



新华社图片

多措并举推进创业板改革发展

□中山证券首席经济学家 李湛

发展经验及意义

创业板的建立，推动了我国高科技、创新型企业群体的发展壮大。在上市条件规定方面，创业板对企业经营历史和经营规模相较主板而言要求更低，更注重企业的经营活跃性和发展潜力，更符合高科技中小企业的特征。创业板坚持买者自负原则，需要投资者对上市公司营业能力自行判断，能够更加市场化以及有效地评价上市企业的价值。同时，创业板为高科技、高成长企业提供融资渠道，促进科技创新与资本的结合，推动创新型经济的发展，较好地促进了我国产业结构的调整。

创业板为风险投资和创投企业建立正常的退出机制，分散投资风险。为投资提供合适的退出机制，是有效率的金融市场的必要一环，也是企业投资健康发展的必要条件。这有助于促进投资创新型、高科技术企业资金的良性循环，提高社会资金的效率。在创业板推出之前，我国资本市场管理制度架构还是凸显“重上市、轻退市”的思路。创业板的退出机制为处于风险投资领域的投资者提供了有效的退出渠道，激励其将股权转化为流动性资金，最终获取增值收入后进行扩大再投资。

新时期新要求

在目前经济形势下，对于创业板发展也提出了更多要求，笔者认为，首先，继续改革发展壮大创业板市场，根本是由中国经济的发展转型方向所决定的。同时，国内大量有活力、有发展潜力的中小企业需要融资，这是未来创业板发展的强大基础。

其次，从市场对创业板的期待来看，笔者认为，有必要部分区别于科创板定位，对创业板上市的企业门槛要求可以更加多元化，对新业态新模式企业的包容性更强，并让市场投资者来给企业的未来价值进行风

险定价。

自2009年以来，创业板为具有高新技术、自主创新能力或独特经营模式，具有发展前景和成长空间的创新型企业提供了较好的融资平台。成立10年以来，目前已有多家公司在创业板成功上市，总市值超过5.5万亿元。上市公司的平均市盈率也从最初过高的100倍以上降低至当前的40倍左右，创业板市场已经逐步进入平稳运行期，其稳步发展对丰富我国多层次资本市场有着巨大作用。但在发展过程中，创业板也还存在一些有待改进的问题，未来有必要进一步改革完善。

的上市门槛要求，扩大潜在企业来源，并更多发挥市场定价的作用，让市场对各类型上市企业进行充分的风险定价。

多措并举促发展

对于未来创业板如何发展，笔者提出以下几点建议。

一是市场准入制度有待完善。创业板市场服务的对象是高成长的中小企业和高科技术企业，但从目前上市公司来看，有非常多的企业从事的仍然是传统企业，如运输、化工、机械、服务等，并没有太高的创新能力

和高科技特征。目前还有一些大型公司和不成熟的企业在创业板上市挂牌，这在很大程度上打击了企业创造创新的积极性，也违背了设立创业板市场激励创业投资的目的。

笔者认为，应继续完善多层次资本市场规则，为不同类型的企业制定合适的市场准入标准。主板市场的上市条件相对较高，注重公司的规模、经营情况等一系列问题；而创业板市场则注重公司的发展前景，有必要引入注册制，放松创业板市场的准入制度并创新审批制度，让市场主体根据“优胜劣汰”法则筛选公司，使得市场资源配置效率达到最高。

二是退市制度有待完善。退市机制是创业板市场优胜劣汰的基本功能之一，也是高风险市场的标志。没有高效的退市制度，市场效率会大大降低，投资者将大概率暴露在企业退市后的风险之下，不利于市场的健康发展。笔者建议，借鉴美国等发达国家主动、多元化退市等经验，在当前注册制试行即将推行等金融改革逐步推进的大环境下，未来创业板退市机制将逐步具备注册退市、转板退市、强制退市以及并购重组退市等多元化特征。

针对目前创业板退市制度的现状，可着重从三个方面优化：第一，完善退市制度，强化股价、股东人数、市值等因素在退市制度中的权重，丰富市场类指标在退市

中的作用，均衡市场与行政退市条例的比例。第二，继续完善多层次资本市场结构，建立高效顺畅的转板机制。中国虽已建立沪深主板、中小板、创业板、新三板、科创板等多层次的资本市场，但部分市场存在流动性较差等问题，有必要建立灵活、切实可行的转让系统与转板退市机制，质化资本市场多层次服务功能与提高主动退市比例。第三，继续优化与推行投资者保护机制。对投资者而言，强制退市、转板退市以及并购重组退市等都意味着利益损失，建议在完善退市制度的同时强化投资者保护机制，保障投资者的合法利益。

三是日常监管更当从严。一旦对上市公司门槛要求多元化，评价上市公司的标准也会更复杂。在监管方面，对于拟上市企业的财务和日常信息披露的真实性，需要完善从严监管的标准，大幅提高市场相关各方恶意违规的成本。防止未来的标准多元化而导致上市公司欺诈发行、日常虚假披露的恶意违规情形的出现。

另外，近期并购重组新规实行以后，需要防止创业板出现大量公司集中进行巨额商誉减值的情况。上市公司进行并购重组，其本意和出发点是希望追求协同效应。近几年由于上市公司高溢价外延式并购，商誉减值“黑天鹅”事件频发，市场和投资者也越来越关注商誉给上市公司带来的影响。商誉计提减值对当期利润产生较大的直接影响，会增加利润的波动性。

笔者分析发现，商誉减值压力有望在2019年边际改善，在2020年大幅改善。2017年、2018年大幅计提商誉减值和之前业绩承诺息息相关。目前监管也只能管到业绩承诺期内的承诺情况；对于业绩承诺期外的情况，监管无力也无权干预。笔者认为，应当加强对上市公司商誉减值和业绩承诺的监管以及信息披露，用更加透明公开的信息披露，让企业并购重组的效果持续接受市场参与者的检验。

“奥肯定律”失灵了吗

□摩根士丹利华鑫证券首席经济学家 章俊

从前三季度就业数据看，中国城镇新增就业1097万人，完成全年目标任务的99.7%，相比去年前三季度城镇新增就业超过1100万人，提前一个季度完成了全年目标任务。但就而言，下滑幅度几乎可以忽略不计。总体来看，制造业就业受经济周期下行的影响可能存在一定压力，但就业整体依然平稳。

2010年以来，国内经济增速放缓，但就业始终没有保持稳定。美国经济学家阿瑟·奥肯定提出的“奥肯定律”指出：“失业率与GDP增长率二者呈反方向变化的关系。即高增长率使失业率降低，低增长率则会提高失业率。”如果从这个角度来看，中国目前GDP增速放缓和就业水平持续提升之间的矛盾现象显然不符合“奥肯定律”。难道“奥肯定律”失灵了吗？

城镇新增就业人口稳步提升

从理论角度讲，在经济下行过程中，需求疲软和产能利用率下降会导致失业率明显上升。但事实上，非但没有看到国内就业层面出现任何恶化迹象，反而政府在2014年把城镇新增就业人口目标从900万提升到1000万，而在2017年又提升到1100万。2018年经济数据显示，全年城镇新增就业1361万人，比上年多增10万人。

从数据层面看，人社部下属中国人力资源市场信息监测中心公布的全国职业供求状况数据显示：从2011年四季度开始，中国劳动力市场供求关系发生趋势性逆转，从之前的“供大于求”转向“供不应求”，并且求倍率升至1倍以上并一路上行。

奥肯定律给出的“失业率”与“GDP增速”之间的具体关系是“失业率每高于自然失业率1%，实际GDP便低于潜在GDP2%”。显然奥肯定律中的GDP增速不是单纯的实际

2019年前三季度 我国基本完成全年新增就业目标

国家统计局10月18日发布数据

2019年前三季度

全国城镇新增就业1097万人
完成全年目标任务的99.7%

9月份

全国城镇调查失业率为5.2%

9月份

全国企业就业人员周平均工作时间为46.7小时

而逐步增强。

经济增长将维持中高速

笔者认为，未来中国经济潜在经济增长率中枢可能会在继续转型过程中由于服务业占比持续提高而继续下行。在这种情况下，如果政府还是希望通过货币财政政策的逆周期调控把实际GDP增速维持在一个相对较高的水平，其结果会推高物价形成通货膨胀或者催生资产价格泡沫。反之，如果货币财政政策的操作目标是把实际GDP增速潜在经济增长率拉近，那实际GDP增速可能依然会维持在相对低位，甚至继续下行。其实我们已经看到，政府未来会把更多精力放在推进结构性改革上，以提升经济增长的质量。同时在宏观政策操作层面，货币财政政策也更加注重有效性和针对性，避免出现“大水漫灌”的局面。

那么是否需要担心产业结构在向服务业转型过程中，服务业占比持续上升会无止

境地拉低经济潜在增长率？答案是“未必”。

事实上，大量研究显示，服务业劳动力占比和服务业产出占比提升与实际GDP增长率未必是线性关系。到达某个时间点之后，服务业可以推动经济增长重新开始加速，从而令服务业在劳动力和产出中的比率与经济增长率呈现出“U”型关系，特别是当服务业作为生产的中间投入品的时候。

鉴于目前中国产业结构在向服务业转型过程中与居民日常“衣食住行”相关的消费性服务行业发展更为迅速，导致服务业整体劳动生产率有所下降，但目前金融、通信、商业服务等生产型服务业也开始提速。这些生产型服务业不仅本身劳动生产率增长空间较大，而且作为制造业中间投入品，其劳动生产率的提升也会直接拉动制造业劳动生产率的提升。如果未来生产型服务行业得到充分发展，将会看到中国经济增速在放缓之后，在相当长的时间内维持在相对中高速增长水平。

5G技术 驱动商业银行数字化转型

□中国民生银行研究院研究员 郭晓蓓

2019年是5G商业布局的关键年，也是银行数字化转型的关键时期。回顾此前金融展业的发展阶段，从2G时代以线下实体网点作为金融服务的核心部署，到3G时代以线上网页招揽业务，再到4G时代以APP形式触达用户并提供场景化、生态化的综合业务，可以看出，金融展业模式与通信网络的迭代升级密切相关。5G的出现可能并不像人工智能等技术一样可直接运用于金融领域，而是在辅助各新兴技术的落地、优化现有技术应用的过程中，实现金融场景的再造，为金融行业注入新的生机。

打造全流程数字化银行

随着5G应用落地，未来金融业给客户提供的金融业务体验也将大幅提升，客户开展支付和交易的效率将在超高速宽和极低时延的支持下得到显著提升，变革传统支付模式。

一是加快智慧网点建设。智慧网点突破传统银行分区概念，综合运用人工智能、生物识别、物联网、全息投影、VR/AR、大数据等新兴科技，建立从网点外到网点内的一整套客户服务，实现联接无感、服务无界和体验无限。

二是创新支付模式。5G时代，VR/AR云化将不再受到带宽和时延的限制，数据传输、存储和计算功能可从本地转移到云端，能够为支付提供更丰富的决策数据辅助和更真实的场景体验，从而改变现有的支付模式和体验。同时，与生物识别技术结合，未来的支付涌现出微表情支付、脑电波支付、虹膜支付、声纹支付等各种新的形态，为客户在消费金融等领域提供更加便捷、舒适的支付体验。

三是打造智能风控系统。利用“5G+物联网”建立与企业的连接，形成企业产业信息化的数据入口，由点到面将银行信息触角从单一企业延伸到整个产业链，实现产业链上游、下游、合作企业的数据信息整合，有助于构建银企互信共赢局面，降低由于信息不对称带来的信用风险。

构建金融服务生态圈

在未来的智慧城市中，商业银行移动支付升级将为居民提供更为便捷、一站式、“管家式”的支付与消费体验，实现智能家居、智慧医疗与智能支付的有效关联。与此同时，银行也将通过与医疗机构的数据融通，为客户提供个性化支付、保险、授信等多元服务。

随着5G应用在金融行业的深入，传统银行业务如支付、授信等将与各个行业深度融合、跨界互联，充分拓展新渠道、新形式，包括5G智能手机、可穿戴设备、虚拟现实装备等，均将成为银行供应链条上的一个作用环节。

未来，银行账户通过与居民家庭的水、电、气和热力表等连接，可以实现远程查询和自动缴费；医疗机构、商业银行与用户三方互联，医生可通过可穿戴设备知晓用户的健康状态，而商业银行则结合医疗数据、用户数据等提供支付、保险、贷款等服务。

加快数字化转型

在未来，商业银行应该主动通过5G技术，促进自身的数字化转型。

首先，重视5G技术应用推广，明确数字化战略发展方向。

一是提前做好5G应用规划布局。根据业务属性和经营模式，为5G在金融中的应用制定相应量化指标，有方向、有目的的推进5G应用落地。二是加大对“5G+金融”基础设施的投入。基础设施搭建应当包括软硬件两个方面。硬件方面，逐步推进智能网点、VR/AR设备、高清摄影设备、机器人的建设，丰富智能金融所需的硬件载体；软件方面，基于5G带来的数据流量和边缘计算技术，持续升级改造应用工具的智能化水平。三是加强外部合作，提前锁定5G合作运营商。对于银行来说，选择好一个合适的合作伙伴非常关键。此外，在当前形势下，商业银行需要与运营商加强紧密联系，围绕5G开展深度合作。必要时可以联合组建研发团队，开展5G金融产品创新。

其次，构建5G应用架构体系，提升商业银行服务水平。

基础设施层面，加快推进5G无人网点建设。银行网点的转型现在走到了十字路口，5G网点应结合AR/VR、智能语音交互、全息投影等前沿信息技术，为客户提供沉浸式的虚拟网点体验和远程互动交易；同时，运用5G技术打造“积木式”营业环境，及时响应市场和营销活动需求，为客户打造更具科技感、未来感、温度感的金融服务体验。

业务运营层面，基于5G技术拓展金融业务边界。B端方面，打通现有开放平台的接口数据，依托海量的数据资源和远程智能技术，为客户提供更广泛的平台格局，推动金融泛在化布局不断壮大。C端方面，以客户为中心，切入社交、教育、购物、医疗等场景，打造因时因地的场景化金融服务模式。

风险管理层面，搭建智能风控平台。5G时代，商业银行应打通内各部门数据壁垒，对接政府部门以及电子商务等信息数据平台，依托海量的数据资源和远程智能技术，提升信息采集和信贷审批效率。同时，可根据用户画像和风险偏好调整账户风控策略或投资组合的风险等级。

第三，正视5G技术带来的风险。

对于商业银行而言，首先不要追求过于完美的技术方案，而是基于为客户提供更好服务的需求，去寻找一个真实的业务场景。其次，进一步完善风险管理体系，筑牢风险防火墙，防止新技术带来的跨界风险和操作风险。最后，利于大数据之间的互联互通，实现威胁情报共享。

对于运营商而言，需提供比传统网络更加广泛严密的隐私保护方案。在内部必须建立更加完善的数据监管和应用系统，针对各个板块和线条设立数据风险和网络防火墙。同时，必须改变现有的信息技术管理模块的被动监管局面，将数字化转型过程中的技术应用、数据风险等问题纳入严格的内控管理机制，构筑强大的风控体系。

对于监管机构而言，应加强对商业银行信息采集、利用和处理的监管。数字化转型过程中，传统的数据上传、网络切换等都会出现漏洞，操作风险、系统风险并存。因此，对于数据的采集和处理，应通过技术监测、设置防火墙等技术手段进行监管，并且对关键的技术人员进行机制约束，包括轮岗、多维度交叉监督等，防止隐私暴露和数据泄露。