

华夏新供给经济学研究院院长贾康：

## 直接融资更适合发挥企业家潜能



■本报记者 李正

在12月11日证券日报社主办的第四届新时代资本论坛之首席经济学家分论坛上，华夏新供给经济学研究院院长贾康就“提高直接融资比重与改进金融生态”这一话题分享了四点看法。

首先，回顾以往，我国直接融资比重很低，这种以间接融资为主的基本格局的形成是有其客观原因的。

“中国金融市场在前面几十年反复探索、摸着石头过河的过程中，形成了配套改制思路，也形成了一定的路径依赖。”贾康说，在确立社会主义市场经济目标模式后，经历了一系列探索和发展过程，最终形成了银行按企业化定位提供贷款，以间接融资方式支持企业发展，在市场竞争中优胜劣汰这一基本框架。此后，中国金融市场才开始探索直接融资模式，最典型的就是沪深证券交易所。

贾康认为，发展市场经济不光要有间接融资，还要有直接融资，这是一个循序渐进的过程，在股票交易发展的同时，市场也注意到债券这一直接融资形式，并积极考虑更加多样化的直接融资形式。这样就形成了以间接融资为主，直接融资持续发展起来的格局。

其次，在经过一些探索后，直接融资可能更适合作为主要的金融业态加以发展，同时还要发展与其配套的风控能力。

贾康认为，间接融资的局限性和不足越来越明显，直接融资可能更适合企业家潜能的发挥。

第三，直接融资和间接融资的风险性质有所不同。

贾康认为，间接融资用的是居民储蓄，不能出闪失，要有可靠的抵押物。直接融资的风险是，在企业自负盈亏的情况下，在创新创业活动过程中完成资本积累和积累，可以承担更多试错带来的风险以及损失带来的压力。

同时，分散的投资，自负盈亏下的直接投资风险，虽然在股市上表现为震荡或不利的局面，但是也容易和系统性风险之间做成防火墙或隔离带。所以，对于以后更多的鼓励承担

一定风险去进行创新创业工作，直接融资的风险特性和相关价值将会进一步凸显。

第四，随着整个中国金融生态的优化和改进，应该形成常规间接融资低利贷加直接融资中利贷，再加上一些间接融资小额贷款公司自负盈亏的中利贷的市场形势，形成一种多样化的、无缝链接的中国金融供给体系，将多样化的金融机构、间接融资和直接融资相配合，形成多样化的金融产品。

“金融生态真正的发展目标，是要把间接融资和直接融资形成无缝链接的供给体系，逐步提高直接融资比重。同时伴随提升直接融资风控能力，探索形成相匹配的合理的监管机制。在大的方向上强调创新发展，给直接融资更多的试错空间和创新创业地，使直接融资为支持企业家精神更好地发挥作用，支持创新创业活动更加生龙活虎。”贾康说。

中信证券首席经济学家诸建芳：

## 资本市场将迎来前所未有的发展



■本报记者 王丽新

12月11日，由证券日报社主办的第四届新时代资本论坛在北京举行。在首席经济学家分论坛上，中信证券首席经济学家诸建芳发表《从“十四五

规划”看资本市场发展》的主题演讲，从“十四五规划”的角度谈资本市场的前景，从宏观的角度理解和认识资本市场的重要性。

诸建芳表示，明年进入“十四五”时期，站在现在这个时间点上，过去40多年的改革开放，总体上解决了温饱和小康问题，更多地强调经济的增速。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》提出，到二〇三五年基本实现社会主义现代化远景目标，这不单单是经济增长速度，实际上是经济的质量、效率、结构、可持续、环境和安全等综合的考虑，是高质量发展的问题。

诸建芳同时表示，从“十四五规划”的角度来看，生产的五大要素可能会有一轮市场化改革，如果从这个角度来看，资本市场的发展很可能是前

所未有的。

第一，从经济发展大体上看，数字经济和数字经济的变化趋势会快速发展，或者说是直线式发展。如果从微观角度来看，在这个过程中有很多企业会消失掉，也会产生大量新的企业，最终会有一批企业胜出，引领整个行业发展。

从资本市场的角度来看，股权投资和融资对企业的支持很可能完全不一样。因为投100个项目，即便90多个坏掉了，但是有几个最终成功了，得到的回报完全可以覆盖掉投资失败的90多个项目，所以资本市场未来对经济的支持更加适合，也更加需要。

第二，从大量存量经济角度来看，经过40多年的改革开放和经济发展，已经积累了庞大的存量产出能力和供给能力，但是这些供给能力还是中低端的比较多，这与居民消费逐步高级化存在很大不匹配性，要建立一种机

制，能够自动匹配居民需求不断升级的状态。事实上，这意味着各种产业需要有一个大的整合，产生大量并购活动，对现有一些产能进行重组，资源重新安排以提升效率，提升结构，向高端发展，借助资本市场这个大平台会提高效率。

“从经济的本身特点来看，需要资本市场有更大的发展。”诸建芳说，无论是间接的银行体系，或者资本市场已有制度安排的这些市场和产品工具，对实体经济的支持仍存在一些盲区，需要更多多层次的市场满足这些没有覆盖的微观实体层面融资的支持，这意味着资本市场要更多的创新。

他最后表示，现在提出要发展资本市场，或者多层次资本市场，是经济内在逻辑当中需要有这样一种变化，从宏观角度来看，可以看到未来资本市场前景承担的历史使命的重要性。

中国东方资产管理股份有限公司首席经济学家吴庆：

## 资本市场将成为资产管理公司业务出口和入口



■本报记者 闫立良 见习记者 郭冀川

12月11日，由证券日报社主办的第四届新时代资本论坛在北京召开。在首席经济学家分论坛上，中国东方资产管理股份有限公司首席经济学家吴庆表示，资本市场将成为资产管理

公司业务的重要出入口，使资产管理公司处置能力大幅提高。

吴庆认为，资产管理公司要面向未来，随时准备接收新出现的不良资产和不良金融机构。

吴庆说：“四大资产管理公司前十年的使命，就是完成剥离四大商业银行不良资产、维护银行业安全。此后又用十年时间探索发展道路，在接手金融不良资产的同时，也接手不良金融机构，成了全牌照的公司。但资产管理公司既不是金融资产的最终归宿，也不应该是不良金融机构的最后归宿。”

对于资产管理公司的传统经营模式，吴庆总结为“三打”，既不良资产打包出售、打折扣定价、打官司索要资产残值。现在“三打”越来越不足以实体经济服务，资产管理公司面临不良资产的规模与复杂性挑战，要提升处置不良资产的技术水

平，必须开拓新的经营模式。与“三打”对应，资产管理公司的新模式被描绘为“三重”，既资产的重组、重整与重组。

相比刚开始的十年，资产管理公司近十年的变化很大，业务范围从处置银行不良资产，变为处置金融行业的不良资产，全国性资产管理公司也从过去的四家变成了五家，同时各省也成立了地方性资产管理公司，数量超过50家。

吴庆说：“资产管理公司已经从政策性的不良资产处置机构，变成了商业化运作的金融公司，而且由于金融资产管理规模已经大幅增加，处置不良资产的需求也随之提升，不良资产的复杂性也在增加，考验着资产管理公司的能力水平与处置效率，而资本市场在其中起着关键的作用。”

一方面，在转型升级过程中，越来越多上市公司需要资产管理公司的服务。作为金融领域循环经济的

最后一环，“三重”正成为资产管理公司的主业，资本市场会成为资产管理公司业务的重要入口。

而当资产管理公司对不良资产进行恰当处置，通过改造升级使相关资产重新变得优质后，资产管理公司需要寻找退出的渠道。资本市场是其中一个选项，可以让优质资产实现更大价值，也能够增厚相关上市公司的业绩，让资产管理公司退得更彻底，退得更放心，因此资本市场也是资产管理公司业务的出口。

“尤其是一些面临困难甚至退市风险的上市公司，退市后破产是最坏的一步，如果通过资产管理公司的介入，进行‘三重’的改造，不论是改造上市公司还是注入新的资产，都会让公司本身发生重大变化，对于资本市场来说也是一个优良的选项。资产管理公司愿意在这方面做出新的尝试，并与资本市场形成紧密的合作关系。”吴庆说。

摩根士丹利华鑫证券首席经济学家章俊：  
中国经济确定性给A股带来持续资金流入



■本报记者 朱宝琛

“过去30年来，中国资本市场建设取得了飞速发展，国际化程度不断提高。从未来两年或者更长期看，国际化程度会进一步提升。”12月11日，摩根士丹利华鑫证券首席经济学家章俊在证券日报社主办的第四届新时代资本论坛之首席经济学家分论坛上表示。

章俊表示，从宏观角度看，短期内全球经济的不确定性可能会进一步提升人民币资产的吸引力，所以海外投资者还会持续增持人民币资产；中长期来看，中国经济长期的可持续发展和确定性，会持续给A股或者整个资本市场带来资金的流入，未来海外或者是全球投资者持续看好国内的资本市场，国际化的程度会不断提升。

章俊表示，预计2021年全球的经济增长反弹到6.4%的水平，中国经济可能会反弹到9%。作出这一判断主要有三方

申万宏源首席市场专家桂浩明：  
应给主动退市公司以政策支持



■本报记者 闫立良 见习记者 郭冀川

“最近几次中央级的会议当中，关于资本市场主要聚焦于两件事情，一是推动注册制改革；二是退市制度的建设。在全面推行注册制的背景下，建立严格、合理、高效的退市制度，是资本市场可持续发展的保障性措施。”12月11日，在证券日报社主办的第四届新时代资本论坛之首席经济学家分论坛上，申万宏源首席市场专家桂浩明表示。

桂浩明认为，核准制下的退市标准较为单一，最主要的规定是上市公司连续三年亏损后强制退市，但又给上市公司提供了三年宽限期，最终导致一些上市公司规避了退市标准，成了一个“壳公司”。因为这类上市公司的低估值和存在重组的机会，成为市场炒作的题材，甚至连投资者都不愿意让它们退市。

川财证券首席经济学家陈雳：  
并购重组过程中既要讲规则也要讲风险



■本报记者 朱宝琛

在12月11日由证券日报社主办的第四届新时代资本论坛之首席经济学家分论坛上，川财证券首席经济学家陈雳表示，并购重组是解决企业高质量发展的一个核心手段，上市公司如果要通过这一方式去扩大资本，应该在提高质量上多下一点功夫。

“不管是监管导向还是市场导向，要更加重视上下游和横向关联业务的衔接。如果未来业务开展过程中脱离这一框架，不管是从监管角度，还是公司自身被资本市场接受的角度，从中长期看基本上都会被打回原形。”陈雳说，“如果一家公司去收购另一家公司，业务上没有关联，纯粹靠编故事让股价翻倍，这是不合理的。”

他进一步表示，与资本市场相结合，既要做好加法也要做好减法。减法方面，科创

面原因，其一是对新冠疫苗的推出和注射有一个比较乐观的预期；其二是在预计财政和货币政策依然是宽松的；其三，新兴市场复苏加速，赶上发达经济体。

章俊认为，2021年全球经济存在不确定性。对此，他解释道，明年复苏的方向是确定的，不确定的是复苏的力度。由于今年上半年或者全年的基数较低，同比增速肯定很高，这就容易产生误导。所以，建议大家关注环比增速的力度。

“环比复苏力度的差异会给市场带来所谓的预期差，而预期差是主导2021年全球市场和国内市场的一个重要的因素。”章俊说，如果整体复苏的力度好于预期，整个市场可能会进一步加速上行；如果低于预期，即便是在一个复苏的周期，全球市场依然存在下行的压力。

“虽然整体来看，2021年全球经济依然具有不确定性，但中国的确定性是非常明显的。”章俊说，中国经济从二季度开始恢复，产能利用率已经基本回到了疫情前出现大致75%以上的水平；中国经济的复苏带动了就业的迅速改善。在下半年，国内的政策已经开启了正常化的进程。

章俊说，在看到全球2021年流动性依然比较宽松的情况下，投资者一方面要追求资产的安全性，另一方面要追求资产的回报。

他进一步表示，从回报的角度来看，追求绝对回报更多的是倾向于转向风险资产的投资，全球投行基本上都看好2021年的股票资产，或者股票类的周期性行业。

此外，章俊表示，预计未来中国资本市场国际化程度会伴随中国经济的发展进一步提升。

“曾经有一个即将退市的公司找到我们，希望我们能够写一个报告向投资者传递一个声音，因为他们怕退市后被投资者找上门闹事。这也说明过往的退市制度不仅存在制度问题，也存在认识上的误区，需要对退市标准与制度重新进行梳理与明确。”桂浩明说。

随着注册制的推进，亏损退市的标准已经不再适用。在科创板，有很多具有成长性的公司在亏损状态下上市，因此科创板的退市标准不是单纯的连续三年亏损，而是改为对公司是否具备持续经营能力的考核。桂浩明认为，这一改变同样适用于主板市场，因为很多“僵尸公司”“壳公司”恰恰能躲过三年亏损强制退市标准，但其已经不具备持续经营能力。

除了面值退市的考量外，桂浩明建议针对上市公司的流动性、主营业务的规模、股东人数等条件制定更多新的退市标准。

此外还有一类上市公司，其本身虽然没有明显的问题，但却没有更好的发展前景，在资本市场也无法获得新的机会。桂浩明表示，这类公司同样应该退市。让不符合资本市场环境的公司继续留下来，本来就是一种资源错配。

桂浩明说：“建立多元化的退市制度，不仅让资本市场形成良性循环，更保护了投资者的利益。同时，还应该给主动退市的上市公司以政策支持，比如让它在三板市场进行重组后还有机会重新上市，这将使多层次资本市场形成联动。”

毕马威中国首席经济学家康勇：

## RCEP可让超过90%的货物贸易最终实现零关税



■本报记者 闫立良

在经济全球化放缓的背景下，新近签署的RCEP对我国的贸易和投资会产生什么影响呢？在12月11日证券日报社主办的第四届新时代资本论坛之首席经济学家分论坛上，毕马威中国首席经济学家康勇对这个问题做出了解答。

康勇认为，全球化一个很重要

的指标就是产业融合，价值链贸易占比提升的一个表现就是跨国公司到不同的国家设厂。从20世纪70年代开始，价值链贸易占全球贸易的比重从之前的30%多攀升到2008年的高点57%。2008年次贷危机之后，这个比重开始下降。疫情、经济之间的摩擦加速了全球化进程放缓的进程。

“过去全球平均经济增速是3.5%，贸易增速在5.2%左右，也就是说贸易增速通常是GDP增速的1.5倍。”康勇表示，近年来全球贸易增速比GDP增速慢了，也反映出经济全球化的进程在放缓。全球多边的贸易谈判没有进展，甚至还有一些瓦解的迹象。其中一个很重要的原因就是，全球化虽然带来了全球经济效率的提升，对经济增长做出了贡献，但这一部分增长的贡献并没有很好地在各个社会阶层、各个国家之间很好地分配，所以造成了一些群体，例如发达国家传统制造业的工人并没有从全球化当中得到相应的好处。这成为反对全球化非常重要的一种声音。

康勇表示，即便如此，但是区域间经济的结合在加强。今年我国经济非常重要的一个特点就是和东盟的贸易得到快速增长，东盟首次超过了美国、欧洲，成为我国最大的贸易伙伴。

“RCEP是全球非常重要的一个自贸协定。”康勇强调，RCEP经过八年31轮谈判，内容非常丰富，但最重要的贡献体现在以下五个方面。

首先，超过90%的货物贸易最终会实现零关税。RCEP可让大数目的产品和很大一部分产品的关税，在未来有消减，这是很重要的一个贡献，同时还有进一步提升的空间。

其次，RCEP是由东盟发起的，我国大力支持和积极配合。强调RCEP是由东盟发起的，是因为东盟是在RCEP成员15个国家当中，除了澳大利亚以外，唯一一个在所有国家之前就建立了自贸协定关系的地区，在这个基础上推进地区整个自贸关系的整合有很大的优势。

第三，区域累积和原产地原则的结合，对原产地是非常关键的。例如，中国从越南进口一系列的原材料

进行加工然后出口到日本，在区域内附加值累积可达到40%，RCEP的原产地可以享受优惠的关税，这是非常重要的一点，会更加灵活地推动产业链在区域内的布局 and 配合。

第四，统一各国的市场准入规则。之前成员国之间有一些双边投资准入协定，但存在一些差异，比较分散，现在RCEP把之前的准入规则做了统一。

第五，推动服务贸易，尤其是金融、电信和专业服务领域的贸易。近年来虽然整个世界的货物贸易发展放慢了，但是服务贸易的发展还是非常快的，这跟数字经济的发展也是息息相关的。

在最近10年，东盟之内的投资增长是非常迅速的，占投资的比例从2010年的增长10%到现在的超过20%。如果拿东盟的经验作为借鉴，未来随着RCEP的实施，将会带动整个RCEP投资的增长。

康勇最后强调，在全球化进程放缓的前提下，加大亚太地区的经济合作是一个突破口。

板的上市公司中，有几家是主板公司的分拆公司，只要质量够好，即使是做了分拆后的减法，依然受到资本市场的欢迎；加法方面，就是资源的优化和规模效益的提升。资本市场最终是要算成本的，企业规模越小，摊销的成本越低，走并购重组这条路，无论是从降低成本角度还是企业发展的角度，都是可以落地的。

谈及并购重组的规则和风险，陈雳表示，今年以来的各项金融政策，不管是从监管还是市场分析的角度看，不难发现处罚的力度越来越大。这是非常重要的。“所以，在并购重组过程中，既要讲规则也要讲风险。”陈雳说。

陈雳介绍，今年以来并购重组出现了一个新的演变特征，就是国企和民企的深度融合。“如果产业链需要调整，那么国企和民企的有效融合，就是方向。”陈雳说。

与此同时，陈雳就并购重组的方向和赛道选择进行阐述。他举例进行说明，其一，在“十四五规划”里提出了新经济、新能源、新区域等相应的概念，提出了七个主要行业的方向；其二，金融是核心竞争力。此外，科技行业存在一些短板，医药行业存在一些技术替代点，这些行业都蕴含着非常多的机会。

此外，陈雳表示，在并购重组过程中，从业务角度来看，最大的风险是债。鉴于此，他建议，上市公司在这个过程中，要对债务进行全方位的研究，包括企业的底层债务情况到底怎么样，资产抵押可执行情况等。

他进一步表示，与资本市场相结合，既要做好加法也要做好减法。减法方面，科创