

■提振资本市场投资信心系列(二)

直面转型挑战 引导投资者树立长期信心

□杨成长 龚 芳 袁宇泽 方思元

当前导致投资者信心不足的关键在于对经济中长期发展的预期不明，市场对经济转型过程、经济转型挑战以及经济转型影响的理解还不够到位。提振投资者信心：首先，要让投资者形成较好的长期预期，要通过直面转型挑战来加大中长期优质资产的供给，让投资者树立长期信心。其次，要通过金融投资与实体投资的相向而行，让投资者更好地分享实体经济的改革成果，提升资本市场的投资吸引力和投资者的获得感。最后，要通过不断完善资本市场基础制度和功能来推动形成良好的市场生态，只有市场生态好了，才能放水养鱼，资本市场的资源配置和财富增值效应才能形成。

经历改革开放 40 余年的高速发展，当前我国经济正从粗放式增长向集约式高质量发展转型，叠加当前我国面临异常复杂的外部环境，在转型过程中我们将面临很多问题和挑战。挑战既包括宏观经济从粗放式的高速增长向高质量发展的转型，也包括产业结构从旧动能向新动能转换的过程，还包括企业微观主体从简单的规模扩张向内涵式集约发展的转型。只有直面挑战，才能从源头上加大资本市场优质中长期资产的供给，进而引导市场树立长期信心。

一、宏观层面要直面外部挑战和内部三大历史遗留问题

近年来，我国经济运行面临一系列困难挑战，其中既有全球大宗商品价格波动等短期问题，也有人口红利消退、房地产转型、全球产业链重构等长期趋势性问题，部分短期问题与中长期问题的叠加使得经济发展面临较大下行压力。具体来看，当前我国要直面外部异常复杂的环境挑战，同时也要处理好内部三大历史遗留问题。

大国博弈、地缘政治风险以及全球经济周期错位等因素使我国当前面临复杂的外部环境挑战

近年来逆全球化、单边主义、贸易保护主义抬头，在大国博弈中，一些国家意图通过推动国际经贸规则重构，对我国经济及产业实施打压围堵。同时，在发达国家“再工业化”趋势下，全球产业链供应链重构，高端制造业加速回流，对我国产业体系及出口贸易的稳定性带来较大冲击。当前全球政治格局快速演变，全球经贸活动面临较大不确定性。另外，近年来受多重因素影响，全球经济复苏周期错位，全球大宗商品价格的波动成为影响我国工业企业利润的重要因素，今年以来欧美经济体需求端的走弱叠加前期高基数影响，使我国出口增长承压。

当前我国要着力化解房地产、地方债务及经营主体信心不足三大历史遗留问题

房地产问题是我国经济结构转型的关键问题。20 世纪 90 年代末以来，随着房改以及土地招拍挂改革，我国房地产市场快速发展，成为支撑经济高速增长的重要力量。房地产市场的快速发展极大改善了居民居住水平，2020 年我国城市家庭总数 1.9 亿户，人均住房建筑面积 36.5 平方米，处于全球中上水平。同时，土地出让收入也有效支撑了地方经济发展，2022 年土地出让收入和房地产专项税合计占地方财政收入的比重超过三分之一。随着我国经济增长方式从投资驱动向创新驱动转型，以“高杠杆、高负债、高周转”方式运营的房地产发展模式难以持续。近年来我国直面房地产拐点难题，出台了一系列稳地产保交房的举措，“三支箭”齐发力解决房地产企业的资金难题，确保大型优质房地产企业正常的融资需求。一方面，我们要认识到房地产行业可能逐步出现市场出清，部分高杠杆、高负债经营的中小房企将面临资产重组；另一方面，也要加快构建房地产新发展模式，从房地产市场的特征出发，制定相适应的土地制度、财税制度、住房保障制度、住房租赁制度及住房金融制度等，从长周期角度考虑当前房地产市场存在的问题，做好短期稳预期和长期防风险的平衡，引导经营主体对房地产形成稳定预期。

要着力化解地方政府债务压力问题。当前我国地方显性债务规模可控，隐性债务规模偏大，地方财力不足、刚性支出不减及举债收紧是引致当前地方债务压力凸显的重要原因。受经济发展模式影响，我国长期采取基础设施适度超前发展战略，近 10 年来我国交通、能源、电信、民生等基础设施建设取得举世瞩目的成就。当前我国已建成全球最大的高速铁路网、高速公路网、世界级港口群、世界级能源项目和全球领先的网络基础设施，基础设施建设保障能力显著提升，极大改善了城乡居民出行、通信、教育条件。然而我国基础设施建设侧重公益属性，高速公路、机场、港口等基础设施收费标准整体偏

低，且免费化、公益化趋势显著，导致地方融资平台的投资收益率偏低且呈现持续下行态势。从城投平台的投资效率来看，2011 年全国 1100 余家城投平台 ROE 的中位数是 3.97%，2022 年全国 3700 余家城投平台 ROE 的中位数已下滑至 1.30%。当前我国地方政府债务问题是长期积累形成的，不太可能在短期内一蹴而就解决。在这种情况下，有勇气把困难摆在桌面上，通过多方面筹划、集多方合力制定一揽子化解地方债务方案就是提振市场中长期信心的重要举措。当前我们一方面要直面地方债务问题，尽快出台中长期化解债务方案，丰富地方政府财政收入来源，提高整体的投资收益率；另一方面，也要认识到我国政府部门整体债务风险可控，2022 年我国政府部门杠杆率为 50.4%，低于 60% 的国际警戒线，其中中央政府杠杆率仅为 21.4%。未来应对地方政府债务问题的政策工具箱依然充足，完全有信心、有能力化解地方政府债务压力。

要尽快消除疫情对企业和居民信心的负面影响。由于就业预期不佳，居民预防性储蓄需求增加，消费倾向走低，消费者消费意愿指数从 2019 年的 111.3 降至 2022 年的 86.7。今年初以来，虽然人流、物流、各类商务活动快速恢复，但旅游、消费及零售数据增长仍未完全恢复至疫情发生前的水平。对此，我们一方面要直面过去疫情扰动对经济社会生活带来的影响，加大力度推进人流、物流、资金流、信息流、交通流的全面恢复，推进境内外商务旅游文化交流活动的常态化；另一方面，也要认识到本轮经济复苏并非典型的顺周期复苏，经济恢复呈现出波浪式发展、曲折式前进的特征，微观主体的信心修复也是一个渐进缓慢的过程。国家已采取一系列措施，从微观主体入手，全面提振经济活力。在居民消费方面，7 月 31 日国家发展改革委印发《关于恢复和扩大消费的措施》，明确大宗消费、服务消费、农村消费、新型消费四大发力点。在企业信心方面，7 月 19 日《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》发布，共提出 31 条具体措施，要求切实改善营商环境，强化民营企业权益和财产保护，不断创新民营企业融资方式。因此，我们有信心有序恢复经营循环，消化过往政策压力，巩固经济长期向好的基础。

要引导市场全面、准确、客观地看待我国经济转型问题，以中长期视角来认识中长期问题，形成合理政策预期

当前我国经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面没有变，经济发展所面临的困难，是长期性问题叠加经济转型的阶段性特征在当下的集中体现，部分问题不可避免也不能回避，只有“爬好坡、过好坎”，解决好这些问题，才能推动我国经济向高质量发展转型。7 月 24 日召开的中央政治局会议指出，当前经济运行面临国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻等问题，并从需求端、企业信心、现代化产业体系、风险防范、活跃资本市场等多方面入手，部署一系列重点工作。要引导市场及投资者正确客观看待宏观政策对于短期防风险和长期稳增长的统筹平衡，避免简单根据短期宏观数据下滑线性推演出消极结论，减少对于宏观面、基本面的过度悲观，提振对我国经济和资本市场长期信心。

二、中观层面要直面产业结构转型难题，加快发展现代化产业体系

产业结构转型是经济转型的核心内容

过去我国产业主要存在大而不强、全而不精、宽而不深等问题，产业结构呈现三大特征。一是较为依赖传统制造业，在充沛的劳动力和土地要素供给下，我国迅速形成以制造业为核

心的工业格局，制造业在经济中的占比约 30%，传统产业在制造业中的占比超过 80%。二是较为依赖房地产产业链。随着城镇化高速发展，房地产业凭借较长的产业链、较强的带动性，成为国民经济的重要支柱产业。2022 年房地产业增加值占 GDP 的比重为 6.1%，房地产及其产业链占 GDP 的比重约 15%，房地产开发投资在固定资产投资中的占比为 23.2%。三是服务业发展相对不足。发达国家产业结构普遍存在“两个 70%”现象，即服务业占 GDP 的 70%、生产性服务业占服务业的 70%。当前我国服务业占 GDP 的比重不足 60%，生产性服务业占服务业的比重仅为 40%，服务业总体规模、供给质量和竞争力整体不强。随着我国经济发展模式的转型，产业结构也亟待加速推进新旧结构的转换。

近年来，我国出台一系列改革举措，极大地提升传统产业发展质效，促进经济发展新旧动能转换。在供给侧结构性改革的推动下，传统产业能有序出清，传统产业实现提质增效。同时，我国加快发展战略性新兴产业，积极布局前沿高端制造、人工智能、新能源、新材料等战略性新兴产业，促进传统产业数字化、智能化转型。在此背景下，大量战略性新兴产业上市公司嫁接资本市场。目前科创板与创业板作为培育支持科创企业的重要平台，两个板块合计募集资金在 A 股中的占比已超过 40%。

整体来看，当前我国产业结构转型仍面临三大挑战

一是产业升级转型过程中，传统产业加速退潮但新兴产业支撑力仍相对不足。近年来，纺织服装、家电、钢铁煤炭等中低端制造业加速退潮，从固定资产投资增速来看，2020 年至 2022 年制造业中的纺织服装、家具、石油煤炭、汽车等传统产业投资额的年均复合增速分别仅为 2.9%、-1.0%、1.8%、-1.7%，远低于同期整体制造业投资 6.6% 的年均复合增速，更远低于医药制造（14.6%）、专用设备（10.8%）等附加值较高的行业。与此同时，战略性新兴产业迎来快速发展，2020 年至 2022 年高技术产业工业增加值年均复合增速达到 8.9%，固定资产投资年均复合增速达到 10.5%，均高于所有产业整体增速。但从体量来说，当前战略性新兴产业占 GDP 的比重仅为 13%至 14%，对经济增长的拉动效应还未充分显现。在传统产业升级退潮、新兴产业还未完全发展起来的阶段，新旧材料、新旧能源、新旧设备、新旧服务模式之间不断拉锯和博弈，在宏观上表现为经济下行压力加大，在微观上突出表现为企业业绩不稳定性提升、可预期性下降，从而对资本市场上公司的估值产生一定影响。

二是传统产业和新兴产业间相互支撑不够。当前我国战略性新兴产业对传统产业的赋能相对不够，协同发展意识不强。例如，近年来我国大力推动传统产业数字化转型，但由于传统产业普遍面临缺资金、缺技术、缺管理等问题，数字化转型平台的主动服务意识不足，传统产业实际获得感不强。与此同时，传统产业对新兴产业的支持也相对不足。新兴产业的发展需要传统产业基础做支撑，近年来受外部环境、内部要素成本上升等多重因素影响，我国部分产业链出现了外迁，新兴产业发展面临突出的产业链供应链不稳的难题，断链引致新兴产业发展受阻的现象屡见不鲜。

三是新兴产业发展基础不牢固，发展过程存在反复。战略性新兴产业是现代化产业体系的领头羊，也是我国实现高质量发展的重要支撑。但从过往情况来看，相对于传统产业，一方面新兴产业技术迭代较快，发展技术路线具有复杂性、多元性和不确定性，产业可预期性降低。另一方面，新兴产业发展对于人才、数据、技术等要素有较高需求，而当前我国与新兴产业发展相匹配的要素供给、基础设施、营商环境均不够完善，影响新兴产业发展进程。此外，当前

我国部分地区在发展战略性新兴产业时，还存在布局雷同的问题，导致低水平重复建设和产能过剩。

要直面产业转型挑战，以现代化产业体系推进新旧产业结构转换

产业结构调整是我国经济高质量发展的必由之路，是推动我国产业从价值链中低端向高端发展，提高我国产业技术先进性和全球引领性的重要基础。当前要以发展现代化产业体系为抓手，一方面，加快推动新兴产业发展，充分发挥战略性新兴产业的引领作用，发挥举国创新优势和市场创新主体的作用；重视重大科技成果向产业转化，特别是重视资本市场在科技创新中的作用，打通科技产业资本循环，壮大高端制造、人工智能、新能源、新材料等产业，打造一批具有国际竞争力、规模大、效益好的战略性新兴产业集群。另一方面，要充分发挥传统产业的基础性作用，尤其是要把握住传统制造业转型升级这个“牛鼻子”，加强传统产业与新兴产业的资源共享、联合开发，通过资金、信息、产品、数据流动，增强传统产业发展潜力，通过深入实施制造强国战略，加强产业基础能力建设，推动传统产业科技化、数字化、高端化、智能化、绿色化转型。

三、微观层面要提升企业投资收益率，加大中长期优质资产供给

企业的内涵式发展和上市公司的高质量转型是提升资本市场投资吸引力和改善投资者回报的重要基础。近年来，我国相继推出两批提升上市公司质量的专项行动计划，上市公司质量明显提升。一方面，上市公司结构不断优化，引领作用日益突出。当前 A 股上市公司超过 5000 家，汇聚了大量行业龙头、专精特新及独角兽企业，2022 年上市公司实现增加值 18.2 万亿元，占 GDP 的 15.1%，实现营业收入 71.5 万亿元，净利润 5.6 万亿元，代表了我国最先进和最有力的生产力。另一方面，公司治理的规范性显著提升，董事会和经营层的专业性和独立性有效提升。同时，上市公司不断强化投资者关系管理意识，加强与媒体及投资者沟通，逐步成为践行现代企业制度的优秀代表。但从发展模式、盈利能力及成长性来看，当前优质企业资产的培育面临三大挑战。

一是企业发展多采取外延式扩张，重规模增长轻盈利能力

从第四次经济普查数据看，2013 年至 2018 年我国第二、三产业各项主要指标增速呈现出典型的梯次分布特点：企业数量增长率（100.9%）> 企业资产增长率（95.9%）> 营业收入增长率（32.6%）> 从业人员增长率（7.6%），呈现出典型的“两快两慢”特征。一方面，第二、三产业的企业数量和企业资产规模增速快，即使撇开金融资产，我国第二、三产业实体经济总资产也高达 590 万亿元；另一方面，第二、三产业的营业收入和从业人员数量增长缓慢。与海外相比，欧美企业资产总额规模约为 GDP 的 2.5 至 3 倍，我国第二、三产业去掉金融资产后的资产规模仍然达到 GDP 的近 6 倍。尽管我国与欧美存在统计口径上的不同，但是即使考虑到这些因素，我国企业资产规模仍然过于庞大。我国企业依赖资产规模扩张的外延式发展有多方面原因。一是长期高投资、高负债的发展模式下，我国每年资本形成规模占 GDP 的比例保持在 40%以上，非金融企业部门杠杆率一路攀升至 160%以上，这必然反映在企业固定资产规模的快速增长上。二是企业设备技术折旧率过低，导致存量设备估值过高。三是过去土地和房地产价格逐步走高，且难以处置，导致企业资产虚胖。四是大量“僵尸企业”得不到及时处理，企业退出存在注销机制不完善、破产费用居高不

下且破产流程繁杂等问题。

二是外延式发展下企业总资产和净资产收益率逐级下降，实体经济总资产回报率增长缓慢

我国企业利润占 GDP 的比重约为 15%左右，跟发达国家相比，企业利润占经济总量比重偏高。但是用庞大的资产规模作分母除下来，总资产收益率并不高。比如，2018 年工业企业资产规模总计 139.3 万亿元，主营业务收入 118.5 万亿元，总资产回报率为 4.76%，比 2013 年的 5.97%，降低了 1.2 个百分点。又如，在全球 500 强企业中，中国企业上榜数量已经超过了美国，但是撇开金融企业，中国进入 500 强企业的总资产和净资产收益率都要低于美国企业。全面激发民营企业投资热情在根本上取决于资产收益率是否能够得到显著提升。

三是比较来看，中美上市公司整体盈利水平及盈利稳定性存在一定差距

第一，从上市公司整体盈利水平看，A 股上市公司整体 ROE 近年来不断下降，与美股上市公司表现分化。2022 年 A 股上市公司整体 ROE 为 8.8%，较 2012 年的 13.1%下降 4.3 个百分点。美股上市公司的资产收益率更为稳定，除少数年份外（如受疫情影响较大的 2020 年），美股整体 ROE 在 2010 年之后基本保持在 10%以上，2022 年为 12.8%，较 A 股上市公司整体水平高 4 个百分点。第二，从盈利能力与估值水平的相关性看，资产收益率与市场投资热度呈明显的正相关。A 股近年来市值较高行业的 ROE 水平都相对较高，如食品饮料、电力设备、计算机等，2022 年申万一级行业整体 ROE 和整体市净率之间的相关系数为 +0.14，五年前为 +0.16。与此相对应，美股上市公司估值与盈利能力的正相关性更为显著，2022 年美股 9 大 SIC 行业的整体 ROE 与整体市净率之间的相关系数为 +0.37，五年前为 +0.74。第三，从龙头企业来看，A 股龙头企业的 ROE 显著高于上市公司整体水平，但与美股龙头企业相比仍有较大差距。Wind 行业龙头指数成分股的 ROE 中位数近年来保持在 10%以上，美股龙头企业的 ROE 相对更高，道琼斯工业指数的 30 只成分股的 ROE 近 10 年基本保持在 20%以上。第四，从成长性看，2012 年至 2022 年间，可比口径下我国上市公司营业收入及净利润的年均复合增速分别为 9.1%和 7.5%，均高于同期美股上市公司 3.8%和 6.8%的水平，较高的成长性是通过境外资金持续加大中国资产投资的重要原因。然而，过去 3 年我国上市公司营业收入及净利润的年均复合增速虽然仍分别达到 9.6%与 6.6%，维持相对稳定，但相对同期美股上市公司 9.0%和 10.4%的营收及净利润增速已不具备明显优势。

转变理念有效推动优质中长期资产形成

当前我们一方面要充分认识到企业转型的艰巨性和困难性；另一方面，也要意识到企业发展理念和思路的转变能有效推动优质中长期资产的形成。在过去 10 年的转型发展过程中，我国涌现出不少通过自身理念变革、组织变革、业务变革、技术创新实现突围发展的优秀企业。格力电器基于家电主业不断自主创新，由一家传统的家电企业逐步发展成为多元化、科技型的全球工业制造集团。在家电消费领域，格力电器不断以消费者需求为导向，创新营销模式，实现新零售模式变革；在工业领域，格力电器注重智能装备自主创新制造，通过不断加大研发投入和技术攻关，在机器人核心部件领域取得重大突破。华为公司依靠多次主动求变，完成了从“以技术为中心”到“以客户为中心”的产品战略转型。从国内市场到海外市场的全球化战略转型、从 B2B 到 B2C、B2B 的商业模式转型，从一家通信设备企业发展成为全球领先的技术公司。在多轮转型过程中，华为公司经历了新旧流程、新旧组织、新旧员工能力、新旧思维的转化，近年来华为公司面对外部封锁与制裁，依靠自主创新不断打破技术瓶颈，实现突围发展。

经济增长模式的转型、产业结构的转型及企业发展模式理念的转型是当前我国面临的三大转型。要认识到转型的长期性、必然性、艰难性，更要坚定转型成功的信念，三方面转型的完成是我国经济实现高质量发展的标志。只有三方面转型做到位了，才能推动形成更多优质中长期资产的供给，才能从根本上提振投资者对资本市场的长期信心。

（杨成长系全国政协委员、申万宏源证券研究所首席经济学家；龚芳系申万宏源证券研究所政策研究室主任、首席研究员；袁宇泽系申万宏源证券研究所资深高级研究员；方思元系申万宏源证券研究所高级研究员）