股来达到平衡,而应该通过其他方法。比如,取消红利税,实行严格的强制分红、提高现金分红比率,以此提高蓝筹股的回报率;另外,可考虑将做空机制推广覆盖到沪深300标的股之外的其他股票,包括刚上市的新股,甚至可以针对它们研究探索裸卖空机制。

上市公司再融资申请被否决原因特点分析

兰邦华

近年来,管理层大力推动发行制度的改革,其中一项重点工作是推进上市公司再融资发行制度的市场化。究竟管理层再融资发行审核的理念发生了哪些变化呢?通过分析近几年上市公司再融资发行申请被否决的原因可以为我们提供一些客观的答案。冯小树曾在《深交所》2008年第5期发表论文《2007年发审委会议被否决企业情况分析》,对2007年17家再融资申请被否决公司的情况进行分析(据该文统计,2007年共审核198家再融资申请,否决17家,通过率91.41%)。证监会从2010年起开始在官方网站公布再融资发行审核的否决原因。本文对2009年以来再融资发行申请通过情况和否决原因进行统计,并与2007年再融资申请被否决原因比较,从中寻找再融资发行审核的变化趋势。

3年来再融资申请过会率情况

2009年-2012年三季度,共有811家上市公司再融资申请上发审会,其中793家通过审核,17家被否决,1家暂缓表决,审核过会率达97.78%,高于2007年再融资过会率91.41%,也高于同期首次公开发行(IPO)过会率。从2009年-2012年三季度,再融资过会率分别为94.85%、98.42%、97.19%、99.51%,处于上升趋势。

再融资申请被否决具有5个特点

2009年以来上市公司再融资申请被否决的情况具有以下几个特点:

第一,被否决的再融资申请集中于非公开发行和公司债品种。在17家被否决的上市公司中,有9家是非公开发行,占比52.94%;7家公司债,占比41.17%,1家是配股,申请公开增发和可转债的公司全部过会。这种现象有意思之处在于:再融资条件最严格的公开增发与可转债全部1家被否决,条件最宽松的配股、公开增发和公司债反而出现了较多的被否决公司。我们认为,原因除了非公开发行申请数量最多之外,还可能因为不同发行条件的再融资品种起到一种“信号筛选”的作用,盈利能力较强、治理较规范的公司更敢于选择发行条件更高的再融资品种,这些公司被否决的概率更低。

第二,强化信息披露,淡化募投项目的实质判断,体现了市场化理念。2010年以后被否决的11家公司有公开被否决原因,我们将这些原因与2007年再融资申请被否决原因进行比较分析。

2010年以后被否决的11家公司中,有45.45%(5家)存在信息披露瑕疵,成为首要否决原因,而2007年只有29.41%的被否原因涉及信息披露瑕疵,在重要性中排在第四位。2007年首要否决原因是本次募集资金运用,有43.06%(8家)的被否公司涉及这方面,具体包括募投项目存在较大经营风险、募投项目存在财务风险、募集资金必要

性不充分等三个方面。2010年以后被否决的11家公司中,只有2家公司存在募集资金运用问题,而且还是因为涉及增加关联交易,而非募投项目前景问题。从首要否决原因的变化可以看出再融资发行审核理念的变化,即更市场化,淡化募投项目盈利能力的实质判断,强化信息披露的合规性。

第三,财务及会计处理、再融资方案不再成为否决原因。在2007年被否决的17家公司中,有3家公司涉及财务及会计问题,3家公司涉及再融资方案问题。2010年以后则没有公司因涉及上述问题被否决。这说明因涉及IPO审核把关和加强日常监管,上市公司的财务规范化工作取得明显成效,而且保荐机构的执业能力在不断提高,再融资方案设计不再出现失误。

第四,独立性和规范运作有问题仍然是重要否决原因。在2010年以后被否决的11家公司中,有36.36%(4家)涉及规范运作问题,27.27%(3家)涉及独立性问题,而在2007年被否的17家企业中,各有35.29%(6家)涉及独立性和规范运作问题。这说明上市公司规范运作仍存在较多问题,管理层在发行审核中仍然重视彻底解决这些问题。

第五,公司债的否决原因体现了管理层对偿债能力的重视。2007年公司债产品刚推出,当年才审核3家公司债产品且全部通过。而随着近两年来公司债融资等快速发展,申请公司债发行的上市公司数量增加,有4家公司因为偿债能力不确定、盈利能力差被否决,占比36.36%,这体现出资本市场再融资品种的发展特点。但相对于公司债成功发行家数来说,公司债申请的过会率还是很高的。

结论与建议

通过前面对上市公司再融资申请被否决特点的比较分析,我们可以看出,近年来再融资发行审核理念和2007年相比有了较大变化,表现得更为市场化,更具有针对性,体现出强化信息披露、淡化实质判断的特点。应该说,再融资发行审核制度的市场化改革取得了一定成效。

关于下一步再融资发行审核制度改革我们主要有四条建议:第一,按照“总体设计、市场导向、分步推进、从易到难”的原则逐步推进发行审核制度的市场化改革,改革方向是优化行政机制、培育市场化、完善治理机制,逐步市场化。第二,优化与丰富再融资品种,满足市场需求,提高效率,包括改进现有再融资品种的个别条款,满足市场需求;增加优先股、私募可转债等新的再融资品种;探索闪电配售、储架发行、主承销商配售等再融资发行方式。第三,培育市场化的激励约束机制,完善价格机制、信息机制、公司内部治理机制对发行人、保荐机构、保荐人再融资行为的激励约束,让再融资发行博弈中信息占优的一方承担更大的责任。第四,优化发行审核监管,包括合理界定监管边界,完善信息披露制度,深化发行审核、发行定价、保荐督导环节的监管合作,整合各类监管资源之间的协作,优化再融资相关的投资者保护机制等。

(作者单位:特华博士后科研工作站)

联系我们

本版文章如无特别声明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发电子邮箱至ppl18@126.com。