

中国社会科学院创新工程学术出版资助项目



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

B

中国上市公司蓝皮书

BLUE BOOK OF CHINESE LISTED COMPANIES

No.7

中国上市公司

发展报告

(2020)

中国上市公司蓝皮书

《中国上市公司发展报告（2020）》发布会

国家金融与发展实验室

2020年11月05日

杨耀武

中国社会科学院经济研究所 博士

中国社会科学院上市公司研究中心 副秘书长

杨耀武：中国宏观经济走势与 A 股上市公司价值创造

这个宏观报告是在张老师的指导和直接参与下完成的。第一部分，是发布中国上市公司蓝皮书，为什么要讲到“宏观”？我们发现，宏观经济走势和上市公司整个业绩完全贴合。第二部分，分析一下上市公司的创值能力。第三部分，讨论下一步资本市场改革的方向。

首先，我们经常讨论股市是不是经济的“晴雨表”，我曾经在证监会研究部门做过这样的课题，我们发现，股票市场特别是整个大盘走势其实和宏观经济的相关度比较弱。但是我们可以看到，上市公司的业绩其实和整个宏观经济走势亦步亦趋。在受疫情冲击之前，2009~2018年这十年时间（图1），蓝色线是GDP累计同比，绿色和红色线分别是营业总收入和归母净利润的累计同比，除了2017年受供给侧改革的影响，由于压缩了产能，而上市公司主要是上游且优质的企业，它们受产能压缩的影响相对较小，所以此时营收和归母净利润好于整个宏观经济，其他时间都非常贴合。再来看2019年一季度到2020年三季度，整个宏观经济累计同比走势与A股上市公司的营收和归母净利润非常贴合（图2）。所以，判断下一步宏观经济的走势，可以对上市公司整体的经营业绩有就比较清晰的判断。

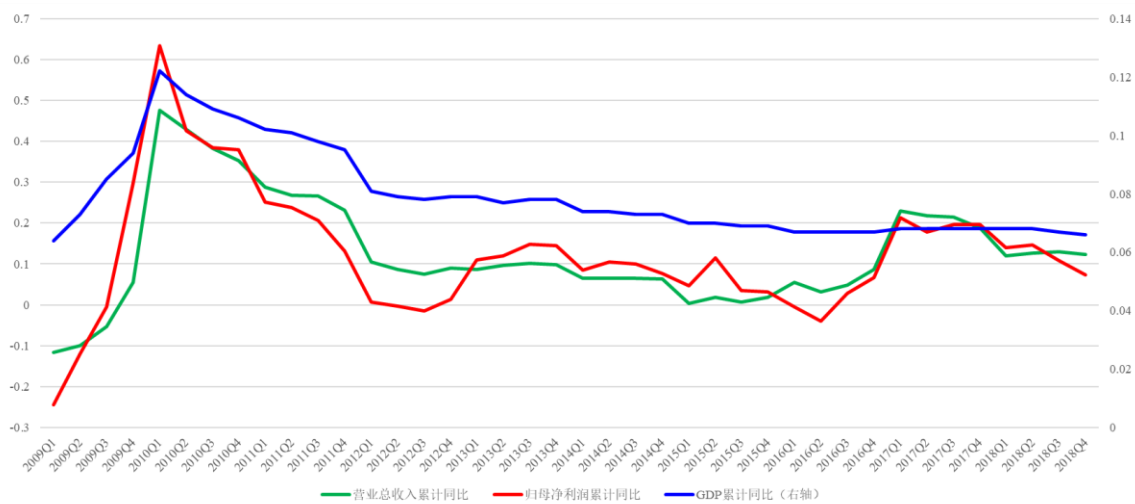


图1 A股上市公司经营业绩与宏观经济走势

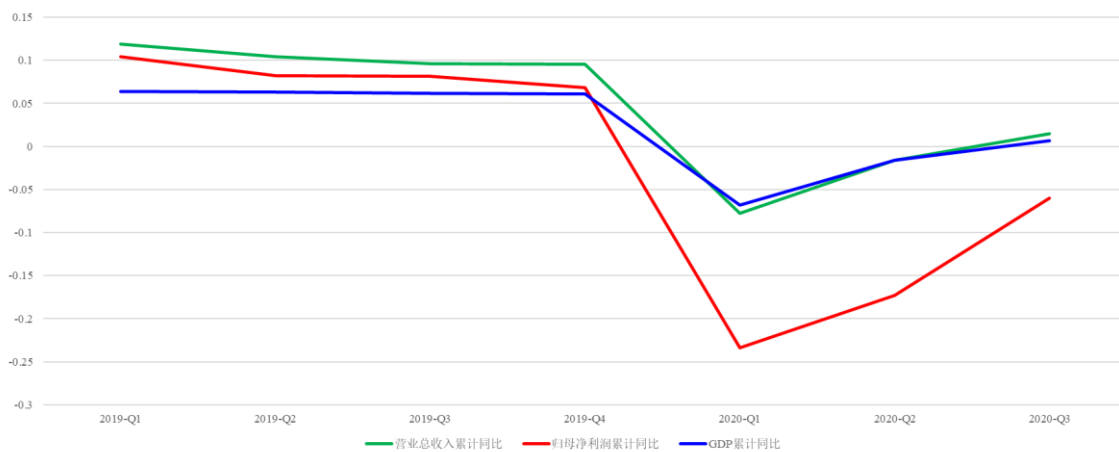


图2 2019年至2020年3季度中国GDP与A股上市公司业绩增长

同时也想和大家分享一下，我们整个团队对今年四季度和明年经济增速的预测。我们这个研究是综合了现在的消费、出口和投资情况，而且考虑了受疫情影响之前年份季度经济环比增速，包括每个季度GDP在全年占比的情况，分析发现，今年四季度GDP增速均值预计在5.5%左右，全年经济增速约为2.1%。我们给出一个点估计，实际增速应该在这个点附近。明年一季度预计达到19.6%左右，大家不要对近20%的增速感到吃惊，因为有两方面原因：一方面，我国经济恢复得相当不错；另一方面，2020年一季度经济增速是-6.8%，基数非常低，所

以明年一季度可能会接近20%。预计明年二季度GDP增速为8.5%，三季度6.7%，四季度5.9%，全年经济增速可能超过9.0%。如果按照中国社科院经济所《中国经济报告（2020）》对2020、2021年潜在增速水平5.93%和5.75%的估计，则2021年中国GDP总量较未受疫情影响情况下收缩了0.23%，已经非常接近潜在产出水平。如果这样的话，可以想象整个上市公司的业绩恢复应该也会相当不错。

第二部分，分析上市公司的创值能力。这部分主要是基于ROE，也就是股东比较关心的净资产收益率。我们对净资产收益率做了一个分解，ROE =

$$\left(\frac{\text{EBIT}}{\text{营业收入}} \times \frac{\text{营业收入}}{\text{总资产}} - \frac{\text{利息支出}}{\text{总资产}} \right) \times \frac{\text{总资产}}{\text{所有者权益}} \times (1 - \text{税率})$$
，前两项的乘积是上市公司在市场上的创值能力，是息税前的，即1元投资可以带来多少回报。我们发现，2017年上市公司在市场上的创值能力较2016年有所上升，2018年、2019年开始下降。2017年是5.4%，2018年下降到5.2%，2019年进一步下降到4.9%，这和宏观层面的感受比较贴近。同时，A股上市公司的整体杠杆率水平有所上升，而融资成本维持在比较高的状态，2017年是8.4%，2018年是8.1%，2019年又回升到8.2%。如果1元投资在市场上的创值能力低于融资成本的话，加杠杆反而会降低ROE，因为杠杆是一把双刃剑，如果投资收益高于融资成本，加杠杆会增加ROE。怎样打破这种局面？应该注重以下两方面：一是增加投资的收益能力，即上市公司要有自己的创新方向，要走创新之路，这是增加市场收益非常重要的一个方面，也是实现“双循环”战略非常重要的落脚点；二是降低融资成本。为企业创新发展提供支持和降低融资成本，都与资本市场改革发展息息相关。

第三部分，坚持市场化、法治化、国际化原则，深化资本市场改革。

2018年11月5日，习主席在首届进博会开幕式上提出将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，2019年6月13日，科创板开板。科创板开板后的一年多时间，有很多创新性的公司成功登陆A股市场。今天正好是习主席在进博会开幕式上提出在上海创设科创板的两周年纪念日。

从整个的开放进程来看，目前我国放开了QFII和RQFII投资额度限制，取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点由明年提前到今年，应该说整个资本市场改革是蹄疾步稳；一边注重防范风险，一边坚决推进改革。

下一步，第一，继续坚持市场化、法治化、国际化的方向不动摇。一是始终坚持按市场规律办事，使市场在资源配置中起决定性作用；二是真正把发行、交易等环节的选择权交给市场，形成有效的市场约束；三是坚持依法治市，依法监管，减少不必要的行政干预，稳定市场预期。

第二，打造定位清晰、功能完善、开放包容的多层次资本市场。一是充分发挥科创板、创业板支持科技创新的引领作用。现在创业板也已经实行了注册制，下一步注册制肯定会在全市场扩容，这也是非常明确的改革方向；二是针对中小企业特点，通过差异化的信息披露要求和自律监管方式，降低中小企业成本。

第三，着力构建以信息披露为核心的制度规则体系。注册制是以信息披露为核心的，以往的信息披露存在一些问题，披露信息没有做到真实、准确、完整、及时，不仅损害投资者合法权益，也不利于资源配置效率的提高。降低欺诈发行、财务造假等可以从两方面入手：一是需要提高欺诈被发现的概率，这

涉及到如何更好发挥中介机构和市场组织监督作用，以及如何降低中介机构与发行人合谋动机的问题；二是提高欺诈行为被发现后遭受惩罚的力度，大幅提高欺诈发行、财务造假等违法犯罪行为的民事赔偿责任和刑事追责力度已势在必行。