

众人拾柴完善生态 上市公司提质步伐加快

证券时报记者 王君晖

3600 多家上市公司是中国经济的“成份指数”。证监会主席易会满曾用“实体经济的基本盘”“经济发展动能的转换器”“完善现代企业制度和履行社会责任的先锋队”“投资者分享经济增长红利的新渠道”来描述上市公司在经济发展中发挥的重要作用。并表示希望上市公司发挥好“头雁效应”。

另一方面,伴随着我国资本市场发展而来的上市公司仅有 29 年的历史,与国际上的“百年老店”存在一定差距,也存在一些不可否认的乱象,给上市公司声誉造成不良影响。这些问题,正是资本市场深化改革过程中要着力改善的重点。日前,总体方案基本定型,明确表示用 3 年到 5 年时间使上市公司整体面貌得到改观,一系列提高上市公司质量的行动计划将陆续制定并实施,上市公司发展生态将得以优化。

上市公司提质计划正在进行

上市公司涵盖了国民经济全部 90 个大类,占国内 500 强企业的七成以上。2018 年,实体上市公司利润总额相当于同期全国规模以上工

业企业的 38%。2787 家上市公司实施现金分红,总金额 1.15 万亿元,股息率达 2.41%,与标普 500 指数、道琼斯工业指数水平大致相当。截至今年 4 月末,战略新兴行业上市公司达 1425 家,占全部上市公司的 39%,2018 年上市公司研发支出 7344 亿元,同比增长 21%。

一系列数据切实表明了上市公司在服务经济高质量发展中所发挥的重要作用。正因如此,在供给侧结构性改革深入推进,经济结构转型的当下,着力提高上市公司质量,夯实经济发展基石尤为必要和迫切。

对上市企业来说,完善上市公司治理结构,提高治理能力,健全优胜劣汰的退市制度。上市公司发展质量是资本市场投资价值的源泉、健康发展的基础,没有好的上市公司就没有好的资本市场。”山东一家上市公司高管对证券时报记者表示。

也是在这一背景下,今年以来,资本市场深化改革加速,29 年的发展积淀了宝贵的实践经验,但也难言成熟。上市公司治理不规范、信息披露不够真实准确、财务造假、社会责任缺失等问题长期存在,甚至一段时间以来,白马股密集暴雷打击市场信心。有些大股东为自身利益掏空上市公司、不顾风险高比例质押股份。种种乱象制约着资本市场健康

发展,也不利于投资者权益保护。

对于种种市场乱象,监管层始终保持着密切关注,并多管齐下予以整治。截至 5 月中旬,证监会今年已对上市公司及相关主体立案 28 家次。监管进一步趋严,随着科创板及注册制的平稳运行,信息披露等标准将更加细化和提升,退市趋于常态化,优胜劣汰效应更加突出。

国瓷材料副总经理司留启对证券时报记者表示,对资本市场来说,需要完善制度设计,逐步提高资本市场直接融资尤其是股权融资的比重,鼓励长期投资,大幅减少企业对债务融资的依赖,降低企业融资成本,解决企业融资难问题来支持实体经济发展。目前我国资本市场直接融资比重不到 15%,发达国家直接融资比重一般大于 50%。最后,要尽可能的减少对股权流通的限制,提高资本利用流通效率,最大限度发挥其资源配置能力。

众人拾柴完善上市公司发展生态

近期,上市公司半年报披露进入尾声。Wind 统计显示,截至 8 月 27 日,在可统计的 1784 家上市公司中,今年上半年营业收入同比增速为正的有 1229 家,占比近 70%;

其中 1713 家上市公司净资产收益率均值为 3.79%。有市场人士分析,半年报数据显示,化工、基建、工程等行业景气度较好,电子、计算机等板块也同样出色,充分体现出中国经济的韧性。

科创板上市公司光峰科技一管理层人士对证券时报记者表示,上市公司在贯彻国家战略、改造升级传统产业和培育新兴产业等方面起着重要作用,要实现资本市场与产业资本的良性驱动,上市公司自身需不断提升治理水平,规范运作,夯实主业,扎实内功,应对复杂多变的国际环境,持续提升自身竞争力。

值得注意的是,此次资本市场改革总体方案提及的重点中,在提高上市公司质量方面特别提及要优化上市公司发展生态。这与此前易会满的表态一脉相承。提高上市公司质量是一项宏大的系统性工程,需要“众人拾柴”。包括营造有利于公司发展的法治环境,优化中介生态,督促保荐承销、法律服务等中介归位尽责,发挥看门人作用;优化舆论生态,提振市场信心等。

中国证券业协会执行副会长安



尽快扭转杠杆率结构背后的资源错配

证券时报记者 孙璐璐

由国家金融与发展实验室(NIFD)发布的最新中国杠杆率报告显示,在经历了一季度宏观杠杆率大幅攀升 5.1 个百分点后,二季度宏观杠杆率仅小幅上升 0.7 个百分点,较一季度环比回落超八成。整体看,不同于 2017 年、2018 年的去杠杆和稳杠杆,2019 年上半年我国宏观杠杆率的变化态势发生了一定程度的“逆转”,上半年宏观杠杆率

攀升 5.8 个百分点。

今年前两个季度的宏观杠杆率经历了明显的波动,一季度的显著攀升既有年初信贷社融高增长带动的杠杆率分子增加,也有名义 GDP 下降导致的杠杆率分母下降。但二季度杠杆率升幅骤降,预示着后续经济面临着一定的下行压力。一个需要探讨的问题是,稳杠杆和稳增长应该如何平衡?

近三年来,宏观调控中对于杠杆率的政策目标,经历了从去杠杆

到稳杠杆再到结构性去杠杆的转变。尽管今年上半年宏观杠杆率重回升势看起来与稳杠杆的政策有悖,但从全局性的视角通盘考虑,在当前稳增长背景下,只要不引发杠杆率的大幅异常波动,可以容忍杠杆率的适度抬升。

我国杠杆率存在的问题和风险点并不在于宏观杠杆率绝对值的高低,而在于杠杆率的结构及其所反映的资源错配。国际上对于杠杆率水平的高低并没有广泛认可的

明确标准,绝大多数国家制定宏观政策时通常不会将杠杆率作为政策目标,近年来我国之所以对杠杆率问题较为关注,很重要的原因是因为非金融企业部门杠杆率在金融危机后的快速走高,但细看企业部门杠杆率的组成,企业之间有着较大差别。

杠杆和债务本身是中性的,用在产出效率高的地方、用在真正需要的地方就能发挥有效的撬动作用,推动经济的发展。因此,“拆弹”

宏观杠杆风险的着力点并非简单地降低或稳定杠杆率的数值,而在于扭转杠杆率错配的局面,将杠杆和债务资金匹配到生产效率高的部门,实现杠杆的优化配置,这也是结构性去杠杆的应有之意,也可以实现稳增长和稳杠杆的有机统一。从这一点看,为了实现稳增长,宏观杠杆率的适度抬升合情合理;而为了实现经济高质量发展,深化结构性去杠杆,特别是坚决出清无效挤占过多金融资源的“僵尸企业”,显得尤为必要和迫切。

(上接 A1 版)

港交所受到很大的压力,必须重振声誉,此外交易所自身此前亦有若干上市流程的特殊情况,压力很大,必须加快整改市场。”温天纳说。

由于港股市场存在老干股横行、僵尸股“长期任性停牌”等现象,港交所曾被诟病为不良资产上市公司聚集地。此前有“股坛长毛”之称的独立股评人士大卫·韦伯曾列出 50 只有问题股票,提醒投资者不要买入,因为这 50 只股票相互持股,关系错综复杂,投资取向更非以股东利益为原则。

为应对上市公司股票长时间停牌的问题,2018 年 5 月港交所又一次

修改上市规则,于当年 8 月 1 日生效,其中一条细则可谓是专治长时间停牌的“猛药”:即在新规生效当日已连续停牌长达 12 个月及以上的,18 个月的摘牌倒计时将从生效日期前 6 个月开始计算,也就是说,这类长期停牌公司如果不抓紧复牌,就会被摘牌、取消上市地位。从时间点上看,今年 8 月 1 日是众多“僵尸股”的除牌大限。

港交所表示,可视个别停牌公司的具体事实和情况随时刊发除牌通知,给有关停牌公司一个时间较短的指定期限(特定补救期),若公司未能在该特定补救期内恢复股票买卖,港交所有权将其除牌。

温天纳介绍,港交所一般按企业的营运、现金、资产、公众持股问题、企业的审计会计问题等判断企业是否适合持续上市,如果有保留意见,能否持续经营是重点,如果交易所判断相关上市公司非常明显不符合持续上市要求的,就开始走分阶段的退市流程。

多家公司力保上市地位

在宋清辉看来,取消上市地位意味着将步入退市进程,对投资者来说,手中的股票可能会“一文不值”。对于 8 月以来有多家上市公司被港交所取消上市地位,他表示,这一现象说明上市并非一劳永逸,上市后更要经得起外部的

诱惑,并进行正确的战略选择,否则难成“大事”。

而对于被取消上市地位的公司来说,大多与富贵鸟一样,都竭力想保住上市地位,希望“死而复生”。例如神舟乐园表示,公司股份上市地位于 8 月 26 日起取消,为进一步保护全体股东权益,寻求恢复交易,已提交港交所上市复核委员会作进一步及最终复核,并已采取一切必要措施,不遗余力为复牌创造条件。

神舟乐园甚至在公告中喊话,公司将提交一切可供证明符合恢复交易的证据,恳求交易所上市复核委员会予以复核,期待委员会充分考虑到公司自停牌以来董事会的全面改革,落实各项复牌

条件及增强集团业务及营运能力的决心及不懈努力。”

国农控股、神舟乐园、太平洋恩利、新昌集团控股等也相继公告已向港交所提交复核申请,希望还有翻盘机会。

证券时报记者从港交所获得的一份报告显示,上述公司都列明复牌的条件,其中国农控股未解决的事项包括:解决证监会发现的问题、对核数师发现的潜在违规行为进行法证调查、刊发财务业绩及响应审核保留意见等;神舟乐园未解决的事项包括对分析报告内的指控进行适当调查、刊发财务业绩及响应审核保留意见、证明不存在有关管理层诚信操守的问题等。

标普500股息率十年来首超30年国债收益率

随着避险情绪推动,美债收益率进一步下行,股票股息的收益十年来首次超过了长期美国国债。

据海外媒体报道,就在 27 日美股交易时段,美国 30 年期国债收益率已经低于标准普尔 500 指数股票的股息收益率,这是自 2009 年 3 月以来首次出现的情况。对一个寻求长线投资的投资者来说,股票比长期美国国债更有吸引力。

市场数据显示,市场避险需求依旧高涨,两年期与 10 年期美债收益率曲线连续倒挂,且倒挂程度为 2007 年 5 月以来的最高水平。有分析人士表示,美国财政部近日再度拍卖 400 亿美元的 2 年期美国国债、410 亿美元的 5 年期国债和 320 亿美元的 7 年期国债,这可能是导致长长期国债收益率倒挂的重要原因。

据贝斯波克投资集团的数据,除了金融危机出现过类似的股票债券收益率倒挂的情况之外,只有在 2016 年 7 月英国脱欧公投期间,标准普尔 500 指数股票的股息收益率与 30 年期美国国债收益率之间的差距仅为 0.01%。截至目前,三分之二的标普 500 指数成份股股息收益率高于 5 年期美债收益率。目前美国股市的前景比长期美国国债要好得多。”贝斯波克投资集团联合创始人保罗·希基表示,对于希望长期持有某种资产的投资者来说,这使得股票相对具有吸引力。”

目前,市场对美股乃至全球股市的分歧仍在加大。瑞银财富全球首席投资官 Mark Haefele 在近日的报告中称,相对于可投资级的债券来说,目前建议客户削减股票敞口。鉴于全球经济和市场面临的风险已经增加,建议暂时低配新兴市场股市,因为其更易受到市场波动加剧的影响。不过,摩根大通看到一系列可能使股市摆脱低迷的积极催化剂,例如欧洲央行量化宽松计划的重启、美联储可能会进行第二次且更大幅度的降息,以及全球经济活动可能已触底的迹象和技术指标的好转,认为再次买进股票的时机正在到来。

美债收益率倒挂指的是短期债券收益率高于长期债券,暗示投资者认为近期的风险更高,两年期与 10 年期美债收益率出现倒挂或许意味着美国经济衰退的临近。安联全球投资者投资策略师 Ann-Katrin Petersen 预计在未来 12 个月内,美国经济衰退的概率约为 80%。

(吴家明)

风物长宜放眼量 第一创业:债市短期震荡,趋势性机会仍在

7 月以来,受政策调整、美联储降息,中美经贸摩擦再度升温等国内外因素影响,长端债券收益率向下突破,十年期国债、国开债收益率下行 15~20BP,十年期国债利率再次逼近 3%的心理关口,低于历史均值 3.57%,处于历史分位 10.54%。

债市再次陷入纠结。鉴于过去十几年的市场经验,债券收益率上下有底,区间下限不做多,市场机构普遍在该点位选择谨慎观望。第一创业资管团队认为,不应以过去的经验主义和简单的历史均值回归思维来预测后市;基于对国际国内形势的综合判断,债市特别是利率债等无风险品种趋势性投资机会仍在;久期策略优于杠杆策略优于信用下沉策略,同时也需提防短期扰动。

国际国内基本面逻辑 打开长端债券收益率下行空间

国际方面,全球经济增长面临持续下行压力,且托底政策空间、手段和效

果有限。全球低利率环境下,中国长久期利率债配置价值凸显。

当今世界处于百年未有之大变局。2009 年以来,全球央行持续降息,超过 1/4 的债券处于负利率状态。全球经济增长的债务密集度大幅上升,货币政策效力递减。全球债务占 GDP 比重逾 320%,创历史新高,且债务与杠杆状况仍在恶化。

国内经济增长质量重于速度,走出路径依赖,正视改革痛点难点,是 10 年期国债可能打破过往区间震荡下限的基本面逻辑。与过往通过总需求管理熨平经济周期波动,将经济拉回潜在增长水平的逆周期调节不同,本轮经济增速下行的主因是主动去杠杆,主动打破依靠地产、基建刺激经济增长的路径依赖,通过改革来解决结构性和体制性问题,从而提升增长潜力。

数据方面,预计投资、消费、净出口增速短期内难言起色,特别是地产投资

可能周期性下滑。下半年财政收入增速明显下滑,收支平衡压力增大,叠加地方隐性债务约束增强,基建等逆周期调节力度可能减弱。固定资产投资中自筹资金和利用外资占比持续下降,显示社会资本参与热情不高。通胀方面,PPI 负增长,且 PPI 下行快于 CPI,库存反弹等一系列结构性问题仍需解决。

货币政策有望保持流动性合理充裕,为引导实体经济利率下行,公开市场操作利率及机构报价点差都存在下调空间,从而打开长端债券下行空间。

货币政策方面,央行二季度货币政策执行报告强调:降低小微企业融资成本,稳妥化解中小银行局部性、结构性流动性风险。8 月 17 日央行公布新 LPR 形成机制,以公开市场操作利率 MLF 加银行报价点差的形式,为贷款利率并轨和完善货币政策传导机制迈出关键一步。财政政策方面,预计坚持减税降费修复企业和居民资产负债

表,稳投资手段从以往的基建房地产转向制造业、城市民生基建和 5G 网络建设等。

风险方面,美国经济增长压力下中美经贸摩擦可能阶段性缓和。逆周期调节政策及改革政策红利释放对债市形成短期扰动。地方债额度可能提前释放,导致债市供给压力增加。

精准把握趋势性及交易性机会 稳健与收益兼得

自 2017 年末以来,第一创业资管团队采取配置与交易相结合的债券投资策略,以逆向思维和底线思维独立判断,左侧布局趋势性机会;同时跟踪市场相机抉择,在趋势配置基础上积极参与交易性机会,获取超额收益。

逆市布局,满仓高杠杆踏进牛市。

2017 年 11 月,组合策略转防守为进攻。彼时债市极度悲观,中高评级国企信用债配置价值凸显,持有一期收益可

完全覆盖客户资金成本,加之杠杆套息空间可观,逆市左侧布局,大幅提升组合杠杆并适度拉长久期,在 2018 年 1 月 25 日央行定向降准后满仓高杠杆踏进牛市。

2018 年 4 月 17 日,央行意外降准,在众多踏空机构的追逐下,债券普遍大幅低估值成交,当日把握短期交易机会大量卖出,随后债券收益率 V 型反弹。

2018 年 11 月,战略布局可转债、可交债。权益市场经过几轮暴跌估值屡创新低,民企上市公司股权质押风险集中爆发,触发政策托底稳定市场预期。在转债下有底上无顶的情况下,战略配置债底保护充足且弹性相对较好的中高评级品种。

迅速切换策略,完美规避流动性紧缩风险。

2019 年 5 月 27 日起,两周内大幅降低组合杠杆至 1.1,重点卖出流动性偏弱的 PPN 和非公开公司债等品种,以

应对可能的流动性风险。在 6 月中旬市场流动性风险逐步显现之前,大幅降低组合杠杆。

2019 年 6 月下旬,杠杆套息策略切换为久期策略。逐步配置 5~10 年 AAA 评级交易所可质押公司债以及 10 年期政策性金融债。一是应对未来持续的流动性分层压力,二是基于对经济基本面和政策面的判断,左侧布局拉长组合久期。同时,再次战略布局有一定债底保护且弹性适度的可转债、可交债。

截至 2019 年 8 月 26 日,第一创业固收类主动管理产品平均年化收益率不仅大幅跑赢指数,与市场上同类公募基金产品相比,亦排在前 5%。其中,资管新规后成立的净值型集合产品(三个月定开)第一创业汇金稳健收益 1 期,年化收益率 10.33%,最大回撤仅 0.47%。

(作者系第一创业资产管理副总经理 肖盼)(CIS)