

Progress of Supply-Side Structural Reform Viewed from an Analysis to Financial Reports of Listed Companies

从上市公司财报看供给侧结构性改革的进展

■ 姚云 徐枫 郭楠

2015年11月,习近平总书记首次提出“着力加强供给侧结构性改革”;同年12月,中央经济工作会议将“三去一降一补”作为推进供给侧结构性改革的五大任务。时隔两年,供给侧结构性改革政策对微观市场主体的影响究竟如何?本文利用公开披露的上市公司财务报表数据,从资金脱实向虚、经济结构调整、五大改革任务以及金融去杠杆等四个方面系统评估供给侧结构性改革的微观进展,并提出未来改革措施。

创业板和地方国企引领质量改善

截至2017年三季度,沪深A股共有上市公司3381家,资产规模合计215.7万亿元。其中,主板、中小板和创业板上市公司分别有1813家、884家和684家,金融业和非金融业上市公司分别有77家和3304家,中央国有、地方国有、民营控股和公众上市公司分别有352家、652家、2050家和155家。2015年10月中央提出供给侧结构性改革以来,上市公司财务表现持续好转,股票市场发展基础不断夯实。

从总体表现看,上市公司财务绩效有所提升。从营业收入看,2017年三季度上市公司营业收入均值为80.82亿元,同比增长21.49%。从盈利能力看,2017年三季度上市公司净资产收益率均值为8.11%,

同比增长1.08个百分点。从亏损比例看,2017年三季度共有326家上市公司出现亏损,占当期全部上市公司的9.64%,同比减少4.56个百分点。

从细分结构看,上市公司效益性质量明显分化。按上市板块看,创业板上市公司盈利表现依然抢眼。2017年三季度创业板上市公司平均加权净资产收益率为9.59%,尽管同比减少2.42个百分点,但仍然比主板和中小板上市公司平均净资产收益率分别高出1.03个百分点和0.82个百分点。按产权性质看,地方国有企业经营状况明显好转。2017年三季度地方国有上市公司平均加权净资产收益率为7.76%,同比增加2.37个百分点,而同期中央国有上市公司和民营上市公司则分别下降了0.28个百分点和1.45个百分点。

资金回流实体曙光初现

宏观经济指标显示,资金回流实体已悄然临近。一是货币增长与经济增长偏离度不断收窄。2017年三季度平均广义货币供应量(M2)增速为9.10%,比同期GDP和平均CPI增速之和高出0.7个百分点,而这一差距在2016年三季度时为2.65个百分点。二是金融增长与经济增长偏离度不断收窄。2017年三季度银行业总资产增速为10.93%,比同期GDP和平均CPI增速之和高出2.43个百分点,而这一差距在2016年三季度时高达6.59个百分点。三是资产

价格与商品价格偏离度不断收窄。2017年9月全国70个大中城市新建住房价格指数涨幅为7.87%,比同期PPI高出1.63个百分点,而这一差距在2016年三季度时高达8.27个百分点。

然而,宏观政策向微观市场传导可能存在时滞,企业投资行为显示资金脱实向虚仍未探底。首先,实业投资支出降幅不断扩大。以在建工程会计科目为例,2017年三季度非金融类上市公司在建工程规模合计2.31万亿元,同比下降1.70%;平均在建工程规模为7.84亿元,同比下降11.61%,降幅同比上升2.49个百分点。其次,企业现金持有量居高不下。以货币资金会计科目为例,2017年三季度非金融上市公司持有货币资金合计6.77万亿元,同比增加14.94%;平均现金持有量为21.39亿元,同比增加3.74%,增幅同比下降12.78个百分点。上市企业大手笔增持货币资金,一方面因为当前“资产荒”环境并未有效缓解,另一方面存在较强投机性交易冲动。最后,购买金融资产动力尤为强劲。以可供出售金融资产会计科目为例,2017年前11个月上市公司认购理财产品合计1.21万种,同比增加13.64%;持有理财产品合计1.02万亿元,同比增加44.68%;平均认购理财产品9.47亿元,同比增加3.49%。以投资性房地产会计科目为例,2017年三季度非金融上市公司持有投资性房地产合计8049.61亿元,同比增

加28.21%；平均投资房地产5.14亿元，同比增加12.71%，增幅同比上升0.96个百分点。

供给侧结构性改革提出以来，宏观供给侧全要素生产率不断提高，微观实体企业财务表现开始好转。从实体企业盈利表现看，2017年三季度制造业上市公司平均净资产收益率为5.83%，同比增加0.29个百分点。实体企业部门财务绩效改善，有希望引导更多市场资金别虚返实。从市场投资热情看，2017年前10个月全国制造业固定资产投资合计15.89万亿元，同比增长3.79%，增速同比加快0.69个百分点；2017年前10个月全国民间固定资产投资累计完成31.37万亿元，同比增长5.80%，增速同比加快2.93个百分点。从银行信贷结构看，根据中国人民银行公布的金融机构新增人民币信贷数据，2017年前三季度非金融企业中长期贷款累计5.51万亿元，同比增加71.65%；占金融机构全部新增人民币贷款比例为49.37%，同比增加17.78个百分点。诸多迹象显示，未来微观层面资金别虚返实成为大概率事件。

实体企业投资回报率上升，得益于供给侧结构性改革顺利推进，尤其是去产能措施矫正要素配置扭曲，提升了企业盈利空间。采用杜邦分析法对实体企业投资回报率进行分解：其一，PPI持续正增长提高企业成本控制能力。2016年9月PPI结束了连续54个月的负增长后开始迈入高速增长通道，2017年以来平均增长幅度高达6.53%。工业品价格上涨提高了上市公司销售利润，2017年前三季度制造业上市公司平均销售净利润率为9.11%，同比增加2.51个百分点。其二，资产周转效率加快提升资产报酬率。2017年前三季度制造业上市公司平均总资产周转率为0.49次，同比加快0.02次。资产周转效率加快提升了企业资产盈利能力，2017年前三季度制造业上市公司平均总资产报酬率为5.75%，

同比增加0.89个百分点。其三，融资能力上升提高企业杠杆收益。权益乘数越大意味着企业债务融资能力越强，获取债务税盾收益更高。2017年三季度制造业上市公司平均权益乘数为2.37倍，同比增加0.13倍。

经济结构优化调整持续推进

产业结构调整升级成效已现端倪。上市公司行业分布是宏观经济结构的微观表现。从三次产业结构看，第二产业仍然发挥主导作用。以2015年之前上市企业为基准，2017年三季度，第二产业上市公司营业收入合计15.91万亿元，分别相当于第一产业和第三产业的1.51倍和227.28倍；第二产业营业收入同比增速为24.49%，比第三产业高出6.68个百分点。从产业转型方向看，战略性新兴产业动能开始释放。2017年三季度，高端装备行业上市公司营业收入合计6116.74亿元，同比增加16.81%；大数据行业上市公司营业收入合计1032.21亿元，同比增加23.29%；新材料行业上市公司营业收入合计679.17亿元，同比增加29.58%；3D打印行业上市公司营业收入合计440.11亿元，同比增加32.93%。从产权改革试点看，混合所有制改革成效初现。2017年三季度，央企重组概念类上市公司营业收入合计7.38万亿元，同比增加20.58%；国企混改概念类上市公司营业收入合计2.53万亿元，同比增加19.91%；国有资产改革概念类上市公司营业收入合计5872.88亿元，同比增加9.53%。

上市公司并购重组热情持续高涨。资本市场并购重组是金融支持产业结构调整的重要举措。从重组事件看，重大并购重组热情持续高涨，重组交易规模不断增加。2017年前11个月，上市公司披露重大重组事件431起，同比增加88起；重组交易金额合计高达1.75万亿元，同比

增加69.35%；注入净资产账面价值合计7293.50亿元，同比增加91.44%。从产权性质看，国有企业并购重组动力强劲。2017年前11个月，国有上市公司披露重大重组事件114起，同比增加45起；涉及重组交易金额合计7845.39亿元，同比增加154.54%，而同期民营上市公司涨幅仅为32.91%。从重组目的看，横向扩张成为企业并购重组重要目的。2017年前11个月横向整合战略推动的重大重组交易金额合计8908.81亿元，占全部重组交易金额的51.02%，同比增加69.74%。基于横向扩张战略的并购重组不断攀升，意味着企业尚未摆脱粗放型增长轨道。从重组形式看，发行股份成为并购重组主要融资来源。2017年前11个月通过增发新股购买资产推动的重大重组交易金额合计1.19万亿元，占全部重组交易金额的68.39%，同比增加45.54%。增发新股主导并购重组，意味着上市公司回报股东收益不断被稀释。

创新型企业财务表现保持领先地位。

坚持创新发展是供给侧结构性改革的必经之路，打造创新型企业更是产业结构调整的关键着力点。从上市公司财务绩效看，创新型企业保持领先优势。以中证指数公司和上海证券交易所联合推出的中国战略新兴产业成分指数为例，2017年三季度100家成分股对应的上市公司营业收入合计1.71万亿元，同比增长23.02%；平均净资产收益率为12.89%，比同期A股非金融上市公司均值高出7.11个百分点。从研发经费支出看，上市公司创新投入有待增加。以公开披露研发费用企业样本为例，2017年前三季度上市公司平均研发费用7.29亿元，相当于去年同期的6.45倍；上市公司平均研发费用占营业收入比例为9.75%，同比增加5.22个百分点。

银行资产反映经济运行活力开始复苏。银行体系资产质量和结构对应的是实体经济运行状况。随着宏观经济逐步企

稳,不良资产证券化和市场化债转股进程加快,银行业资产质量不断改善,系统性金融风险爆发可能性下降。一是商业银行不良压力“高位”企稳。2016年三季度商业银行不良贷款结束了连续19个季度“双升”趋势后基本稳定。2017年三季度上市商业银行不良贷款余额合计1.23万亿元,同比增长8.58%;平均不良贷款率为1.61%,同比下降0.05个百分点。国有银行资产质量改善是主因,2017年三季度末国有银行不良贷款余额增速仅为1.76%,同时平均不良贷款率下降0.13个百分点。二是商业银行拨备见底回升。2017年三季度上市商业银行平均不良贷款拨备率为212.94%,同比增加7.56个百分点,扭转了2013年二季度以来持续15个季度持续下滑压力,稳步提升了商业银行抵抗风险能力。三是贷款投向匹配国家政策导向。在政策限制性行业方面,2017年上半年上市商业银行对建筑业投放贷款余额1.87万亿元,同比增长4.47%;对房地产业投放贷款余额4.56万亿元,同比增长10.41%。在政策支持性行业方面,2017年上半年上市商业银行对水利、环境和公共设施行业投放贷款余额2.66万亿元,同比增长29.76%;对文化、体育和娱乐行业投放贷款余额369亿元,同比增长45.85%。

“三去一降一补”改革进展失衡

去产能难度依然较大,部分企业增产动力强劲。随着大宗商品价格持续反弹,一些产能严重过剩行业逆势增产,部分行业甚至加快扩建新产能。从总产能情况看,除了水泥稳中略降外,其他主要产能过剩行业大多再现增产局面。2017年10月,全国水泥产量累计19.63亿吨,同比减少0.50%;原煤产量累计28.53亿吨,同比增加4.80%;粗钢产量累计7.10亿吨,

同比增加6.10%;铝材产量累计5173.60万吨,同比增加9.00%;平板玻璃产量累计6.71亿重量箱,同比增加4.30%。从新建产能情况看,铝材和平板玻璃投资加快扩张,煤炭和钢铁则大幅收缩。2017年三季度,铝材行业上市公司在建工程合计308.50亿元,同比减少25.18%;平板玻璃行业上市公司在建工程合计67.16亿元,同比增加24.72%;水泥行业上市公司在建工程合计94.95亿元,同比增加3.17%;煤炭行业上市公司在建工程合计1844.27亿元,同比减少18.01%;钢铁行业上市公司在建工程合计1210.33亿元,同比减少24.47%。

去库存总体效果显著,部分企业进入补库存周期。通常待售库存状况采用产成品存货占总资产比例衡量,潜在库存状况采用原材料和在产品存货合计占总资产比例衡量。上游资源品行业方面,2017年上半年,煤炭行业上市公司平均待售库存和潜在库存为1.03%和1.36%,分别同比上升0.13个百分点和下降0.12个百分点;有色行业上市公司平均待售库存和潜在库存为4.19%和9.15%,分别同比上升0.23个百分点和下降0.07个百分点。中游工业品行业方面,2017年上半年,钢铁行业上市公司平均待售库存和潜在库存为4.15%和6.90%,分别同比上升0.72个百分点和0.84个百分点;水泥行业上市公司平均待售库存和潜在库存为1.60%和3.04%,分别同比上升0.19个百分点和0.26个百分点;化工行业上市公司平均待售库存和潜在库存为3.77%和3.67%,分别同比减少0.04个百分点和增加0.13个百分点;工程机械行业上市公司平均待售库存和潜在库存为8.23%和5.62%,分别同比增加0.15个百分点和减少0.25个百分点。下游消费品行业方面,2017年上半年,房地产行业上市公司平均待售库存和潜在库存为1.15%和7.12%,分别同比减少0.45

个百分点和1.31个百分点;汽车行业上市公司平均待售库存和潜在库存为6.70%和3.03%,分别同比增加0.52个百分点和0.05个百分点;家电行业上市公司平均待售库存和潜在库存为6.49%和3.53%,分别同比增加0.98个百分点和0.28个百分点;纺织服装行业上市公司平均待售库存和潜在库存为11.42%和5.21%,分别同比增加0.39个百分点和减少0.22个百分点。

国有企业去杠杆明显,长短期偿债能力改善。一是国有企业和公用事业企业杠杆水平相对较高。2017年三季度,国有非金融上市公司平均资产负债率为49.99%,比民营企业高出13.82个百分点;公用事业上市公司平均资产负债率为53.14%,比上市公司均值高出12.59个百分点。二是国有企业去杠杆效果更加显著。2017年上半年国有上市公司平均杠杆率同比下降1.67个百分点,而民营企业仅同比下降0.02个百分点。三是长期偿债能力不断增强。2017年三季度非金融类上市公司平均已获利息倍数为14.51倍,同比增加0.51个百分点。四是短期偿债能力略微下滑。2017年三季度非金融类上市公司流动比率和速冻比率均值为2.76倍和2.23倍,分别同比减少0.03倍和0.01倍。

降成本总体效果不彰,营业成本逆势上涨。一是营业成本有所上升。2017年三季度非金融上市公司平均营业成本占营业收入比例为80.77%,同比增加0.65个百分点。二是企业税负小幅下降。2017年三季度非金融上市公司平均营业税金及附加占营业收入比例为2.46%,同比下降0.29个百分点。三是劳动力成本微幅下降。2017年上半年,非金融上市公司销售人员平均工资薪酬占营业收入比例为0.91%,同比减少0.02个百分点;管理人员平均工资薪酬占营业收入比例为1.77%,同比减少0.06个百分点。

补短板总体步伐加快,部分行业

吸引力增强。从文化、体育和娱乐行业看,2017年三季度,行业上市公司固定资产累计投资额为362.72亿元,同比增加15.58%;营业收入合计1266.46亿元,同比增加3.35%;净利润合计192.97亿元,同比增加13.95%。从卫生和社会工作行业看,2017年三季度,行业上市公司固定资产累计投资额为65.88亿元,同比减少3.29%;营业收入合计179.19亿元,同比增加33.11%;净利润合计19.83亿元,同比减少5.72%。从环境和公共设施管理行业看,2017年三季度,行业上市公司固定资产累计投资额为442.37亿元,同比增长10.58%;营业收入合计691.17亿元,同比增加24.23%;净利润合计124.43亿元,同比增加44.02%。从教育行业看,2017年三季度,行业上市公司固定资产累计投资额为11.03亿元,同比增长14.76%;营业收入合计45.24亿元,同比增加64.75%;净利润合计3.88亿元,同比增加28.96%。薄弱领域行业投资回报率不断提高,将会吸引更多社会资本进入。

金融杠杆增速减缓仍须政策加码

金融机构总体杠杆增速减缓。从金融机构视角看,金融加杠杆体现为金融机构增加负债扩张资产。金融机构去杠杆有三个环节:一是银行与投资者之间杠杆增速显著下降。2017年9月,银行理财产品资金余额合计29.80万亿元,同比增长4.09%,增速同比下降29.20个百分点。二是中小银行与大型银行之间加杠杆与去杠杆并存。以同业存单为例,2017年9月,债券市场同业存单托管余额8.33万亿元,同比增长40.47%,增速同比下降126.64个百分点。以同业负债为例,2017年三季度,25家上市银行同业负债占负债总额比例为9.96%,同比下降1.35个百分点。以同业资产为例,2017年三季度,25家上市

银行同业资产合计2.79万亿元,同比下降16.81%,增速同比下降16.01个百分点。三是非银金融机构与银行之间杠杆有所增加。以金融机构信贷收支为例,2017年9月,金融机构股权及其他投资(主要是商业银行购买的非银行金融机构资管信托计划)合计22.09万亿元,同比增加6.41%,增速同比下降77.79个百分点;非银行金融机构贷款合计14.18万亿元,同比增加12.09%,增速同比增加14.34个百分点。

金融市场杠杆率存在结构性差异。从金融市场视角看,金融加杠杆体现为市场主体借入低成本资金投向高风险资产。金融机构去杠杆有三个方面:一是货币市场杠杆率创历史新高。2017年9月,货币市场杠杆率(银行间债券质押式回购隔夜成交量与金融机构超额存款准备金之和除以金融机构超额存款准备金)为22.71倍,同比增加6.20倍,成为2008年以来最高点。二是股票市场杠杆率有所下降。2017年9月,股票市场杠杆率(沪深两市融资融券余额与流通市值之比)为2.21%,同比下降0.17个百分点,较最高点2015年6月下降1.94个百分点。三是债券市场杠杆率微弱增加。2017年9月,债券市场杠杆率(债券托管量除以债券托管量与待购回债券余额之差)为111.25%,同比增加0.75个百分点,但较最高点2015年6月下降3.06个百分点。

多措并举深入推进供给侧结构性改革

引导资金重返实体经济领域。一是防止虚拟经济自我膨胀。控制流动性总闸门,避免资产价格泡沫积聚。实施穿透式金融监管,减少资金套利空间。二是提高实体经济投资回报率。放宽行业准入和投资比例限制,吸引民间资本进入。鼓励企业研发创新,提高产品附加价值。三是减少资金在金融体系空转。严查虚假贸易融

资套利、非法票据和非法集资行为,切断资金流向虚拟经济通道。治理银行同业业务、理财和信托资金通道业务、民间违规借贷,缩短实体企业融资链条。

加快经济结构优化调整。一是优化上市公司产业结构。提高第三产业上市公司比例,加快培育战略性新兴产业,推进混合所有制改革进展。二是支持上市公司并购重组。鼓励上市公司并购新兴业态,优化产业结构布局。推动产能过剩企业重组,加快清理僵尸企业。鼓励上市公司纵向扩张,增强供应链竞争力。三是稳妥化解商业银行不良贷款,包括将不良资产证券化并向机构投资者出售,引入社会资本参与不良资产处置,将不良资产与优质资产组合,积极实施债转股剥离表内不良资产。

协同推进“三去一降一补”。去产能方面,充分消化现有产能,适当控制新建产能。去库存方面,着力化解待售库存,审慎管理潜在库存,部分行业加快补库存。去杠杆方面,降低国有企业和公用事业企业短期负债,适度增加长期负债。降成本方面,优化管理控制营业成本快速增长,降低企业税费负担。补短板方面,增加财政投资力度,引导社会资本投资薄弱民生领域。

金融去杠杆政策力度仍须增强。一是坚持中性偏紧货币政策。关注货币总闸门,增加长期限资金供给替代短期资金。二是完善宏观审慎政策。将同业存单纳入MPA考核,实施有效监管。降低拨备覆盖率,释放流动性支持实体企业。三是健全资管新规。广泛吸收金融市场关于征求意见稿反馈建议,加快推出资管新规正式文件。●

(作者单位:中国社会科学院金融研究所、中国社会科学院投融资研究中心)

责任编辑:董治
Yhj_dz@126.com