

# 打通瓶颈 引导社会和民间资本投向新基建

中国电子信息产业发展研究院副院长王鹏：

□本报记者 李刚 焦源源

中国电子信息产业发展研究院(工业和信息化部赛迪研究院)副院长王鹏在接受中国证券报记者专访时表示,加快新基建建设要避免用传统基建的思维来推进,避免“重走老路”,可以从供需两个方面夯实新基建的技术基础。对于新基建的资金来源,政府资金应该主要定位在发挥引导作用上。要引导社会资本和民间资本投向新基建,打通一些瓶颈。要让金融体系跟产业部门能够精准对接,设计并推出新的有效金融工具。同时,应发挥资本市场的作用,根据宏观经济和资本市场形势,寻找合适时机推出相关政策措施,加快创新性企业的上市步伐。



● 把新基建的战略目标定位在推动经济社会转型升级高度上,坚持赋能思维方式。

● 机制和政策设计的核心是实现数据资源的有效整合、畅通流动和创新利用。

● 政府要从过去的管理者,转变为“管理者+治理参与者”,共同推动新基建。

## 避免“重走老路”

中国证券报:在当前经济形势下,启动并加快新基建的意义有哪些?与传统基建的最大区别是什么?

王鹏:当前,国内外形势复杂严峻,逆全球化和地缘政治博弈加剧的同时,新冠肺炎疫情的暴发对我国和世界带来重大冲击,经济下行压力明显加大,各类风险因素显著增多。在这一背景下,启动并加快新型基础设施建设,短期来看是对冲疫情影响、稳定经济增长的重要政策工具,中长期来看,既符合新一轮科技产业革命的发展趋势,又适应产业升级和经济转型的迫切需求,在“补短板、加长板”的同时,为我国工业化现代化进程注入新的强大动力。

新基建与传统基建的区别,主要体现在三个关键词上:一是“赋能”。新基建以产业作为赋能对象,在通过数字化、网络化、智能化改造,促进传统产业转型升级的同时,推动无人驾驶、虚拟现实、超高清视频、智能制造等重点领域,加快形成并完善新技术新模式的应用环境,推动新兴产业快速成长和群体崛起。

二是“治理”。新基建“更加突出政府、企业

和社会组织的多主体协同,而非传统基础设施更加倚重的单向型、行政化的管理。为此,新基建”需要调动社会各方面力量的积极性,参与到建设、运营、管理中来,也要加强政府在规划引导、政策供给、监管规制等方面的作用。

三是“整合”。主要是数据资源的整合。新基建中最重要的资源要素是数据,这一点与传统基础设施的差异是根本性的。由于网络的分布性、泛在性、交互性,数据散在各类主体当中,海量数据在网络上生成、流动、集聚、沉淀,如果不能得到有效整合,就无法挖掘其价值并充分利用其创造更大价值,新基建的持续运营也就失去了基本逻辑支撑。

中国证券报:新基建如何避免“重走老路”?

王鹏:新基建具有全新特点,要求我们要尽量避免用传统基础设施建设的思维来推进新型基础设施建设,避免“重走老路”。一是要把新基建的战略目标和战略意义定位在推动经济社会转型升级的高度上,要坚持赋能思维方式,而不是孤立、片面追求5G、大数据、人工智能等单个领域形成多大产业规模。

二是机制和政策设计的核心是如何实现数据资源的有效整合、畅通流动和创新利用,而不

是传统基础设施时代把资本、土地等要素的配置作为政策设计的重心。如果不能实现这一转变,就无法掌握新基建的实质。

三是政府如何发挥作用要重新认识和定位。政府要从过去的管理者,转变为“管理者+治理参与者”,一方面要依法加强监管,另一方面更要重视和其他参与主体协同协商协调,共同推动新基建。

## 从供需两端夯实技术基础

中国证券报:夯实新基建的基础非常关键,具体可以从哪些方面发力?

王鹏:5G、工业互联网、人工智能、数据中心,需要用到大量的基础技术和产品,如芯片、软件等。当前,我国在基础性信息技术和产品上,对外依存度仍然较高,这意味着在新基建大规模建设的同时,其基础和底座仍是不牢固的。

如果新基建核心技术供给不足的局面不能得到有效改观,可能会带来一系列问题甚至风险:一是市场利益的分配失衡。由于我国大部分企业不掌握核心技术,在产业分工上处于中低端,对于价值分配缺少话语权和主导权,新基建带来的市场收益会大量流向跨国科技企业

业,意味着新基建建得越多,规模越大,可能对我们的产业和企业带来的伤害越大。因为技术领先者拿走了大部分利益,更多的企业在这一过程中不但不能分享到增长的利益,可能反而是受损的。

二是可能形成新的安全风险隐患。在新基建底层技术和产品大量依赖国外产品的背景下,建得越多、风险可能越大,一旦出险可能造成损失也越大。这次疫情也提醒我们举一反三,如果在信息技术、信息技术设施上出现重大的系统性风险,可能影响和损失不逊于这次疫情影响。因此,从这个角度来讲,夯实新基建的技术基础很关键。

夯实新基建的技术基础,可以从供需两个方面着手。从供给来看,要加强核心关键技术攻关,探索可行的、高效的、协同的核心关键技术攻关机制、组织和平台,增强面向颠覆性、前沿性“新基建”关键技术领域的原始创新能力,提升新基建的技术供给质量。从需求来看,要充分发挥我国的市场需求优势,以应用为牵引,加快新基建相关的新技术新业态新模式与重点行业重点领域的融合对接,挖掘国内新基建的潜力空间。

## 引导社会资本和民间资本投向新基建

中国证券报:投资新基建项目的配套资金从哪儿来?如何激发民间资本活力?

王鹏:新基建的资金来源中,政府资金应该主要定位在发挥引导作用上。政府的资金,特别是地方政府的资金,大规模投向新基建领域需要谨慎。一方面,新基建是新技术、新模式的综合体,在信息上政府并不是掌握得最新最全。在信息不充分或不对称情况下,大规模财政资金投资到新基建领域,可能会形成很多失败的项目。

另一方面,政府的投资占比高了,会不会对民间资本形成挤出效应,也是需要考虑的。所以综合起来,政府要加大投入,但是不能完全由政府大包大揽,加大的投入除了支持核心关键技术研发外,更重要的是通过市场发挥引导作用。

引导社会资本和民间资本投向新基建,要打通一些瓶颈。

一是加强金融创新。通过一些新的金融工具作为媒介,把社会资本和民间资本跟新基建的项目结合起来,比如最近推出的REITs,基础

设施信托投资计划,从国内来看仍然有非常大的发展空间。下一步就是要让金融体系跟产业部门能够精准对接,设计并推出新的有效金融工具。而难点在于,金融部门对产业部门的需求特点不太了解,产业部门对金融服务的规律和金融工具的设计也不太了解,需要相关政府部门协同,做好桥梁或中介工作。

二是发挥资本市场作用。主板、创业板、科创板等,都应该加强对新基建领域企业上市融资的支持。在周密设计具体规则的前提下,根据宏观经济和资本市场形势寻找合适时机推出相关政策措施,加快创新性企业的上市步伐。

## 根据痛点堵点优化政策环境

中国证券报:目前新基建还需要哪些方面的政策支持?

王鹏:优化政策环境,就是要根据新基建建设中的痛点、堵点来进行精确设计。一是加强规划和政策引导。新基建的大方向已明确,但具体细分领域的规划指导和政策框架仍然比较缺乏,导致社会层面存在一定的观望心态。二是推动数据整合与共享。新型信息基础设施的根本要求是要数据整合、数据共享。目前来看,各行业领域的信息壁垒、数据孤岛问题仍然非常突出,大量数据资源沉淀在各个部门、各个行业中,无法整合共享,价值得不到有效挖掘。三是优化电力和土地供给。新基建对电力、土地资源有较大的需求,无论是数据中心,还是5G基站,都要消费电力,也要占用一定的土地空间。在这些方面可能需要进行区别化对待。对于新基建所需的电力,能够在价格、直供方式、增容等方面给予支持。

中国证券报:政府和企业应该如何分工,需要注意哪些问题?

王鹏:大部分场景下,新基建的投资和运营应主要依靠社会资本和民间资本,依靠它们内生成商业模式,并形成可持续的企业经营循环。由于政府很多时候并不能精准判断具体的投资项目和资金需求,应主要定位于规划引导者、政策供给者、环境营造者和秩序维护者。当然,在一些公益性的新基建当中,政府仍应扮演主导的角色。

# 探索完善公募REITs制度 助力实体经济发展

□德邦基金总经理 陈星德

不动产投资信托基金(REITs)是国际上成熟的投资产品,它面向广大投资者募集资金,以租金等作为主要收入来源,投资范围涵盖基础设施等多种不动产,具有低门槛、稳定分红、专业管理、交易便利、监管严格、运作透明、与传统资产低相关性等特点,既有利于吸引个人与机构投资者投资于低流动性的不动产与基础设施,丰富资金来源补基础设施短板,盘活不动产去库存,改变不动产发展模式,推动产业升级,又可以使大众投资者拥有投资大型物业的途径和权益,满足各类资产配置需求。到公募REITs产品的落地还有一个过程,今后还要在发展中不断完善,使其成为支持实体经济的中坚力量。

## 确立公募REITs法律结构

证监会、发改委日前联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点 ze 关工作的通知》(简称《通知》)及《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(征求意见稿)《征求意见稿》揭开了公募REITs的序幕,是中国资产证券化发展史上的里程碑,确立了对公募REITs的基础性制度和发力路径。

一是确立了“公募基金+单一基础设施资产支持证券”的公募REITs法律结构,这种结构是通过在我国已具备一定基础的资产证券化制度上,对符合条件的、具有持续稳定现金流的优质基础设施不动产进行证券化,在公募基金层面,公开募集资金设立专门的投资基金,由专业的基金管理人管理,基金托管人托管,投资于上述不动产支持证券,作为封闭式基金上市交易。这一法律结构设计基本符合《基金法》等法律规定,只需在监管部门针对不动产证券化和投资的特殊方面予以修改和进行特别规定,就能充分发挥公募基金运作规范、公开透明、监管严格的制度优势,有效约束相关主体的不当行为,促进项目的合规化运行、良性发展。

二是明确REITs的基础资产为所有权类基础资产。公募REITs以不动产作为投资标的,但基础资产也有多种类型。具体而言,大致可分为所有权(权益)类、债权类、收益权类。权益类的基础资产财产权属明确、法律关系清晰、风险收益对称,最符合REITs的本质,也有利于打破刚性兑付、解决期限错配等影子银行的问题,是鼓励发展的方向。此次《通知》和《征求意见稿》明确,基础设施基金必须80%以上基金资产持有单一基础设施资产支持证券全部份额,基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权,基金通过资产支持证券和项目公司等特殊目的载体穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权。

三是明确REITs法律主体的职责定位。建立“公募基金+资产支持证券”的结构涉及多个层面参与主体,比普通的证券投资基金复杂。定位公募基金和资产支持证券的关系有两种可能路径:一是强调资产支持证券或更底层的项目主体的管理职能,公募基金职能仅限于组合投资;二是强调“管到底”,充分发挥公募基金管理人的管理职能,资产支持证券仅作为特别工具。

第一种方式可能有以下不足:首先,REITs是强烈依赖运营管理的载体,如果基础资产的管理职能完全外包,会造成代理链条长、信息不对称严重,甚至产生欺诈行为,投资人利益得不到有效保护。其次,其实际的投资的单一项目投资资金规模大、流动性低,与股票、债券存在较大区别,公募基金很难采用资产配置、分散化的方式进行投资。再次,REITs对管理费 etc 成本费用较敏感,不太可能支付太高的多层次的管理费成本。如果明确公募基金管理

人对基础资产的控制权和直接管理,一方面能够更好地履行管理人职责、做好基础资产的运营管理;另一方面也可以最大限度地吸收公募基金现有的成熟经验,利用公募基金完善的投资者保护体系,更好地保护广大投资者权益。《征求意见稿》强化了公募基金管理人和托管人的职责,管理人不仅要承担要配备专人符合专业胜任的要求,更应当负责对基础设施项目进行独立、全面的尽职调查,并聘请财务顾问对项目进行平行尽调。此外,基金管理人还应当聘请资产评估机构对基础设施项目进行评估,聘请律师事务所对基础设施项目转让行为合规性等出具专业法律意见,聘请会计师事务所对基础设施项目财务状况进行审计。

四是明确REITs基金定价方式和发售安排。《征求意见稿》明确基础设施基金经中国证监会注册后,采取网下询价方式确定份额认购价格,由财务顾问受委托办理路演推介、询价、定价、配售等相关业务活动。并对专业机构进行战略配售,要求原始权益人必须参与战略配售和网下配售,并规定了较大的比例和锁定期。基金销售方面,公众投资者按照询价确定的价格,通过销售机构参与基金份额认购。销售过程中,基金管理人应当充分进行信息披露和风险提示,并会同基金销售机构落实好投资者适当性管理工作。这是对目前公募基金发售制度的重大突破,类似于上市公司股票的发行。

五是强化公募REITs的投资者保护。不动产基金在投资标的和运营管理等方面具有特殊性,封闭运行的特点使投资者失去用脚投票的权利,内部治理结构的失衡将会在不动产基金的关联交易、资产估值、登记保管、经营管理等环节引发运作风险,损害投资者利益。此外,不动产交易中涉及关联交易较多、基础资产复杂,可能会出现原始权益人隐瞒物业实际情况、套现等道德风险,例如香港睿富案。为更好地保护投资者权益,《征求意见稿》十分注重对投资者的保护,在治理结构、信息披露、关联交易、收益分配、估值清算等规定了一系列配套制度。

## 在发展中不断完善

公募REITs在我国尚属首次推出,这次出台的《通知》和《征求意见稿》构建了我国公募REITs的基本制度框架,到公募REITs产品的落地还有一个过程,今后还有不少地方需要在发展中不断完善,使其成为支持实体经济的中坚力量。

一是在交易结构方面是否可以探索简化交易层次,例如一些境外发达市场特设公募REITs直接持有项目公司的股权,甚至直接持有物业,简化交易层级,降低交易成本。随着上市REITs数量的增多,还出现了专门以REITs为对象的真正进行分散投资的REITs投资基金。

二是在治理结构方面,利用《基金法》的规定,针对不动产投资和管理的特点引入诸如理事会这样的日常机构制度,吸收公司型基金在公司治理方面的优点,在加强监督的同时兼顾效率。

三是考虑建立不动产基金管理的专业牌照制。金融机构的优势在于具有完备的资本市场运作经验、在投资者保护和信息披露上有完善的架构体系;但不动产投资是非常专业的投资领域,可以吸引更多的专业的不动产管理和运营主体参与进来。从美国REITs的立法过程来看,也经历了这一融合的过程。可以适时建立不动产基金管理的专业牌照制。

四是对相关税收制度做进一步的讨论和明确。从国际经验来看,税收管理的特点是引入诸如理事会这样的日常机构制度,吸收公司型基金在公司治理方面的优点,在加强监督的同时兼顾效率。四是考虑建立不动产基金管理的专业牌照制。金融机构的优势在于具有完备的资本市场运作经验、在投资者保护和信息披露上有完善的架构体系;但不动产投资是非常专业的投资领域,可以吸引更多的专业的不动产管理和运营主体参与进来。从美国REITs的立法过程来看,也经历了这一融合的过程。可以适时建立不动产基金管理的专业牌照制。

□腾讯金融研究院副院长 胡浩

美国投顾业务已逐步走向财富管理模式,呈现出金融科技赋能、差异化竞争等特征。监管层正积极推动行业的变革和升级,参照国际经验及国内现状,建议进一步加强金融科技投入,重视投资者适当性管理和投顾服务平台打造,探索智能投顾,推动投顾模式差异化竞争。

## 美国走向财富管理式

美国投顾业务由传统经纪业务发展而来,从一开始的交易通道走向产品销售并最终走向综合性的财富管理,服务内容逐步走向丰富和个性化。美国逐步形成了现今多类型经纪商共存、风格特征显著的行业格局。具体如下:

网络经纪商。其代表是Ameritrade和Etrade,主要面向价格敏感的频繁交易者,只提供简单产品而不提供服务,成本低廉,主要是网上交易通道,在全面实行零佣金背景下,收取的管理费也是业内最低的。

社区经纪商。其代表是爱德华·琼斯。爱德华·琼斯是一家始终扎根社区的传统经纪商,它通过将经营网点开设至各个社区,力求在深入了解社区人们投资偏好和特点的基础上提供面对面定制化的投顾服务。

第三方理财服务商。其典型代表是嘉信理财,嘉信理财建立了一套“资质审核系统”以筛选符合要求的独立投顾加入嘉信理财的投顾平台,嘉信理财为这些独立投顾提供全面的系统支持和后勤保障,嘉信理财按照交易笔数和客户资产规模收取服务费。嘉信理财可以看作是独立投顾的平台提供商和后台管理人,其与独立投顾的关系互为鱼水、共同成长。

综合性投行服务商。其代表是美林证券、高盛等,主要定位于中高端客户及机构客户,利用综合性投行的业务优势提供全面的产品和服务,但收取的费用较高。综合性投行服务模式要求以众多经验丰富的金融顾问为基础,以功能强大的工作平台为保障,以实力雄厚的研究力量、投行产品和融资产品等为后盾,才能俘获中高端客户的中长期信任。

综上所述,美国投顾业务已经从早期的传统经纪模式走向了财富管理模式,不同的经纪商依据自身的资源禀赋和目标客户选择了不同的发展道路,但不管是哪种发展模式,各大经纪商均花费力气打造投顾服务平台,通过IT技术、金融科技等推动服务模式的创新和服务效率的提高。

## 国内模式单一

投顾资质申请。在美国,个人或机构均可申请投顾资质,而且既可以向美国证监会(SEC)申请也可以向州政府相关机构申请,因此,美国存在很多第三方独立投顾,他们与客户之间保持长期关系。而国内的情况是,个人可以申请投顾资质但必须以依附于某家投顾机构为前提,这种“外挂式”投顾往往更愿意让客户提供交易,从而自己多拿佣金提成。

投顾服务内容。美国投顾服务内容多样化,既有通

道服务和产品销售也有账户管理。反观国内,投顾业务被限制在通道服务和产品销售,因此投顾人员更关心客户的交易频率和是否购买金融产品。最近公告的《关于做好公开募集证券投资基金投顾业务试点 ze 关工作的通知》进行了新的尝试,投顾可以帮助客户管理公募基金组合。

投顾收入体系。在美国,投顾收入来源包括佣金、服务费 etc,而服务费则跟账户规模挂钩且根据不同的服务内容设定相应的费率,通常来说,智能投顾费率最低,更加个性化的投顾服务费率最高。相对来说,国内投顾收入主要来自佣金。不过,正在推动的公募基金投顾试点允许投顾可以按照客户净值规模收取不高于5%的服务费。

投顾平台打造和金融科技渗透。从海外发展来看,无论是大型的金融巨头还是后起之秀均不遗余力地加强金融科技投入,金融科技已经渗透到投顾业的各个角落,包括客户管理、研发体系、投资体系、风控体系、网络安全等。尤其是智能投顾将云计算、大数据和人工智能等金融科技与量化投资模型结合起来,可以降低高效率地服务更多中小客户,同时让投顾业务不再受制于时间、地点和人工等约束。相比而言,国内仍然处在初级阶段,大部分券商缺乏统一的投顾平台,金融科技投入有限。

投顾业务竞争格局。从海外发展来看,不同的证券公司最终选择不同的发展战略和投顾服务模式,从而形成了多元化竞争格局,有的转型成为了高端私人财富管理,有的专注于线上为中小客户提供平台化和个性化的投顾服务,有的专注线上聚焦区域性的贴身投顾服务……相比而言,中国投顾业务则存在模式单一、同质化严重等问题,大部分中小券商仍然以传统的线下方式干着雷同的事情,即通道服务和产品销售,此外,公募基金投顾试点刚刚起步。

## 行业格局将发生重大变化

如前所述,中国投顾业务存在着服务模式单一、金融科技发展落后等问题,无法有效满足各类投资者的切实需求。展望未来,随着金融科技的投顾服务平台,将研究能力、投顾能力、投行能力等有机地整合在一起,给中高端投资者提供综合性服务,最终走向高端财富管理模式。

建议大多数中小券商应该放弃四大业务兼顾而转向更加精细化的定位,围绕客户需求进行数字化改造,做好投资者适当性管理,打造特色化的小而美的投顾服务模式;新近获得公募基金投顾试点资格的金融机构同样如此,应细细打磨产品和服务,做到专而精。