

支持“四新经济”离不开多层次资本市场制度创新

□中航证券首席经济学家 许维鸿

“四新经济”是对“双创经济”有效延展

所谓“四新经济”，是指新技术、新产业、新业态、新模式，是顺应中国经济转型升级大背景下的投资范畴概念：宏观经济新常态要坚持以新技术为驱动，聚焦前沿技术，打破转化壁垒，让科技成果尽快转化为现实生产力；以新产业为支撑，顺应新产业发展趋势，推动工艺流程、产业场景、创意设计和生产要素组合再造，大力发展战略性新兴产业，打造一批新经济聚集区；以新业态为引擎，推动信息技术与工业化、城镇化、农业现代化加速融合，建立“互联网+”创新联盟，大力发展互联网金融、精准医疗、互联网教育、IP经济等新业态；以新模式为突破，加速发展平台服务模式，创新发展共享服务模式，积极引入共享经济企业设立分支机构。其中，新产

业、新业态、新模式是表现形式，新技术是驱动力量，共同构成集成、协调、系统的新经济发展路径。

“四新经济”比这几年被资本市场热捧的“双创经济”更具有普遍性和前瞻性。与此相对的，“四新”企业并不局限于创业初期的企业，而是更强调与传统企业的差异化经营策略和估值逻辑，例如基于大数据、云计算、物联网的科技公司，行业内部差异明显、短期内规模迅速扩张、资本市场对其分歧巨大，都是“四新经济”吸引眼球的地方，完全符合“影响力经济+资本市场”的全球化发展趋势。

在政策层面，中央对于通过创新促进新经

济发展是坚决且延续的。今年的政府工作报告更加突出人才资源在“双创”中所发挥的作用：一方面提到，要提供全方位创新创业服务，推进“双创”示范基地建设，鼓励大企业、高校和科研院所等开放创新资源，发展平台经济、共享经济，形成线上线下结合、产学研用协同、大中小企业融合的创新创业格局，打造“双创”升级版。另一方面，深化人才发展体制改革，推动人力资源自由有序流动，支持企业提高技术工人待遇，加大高技能人才激励，鼓励海外留学人员回国创新创业，拓宽外国人才来华绿色通道。此外，政府工作报告提到，设立国家融资担保基金，支持优质创新型企业上市融资，将创业投资、天使投资税收优惠政策试点

范围扩大到全国。笔者认为，股票市场在其中可以起到很大作用。

美国基金业投资大师彼得·林奇曾在他的书里忠告个人投资者，要在自己的身边寻找“十倍股”，就是对上市公司利润增长潜力的追求。翻阅资本市场历史，投资者终其投资生涯所追求的“十倍股”往往都在当时的“四新经济”范畴里，“BATJ（百度、阿里巴巴、腾讯和京东）”莫不如此，这也正是资本市场实现普通民众价值投资根本吸引力所在。

最近一段时间以来，证券监管部门多次就支持“四新经济”企业表态，将新一代“BAT（百度、阿里巴巴和腾讯）”企业留在国内资本市场的愿望正加速落实在行动上。

支持“四新经济”首先要夯实“三公原则”

革的重要导向。

市场担忧“独角兽”的估值问题，也就是那些已经过了成长期的互联网企业回A股“割韭菜”。中国A股市场，毕竟还是以散户为主的投资者结构，互联网相关企业本身就善于宣传，这种担忧不无道理。对于各级证监会组织和两个交易所，系统性投资者教育必不可少。

不难想象，很多针对零售端的互联网“B2C”企业，都愿意带上“四新经济”“互联网

新蓝筹”甚至是“区块链先驱”的光环，以赢得在A股上市超额溢价。这其中就包括滴滴、今日头条、美团点评等还没有IPO上市的互联网企业，建议投资者理性看待其后蕴藏的一些风险，包括“三公原则”基础上的盈利预期、实际控制人法律架构、离岸市场允许的同股不同权等问题，仍然需要在《证券法》《公司法》等法规修订后才能解决，对于这些企业敞开大门并不意味着未来的投资风险迎刃而解，更何况回顾美国互联网上市公司，包括早先鼎鼎大名的雅虎

等巨头，如今的估值蒸发又让多少机构投资者断腕唏嘘了呢？

让数量有限的“独角兽”企业在A股上市融资，既要防止投机客借机“割韭菜”，也要客观看待其只是中国资本市场支持“四新经济”的一个开始，是促进A股市场进一步成熟的尝试与挑战。从整个中国直接融资的更高层面看，企业如何能通过多层次资本市场融资，形成可循环的良性机制，才是考验资本对“四新经济”支持力度的关键。

离不开多层次资本市场制度创新

企业可转债，票面利率在7%—8%左右，累计募集资金770万元，单笔来看，最大金额300万元，小的不到100万元。

区域股交中心做大做强可转债平台，需多方面集聚金融中介资源、培育主动估值能力，对所托管的企业资金需求和还款来源要做客观分析，跟踪企业经营状况。同时，一旦企业在股交中心融资，金融中介机构应该对企业的抵押资产、应收账款等持续跟踪，结合操作中与担保公司合作，为企业增信、对私募可转债的投资人选择转股。可转债能否提升流动性，归根到底还是企业质地和后续退出渠道是否顺畅。就笔者近期对县域经济的很多小微企业调研，企业吸引投资者已经从单纯的贷款需求转变为越来越多的企业家已经有意识考虑战略投资者所带来的业绩增长资源，可转债提供了含有选择权的债权融资工具，符合市场需求，但是需要中间监管和交易组织者协调。

第二，可转债等金融衍生品交易，需要基础金融标的的流动性，多层次资本市场良性发展需要中国特色的“转板”制度。当前A股市场上传统企业占据了绝对多数，“四新”企业或者说科技“独角兽”企业都需要一个上市的渐进过程；而且在中国实体经济中，“四新”企业创造的价值已经超过了总量的三分之一；打通外资市场、打通主板与新三板和区域股权市场，是形成“能上能下”的良性循环的必要手段。因此，“转板”制度首先是主板的规范化退市制度，让长期困扰A股市场的“僵尸上市公司”尽快退市，是既符合“四新”经济发展，也符合绝

大多数股民利益，保证A股市场拥有更多优质企业，真正地对中小投资者负责。

规范化的转板制度，也包括从国际资本市场（如美国的纳斯达克和纽交所等海外市场）通过创新性制度设计、吸引大批优质的“四新企业”。在这方面，监管机构已经有意识地增加交易所在注册制——企业上市和转板的审批的灵活性，附以配合上海、深圳的国际金融中心建设。随着中央对资本市场支持供给侧结构性改革的关切，汇率、利率短期波动的风险厌恶，应尽快转为对基础机制不足的“补短板”需求。

当然，转板制度的最大受益者是在新三板和区域股权市场挂牌、交易的企业，如何让这些已经有多层次资本市场经验的企业，能够在“确定性”强的制度支持下，通过挂牌、交易、摘牌、上市，实现到主板融资，是中国特色转板制度的核心。从我国多层次资本市场建设角度看，尚未盈利的新经济企业可以先在新三板和区域股权市场挂牌，附以可转债、地方支持基金缓解融资压力，随着新三板在创新层部分实现了集合竞价，最终择机推出转板制度。展望未来，可以择优选择符合上市条件的企业转板到创业板；转板后一旦出现企业重大违规或事后证明系重大失误而转板，即将该企业重新转至新三板挂牌并进行集合竞价交易，做到企业能上能下。

第三，资本市场支持“四新企业”，需要勇于在互联网金融领域积极探索。中国企业信用制度建设任重道远，资本市场必须依托大数据、区块链技术，巩固发行人合规性和信息披露的希望。

现有中国金融体系主力为国有，偏爱商业银行的有抵押物担保贷款形式、最大缺陷在于风险厌恶，不愿意去把资金贷款给没有政府信誉担保的小微企业，造成了广大私有部门的金融服务明显不足。没有互联网技术保障的民间金融体系，在间接融资市场很容易形成中国特色的影子银行，成为“三去一降一补”的对象。只有第二波互联网金融“直接融资”——网上众筹的兴起，才能让“民间银行家”看到阳光化的希望。

有中心化信息披露保障的众筹金融体系的合理性，在于投融资双方的“相互了解”“风险自担”，结合各省严监管下的区域股权交易中心托管体系，有望实现互联网金融热捧的社区银行概念，真正把“大数据”甄别客户风险的互联网技术“脱虚入实”。互联网众筹技术将大大降低IPO金融交易成本，让现在动辄几千万元的投资银行费用缩水，加速中国利率市场化、信用风险管理的节奏。通过更加完善的互联网技术，缩短融资方和投资方的距离，将有利于中国金融市场的混业经营节奏，助力国有企业改革和PPP融资市场化。

支持“四新经济”并不排斥传统经济

迅速成为工业品出口大国，离不开统一的大市场孕育的市场经济有利环境，包括劳动力、资本等生产要素能自由流动，加速了工业化和城镇化，也带来了区域间经济发展不均衡的问题。东西部发展不平衡使得东南沿海的城镇居民已经开始追求精致生活品位，而中西部很多贫困地区还在努力解决基本生活保障问题。

因此，国家积极推进精准扶贫战略，是缩小东西部经济发展不均衡的必经之路，也是提升消费层次的基本举措，对中国的意义不言而喻。虽然绝大部分贫困县现在没有，以后也不会有发展制造业的比较优势，但是其家庭制传统的农业和不成体系的旅游业，还是需要转型升级、振兴农村经济、全面提升广大城乡居民收入水平。就我这两年调研发现，国家各项扶贫政策需要各级地方政府通过创新机制落实，需要广大社会力量结合贫困地区旅游业和农业产业链进行帮扶，需要持续的、大规模的资本投入。

即便是贫困县“摘帽”以后，要想持续发展、形成消费升级，都应该持续对乡村通过机制创新而振兴，客观看待农业和旅游业等重资本、长周期回报的基础产业发展战略，积极引入资本市场、上市公司和金融机构共同助力县域经济的产业格局构建，摒弃以往依靠中央财政转移支付“输血”贫困地区的补血疗法，围绕县域经济、依托资本市场形成经济发展的长效机制。

彻底转变贫困地区的资本外流和产业空心化。

地方政府应当根据地区特点及产业结构，改进帮扶政策和帮扶方式，改善普惠政策为差异性扶持政策，改“给钱给物”、打卡到户为直接帮扶、委托帮扶和股份合作等多样化的帮扶方式。对于没有技术、不熟悉市场的贫困户，还需要发展“新型经营主体+基地+农户”和集体股份制经济，推动农业经营机制改革，从而实现共同富裕。

另一方面，四新经济良性增长的重要保障，是新技术的创新和应用机制，中国的品质革命更是离不开技术升级和国际市场拓展，应积极结合国家军民融合、“一带一路”等国家战略。欧美发达国家的工业发展经验表明，军用技术民用化可以有效提升一国科研经费的使用效率，例如今天早已经充分民用化的互联网技术，最早就是军方的信息系统，最终却极大地促进了普通消费者的福利水平，这恐怕是美国军队早期研发时候绝没有想到的。

中国“十三五”时期经济发展要“脱虚入实”、降低对房地产行业的增长依赖，离不开装备制造强国建设的技术升级，诸如集成电路、第五代移动通信、飞机发动机、新能源汽车、新材料等产业发展，需要技术跨越式的发展。这几年走出去的企业不少，但是出国并购欧美先进制造业和技术的企业却越来越难，只能反过来依托本土科研实力、实施军民融合和系列工程，通过“中国

股票市场是一个投资于未来的市场，中国资本市场更是全球对企业利润增长估值最高的市场之一，至今创业板的高流动性、高估值依然让国外同行十分羡慕。随着中国金融改革“脱虚入实”，货币当局和监管部门因势利导地提出要资本市场支持“四新经济”，是对“双创经济”的延展和补充，值得金融中介机构深刻领会、寻找蕴含的投资机会。

无论是国际经验还是华人商业特征都表明，作为“四新经济”的主力——民营小微企业，融资相当大的比例都是股权投资，商业银行将会持续力不从心。因此，要培育“四新经济”企业回归或者登陆A股的创业板，必须通过多层次资本市场、通过可转债、分层交易、转板等交易制度创新，结合对机构投资者的价值预期引导，实现金融对创新企业源源不断的资本支持。

第一，各地股权交易中心的金融产品受正規监管，是小微企业正规化股债结合融资的合法模式。国务院办公厅在2017年1月印发《关于规范发展区域性股权市场的通知》确定，在区域性股权市场发行或者转让证券的，限于股票、可转换为股票的公司债券以及国务院有关部门按程序认可的其他证券。证监会于2017年5月发布的《区域性股权市场监督管理试行办法》也指出，企业在区域性股权市场非公开发行可转换为股票的公司债券。

上述政策出台后，全国各地区域股交中心开始探索发行私募可转债，助力中小微企业融资。截至3月，已有北京股权交易中心、海南股权交易中心、新疆股权交易中心、江西联合股权交易中心、厦门两岸股权交易中心等多家区域股交中心发行私募可转债。今年春节前，海南股权交易中心旗下“海惠盈”综合金融服务平台成功发行海惠盈可转债3号，总额度为300万元，发行主体为海南本土成长型企业。在2017年6月6日，海南股权交易中心推出首单中小企业可转债产品。根据中国证券报报道，海南股交中心在半年左右时间里，已为6家企业发行6单中小微

新经济并非是老经济的对立面，绝大部分的金融创新、模式创新是基于传统经济的，在资本市场领域也不例外。无论是新经济、还是传统经济，都是为百姓谋福利，为社会创造价值。很多成熟资本市场的现有做法，对于成长阶段的中国资本市场就是新的，例如中国制造业的“质量革命”，就需要新老经济共同发力——由“中国制造”向“中国创造”进发，已经成为新一代改革者的共识全面开展质量提升行动，推进与国际先进水平对标达标，弘扬“工匠精神”，来一场中国制造的品质革命。

这种对经济发展质量的追求，离不开国际贸易战线的隐忧加剧。技术创新后续能力欠缺的大背景，是中国经济社会持续发展的新时代战略，其路径之一就是通过资本市场推动中国制造和服务迈向中高端，通过生产资料更有效的配置提升经济效率，满足人民日益增长的美好生活需要的主动作为，是深化供给侧结构性改革、实现新旧动能转换的必然要求。各类制度和服务的创新是品质革命基础，需要各级政府和广大社会力量共同努力。

一方面，“四新经济”下的品质革命离不开生长的“土壤”——追求品质的中国消费者基础。因此，通过金融扶贫、产业扶贫，尽快脱贫减贫、振兴农村经济是品质革命的重要保障。中国地大物博、经济体量巨大，国内市场对制造业的影响毋庸置疑。回顾改革开放的艰苦奋斗历程，中国从一个物资匮乏的消费环境

制造2025”示范区等手段，用市场化的手段强化“军转民、民参军”的市场比例。

质量革命离不开多样化、全球化的消费者认可。近几年中国出口增速实现了软着陆，原因在于欧美目标市场的饱和，也让“一带一路”沿线国家与中国的经贸往来变得越来越重要。中国产品竞争力上升，基础就是国际消费者口碑的支持。一方面，中国企业可以将产能布局推向“一带一路”沿线国家，将成熟的工业园设计、工业化生产惠及更多消费者；另一方面，多样化的客户需求也会激发中国产品的研发和设计能力。

以中白工业园、中马工业园为代表的跨境产能合作为例，入园企业无疑是产品质量革命的重要抓手；特别是现在中国企业和个人积累了大量财富，要高度重视民营资本的合理引导，避免再次陷入美欧房地产、娱乐业等资产泡沫领域的“一窝蜂式”对外投资误区。

总之，新经济并非是老经济的对立面，绝大部分的金融创新、模式创新是基于传统经济的，在资本市场领域也不例外。通过“四新经济”实现中国制造的质量革命，并非简简单单一句口号，而是要在全社会形成持续发展的改革共识，把各项国家政策在一个地区、一个行业、一个企业上“叠加、用足”。对于金融市场和投资者而言，中国制造业的现代化进程，除了行业优化资源配置的时代使命，也是资本获得超额收益的时代机遇，值得持续跟踪。