

# 2015年制造业转型忧中见喜

项峥

## 产业结构转型朝预期方向发展

新年伊始,全球经济形势并不乐观。原油价格大幅下跌,美国股市高位调整,加剧了全球金融市场运行的不确定性。虽然我国经济运行总体稳定,但制造业结构转型受外部市场需求波动,增长压力日渐增大。据国家统计局发布数据,2015年12月中国制造业采购经理指数(PMI)为49.7%,虽然高于上月0.1个百分点,但仍在50%的荣枯线以下,表明制造业增长压力依然存在。尽管如此,制造业增长忧中见喜,制造业产业结构转型朝预期方向发展,落后产能和过剩产能淘汰等市场出清速度加快,库存下降致再库存意愿上升,财务负担减轻提升盈利能力,一定程度上反映出宏观经济基本稳中向好的趋势,需要市场保持乐观预期。

当前我国制造业增长放缓是供求双侧问题的集中体现。从需求侧分析,2008年国际金融危机爆发后外部需求急剧萎缩,国际市场对我国工业品需求出现下降,导致产能不能顺利输出而滞留国内,产能过剩矛盾凸显。从供给侧分析,我国工业品在技术、工艺、设计、包装、品牌等

方面缺乏竞争力,无法满足国内市场对高品质产品的需求,也加剧了产品供给过剩问题。考虑到当前我国制造业存在“消化产能”和“转型升级”这样一个既“破”又“立”的运行特征,制造业内生增长动力的形成,仍然需要一个以时间换空间的过程。

## 转型升级初露曙光

当前我国制造业转型升级初露曙光。主要表现在以下几个方面:一是产业结构转型朝预期方向发展。2015年12月,我国高技术制造业PMI为53%,年均值高于制造业总体2.9个百分点。计算机及电子设备制造、医药制造等行业继续保持扩张态势,PMI均处在52%以上的景气区间。在新能源汽车消费带动下,汽车制造业PMI处在55%以上的较高景气区间;11月份汽车制造业利润同比增长35%,环比上月提高28.6个百分点,电动汽车有望成为未来新的消费热点。二是市场出清速度加快。工业结构转型既需要战略性新兴产业加快发展成熟,也需要落后、过剩产能加快出清。截至2015年12月,我国工业生产者出厂价格指数(PPI)已经连续46个月同比下降,连续24个月环比下降,近

期价格指数下降幅度有所扩大。截至2015年1~11月,我国工业企业累计亏损家数同比增长17.4%,较上年同期上升8.4个百分点。在工业产品整体价格加快下降同时,代表制造业转型方向的工业产品价格上涨压力较大。受电动汽车销售增长拉动,去年碳酸锂价格上涨近30%。

三是库存下降致企业再库存意愿上升。2015年11月末,全国规模以上工业企业产成品存货同比增长4.6%,分别较上年同期和今年6月末下降9个和2.8个百分点,反映出企业产品销售压力正逐步缓解。2015年10月末,规模以上工业企业存货同比增长0.9%,已基本位于阶段性历史底部;12月,制造业企业原材料库存指数为47.6%,环比上月回升0.5个百分点,表明企业再库存动力有所增强;采购量指数为50.3%,回升至荣枯线上方,为2015年8月以来新高。

四是财务负担减轻提升盈利能力。截至2015年10月末,全国规模以上工业企业财务费用同比增长1.3%,较上年同期下降11.5个百分点;其中,利息支出同比下降1%。财务负担减轻提升了企业盈利能力。2015年1~11月份,规模以上工业企业主营业务收入利润率为5.57%,呈现出稳步回升态势。11月,规模以上工业企业每百元主营业务收入中的成本为84.94元,同比下降0.03元。“降成本”是中央经济工作会议确定的今年五大关键任务之一,在国家与地方相关政策措施的作用下,预期今年制造业企业盈利能力有望止跌回升,部分战略性新兴产业制造企业盈利能力还会快速上涨。

困难估计可能过于悲观,不能以一个更加理性的角度去分析思考。宏观经济金融运行的内外部环境基础已经发生重大变化,评价宏观经济金融基本面的基准也要随之调整。经济增长速度回落,主要经济指标不尽如人意,都是预料中的事情。但要跟谁比。就在全中国范围内的相当规模经济体内进行比较,我国经济增长速度也属于第一或第二。制造业市场出清速度加快,导致经济增长速度明显回落,是经济结构转型的正常现象。关键是如何理性认识。举例分析,国内居民海外购物热导致国内购买力输出,主要是国外产品更贴近居民需求,但实际产品的品质和技术与国内产品相比,并没有巨大差异。只要国内企业真正关注居民需求,在技术和工艺上进行升级,就一定能够替代国外同类产品的需求,这实际上也蕴含了巨大的商业机遇。可见,市场出清速度的加快,意味着宏观经济距离见底已经不远了,反而需要投资者更加积极布局于战略性新兴产业和现代制造业。

综合来看,我国现代制造业仍具有巨大发展潜力,宏观经济基本面稳中向好的态势进一步巩固。当前我国制造业结构调整正向预期方向发展,去产能提速和战略性新兴产业政策扶持力度加大,将在“破”与“立”之间形成动态平衡,并保持制造业稳定增长,逐步培育新增长动力,促进制造业结构优化、质量提升。因此,微观经济主体和市场要对当前金融市场和大宗商品市场的大幅波动保持几分冷静,要更专注于实体,积极创新转型,提前布局具备远大发展前景的产业。归根到底,实业才能兴国。

# 全球股市暴跌脱离经济基本面

王宸

在中美股市连环下跌惨案中,不断有人惊呼全球性危机再度上演,金融巨鳄索罗斯更是危言耸听,但事实上这仅仅局限于金融市场领域的全球连环暴跌,并未对全球经济造成明显破坏,甚至一再下跌的原油也未令欧美央行对通胀过度焦虑。实际上,全球金融市场的连锁暴跌,背后是各种投资力量的深度转移,中东主权基金受油价暴跌拖累不断撤出欧美市场,就是其中很重要的一个部分,这种情绪恶化下的全球资金转移才是风声鹤唳的真相。

对于最为世人关注的欧洲负利率及通胀下滑问题,欧盟央行执委会们认为,通胀无碍经济基本面的强劲复苏,遭遇大众“尾气门”的德国和遭遇恐怖袭击的法国,其经济都走在正轨之上,就连中东欧、南欧国家经济也在稳步回暖,一个基本的现实是,2016年开年连环暴跌中并未对原来“欧猪国家”国债构成明显冲击。美国则刚刚经历美联储加息,非农等经济数据亮丽。中国开年公布的经济数据中,非制造业PMI好于预期,国际贸易顺差好于预期,人民币虽有较大幅度走低,但是仍然处于一个正常波动的区间之内。所以,全球股市连环暴跌脱离经济基本面是毫无疑问的,一切都是市场情绪恶化的借口。

当然,新年伊始有资金撤出金融市场回流实体经济,往年全球连环暴跌多数发生在2月份,而今年提前在1月就发生了的全球连环暴跌,说明世界经济复苏长期缓慢压力下的市场

情绪不断恶化积累,在中美两大股市下跌的冲击下,全球投资者们彻底崩溃了,在远远脱离经济基本面中各种利好因素的形势下,金融市场最早成为负面情绪宣泄的首选地。

对于国际原油的疯狂下跌,国际上早有中国捡了最大便宜的看法。无论事实是否如此,油价继续深跌谁也无能为力。如果算上开年商务部公布的中国吸引外资数据再创新高,中国经济抄全世界的底可算是成功的。但问题是,中国金融市场也是全球连环暴跌中非常重要的一环,中国抄底也是有代价的,是不可能脱离全球化独善其身的。

美联储加息确立了美元长期走强的基本轨道,但是从美元欧元激战和美元汇率激烈争夺来看,押注欧洲经济复苏和日本经济复苏的力量不容小觑。美国经济回暖仅仅是发达国家经济全面复苏的冰山一角,就像发达国家间贸易复苏要超过新兴市场一样,经济基本面是确定无疑没有问题的,问题在于复苏的快慢,这才是最终决定全球金融市场的王道,最终会向经济基本而快速修复。

就美股来看,做空力量集聚已是很久的事了,市场情绪的恶化恐怕还会延续很长时间,至少要落后于中国股市情绪的恢复。中国在经济上抄全球的底成功之后,最终可能必然会反映到A股中去,A股率先恢复市场情绪的理性,率先修复至经济基本面的有利一面。这些都是中国改革开放以来长期积累发展的必然结果,就像2015年中国A股虽然经历股灾仍然领先全球一样,中国世纪正在缓慢地拉开序幕。

# 未来货币增速继续下行

胡月晓

近期央行公布了2015年12月份金融数据,显示12月信贷、货币增长均逊于市场预期,比前月回落。笔者一直认为,经济疲弱格局延续下信贷有效需求不足,资本外流使得维持当前货币增长水平不易;12月数据印证了这一判断,未来货币增速仍趋下移。

尽管央行货币政策一直强调要保持定力,坚持货币政策“稳健”方针不动摇。货币中性是兼顾当前中国经济现状和实现结构调整战略目标的正确选择。但面对2015年下半年以来资本市场的剧烈动荡局面,货币当局适当放松了流动性控制。去年下半年以来,中国货币增速M2持续位于13%的上方。货币当局对流动性控制,兼顾资本市场状况的倾向,日益明显。从资本市场运行态势

看,市场普遍预测12月份货币增长将回落。

我们一直对货币当局能维持目前的货币增速表示怀疑,资本外流带来的基础货币投放的下降,中国央行虽然已经在2013年就开始着手主动投放基础货币,但受传统和习惯于外汇占款的被动投放制约,主动性的基础货币投放能力显然是不足的。从实际情况看,2015年以来中国信用创造体系中,基础货币增长是持续下降的,依靠RRR下降提升的货币成数,维持了目前相对高的货币增速。12月份后的汇率持续贬值态势,意味着基础货币增长再度下降。资本外流带来了流动性的被动收缩。

受经济运行“底部徘徊”格局不变趋势的影响,各部门对信贷的有效需求依然增长疲软;非金融企业的中

长期信贷增长大幅低于去年同期水平,表明企业投资意向薄弱,对长期经济前景信心不足;居民部门的短期信贷需求则持续处于低位,体现了消费和个人经营信贷增长的疲软态势,居民部门信贷增长主要是购房带来的长期信贷增长的结果,对实业经营的“扭曲”仍将延续。

去年12月,非金融企业及机关团体贷款增加6110亿元,其中,短期贷款增加2646亿元,中长期贷款增加3464亿元;11月,非金融企业及机关团体贷款增加3269亿元,其中,短期贷款增加1952亿元,中长期贷款增加1317亿元。可见,非金融性公司的短期和中长期信贷都有显著增长。

从统计上看,M2增长和投资的

以超过央行政策预期目标12%的速度增长,表明货币当局有意营造宽松货币环境,加上货币当局降低融资成本的努力,即使利率市场化全面推进,以及经济下行压力下经营困难,银行借贷利率也难以上升,甚至还有下降。借贷利率的下降,对社会扩大投资有着不可小觑的影响。

从消费和M1的增长变动关系看,M1的增长对消费的企稳回升,有着重要影响。在当前经济运行持续低迷,通货紧缩态势日益严重的情况下,消费增长表现了难得的平稳和回升局面,除了促进消费政策的影响之外,M1的大幅度回升,对消费延续稳中有升的格局,也有重要影响。2015年,在投资增长节节下滑的局面下,消费增长呈现了难得的稳中有升态势,其中M1回升的支撑作用功不可没。

## 经济距离见底已经不远

回顾过去一段时间和当前宏观经济形势,市场对我国宏观经济转型的

## 焦点评论

## 国际油价跌破30美元关口



世界经济不乐观,油价大跌谁心寒?委内瑞拉打哆嗦,普京大帝暗自叹。有人揭秘阴谋论,有人归因新能源。经济且行且珍惜,期望早日过难关。

赵乃育漫画  
孙勇/绘

# 股权之争将成为新常态

刘彦萍

## 股权之争越演越烈

近两年,上市公司被举牌、争夺股权和控制权的事件频发,成为资本市场各方关注的焦点。据不完全统计,2014年有近50家公司被产业资本举牌,新黄浦、上海新梅、天目药业、长园集团、东方银星、西藏药业和雷士照明等十余家公司均发生重大股权争夺事件。2015年,沪深两市发生举牌约152次,涉及85家上市公司,其中至少有35家上市公司为险资举牌,涉及10大保险企业,私募基金以中科招商为代表,举牌了16家上市公司。2015年末发生的宝万之争,再次成为控制权争夺的热门话题。

举牌、股权及控制权之争的行为在未来极有可能成为A股新常态,有必要予以正视。

在传统“一股独大”的体制环境下,举牌和敌意收购鲜有发生。随着资本市场基础制度建设的完善和投资机制、环境市场化,以保险资金和私募投资基金等为代表的专业投资机构逐步崛起,产业资本日趋活跃,财务投资风气盛行,“一股独大”特征逐渐弱化,使得通过收购、增持股份等谋求上市公司控制权具有现实可能。根据Wind数据,截至2015年第三季度机构持股比例超过50%的上市公司有934家,持股比例超过5%的公司有2533家,相比2003年机构投资者持股比例超过1%的上市公司仅467家。机构投资者在资本市场的影响力日渐增强,对于公司治理发挥重要作用。从某种程度上,举牌、收购或股权争夺等都是股东积极主义的表现形式,是投资者基于对公司投资价值的判断、为实现利益最大化而采取的市场化策略,有利于引导资源市场化配置,推动价值投资,对大股东及管理层等形成外部监督。早在1965年,美国学者Henry C. Manne关于“公司控制权市场理论”,就提出公司控制权争夺的若干机制中最为基本的三种是代理投票权、直接购买股票和兼并。三者成本、实际操作困难和法律后果差异很大。其中代理投票权最为昂贵、最具不确定性和使用最少,并确实是最有效的路径,对于保护不具有控制权的个体股东以及从大众福利经济角度更如人愿。

从我国实践来看,代理投票权的案例相当少见,近期发生的如深康佳A董事会换届选举,小股东通过累积投票制使得提名的候选人获得了4个董事席位和1个监事席位,超过了大股东的席位。以机构投资者代表的产业资本的举牌和收购行为较为普遍,实践中还带来了股权及控制权之争。如上海家化财务投资者与原管理层、大股东的纠纷,新黄浦产业资本与控股股东之争,雷士照明、万科等为创始人与投资人之争,金地集团、农产品、力合股份和金融街等举牌方与大股东之间控股权的争夺。另外还有同行业扩张整合,如永辉超市举牌中百集团、银泰系举牌鄂武商A争夺股权等。还有股东内部控制权竞争,如上海新梅、西藏药业、内蒙发展和东方银星等。

在以上案例中,标的公司通常股本较小且股权分散、大股东持股比例偏低;股价低、价值被低估;行业发展和并购重组空间大,存在增值可能。举牌目的包括财务投资,举牌方认为其股价低估,短期会有所增值;同行业公司整合或股权争夺,这类公司意在产业布局,通过股权争夺进行快速扩张;也不乏短期套现,通过举牌题材概念的投机行为,带来股价大涨的短期收益。

实践中,标的公司在公告举牌之后通常带来股价的上涨。对上市公司而言,获得保险和PE等产业资本投资,可以为企业提供更稳健的财务保障和多元化融资路径,有助于降低信贷等融资成本。控制权争夺可以约束大股东或管理层的行动,引起监督水平

的提高,抑制大股东或实际控制人的私人利益,有利于改善公司业绩和保护投资者利益。但在一些案例中,也给企业带来损失。如雷士照明被剔除出恒生指数,失去权重股份。曾经的国美以及绿城案例,股权争夺也给企业造成无形损失,包括品牌、投资者信任等。股权之争使得大股东和管理层分散精力,易影响公司日常经营,甚至涉及司法诉讼或导致公司重大资产重组破产。还可能间接或直接侵害中小股东的权益,特别是在信息不对称、利益不透明的背景下,独立董事、监事会等监督缺位的问题屡屡出现,中小股东权益保护问题突出。所以大部分中小投资者还是希望平复纠纷,消除不确定的经营性风险。西藏药业就有中小股东公开号召组成联盟,筹集10%的股份单独提起召开临时股东大会,结束股权争斗。

## 股权争夺是市场行为

举牌及控制权争夺是市场自身行为,属于公司自治范畴,只要符合相关法律法规规定,监管部门不会进行干预。但是涉及公司治理和信息披露相关规则适用问题,如董事提名任免权、股东大会召集权和表决权的行使等。信息披露的合法合规问题,包括股东是否及时、如实地披露一致行动关系,股东及其一致行动人的持股行为是否合法合规、是否及时披露持股数量、比例及其变动等。上市公司应当通过相关提示性公告和股东权益变动报告书等及时对外披露股东权益以及控制权归属变动情况。此外还需要在股东大会提名董事候选人、提请董事会及监事会召开股东大会、自行发出召开股东大会通知等各个阶段,及时履行信息披露义务,保证中小股东对实际控制人及董事会潜在变动情况的知情权。

实践中出现的问题包括公司未按规定披露持股变动及控制权归属等,公司董事会受一方股东的影响或控制,在收到另一方股东关于提请召开股东大会审议董事任免议案后,未能及时披露,或者是董事会决议否决议案后,未能详细充分披露理由。如东方银星案中,银星集团所控制的公司董事会以豫商集团持股比例未按规定披露被行政处罚为由,拒绝其召开相关股东大会。之后召集的临时股东大会又拒绝了豫商集团的提案。为此豫商集团起诉公司,认为其行为了违反《公司法》和《上市公司股东大会规则》中规定的股东大会召集程序和表决程序,请求法院撤销临时股东大会所有决议。而西藏旅游案中,举牌方买入股票达到5%时,未按规定停止增持行为并及时履行权益变动的信息披露义务,受到交易所纪律处分。控股股东国风集团将举牌方诉至法庭,要求判令其持股比例5%以上的买股行为无效,且持有西藏旅游股票期间,不得对其持有的股份行使股东权利。该案至今尚未审判。

随着资本市场市场化和法治化发展,公司治理从内部监督为主发展到外在监督力量的强大,股权结构从一股独大到股权分散、股东多元化,治理方式从大股东、实际控制人“一肩挑”到股权投资盛行、职业经理人阶层崛起是发展的必然,有利于公司治理水平的提升和与国际接轨。随之而来的举牌、收购和股权争夺等行为是市场有效性和活跃度的体现,应该在肯定和规范的基础上发展我国控制权市场。

此外,有必要区分控制权争夺与对上市公司的“壳”资源之争。壳资源的公司,大多业绩甚至无主营业务。收购这类公司“买壳上市”和举牌收购龙头绩优公司或品牌公司有本质区别。A股不同于境外成熟市场的一个特点在于壳市场备受关注,投资者热衷于炒壳。而在成熟市场,买壳借壳基本行不通。借壳、炒壳行为为会在一定程度上挤占资源,间接影响其他真正有价值的上市公司估值。应以资本市场供给侧改革为契机推进完善退市制度、破产机制,淘汰差的企业、僵尸企业等,严格规范限制借壳行为,逐步推动引导价值投资。

(作者单位:中国上市公司协会)