

万亿国债打消政策“空窗”担忧

新一轮扩信用如何提振上市公司业绩？



“前三季度经济数据表现是不错的，但是市场继续下跌。这是因为当我们谈论经济时关注的是GDP，而资本市场投资者看的是盈利，这是不同的。GDP已经看到反弹了，但是企业盈利层面还没有展现出来。”她认为，万亿国债推出后情况已经在慢慢改变，产能利用率在四季度或明年一季度就将看到拐点。

中央财政将在今年四季度增发特别国债1万亿的消息，打消了市场关于四季度提振经济举措可能会“空窗”的担忧。

受此消息提振，10月25日三大指数集体高开，截至收盘沪指涨0.4%、深成指涨0.47%、创业板指跌0.9%，A股超3800只个股上涨。其中，大基建产业链全线暴涨，水利、建筑材料、钢铁、水泥等板块掀起涨停潮。

“增发特别国债扩信用，是走出当前资产价格困局的最优途径。”华创证券研究所副所长、宏观首席分析师张瑜25日晚间表示，近期中国资产价格承压，企业家预期也比较弱，这背后的本质是名义利率偏低、实际利率偏高，名义资产回报偏弱，企业加杠杆、扩产能动力不足。通过扩信用，逐步形成中长期的经济扩张和通胀预期，就可以慢慢走向名义利率提升、实际利率回落的正向循环。

兴业证券研究院宏观首席分析师段超表示，万亿国债对中长期市场信心修复有较强的信号作用。“近期一段时间以来，股市投资者信心相对比较弱，一方面担心中国经济恢复的动能能否持续，另一方面担心政策刺激是否会在四季度出现空窗期。但是本次国债增发的落地，对这些担心都是很好的回应。”他认为，这对未来市场信心的恢复和经济增长的拉动都会有比较明显的助力。

新一轮扩信用、稳增长展开

根据安排，此次增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，今年拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元。

“今年7月政治局会议的部署主要是面向今年的稳增长，而此次1万亿国债发行，形成实务工作量大概是在明年。事实上面向明年的新一轮扩信用、稳增长已经开启。”张瑜分析认为，发行特别国债是在扩信用方向上的主动作为。这既不同于坐等海外名义利率下行，也不是放任资产价格下跌释放风险，主动作为是对经济恢复发展更为有利的路径。

而且特别国债只是扩信用的一个开始。在她看来，往明年来看，第二轮的稳增长很多工作已经慢慢启动。

段超对记者表示，近年来首次在年中调整财政预算赤字水平，释放了积极的财政政策信号，对经济增长和权益市场风险偏好修复都是利好。

“1万亿规模的国债增发，占GDP约0.8%，如果算上杠杆弹性，对经济的拉动作用会更大。”他分析称，这对今年和明年的经济增长都有直接帮助，而且在权益市场的基建相关细分行业，也已经有比较明显的拉动效果。

段超认为，万亿国债有两大重要信号作用。一是对中长期信心修复有较强的信号作用。近期一段时间以来，股市投资者信心相对比较脆弱，一方面担心中国经济恢复的动能能否持续，另一方面担心政策刺激是否会在四季度出现空窗期。但是本次国债增发的落地，对这些担心是很好的回应。

二是对财政收支结构优化的信号作用。全球横向比较来看，中国中央政府的杠杆率水平仍有扩张空间，但地方政府债务率较高，通过政府增发国债并转移支付给地方政府的方式，既有助于优化财政收支结构，也对拉动中长期经济增长有更

大的帮助。

张瑜也表示，特别国债在一定意义上意味着中央信用以更低的成本来帮助地方信用，有利于释放地方政府的财政空间。

“中游制造”利润弹性有望回升

前三季度经济数据显示经济正在加速回暖。消费方面，9月份，社会消费品零售总额同比增长5.5%，较8月份加快0.9个百分点。三季度最终消费支出对经济增长的贡献率达94.8%。

出口方面，9月份以美元计价出口降幅进一步收窄2.5个百分点至6.2%。其中电动汽车、光伏电池、锂电池“新三样”产品出口已经连续14个季度保持两位数增长。

价格方面，9月制造业PMI连续第4个月回升至50.2；非制造业PMI反弹至51.7。同时，9月建筑业PMI回升2.4个百分点至56.2%。服务业PMI回升0.4个百分点至50.9%，综合PMI产出指数回升0.7个百分点至52.0%。

不过近一段时间A股市场基于多重因素表现相对疲弱。10月以来，上证综指从3100点上一路

破位，最低触及2923.51点。本周受特别国债利好提振有所回升。

“三季度数据公布后，资本市场的反应与经济数据的企稳似乎呈现一定背离，我认为其中一个重要因素是今年名义价格同比的下行。”段超分析称，前三季度GDP同比增速表现较好，但是二季度到三季度初中库存周期出现下行、通胀价格同比快速回落，其中6月份PPI同比-5.4%，7月份CPI同比-0.3%，企业和居民的收入、利润都受到通胀下行的影响。这一段时期企业需要降价去库存，对收入和利润带来拖累，影响了信心的恢复。

不过，据他观察，中国库存下行周期已经见底，价格周期已开始回升，企业和居民的信心有望伴随着刺激政策的落地进一步恢复，进而巩固经济向好回升的形势。

张瑜也表示，资本市场尚未表现出特别理想的价格弹性，主要是因为当前仍处于量变积累质变的过程。

“前三季度经济数据表现是不错的，但是市场继续下跌，这是因为当我们谈论经济时关注的是GDP，而资本市场投资者看的是盈利，这是不同的。GDP已经看到反弹了，但是企业盈利层面还没有展现出来。”她告诉记者，目前产能利用率还没有到拐点，因为有供给冗余，即使有需求也不会有明显的价格弹性和利润弹性。但是，她预计，万亿国债推出后情况已经在慢慢改变，产能利用率在四季度或明年一季度就将看到拐点。

从上市公司构成来看，工业制造类企业占据主体地位，而这部分企业在产业链中多属于“中游制造”。

“现在最难受的就是中游制造。既不像上游，在2015年、2016年经历了主动的供给侧改革，也不像服务业，在疫情期间有客观的供给侧出清。中游制造在疫情期间经历高出口，还扩了一轮投资。”张瑜认为，这也决定了未来中游制造类企业的利润弹性恢复会相对滞后。

在她看来，当前企业正好可以抓住机会推进供给优化和技术改造，同时抓住机会推动并购等，为市场转好提高占有率做好准备。

“现在已经明确看到经济向好的信号，但是投资者可能还是想要看到过半的赢面才会放心。实际上市场已经在慢慢构筑底部了。”据她观察，很多投资者已经在加力挖掘需求，寻找那些被前期一致悲观预期所掩盖的机会，希望找到一旦经济起来利润弹性就会表现出来的那些潜在标的。来源：第一财经

经营专属商业养老保险机构扩围

国家金融监管总局10月25日消息，该局近日印发《关于促进专属商业养老保险发展有关事项的通知》，明确相关业务要求，进一步扩大经营专属商业养老保险机构范围。业内人士表示，《通知》设定的条件要求较为严格，有助于确保保险公司具有长期稳健开展养老资金管理和风险管理的能力。

《通知》主要内容包括，一是明确保险公司经营专属商业养老保险业务的所有者权益、偿付能力充足率、责任准备金覆盖率等要求；二是规范产品设计，对积累期和领取期、领取转换表、保险责任、现金价值等作出规定，并对保险条款和费率统一实行备案管理；三是要求保险公司建立健全内部管理机制，加强账户管理；四是明确保险公司可以委托符合条件的商业银行宣传和销售专属商业养老保险；五是规范保险公司经营专属商业养老保险业务的信息披露要求。

金融监管总局有关部门负责人在答记者问时介绍，2021年6月，原银保监会在浙江省（含宁波市）和重庆市开展了专属商业养老保险试点。2022年3月，将试点区域扩大到全国范围，并允许养老保险公司参与。

“金融监管总局认真梳理总结试点经验，决定将专属商业养老保险从试点转为正常业务，符合条件的人身保险公司可以经营。”该负责人说。截至2023年9月末，专属商业养老保险承保保单合计63.7万件，累计保费81.6亿元。其中，新业态、新业态从业人员和灵活就业人员投保保单约7.9万件。

上述负责人介绍，专属商业养老保险是一种资金长期锁定，专门用于个人养老保障的保险产品，具有投保简便、交费灵活、收益稳健等特点，为人民群众长期积累“养老钱”提供了新选择。

“投保人如果收入有波动或者对未来预期收入有变化，不能实现定期交费，灵活交费不会对账户权益造成损失，当然也要看最后的保险合同约定。”一位业内人士对记者说，“专属商业养老保险有约束性安排，如果中途退保，退出时会损失一定账户价值。这是希望投保人能够长期持有，将这部分资金专门用于养老。从前两年的结算情况看，这个产品的收益结算水平比普通产品高一些。”

该负责人表示，通知印发后，将支持符合要求的人身保险公司开展专属商业养老保险业务；督促人身保险公司持续提高专业能力，加大人才队伍、信息系统建设等资源投入，实现专属商业养老保险长期稳健发展；强化业务监管，保持对违法违规行为的高压态势，切实保护好消费者合法权益。

据《中国证券报》

中长期信贷量增价降 基础设施建设提挡加速

今年以来，我国基础设施投资增势较好，对经济增长发挥着稳固支撑作用。国家统计局近期发布的数据显示，今年1至9月，全国固定资产投资同比增长3.1%，其中，基础设施投资同比增长6.2%。

总量增、价格降、放长线，银行以中长期贷款全力满足基建项目的资金需求。中国人民银行数据显示，截至9月末，基础设施业中长期贷款余额同比增长15.1%，比各项贷款增速高4.2个百分点，为基建投资注入“源头活水”。增发万亿国债，也将为基建投资争取增量资金，更好发挥金融财政政策的乘数效应。

护航基建项目开工提速

以水利工程建设为例，今年1至9月，全国水利建设完成投资8601亿元，创历史同期最高纪录。

在重大项目开工建设的带动下，基建投资持续稳固发挥对经济增长的支撑作用。国家统计局发布的数据显示，基础设施等重点领域补短板投资较快增长，大项目对投资增长贡献率比前8个月提高10.8个百分点。

项目上马后，需要市场资金及时补位。记者了解到，基础设施项目往往投资规模大、建设周期长，需要长期、大额、低成本的资金与之匹配。今年以来，银行的中长期信贷资金不仅为项目积极托底，还通过延长贷款期限、降低贷款利率，推动项目实际融资成本稳中有降。

政策性金融机构是基建投资的主力。例如，今年1至9月，国家开发银行向城市基础设施领域发放贷款超过3400亿元，为城市交通、防洪排涝、污水和垃圾收集处理、管廊管网、城市有机更新等城市市政及公共设施建设、改造和智慧化升级等提供了有力支持。

基建贷款有望保持高增

金融工具“四两拨千斤”，此前部署的7399亿元政策性开发性金融工具资金已全部投放完毕，力促形成更多实物工作量。截至三季度末，农发行接续支持重大专项任务，基础设施基金支付率达到79%，去年以来累计向基金投资项目配套融资823亿元。

回望2022年，在政策性开发性金融工具的带动下，政策性银行贷款实现较快增长。今年在尚未出台接续政策的情况下，市场较为关注政策性银行贷款能否保持高增。从农业发展银行近日召开的三季度业务经营分析会来看，该行前三季度累放贷款214万亿元，增速达到12.1%。同时该行表示四季度将全力做好年度任务收官工作，严格按照年度贷款计划安排信贷投放。综合

监管领域并购重组“老旋律”弹出“新节奏”

随着今年2月全面注册制改革相关制度的正式发布，上市公司并购重组亦全面步入“注册制时代”。可以看到，资本市场基础性制度的适应性、包容性明显提升，为推动上市公司做强主业、提升质量积极助力，也让并购重组监管领域的“老旋律”在全面注册制背景下弹出“新节奏”。

沿着让交易更灵活、流程更简化、监管更精准的方向，近年来，《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》《上市公司重大资产重组管理办法》等一系列规则指引相继发布或修订。从制度层面不断补齐市场短板，同步提升审核效率，从而大大激发并购重组市场的活力与动能。

提升审核效率 降低交易成本

随着全面注册制落地，证监会日前修订了《上市公司重大资产重组管理办法》及配套规则，明确发行股份类重组审核及注册程序，完善重大资产重组认定标准、发行股份定价机制，营收指标中增加营收不低于5000万元规定，将上市公司发行股份的底价由九折降低为八折。

这一调整的目的，直指“降本”的靶心。有资深投行人士向记者分析道，“通过增加认定条件，来放宽对重大资产重组的实际认定标准，这使得不少在过去可能会被认定为重大资产重组的交易，现在就变成了一般资产交易行为。二者在信息披露、流程规范的门槛上都存在显著差异，由此大大降低了部分重组交易的成本。”

此外，证监会还在总结前期试点经验的基础上，起草了《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则（征求意见稿）》，以深化并购重组市场化改革。

在交易所层面，据记者梳理，沪深两所以信息

披露为核心，同步制定完善了重组审核规则及重大资产重组信息披露指引，旨在进一步发挥交易所一线监管优势，强化上市公司并购重组信息披露要求，优化审核流程，提高审核效率。

实践来看，对于发股类重组，目前上交所审核中心平均审核用时40天左右，短于法定的2个月，审核效率大大提升。一个典型案例是，全面注册制以后首单“小额快速”重组项目长龄液压，上交所审核用时仅28天。

鼓励科技创新 提升估值包容性

过去几年，轻资产公司作为并购标的，往往伴随着高估值、高承诺、高商誉的“三高”问题，给上市公司并购后的持续发展埋下隐患。

从估值水平来看，近几年“三高”现象有所缓解。细究其原因，主要是在产业类重组渐成主流的趋势下，交易双方对行业的理解更加深入，交易博弈也更为充分和务实。与此同时，近年来监管对于盲目跨界、忽悠式重组等行为的有力“出手”，也起到了一定的示范效果。

近日，证监会有关负责人在接受媒体采访时提出，适当提高轻资产科技型企业重组的估值包容性。业界普遍认为，此举不仅将为科技创新、产业升级提供资金支持，还有利于科技创新型产业的持续迭代和升级。

据统计，自科创板设立以来，科创公司发行股份购买资产总计9单，其中5单审核通过。详看这些案例，并购标的多呈现出轻资产运营、报告期内业绩增长较快或波动较大、预测期内收入和利润增长较快、评估增值率较高等特征。

如皓元医药重组标的主要从事药物研究和生产业务，行业轻资产特征明显。同时，CRO和CD-MO业务处于快速增长阶段，其净资产积累较少，导致评估增值率逾600%。

加强监管效能 紧盯不当重组

全面实行股票发行注册制，是否意味着对上市公司重组的要求有所降低？答案显然是否定的。证监会强调，实行注册制绝不意味着放松质量要求，审核把关需更加严格。

落到监管实处，首先是完善并购重组全链条监管，从严监管不当重组。证监会、交易所通过进一步加强并购重组信息披露监管，注重发挥公开、及时、精准问询对于揭示交易风险的约束作用，维护好并购重组市场秩序。

数据显示，2022年以来，沪市主板上市公司共披露85单重大资产重组方案，终止重组15单，其中，重点加强对“三高类”、盲目跨界、利益输送类、热点概念炒作等并购重组的监管力度。

其次是加强现金重组监管力度，严防关联方利益输送。自证监会取消现金类重大资产重组行政许可以来，近几年，现金类重组已逐步成为沪市并购重组的重要类型，但从中也滋生了利益输送等问题。

为防止上市公司及其关联方利用现金重组实施“三高”并购，或进行不正当利益输送，侵害中小投资者合法权益，《上市公司重大资产重组管理办法》明确对于现金类重组，交易所可通过问询、现场检查、现场督导、要求中介机构补充核查并披露专业意见等方式进行自律管理。

数据显示，2022年以来，沪市上市公司披露现金重组分别为26单、14单，现金重组数量明显减少。从监管问询角度来看，2022年沪市并购重组共终止5单，占比近两成。监管问询重点涉及评估合理性及作价公允性、标的资产业绩真实性、上市公司现金收购资金来源、标的资产是否存在资金占用、违规担保、业绩承诺可实现性等问题。

据《上海证券报》