

论文 NO. 2017 年 5

发表时间：2017 年 5 月 9 日

供给侧结构性改革显成效

董裕平；徐枫

摘要：宏观层面的固定资产投资增速下降是包括上市公司在内的众多市场微观主体的投资行为结果。从上市公司财报相关科目分析，当前实体领域的投资扩张机会仍然比较有限，资金脱实向虚压力还是较大，但是，随着制造业等实体经济开始出现好转苗头，未来会激励资金更多地流向实体经济，从而缓解资金驱动虚拟经济持续膨胀的风险压力。

通过资本市场并购重组调整产业结构进展比较顺畅。并购重组是重要的资本运作手段，有利于提高产业组织效率、推进供给侧结构性改革。从上市公司实施情况看，大规模的并购重组行为可能接近阶段性尾声，中小规模并购重组交易仍有所增加。

银行体系资产质量开始改善，经济运行风险有所缓释。从上市银行数据看，一是国有银行为主的资产风险总体可控。二是贷款投向更为谨慎安全。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

上市公司经营状况是宏观经济质量的微观基础。2017 年一季度股票市场运行基本平稳，市场杠杆风险继续下降，上市公司总体财务状况表现出积极变化，显示实体经济企业盈利能力提升，资金脱实向虚压力有望缓解，经济结构性调整显现成效，银行体系资产质量趋于改善，供给侧结构性改革的五大任务还需继续协调推进。

财务基本面

表现积极

截至 2017 年一季末，沪深 A 股共有上市公司 3167 家。其中，沪市 1240 家，深市 1927 家；主板、中小板和创业板分别有 1706 家、843 家和 618 家；第一、二和三产业分别有 88 家、2361 家和 718 家；非金融企业 3092 家，金融企业 75 家；国有控股企业 1001 家，民营企业 1863 家。

上市公司财务表现总体上呈现积极变化，2017 年一季度经营业绩明显提升。从营业收入状况看，上市公司实现营业收入 8.68 万亿元，同比增长 25.35%，增速同比增加 18.61 个百分点。从利润状况看，上市公司实现净利润 8469 亿元，同比增长 25.63%。从亏损面看，一季末有 479 家上市企业亏损，同比减少 83 家；亏损企业占全部上市公司比例为 15.12%，同比下降 4.75 个百分点。按照不同上市板块分类看，中小板的上市企业盈利能力表现比较抢眼，一季度中小板企业实现净利润 536.78 亿元，同比增长 39.12%，分别比主板和创业板企业增速高出 14.17 和 18.85 个百分点。从控股产权性质分类看，民营企业活力较足，一季度实现净利润 1168.02 亿元，同比增长 37.74%，比国有企业增速高出了

1.01 个百分点。特别需要指出的是，非金融类企业经营状况整体上有明显好转，一季度实现净利润 3908.92 亿元，同比增长 55.67%。

资金脱实向虚

压力可能缓解

宏观层面的固定资产投资增速下降是包括上市公司在内的众多市场微观主体的投资行为结果。从上市公司财报相关科目分析，当前实体领域的投资扩张机会仍然比较有限，资金脱实向虚压力还是较大，但是，随着制造业等实体经济开始出现好转苗头，未来会激励资金更多地流向实体经济，从而缓解资金驱动虚拟经济持续膨胀的风险压力。

就资金向虚压力来看，一是企业投资支出仍在下降。以在建工程科目为例，2017 年一季末，非金融上市公司全部在建工程为 2.22 万亿元，同比下降 1.33%，企业平均在建工程规模为 8.15 亿元，同比减少 12.05%。二是持币观望等待情绪较浓。以货币资金科目为例，2017 年一季末，非金融上市公司共持有货币资金 6.48 万亿元，同比增加 26.07%，企业平均持有现金量为 20.96 亿元，同比增加 12.79%。当前企业大量增持货币资产，不仅可以等待新的投资机会，更有可能在短期博取金融交易或投机性收益。三是资金继续入虚压力仍存。从购买理财产品情况看，一季度上市公司认购的理财产品共计 2344 种，同比增加 12.15%；持有理财产品总额为 2189.35 亿元，同比增加 39.96%；企业平均认购金额为 3.92 亿元，同比增加 7.12%。从投资房地产情况看，一季末非金融上市公司持有投资性房地产 6480.3 亿元，同比增加 32.32%；企业平均投资房地产金额为 4.55 亿元，同比增加 16.32%。

然而，随着供给侧结构性改革的推进，有效供给得到改善，工业品出厂指数（PPI）持续正增长，实体经济表现好转，这将会给实体经济投资带来新的激励。尽管一季度在全部上市公司实现净利润总额中，75家金融类企业仍然占据一半以上，但非金融企业一季度实现净利润的占比同比提高了9.75个百分点，达到46.15%；净利润为3908.92亿元，同比增长55.67%，比金融类企业的增速快47.85个百分点。制造业的投资收益有所回暖。一季度制造业企业平均净资产收益率为1.17%，同比增加0.77个百分点，增幅同比增加0.71个百分点。制造业投资回报率的上升，主要是得益于结构性改革政策，尤其是去产能腾挪出有效市场空间，助推企业盈利能力提升。一是工业品出厂价格指数持续正增长，改善了生产企业的成本消化能力和盈利空间。从2016年四季度开始，PPI开始扭转连续54个月的负增长之后，2017年一季度继续保持较大幅度的正增长。价格上涨提高了制造业上市企业的销售利润，一季度平均销售净利润率为6.68%，同比增加3.03个百分点。二是资产周转速度明显改善。2017年一季度，制造业上市企业平均总资产周转率为0.14，同比增加15.74%。三是企业杠杆优化，适度增加负债融资可以获得财务杠杆收益。2017年一季度，制造业上市企业平均权益乘数为2.65倍，同比增加0.40倍。

经济结构调整

初显成效

上市公司经营状况是反映经济结构调整的“温度计”。除了实体企业经营状况总体上出现好转有可能缓解资金脱实向虚的压力之外，经济结构调整的成效还表现在其他方面。

从上市公司数据看，经济结构的均衡性有所改善。一方面，在所有制结构上比较稳定。另一方面，城乡产业发展比较协调。

通过资本市场并购重组调整产业结构进展比较顺畅。并购重组是重要的资本运作手段，有利于提高产业组织效率、推进供给侧结构性改革。从上市公司实施情况看，大规模的并购重组行为可能接近阶段性尾声，中小规模并购重组交易仍有所增加。2017年一季度，上市公司共实施并购重组925起，同比减少307起；交易规模为5594.19亿元，同比减少44.18%。并购重组交易数量和金额的下降，意味着好的大规模并购重组投资机会可能被发掘殆尽。

银行体系资产质量开始改善，经济运行风险有所缓释。实体经济状况直接反映在银行体系的资产质量变化动态上。从上市银行数据看，一是国有银行为主的资产风险总体可控。从不良资产情况看，2017年一季度，上市银行不良贷款余额621.18亿元，同比减少34.26亿元，但平均不良贷款率同比增加0.11个百分点。其中，股份制银行和城市商业银行平均不良贷款率同比分别增加0.15个百分点和0.30个百分点，而五大国有银行平均不良贷款率同比减少0.05个百分点。从银行拨备情况看，上市银行平均不良贷款拨备率为207.95%，同比增加5.42个百分点，增加值同比增加19.93个百分点。二是贷款投向更为谨慎安全。建设银行公布的最新数据显示，建筑业和房地产业等政策限制性行业的贷款余额同比分别下降了4.79%和14.22%，公共服务业和租赁商务服务业等受政策支持性行业的贷款余额同比分别增加8.20%和25.54%。

“三去一降一补”

需继续协调推进

上市公司的数据显示，供给侧结构性改革在总体上取得了较好成效，但就“三去一降一补”五大任务来看，还需要进一步协调推进。

首先，去产能难度较大，企业增产动力犹在。随着大宗商品价格反弹，一些产能严重过剩行业去产能阻力增加，政策执行效果不佳，部分停产企业重新开工，有的甚至加大投资新建产能。从产出情况看，2017年一季末，全国原煤产量和水泥产量有所减少。但是，全国粗钢产量，铝材产量，平板玻璃产量都在增长。从投资情况看，固定资产不同行业在建工程有所差异。一季度煤炭行业上市公司、钢铁行业上市公司、铝材行业上市公司同比都有所减少。平板玻璃行业上市、水泥行业上市公司等同比则有所增长。

其次，房地产企业的存货占比有所下降。从企业待售库存看，一季度房地产行业上市公司产成品存货占总资产比例为2.18%，同比减少0.58个百分点。潜在库存方面，一季度房地产行业上市公司原材料和在产品存货合计占总资产比例为3.87%，同比减少2.71个百分点。另外，主要由于各大中城市纷纷推出各种限购、限售政策，可能直接导致中心城市库存增加。按面积计算，2017年一季度，一、二线城市商品房存销比分别上升0.81个月和1.06个月。按套数计算，2017年一季度，一、二线城市商品房存销比分别上升0.83个月和0.60个月。

再次，总体杠杆水平下降，偿债能力趋于改善。一是企业总体杠杆水平不高，且仍在明显下降，破产违约风险较

低。一季度非金融上市公司平均资产负债率仅为 40.33%，同比减少 1.74 个百分点；房地产行业上市公司相对较高，平均资产负债率为 63.67%，同比也减少了 0.94 个百分点。二是偿债能力继续改善。从长期偿债指标看，一季度非金融类上市公司平均已获利息倍数为 10.28 倍，同比增加 1.91 个百分点。就短期偿债能力指标看，非金融类上市公司的流动比率均值为 2.84，速动比率均值为 2.29，分别比上年同期提高 0.13 和 0.14。

最后，薄弱领域投资有所增加，但企业创新绩效表现还有待提升。一是文化、体育和娱乐业短板得到加强。从投资力度看，2017 年一季末，行业上市公司固定资产投资为 316.21 亿元，同比增加 15.61%；无形资产投资为 130.12 亿元，同比增加 30.96%。从业绩产出看，2017 年一季末，行业上市公司净利润为 60.62 亿元，同比增加 31.35%。二是水利、环境和公共设施管理短板加强。从投资力度看，2017 年一季末，行业上市公司固定资产投资为 416.27 亿元，同比增加 12.45%；无形资产投资为 286.28 亿元，同比增加 41.71%。从业绩产出看，2017 年一季末，行业上市公司净利润为 17.70 亿元，同比增加 42.93%。三是卫生和社会工作管理短板得到加强。从投资力度看，2017 年一季末，行业上市公司固定资产投资为 39.90 亿元，同比减少 64.15%；无形资产投资为 7.19 亿元，同比增加 51.38%。从业绩产出看，2017 年一季末，行业上市公司净利润为 0.78 亿元，同比减少 7.57%。

但是，需要注意的是，从上市公司数据看，中国企业创新状况仍然有待提升。一是总体研发投入不高。一季度上市公司平均研发费用占营业收入比例为 7.13%，同比减少 0.39

个百分点。二是新兴产业财务表现不力。以中国战略新兴产业成分指数为例，一季度 100 家成分股上市公司净利润合计为 363.34 亿元，同比减少 0.87%。创新发展是指导供给侧结构性改革的重要理念，创新能力决定着经济体成长性和竞争力，上市公司提升创新能力无疑将更受市场青睐。