

科创板可实行分层上市制度

□东方证券首席经济学家 邵宇

推出科创板是新制度的供给，是资本市场的供给侧结构性改革，既符合科技发展与企业模式转换的需要，也是在补资本市场的“短板”。笔者认为，科创板的推出，既要借鉴国外成功的经验，还要吸收国内自1990年代初创建资本市场以来的经验教训。科创板可在借鉴纳斯达克和新三板经验的基础上，实行分层上市制度，并着重解决流动性问题。



视觉中国图片

补资本市场“短板”

所谓多层次的资本市场，是指根据企业的“体质”，在制度设计上做到区别对待，以适应不同类型的企业上市融资。一方面要适应企业生命周期的不同阶段，在企业最需要资金的时候，发挥资本市场的融资功能；另一方面，为了资本市场有序运转，资本市场必须有大浪淘沙的过程，引入竞争机制，优胜劣汰。

设立科创板是资本市场的“供给侧结构性改革”，是补资本市场的“短板”。过去20年，从PC到互联网，再到移动互联网，都可以看作是互联网革命的范畴，它成就了一批大市值公司，包括

阿里巴巴、京东、腾讯等。为什么这些企业没能在A股上市，一个重要的原因就是A股目前的板块设置，以及对应的上市规则，难以适应这些高科技、新模式的创新型企业的需要，制度建构与企业的生命周期出现错配。A股是否可以留住未来将要上市的独角兽企业，这就是科创板的意义。新型成长型企业在A股上市，不仅有助于促进创新和技术进步，还有助于优化资本市场的整体结构，投资者还可以享受到企业成长带来的红利，一举多得。

与核准制相比，注册制的发行人成本更低，

上市效率更高，对社会资源耗费更少，可以快速、高效地实现资源配置功能，这可以借鉴中国香港地区的制度创新案例。

今年4月24日，港交所推出了新的上市制度，被认为是24年来最大的一次修订。业界一致认为，这将使得香港更好地成为新兴科创型企业的孵化地。重要制度创新包括：针对生物科技公司，允许在尚未通过任何主板财务资格测试的情况下申请上市；允许不同投票权架构公司在香港上市；新设立第二上市渠道接纳内地及国际公司在香港二度上市。这相当于强化版本的CDR，因为它

它不仅接纳内地公司，还接纳其他地方的公司二度上市。除此之外，还放开了盈利要求，这也是直接与创新科技型企业的生命周期与融资需求相匹配的。

注册制可以减轻监管部门的工作负担，使其把重点放在基础性的制度建设上。市场化的优胜劣汰机制，把发行风险交给主承销商，投资风险也由投资者来识别，合规方面的工作交给中介机构等。在科创板实行注册制，也能对主板形成外溢效应。但无论是正的外部性，还是负的外部性，则要看主板制度的改进和上市公司的反应。

可尝试实行分层制度

科创企业异质性是比较显著的，它们分布在各行各业，规模和前景等也会存在差异。在科创板内部，制度如何去适应这种异质性？笔者认为，可以借鉴美国纳斯达克的分层上市制度。以2006年的最新版本来看，纳斯达克将上市公司分为三个板块，分别为：纳斯达克全球精选市场，主要针对全球范围内大型市值公司，上市标准最为严格；纳斯达克全球市场，针对中型市值公司，需满足较严格的财务指标、流动性标准及公司治理标准；第三类是纳斯达克资本市场，针对市值较小的公司，上市标准相对较低。

实际上，中国的新三板也实行了分层制度，分为创新层和基础层。前者有三条标准，与进入创新层的标准对应，维持创新层也需要三条标

准，略低于进入标准。另外，基础层与创新层之间遵循“降级强制，升级自愿”的动态调整规则，以实现垂直流动性。不满足维持创新层标准的企业在第一年发布风险提示公告，状况未能改善的企业将于第二年强制降入基础层，而基础层企业达到创新层标准之后可以自愿转入创新层。

笔者认为，科创板可在借鉴纳斯达克和新三板经验的基础上，实行分层上市、考核和退市制度。

上文主要探讨的是一级市场的制度构建，但二级市场对一级市场的反馈也不可忽视。二级市场没有流动性，一级市场也不大可能会良序运转，二者是绑定的。而二级市场运行，流动性是一个关键指标。

解决流动性问题的核心，可以围绕真正的市场化这个中心展开，比如上市和退市、信息审查和披露等。因为非市场化的资本市场，流动性一定是有限的，而且还将为制度套利创造空间，整个生态一定是不健康的。要想把科创板打造成中国版纳斯达克，而不是新三板的复制品，那就需要借鉴吸收纳斯达克制度建设的优点，并参考新三板制度的不健全之处。

除了市场化这个关键词，还有法制化，它是资本市场基础设施建设的重要一环。法制的核心是讲规则，规则的制定必须是有弹性的，但这个弹性必须来自规则本身。规则必须是公开透明的，而且应该得到完全执行。它是市场化的内在要求，也是实行良性市场化的前提。讲规则，才能

树立信用，才能建立投资者信心，才会吸引优秀的企业，从而实现良性循环，流动性也才能得到保障。

笔者认为，科创板建设的一个基本原则是，限制性规定尽可能少。在上市门槛方面，硬性标准可以参照主板或者新三板，但门槛肯定要低一些，比如盈利的稳定性和连续性；主营业务占比、估值、现金流等这些财务指标。更为重要的是，突出“科创”的属性，企业一定是代表未来先进技术发展方向的，满足“新技术、新模式、新业态、新产业”这四新特征（或部分满足）。在交易机制方面，比如涨跌停板制度、合格投资者要求等等，是否需要？基本要求是什么？都应进行新的尝试。

助力创新驱动型经济

数据显示，西方国家的技术创新主要来自小企业。就中国而言，有调查结果显示，70%以上的高新技术创新来自小企业。企业的发展有其特定的生命周期，在不同的发展阶段，与其相适应的融资方式也不一样。一般而言，银行的间接融资适用于扩张期和成熟期，即已经实现盈利、从而相对比较成功和风险比较低的企业；对于种子期和创业期的企业，不成功的概率较高，风险也较高，故需要风险投资、私募投资资金的支持。在中国

现有的资本市场结构中，天使投资、风投、PE等多轮投资之后，企业纷纷跑到海外上市，所以出现了脱节，而科创板就是在“补短板”。

技术进步和科技创新是企业发展的方向和中国经济的未来，中国经济的新动能一定是科技新兴产业。未来大量中小企业尤其是科技型中小企业，将在中国经济中扮演重要角色，它们需要容错性更大、风险偏好更强、资源配置效率更高的多层次资本市场，为其发展提供支持和服

因此，发展多层次的资本市场，有利于加强对小微企业创新的支持，也有利于建成以市场为导向的创新体系。

综上所述，设立科创板，发展多层次的资本市场，对于深入推进供给侧结构性改革，发挥金融服务实体经济的职能，实施创新发展战略，都有着显著的积极意义。但也不得不指出，资本市场要想发挥上述积极意义，各项金融基础设施建设，比如金融监管体系建设、法律法规建设、

信用体系建设等，都需要加以配套。只有这样，资本市场才能在保证宏观流动性水平稳定的前提下，充分发挥好资源配置的功能；发挥好盘活存量资金、扩大金融通规模的职能；发挥好风险分担、收益共享的优势，有针对性地扶持创新创业企业和小微企业的发展，以及传统企业的技术研发和升级；实现经济发展动能的转换，为全面建成小康社会和社会主义现代化强国增添动力。

美国新一轮经济萧条若隐若现

□商务部国际贸易经济合作研究院研究员 梅新育

已经过去的10月堪称美国股市“黑十月”，2009年以来经济回升与股市上涨已经持续近10年，这一事实并不意味着美国经济已经摆脱周期性波动的约束，而是表明新一轮萧条与金融危机日益临近。经过10月份如此剧烈的股市波动，尽管美国劳动力市场的就业等指标目前尚未遭到波及，但美国新一轮经济萧条与金融危机的阴影已在地平线上若隐若现。

美国新一轮经济萧条、金融危机将在什么时候以什么方式到来、危机烈度几何等等，围绕这些话题的讨论正在全球经济界、学术界稳步升温。越来越多的学者、分析师和市场参与者认为，2020年前后美国很可能爆发经济萧条与金融危机。

贸易逆差本质溯源

美国经济萧条与金融危机风险受到越来越多正视，其后果之一就是该国宏观经济失衡中蕴藏的系统性风险对人们预期的影响日益凸显。美国宏观经济客观存在一系列失衡，在当前尚未被普遍视为系统性风险，但在萧条和危机逼近、到来之后，这些失衡迟早会被市场参与者普遍认识到，并进而大面积影响他们的预期、心态和行为，居高不下的美国军费支出就是其中之一。11月14日，布朗大学沃特森学院发布报告《战争开支》，认为“911事件”以来直至2019财年，美国直接间接战争支出已达5.9万亿美元，也警示市场参与者和其他各界人士不可忽视军费开支对美国宏观经济失衡，进而对其潜在经济金融危机风险的影响。

美国宏观经济失衡集中表现为财政、贸易“孪生赤字”，天文数字般的军费开支不仅直接对

财政赤字“贡献”良多，而且通过制造、扩大美国政府部门负债蓄而间接推高了美国的贸易逆差。贸易逆差本质上是国民储蓄过低的体现，笔者整理了1980—2017年间中美两国储蓄率及其差额，结论如下：

38年里所有年份中国储蓄率均高于美国；其中除1981年中美储蓄率差额为8.6个百分点之外，其余所有年份中美储蓄率差额均大于10个百分点；其中有15年中美储蓄率差额在10—19.9个百分点之间；有14年中美储蓄率差额在20—29.9个百分点之间；有8年中美储蓄率差额超过30个百分点；在此期间，中美储蓄率差额最高纪录为36.9个百分点。

这样的国民储蓄率差距，决定了美国贸易逆差不可能依靠贸易战消除。美国国民储蓄之所以过低，重要根源之一是美国政府数十年如一日一直是负储蓄部门；美国政府的负储蓄主要来源于军费、社会保障两大开支过度膨胀且布局不合理，军事开支膨胀失控尤其堪称恶化美国财政支出结构的头号“杀手”，进而对美国贸易收支逆差格局定型，不断强化作出了不可替代的贡献。

军费开支膨胀恶化国际收支

在产业和贸易的层次上，军费开支过度膨胀通过以下途径恶化美国国际收支：平时，天文数字的军费开支、且军费开支相对于民用开支不透明……这些特点决定了军事合同利润率通常大大优于民用工业，吸引美国产业界在二战之后数十年里，把过多优质资源投向发展军工，民用工业因此相对衰落，在世界市场上竞争力日益减退，不仅不能继续在海外市场继续攻城略地，就是本土市场，也越来越多地被集中精力发展民工业的外国企业占据。

一旦爆发较大规模战争，突然涌现的大量军需（特别是非军火货物）订单更是要有相当一部分流向外国产业界。特别是战场邻近国家和地区，如果这些地区恰恰有潜在生产能力，也有强烈的抓住一切机遇谋求发展之心，他们就能抓住这个机遇拿下很大一部分美军“特需”订单，以及美国国民经济“军事化”而腾出来的民品生产、供应市场空间。

国防费用与安全、社会与消费者需求、增长的投资，三者竞相争夺一国拥有的资源，大国能否实现可持续发展，取决于一国能否协调上述三者，使之形成比较协调的比例与关系，而美国的国防费用显然是严重过头。在一定时期和程度以内，美国确实能够通过军事力量维持其在国际货币体系中的核心地位，藉此源源不断取得外部融资为其消费、投资“埋单”，但这种操作最终必将面临“特里芬两难”的约束，导致美元信用难以维系。

美国精英阶层中不是没有人意识到这个问题，也不是没有人意识到高军费造就的庞大利益集团一旦形成，就会力图绑架美国政策使之长期为自己服务。其实，早在上世纪五六十年代，昔日的二战欧洲盟军总司令艾森豪威尔总统就意识到，当时刚刚初步成型的“军工复合体”对国家的潜在危害。

1987年，保罗·肯尼迪所著《大国的兴衰》一经面世，顿时在美国“洛阳纸贵”，背景也是“里根经济学”的重要内容之一扩军，美国国内当时正在热烈讨论里根8年执政得失，而日本、联邦德国当时经济实力成长相当迅猛，令许多美国人感到美国的经济优势地位有动摇甚至不保之虞。

即使高度推崇里根的特朗普本人，对这一问题也是一清二楚。自从2016年总统竞选期间起，特朗

普就高举“美国优先”这两次世界大战之间孤立主义运动的旗号，不断抨击其前任们轻举妄动，没有必要地干预外部事务、卷入国外的大规模军事冲突，耗竭美国资源，主张集中资源聚焦国内经济建设。

同时，特朗普还不断向盟国、特别是西方盟国施加压力，要求他们提高军费开支，更多地分担美国军费支出。在执政第一年的财政预算方案中，特朗普大幅度削减了对外部门的预算额度，削减幅度动辄高达两位数。

应该说，上述所有主张都体现了特朗普减少在海外军事干预中耗竭美国资源的初衷、理念，倘若能够切实全面落实，必定有助于削减美国贸易逆差。而问题是他同时又主张大规模更新美军装备，提高军费开支，无论他这样做是发自内心主张，还是为了保住自己的政治权位，结果都会抵销上述战略收缩理念主张的效果。

对美国宏观经济稳定性和长期可持续性更糟糕的影响是，今年美国与全世界几乎所有主要经济体，都产生了规模相当可观的贸易争端。这不仅直接加大了美国的贸易逆差，而且还将推动美国外交、军事开支进一步上升。

同时，近年美国国内党内日益突破底线，中期选举的结果是美国民主党控制了国会众议院多数议席，预计把持预算审批大权的众议院将不断挑剔、狙击特朗普政府的经济建设计划；如果2019—2020年经济金融危机爆发，民主党把持的众议院必定会竭力掣肘特朗普政府届时的反危机举措，但对军事开支项目还是会继续开“绿灯”放行。有鉴于此，笔者认为，对越来越浓重的美国经济萧条危机阴影，要做好足够的思想准备。（本文仅代表个人意见）

国际油价 大概率延续弱势

□民生银行研究院宏观分析师 王静文

近一个多月，国际原油价格经历了过山车一样的行情。10月3日，纽约轻质原油直逼80美元/桶，布伦特原油直逼90美元/桶，均触及全球金融危机以来的高点，当时市场一片看多之声，认为年底前将涨破100美元/桶。但随后油价就开始持续阴跌。期间纽约轻质原油曾经连续12个交易日下跌，创历史最长连跌记录一口气跌破60美元/桶关口，稍有企稳迹象，随后又接连出现暴跌，直向50美元/桶。无论是美油还是布油，自高点跌幅都已超过30%，进入技术性熊市。

油价在短短一个多月内出现如此富有戏剧性的变化，历史上并不多见。究其原因，主要是地缘政治事件导致供给预期变化，与全球经济增长回落导致原油需求放缓的因素叠加。

从供给端看，由于此前油价的连番上涨，主要石油出口国开始增产抢份额，沙特和俄罗斯先后退出石油限产，而美国随着页岩油技术的进步，产量也出现激增，今年8月已成为全球最大产油国。但真正造成供给扰动的，是地缘政治事件

不过，供给只是短期扰动市场情绪，更重要的因素则是需求端的放缓。10月初，IMF在《世界经济展望》中将今明两年的全球经济增长预期均由3.9%下调至3.7%，这是近两年来的首次下调。IMF对几大主要经济体2019年增长明显看空，其中美国经济增长将由2.9%降至2.5%，欧元区经济增长由2.9%降至1.9%，而中国经济增速从6.6%降至6.2%。

IMF认为，由美国减税和进口需求上升带来的增长动力正在减弱，新兴经济体增长势头放缓、金融状况收紧，全球经济面临的下行风险已经上升。11月下旬，OECD展望报告中也认为全球经济增长已达峰值，未来将逐步减弱，由于贸易增长放缓和支持性政策减少，实现“软着陆”将困难重重，因此将明年全球增长预期由此前的3.7%下调至3.5%。

上述两个报告同今年以来OECD领先指标、摩根大通全球制造业PMI等月度指标的持续走弱相呼应，进一步加重了市场避险情绪。近期OPEC、EIA和IEA均下调了对2018年和2019年的原油需求增速预期。截至11月16日当周，EIA原油库存增加490万桶至4.469亿桶，大大超出市场预期。全球经济增长边际放缓导致原油需求减弱，库存继续增加，使油价明显承压。事实上，除了原油之外，包括金属、煤、橡胶等在内的大宗商品，价格近期均出现暴跌。

未来油价能否触底回升，仍然需要从供给两方面来看。从供给端看，需关注两个重要时间节点。一是12月6日的OPEC维也纳会议。如果OPEC届时能就减产达成新的共识，则原油价格有望企稳。不过，就目前的国际形势来看，达成新减产协议的难度不小。二是伊朗原油出口的豁免期。由于美国只给了8个经济体180天的豁免权，最终目标还是限制伊朗原油出口。如果豁免期之后伊朗原油出口急剧萎缩，则油价有望触底反弹。

从需求端看，由于2016年初的本轮全球复苏共振已经接近尾声，未来面临的放缓压力将会逐渐加剧。美国由于财政刺激消退以及加息的累积影响，经济动力开始减弱，中国则受到消费增长乏力、外贸不确定因素以及房地产调控等多重因素影响，增速稳中趋缓。除了这两大增长引擎之外，日、欧和主要新兴经济体经济近期也大幅走弱，全球经济面临新一轮的下行周期，从而限制油价涨幅。

因此，综合供需两方面的因素来看，在全球经济减速的大环境下，除非OPEC限产力度大于预期，或者美国对伊朗制裁继续加码，否则油价大概率会继续维持弱势。

油价走弱的直接影响是拉低工业品价格和通胀预期，进而影响加息节奏。以美国为例，近几个月，美国的物价涨幅已经明显走弱，CPI同比增速已由6、7月份的2.9%回落至10月的2.5%，核心CPI则由7月份的2.4%回落至2.1%，接近2%的目标水平。

近期美联储主席鲍威尔表示，考虑到美国经济可能面临全球需求放缓、财政刺激消退以及加息滞后影响这三大阻力，明年加息步伐将会有所放缓，未来美联储将更多依赖经济数据的即时表现而非预期进行决策。今年12月加息基本上已被市场充分预期，届时联邦基金利率将来到2.25—2.5%的水平，已非常接近3%的中性利率目标，预计明年加息次数可能会下调至1—2次。

对中国经济而言，原油价格的大幅回落也将使国内物价水平走弱。预计今年后两个月PPI将出现环比下降，CPI也将继续走低，通胀压力将明显缓解。在稳增长已成当前主要经济任务的背景下，低物价环境和美国加息放缓对于货币政策的掣肘将明显减弱，政策适度宽松的空间将逐渐打开。