

# 科创板应加快创新风险管理工具

□ 中山证券首席经济学家 李湛

资本市场是金融服务实体经济的重要组成部分，但长期以来我国资本市场存在对创新型企业服务能力不足、资源配置效率低的短板。科创板直面市场对创新型企业包容性不足、与海外市场相比制度成熟度不够等问题，承载了多项资本市场改革试点。同时，科创板落地后，风险管理需求增加和风险管理工具偏少之间的矛盾将显现，有必要加快引导资本市场风险管理工具创新。

## 制度创新激发市场活力

针对资本市场存在的短板，科创板在借鉴海外成熟市场经验的基础上，进行了多项制度创新。

一是采用与海外成熟市场一致的注册制制度，上市标准与发行标准相分离。在海外成熟市场，上市标准和发行标准相分离，发行标准主要由政府主管机构确定，标准普遍较低，政府进行形式审核，上市标准则主要由各交易所确定，上市标准普遍高于发行标准。海外成熟市场的注册制不代表没有审核，也不代表上市零门槛。科创板改革也采用了类似方案。

二是根据市值设置灵活的上市标准，降低上市门槛。借鉴海外市场经验，科创板将预计市值作为上市标准的区分标准，并基于市值和财务指标的组合设定了5类上市标准。科创板降低了对公司治理的要求，尊重创新型企业的公司治理形式，允许特殊股权结构企业和红筹企业上市。整体来看，科创板的上市标准大幅低于沪深交易所现有板块的上市标准，有利于发展潜力大、市场认可度高、但盈利能力尚薄弱的创新型企业上市融资。

三是制度设计丰富。为激发市场活力，从发行承销到并购重组再到退市，科创板采用了许多新的以市场化为导向的制度设计。发行承销方面，鼓励战略投资者和发行人高管、核心员工参与新股发售；允许发行人保荐机构的相关子公司等主体作为战略投资者参与股票配售；允许科创板发行人和主承销商采用超额配售选择权，促进科创板新股上市后股价稳定。发行定价方面，取消了直接定价方式，全面采用市场化的询价定价方式。

并购重组方面，科创板并购重组涉及发行股票的，实行注册制，由上交所审核通过后报中国证监会注册。交易安排方面，科创板股票的涨跌幅限制放宽至20%，并且通过优化融券交易、引入盘后固定价格交易等方式丰富交易工具。股权激励方面，放宽股权激励的比例上限与对象范围，提高股权激励的灵活性和便利性。退市方面，从标准、程序和执行三方面对科创板退市制度进行了全面设计。整体来看，这些制度设计大多是我国资本市场首次采用，并且在



视觉中国图片

朝着市场化的方向进步。

四是信息披露为中心加强投资者保护。此次科创板改革，以信息披露为中心加强投资者保护。上市审核方面，降低上市标准的同时对发行人和中介机构的信息披露提出更高要求，交易所则从充分性、一致性和可理解性的角度，对发行上市申请文件进行信息披露审核，督促发行人及其保荐人、证券服务机构真实、准确、完整地披露信息，提高信息披露质量。对战略配售、股权激励、并购重组等市场化行为放开约束的同时，对相应的信息披露也提出严格要求。

五是实施严格的退市制度。从制度设计来看，科创板有着严格的退市标准、程序和执行。标准方面，不仅明确了信息披露重大违法和公共安全重大违法等重大违法类退市情形，而且在市场指标、财务指标、合规性指标方面均有退市安排。程序方面，简化退市环节，压缩退市时间，不再设置专门的重新上市环节。执行方面，对现行退市制度执行中的突出问题，如个别主业“空心化”企业通过实施不具备商业实质的交易、粉饰财务数据、规避退市指标，均作了对应安排，如果有证据表明公司已经明显丧失持续经营能力，将按照规定的条件和程序启动退市。

六是大量采用市场化约束。科创板在放开发行约束同时，通过市场化约束引导科创板市场向正确方向发展。采用市场化询价进行发行定价的同时，提高网下发行配售数量占比，强化网下机构投资者报价约束。要求发行人保荐机构的相关子公司等主体作为战略投资者参与股票配售，形成保荐机构审慎开展业务的约束。要求战略配售股份上市后减持需进行预披露，强

化市场约束。

七是实施投资者适当性管理。由于上市标准较低、交易工具更加丰富，科创板的投资风险相对较大，为此，科创板提高了投资者参与门槛。这一门槛既可以将风险承受能力低的个人投资者挡在门外，又可以作为科创板带来较为充足的个人投资者群体，有利于实现投资者保护和市场流动性宽裕之间的平衡。

整体来看，科创板直面资本市场对创新型企业包容性不足、与海外市场相比市场制度成熟度不够等问题，具有鲜明的问题导向和市场化取向。同时，科创板的快速推进传递了资本市场以改革促发展的信号，有利于激发金融市场活力，提振对中国经济发展的信心。

## 发展机遇与市场风险

当前，科创板正在快速推进过程中。资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，作为金融供给侧结构性改革在资本市场的实践，科创板给资本市场参与者带来的既有机遇也有挑战。

笔者预计，科创板的市值波动将较为剧烈。科创板定位于服务新兴产业、创新型企业，并且采用注册制，未盈利企业也能上市，上市门槛和退市门槛都较低，这些制度特征决定了科创板股票价格更易受市场情绪驱动，进而出现大起大落。美国纳斯达克市场曾出现过大起大落。美国互联网泡沫前夕，1999年纳斯达克指数全年涨幅达86%，互联网泡沫破灭后纳斯达克指数连续三年下跌，累计跌幅超80%。创业板指数于2015年取得84%的涨幅，此后也是连续三年下跌，累计跌幅超50%。

科创板的交易机制更加灵活，上市前后5个交易日不设涨跌幅限制，其他交易日连续竞价期间实行20%涨跌幅限制。灵活的交易机制提高了市场运行效率，但也使得投资者面临一些市场风险。虽然科创板通过投资者适当性管理，将一部分低风险承受能力强的个人投资者挡在门外，但投资者需把握好分享科创板创新型企业发展红利和防范投资风险之间的平衡。

科创板承载了多项资本市场改革试点，是证券公司不容错过的发展机遇。各证券公司高度重视科创板的发行承销工作，希望凭此在科创板改革以及资本市场后续发展中占得先机。强制跟投制度是科创板发行承销领域的重要制度创新。根据《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》，证券公司必须使用自有资金通过另类投资子公司强制跟投所承销的科创板股票，认购比例对发行人首次公开发行股票数量的2%至5%，持有的跟投股票有两年锁定期。强制跟投制度的存在将使得证券公司对科创板市场波动的风险暴露被动增加。

影响股票价格的因素除企业基本面外，还包括宏观经济形势、财政货币政策、市场情绪等外部因素，这些外部因素对股价有着重要影响，甚至是短期内驱动股价的决定性因素。证券公司或许可以通过尽取调查对企业两年后的基本面做出较为准确的判断，但却很难对两年后的宏观经济形势、财政货币政策、市场情绪等因素做出准确判断，因此证券公司持有的跟投股票能否盈利存在一定程度的不确定性，需要注意防范强制跟投带来的投资风险。

笔者认为，推进科创板落地的同时，应进一步丰富资本市场上的风险管理工具。科创板较大的市场波动性将使得包括证券公司在内的科创板投资者面临较大的投资风险，要求更高的风险溢价。成熟的资本市场既应该有为不同类型企业提供融资服务的市场板块，也应该有丰富的风险管理工具以满足投资者多样化的投资需求。

目前，我国资本市场上可供选择的风险管理工具仍然偏少，科创板落地后，风险管理需求增加和风险管理工具偏少之间的矛盾将显现。针对这一情况，监管层应加快引导资本市场上的风险管理工具创新，为包括证券公司在内的科创板投资者提供包括股指期货、股指期货甚至个股期货、个股期权在内的风险管理工具，帮助投资者进行投资的同时做好风险管理工作。

包含不断扩展相关抵押品的范围，也可能间接为融资方提供相关担保。“定向调控”可能涵盖定向降准、定向中期借贷便利及相关利率等。

第二个因素是国内宏观部门的杠杆结构为定向宽松提供了政策空间。次贷危机以来，国内宏观调控通常在稳增长和防风险（控制杠杆率过快上升）之间进行权衡。当前稳增长政策同样受制于杠杆问题的制约，近些年居民部门杠杆率的过快增长以及房地产企业高企的杠杆水平，极大地限制了居民部门和房地产企业通过进一步加杠杆拉动房地产投资的空间。地方政府的隐性债务问题也对地方基建投资造成拖累。

但是，当前国内宏观杠杆结构仍然存在进一步优化甚至提升的余地。一方面，政府部门的显性债务水平目前依然处于较低水平，这为由政府主导的基建投资提供了政策空间。政府部门加杠杆将主要通过中央政府加杠杆和地方政府隐性债务的显性化来得以实现。其中，在对地方政府隐性债务进行约束的同时，应适度提高其一般债务和专项债务的限额，保持地方政府投资支出的稳健性。另一方面，虽然国内企业部门的杠杆率一直处于较高的水平，但高杠杆的贡献者主要为国有企业，私营企业部门的杠杆率仅为53%左右（中国社科院资产负债研究中心数据），在银行主导制的国家中处于相对较低水平，这为货币政策定向支持小微、民营等企业提供了政策空间。

需要说明的是，货币政策在需求端加大定向宽松的力度，其目标不仅仅是为了解决短期的稳增长问题，更是为了配合供给侧结构性改革的深入推进：一是在经济下行时期，发挥逆周期调节的作用，为“供给侧改革”营造稳定的增长环境和适宜的货币金融环境。二是进一步落实供给侧改革，通过加大基建投资实现供给侧改革中相关领域的“补短板”；通过定向支持小微和民营企业，加大对经济社会发展薄弱环节的支持力度等等。

## 找准纾解中小企业融资困境突破口

□ 民生银行研究院研究员 郭晓荷

近年来，支持民企和小微企业发展呼声不断，特别是去年以来，金融监管部门频频发声纾困和支持小微企业，相关各方积极行动，采取了一系列措施纾解中小企业融资困境。笔者认为，当前应从创造良好的环境、加强产品创新力度和提升风险管理能力等方面着手，破解中小企业融资难题。

## 创造良好环境

银保监会数据显示，截至2019年一季度末，银行业金融机构用于小微企业的贷款（包括小型企业贷款、个体工商户贷款和小微企业主贷款）余额34.8万亿元，其中单户授信总额1000万元及以下的普惠型小微企业贷款余额9.97万亿元，同比增长24.7%。帮助、扶持民营经济发展，创造良好的环境，是各级政府的重要职责和使命担当。

笔者建议，首先，应加大直接减税力度。一方面，进一步减轻中小企业融资税费负担，除继续推进减税降费外，进一步明确提出对中小企业行政事业性收费实行零收费，对小微企业、科技型初创企业实行普惠性税收减免政策，更大幅度降低中小企业设备购置费率，全面减轻中小企业税费负担。另一方面，增加对小微企业融资担保奖励。发挥政府产业引导、中小企业发展、高新技术等方面的优势，全方位、多角度地加大对中小微企业的支持力度。入股参股但不控股中小企业，推动中小企业自由发展和自我壮大；将科技创新性自主知识产权型中小企业纳入补助支持范围，加快中小企业提升技术实力。

其次，完善中小企业融资政策，支持利用资本市场直接融资。一是继续引导银行落实国家“三个不低于”政策，即对小微企业贷款增速不低于各项贷款平均增速、小微企业贷款户数不低于上年同期户数、小微企业申贷获得率不低于上年同期水平，研究解决“过桥贷”给企业带来的融资负担。二是进一步完善债券发行机制，实施民营企业债券融资支持工具，采取出险信用风险缓释凭证、提供信用增进服务等多种方式，支持经营正常、面临暂时流动性紧张的民营企业合理债券融资需求。探索实施民营企业股权融资支持工具，鼓励设立市场化运作的专项基金开展民营企业兼并收购或财务投资。三是支持利用资本市场直接融资。加快中小企业首发上市进度，为主业突出、规范运作的中小企业上市提供便利。深化发行、交易、信息披露等改革，支持中小企业在新三板挂牌融资。落实创业投资基金股份减持比例与投资期限的反向挂钩制度，鼓励支持早期创新创业，鼓励地方知识产权运营基金等专业化基金服务中小企业创新发展。

再者，营造公平竞争的市场环境。一是严禁通过设定附加条件变相对中小微企业设置门槛，采用公开透明的方式进行招标采购。健全采购制度，优化采购流程，创新采购方式，同时将严格执行政府采购扶持中小企业发展的优惠政策，同等条件下优先面向中小微企业采购。二是加强诚信建设，构建亲清新型政商关系。加快政府职能转变，完善对政府失信的惩戒和纠错机制，完善领导干部企业制度。定期召开民营企业座谈会，倾听意见和诉求，协调解决民营企业政策扶持、营商环境等方面遇到的困难和问题。三是强化正确宣传引导，营造良好的舆论氛围。大力宣传和表彰依法经营、诚实守信、认真履行社会责任、积极参与社会公益事业的中小微企业和企业家，通过激励先进、树立典型等方式，共同促进民营经济发展再上新台阶。

## 加强产品创新力度

中小企业整体存在管理能力弱、经营波动性大、无有效担保物等问题，面临的违约和损失概率大。从商业银行角度看，需要加强产品创新力度和提升风险管理能力。

首先，改进中小企业信贷管理机制，研发差异化的产品和服务体系。一是建立约束与激励相统一的信贷管理机制，促进银行贷款营销的积极性，改善金融服务，加大对中小微企业的支持力度。

二是用足用好政府支持民企融资的政策，积极发挥政府部门的增信作用。商业银行应加强了解中央和地方出台的相关政策，与地方政府做好沟通对接，抓住政策窗口期和业务契机，用好、用活地方政府民营企业贷款贴息、财政资金专项补助、银税合作、银担合作等相关政策。

三是丰富完善贷款品种，为小微企业量身定做金融产品。积极与地方性担保公司合作，降低担保条件，通过政府补贴方式，切实降低担保费率；争取做到一次授信、循环使用，开发推出小微企业循环贷款、企业订单贷款等新型信贷模式；积极探索创设信用缓释工具，探索信用风险定价，支持民营企业债券融资。

其次，构建信用评级体系，提高风险控制能力。一是构建适合中小企业的商业银行信用评级体系。建立企业的信用评价体系，定期发布企业评价信息；创建信用激励和失信惩罚机制，逐步采用市场准入制度；建立商业银行与中小企业之间的联系纽带，通过对非财务因素的收集、监测、分析实现对贷款风险的防范。

二是坚持市场原则和商业化运作模式推进中小企业业务风险定价。要根据中小微企业贷款的风险水平、筹资成本、管理成本、收益目标及当地利率市场水平等因素，在科学计量信用、市场、操作风险的前提下，按照有利于弥补资本成本、有利于创造价值回报、有利于防范风险、有利于实现战略预期的原则，对不同行业、不同担保方式、不同借款人的中小微企业贷款实行不同的风险定价，对不同借款人实行差别利率，并根据风险变化灵活进行调整。

三是加大对金融科技的应用力度，着力解决信息不对称问题。商业银行应加大金融科技系统的研发应用，与金融科技公司开展深入合作，更快、更直接、更完整的获取企业的相关数据；利用大数据挖掘技术，对企业进行风险评估，快速、及时、高效响应民营企业的融资需求。

再者，建立与外部相关机构的合作机制，打造金融服务联盟，构建综合服务生态网。商业银行要加强与地方政府有关部门、行业协会、融资性担保机构、保险公司、信托公司、股权基金、风投机构、金融租赁及园区管理机构等的信息交流和沟通合作，建立常态化合作交流机制，打造一个业务联系紧密、协同合作的金融服务联盟，建立良性沟通机制，遴选有发展潜力、融资需求的民营企业，为其提供多元化的金融服务模式，真正与企业共成长。

□ 中国社科院金融研究所货币研究室主任 费兆奇

今年以来，人民银行货币政策操作具有鲜明的“逆周期调节”特征。在稳增长政策的推动下，2019年一季度的国内经济实现了短暂企稳，包括工业生产和需求端的净出口大幅反弹；固定资产投资和消费均出现不同程度的改善，但其成本是相关部门的杠杆率有所“抬头”。决策层定调继续坚持结构性去杠杆；人民银行在2019年一季度工作例会上重提“把好货币供给总闸门”，同时保持流动性的合理充裕，对货币政策进行了边际微调。

在上述政策的推动下，国内宏观金融环境保持了稳健格局，金融对实体经济的支持力度也在不断加强。货币市场利率在年初以来保持平稳，波动水平显著低于去年同期。在人民银行着力疏通货币政策传导机制的情形下，一季度的货币供应量和社会融资总量增速大幅回升。

## 加强逆周期调节作用

国内经济在2019年一季度的短期企稳未能得到延续，4月份以来的宏观数据普遍不及预期：一是受需求端整体走弱和2018年高基数的影响，工业增加值增速有所回落。二是在工业企业利润增速大幅下滑和出口增速下滑带动相关制造业走弱的背景下，制造业投资增速大幅回落，进而拖累固定资产投资增速整体放缓。三是汽车消费负增长，再加上商品房销售面积在前期的连续负增长压制下游家电、家具等相关消费，带动消费增速再探新低。与此相对应，受房地产建安投资增速在2019年以来转正和2018年土地购置面积高增的滞后影响，房地产投资延续了较高增长水平。

对于二季度的经济运行情况，笔者认为，一是房地产投资的高增长在短期仍将延续；商品房销售面积同比负增长收敛，销售额增速回升意味着房地产市场在短期延

# 货币政策需加大定向宽松力度

续回暖趋势，加之商品房待售面积增速降至近年低位，房地产新开工施工面积增速在2019年以来快速反弹，将从建安投资的角度对房地产投资的较高增长形成支撑。但房地产土地购置面积连续数月的大幅下滑，可能对下半年和明年的房地产投资增速形成牵制。

二是制造业投资增速低位波动：工业企业利润增速大幅下滑导致制造业投资中枢显著下移，虽然3月份企业利润增速下滑幅度有所收敛，同时不断加码的减税降费也将对利润形成部分支撑，但外部不确定性可能大幅降低出口制造业的相关投资。为此，制造业投资在短期较难出现趋势性反弹。

三是消费增速的波动虽然较小，但自2011年以来一直处于下行趋势，短期难言趋势性改观。四是净出口对一季度GDP的贡献率飙升至22.8%，显著高于去年同期的-9.1%。但是在外外部不确定因素增加和全球经济下行压力加大的背景下，需要关注净出口对经济增长的扰动。

虽然人民银行在一季度工作例会中重提“把好货币供给总闸门”，但综合分析，考虑到二季度经济运行面临的压力，以及外部因素增加带来的不确定性，货币政策会加强逆周期调节的作用：在整体稳健的基础上，加大定向宽松的力度。其中，稳健包含两层含义：一是体现为金融对实体经济的支持力度。要求广义货币供应量（M2）与GDP名义增速相匹配，一方面要继续疏通货币政策的传导机制，避免资金在金融体系内空转；另一方面要在结构性去杠杆的背景下，把好货币供给总闸门，避免M2增速虚高。

二是金融稳定。以缺口形式表达的高频金融形势指数（由短期利率、汇率、股价、房价和大宗商品价格等指标构建），自2019年以来一直处于0至0.5的区间内波动，说明国内宏观金融形势整体稳定且略偏宽松。二季

度应继续跟踪高频金融形势指数，并根据其波动幅度做出相应的政策调整。

## 两因素决定定向宽松

货币政策定向宽松是由两个因素共同所决定的，第一个因素是由供给侧结构性改革和金融供给侧改革决定的。当前供给侧结构性改革的重心从“去产能、去库存”转向“补短板”。“补短板”主要指加大基础设施相关领域的补短板力度，需要说明的是基建的“补短板”已不仅仅局限于“铁公基”等项目，而是包括支持国家城市群和经济带建设、完善城乡公共设施服务、推进污染防治和精准脱贫在内的诸多领域建设。为此，深化供给侧结构性改革离不开需求端的配合，通过定向宽松配合基建投资成为“补短板”的有效保障。今年以来，为了支持基建投资，无论财政预算内资金或是地方专项债的发行，均显著高于去年同期水平，但基建投资增速却相对缓慢，一个潜在原因是在地方政府严控隐性负债的条件下，其他配套资金到位趋缓。此时，货币政策可考虑通过定向宽松，加大对基建相关领域投向的贷款支持和资金引导，进而拉动基建投资的反弹。

此外，加大金融对实体经济的支持力度是金融供给侧改革的一个核心问题，我国银行业的同质化竞争较为严重，多层次银行体系尚未形成，金融对于小微、民营、“三农”等企业的支持仍存在较大缺口。为此，人民银行在近年通过创新结构性货币政策工具，加大了对相关企业的金融支持力度，并以此作为疏通货币政策传导机制和“宽信用”的主要突破口。

在具体的货币政策操作上，主要包括定向降准、定向中期借贷便利、加强宏观审慎在引导信贷支持民营和小微企业的作用和调整普惠金融小微企业贷款考核口径等等。进入2019年的后三个季度，人民银行会继续通过“增信”或“定向调控”等方式加大对小微、民营等企业的支持力度。其中，“增信”既