

# 沈建光：经济复苏的挑战与应对

2020年上半年，新冠肺炎疫情突发给中国经济带来巨大冲击。第二季度，伴随着国内疫情得到阶段性控制，复工复产进展顺利，国内经济延续回暖态势。展望下半年，考虑到危机之下逆周期政策显著加大，1万亿元特别国债与375亿元专项债直达地方，将有助于提振“两新一重”投资回升，并纾困受疫情影响较大的中小微企业和低收入群体，对下半年中国反弹给予支持。

然而，疫情之下，中国经济复苏态势是否稳固？在我们看来，未来需要重点关注与应对如下四大挑战。

## 着力增强消费反弹的持续性

2020年，疫情之下，国内消费受到明显冲击，社会消费品零售总额在疫情最严重的1~2月份一度下滑至-20.5%。伴随着第二季度疫情防控得到阶段性好转，国内生产恢复，消费重启。5月份，社会消费品零售总额同比增速下降28%，较上期大幅回升4个百分点。其中，线上消费是疫情防控常态化背景下带动消费的重要增长极。1~5月份实物网上零售额同比增速达到11.5%，占社会零售产品总额比重24.3%，较上年同期提高5.4个百分点。进一步，从京东消费大数据来看，受益于疫情常态化下的国内商品供应链的持续修复，居民消费意愿有所提升，加之多地消费券与电商平台结合，电商企业共同让利支持“6·18”网上促销节，6月京东线上消费呈现明显反弹。

在我们看来，消费回暖意义重大。一方面，消费是拉动中国经济的最大引擎，2019年最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为57.8%；另一方面，当前海外疫情蔓延，中国除了防疫用品、

在线设备等与疫情相关的商品出口大增外，其余主要商品出口明显回落，外需疲软前景下，内需更是成为支持中国经济增长的关键。

然而，尽管近两个月中国消费已经出现反弹态势，但结合京东线上消费数据可以发现，当前消费反弹仍存在一些“不平衡”特征，低线城市、部分中西部省份以及低收入群体受疫情冲击更为明显，当前消费恢复相对迟缓。下一步，通过出台政策扶持措施以稳住目前的消费回暖势头，同时加大对消费薄弱地区和低收入人群的定向支持，通过增加转移支付、金融定向支持以及发放现金券、消费券等多种方式，提高特定群体的可支配收入水平，是延续难能可贵的消费回升势头的关键。

## 积极缓解小微企业的运营压力

民营企业是我国社会经济的重要支撑力量，也是创造就业岗位的最重要渠道。近年来，民营企业提供了80%的城镇就业岗位，吸纳了70%以上的农村转移劳动力。然而，突如其来的疫情对民营企业造成了沉重打击。

我们结合2308家A股民营上市公司的财务报表数据分析发现，企业的经营情况和盈利水平显著恶化。以今年第一季度财务报表来计算，样本企业报告期内总和营业收入同比增速约为-86%，而过去5年的复合增长率超过18%；盈利水平的恶化程度则更为明显，第一季度全部样本企业总和净利润同比大幅下滑28.7%。分行业看，休闲服务、交通运输、纺织服装、汽车等行业受到的冲击最为明显。

与此同时，盈利下滑也暴露了部分

企业的偿债风险。第一季度伴随样本企业的盈利下滑，上市民营中小企业的利息保障倍数从2018年的5.18倍和2019年的5.11倍，骤降至当前的2.88倍，企业的潜在违约风险明显抬升。其中，处于亏损状态导致利息保障倍数为负值的样本企业占比超过40%，利息保障倍数低于1倍的超过半数。分行业来看，休闲服务行业利息保障倍数为-1.63，超过77%的样本企业处于亏损状态，这部分企业的现金流压力极大；建筑装饰、交通运输、商业贸易分别为0.66倍、1.69倍和2.19倍。

因此，在当前稳就业成为经济工作中之重的背景下，激发民营经济活力，发挥民营经济就业“稳定器”作用尤为重要。对此，应持续加强对民营中小企业的金融和财政支持力度，缓解企业经营和资金链压力。6月17日，国务院常务会议提出要“推动金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元”，就是支持金融直达实体经济、落实服务小微企业的重要举措。同时，更加注重货币、监管、财政政策的协调配合，前瞻性地做好银行资本、拨备和不良贷款处置的政策储备，加大财政对于企业融资担保、金融风险处置等方面的投入，为银行不良率上升提供必要缓冲。

## 更加重视产业链断裂和转移风险

当前，我国疫情防控已进入“下半场”，但海外疫情仍处于持续扩散蔓延的态势，对我国产业链供需两端的冲击需高度关注。根据我们对8000余种海关进出口商品品类数据与国民经济行业分类下的制造业31个行业逐一匹配发现，涉及国内各个产业中，电子信息产业的进、出口的敞口非常高；纺织服装鞋类

制造业、设备制造业、电气机械和器材制造业等出口敞口较高，易受外需下降冲击；油气、黑色、有色、木材家具等的进口敞口较高，对国外上游产品的依赖较强；同时，一些高技术产品（如光刻机）则存在被“卡脖子”的风险。

除此以外，更加值得关注的是，疫情冲击下，产业链外迁风险加大。不可否认，新冠肺炎疫情之下，美国吸引制造业回流的呼声异常强烈，特别是对芯片等高技术产品，美国一方面加大对中国的技术出口限制，一方面呼吁台积电在美建厂。而此前，特朗普甚至曾表示要为从中国迁回美国企业给予报税，涉及厂房、设备、知识产权、基建等费用由美国政府买单。实际上，中美经贸协议的签署似乎并未延缓美国吸引制造业回流的决心。

可以看到，在中美经贸摩擦、劳动力成本上升等因素的影响下，近年来中国产业链外迁速度加快。其中，劳动密集型商品出口有相当一部分已向东盟诸国转移，中国出口全球占比从2015年的最高值13.6%，回落至2019年的13.1%；同期东盟出口的占比从7%升至7.5%，上升份额基本等同于中国下降的份额。而近年来，伴随着中美贸易摩擦加剧，美国近邻墨西哥也挤占了更多高附加值商品的对美出口份额。

因此，对待外需、外迁冲击下的产业链转移风险需要保持警惕。当然，中国巨大的市场规模、完整的工业体系、完备的基础设施和稳定的社会环境在全球范围内仍独具吸引力，这其实为避免大规模产业外迁奠定了良好的基础。未来应对产业链外迁的现实风险，需要持续加大开放，改善营商环境，减少外资

限制，更需要采取竞争中立原则，减少民营企业准入限制。此外，增加政策透明度，加大知识产权保护，加大金融开放确有必要，这将有助于吸引投资、赢得更多跨国企业的合作，为应对逆全球化争取更广泛的支持。

## 稳妥应对中美经贸关系变化

疫情加剧了本已处于“非常态”下的中美矛盾，亦打破了年初中美经贸第一阶段协定达成而创造的良好谈判氛围。

实际上，对待中美关系，我们一直认为，双方博弈是个长期过程，分歧在不同阶段有不同层次的体现，涉及经贸、技术、金融、经济制度、意识形态乃至大国博弈。相对而言，在经贸领域，中美争端源于价值链分工不同，尚有回旋余地。但一旦上升至其他摩擦，情况将更为复杂。近来美方在香港特别关税、中概股问责以及鼓励产业链回流等方面频频发力，意味着后疫情时代中美关系将迎来新的格局。

从长期来看，从适应新冠肺炎疫情以及其揭示出来的、本就存在的国际矛盾，以及中美关系新格局来看，中国最重要的还是要做好自身的事情，一方面注重国际统一战线，另一方面坚定地推动改革开放，以不变应万变。特别是做好新型城镇化建设、推动土地制度改革、财税体制改革、收入分配均等化、释放民营经济活力，推动教育和科技体制的改革等，以改革开放应对后疫情时代的全球政治经济新格局。

（作者系京东集团副总裁，京东数科首席经济学家、研究院院长）

# 黄维：市场生态需逐步建立

## 作者 徐维强

随着首批新三板精选层企业的出炉，新三板正式进入打新时代，市场各路资金也参与活跃。

未来，新三板改革的方向在哪里？新三板市场生态应如何进一步完善？近日，时代财经专访了平安证券投行部新三板总经理黄维。

## A股与新三板应建立相互依存机制

今年6月份，证监会发布《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，标志着新三板转板细则的正式落地。

根据这一指导意见，新三板精选层连续挂牌一年以上，有望转板A股。新三板将与整个多层次资本市场实现打通。

未来，A股与新三板如何建立相互依存的机制？

黄维认为，新三板市场是中国多层次资本市场重要组成部分，与主板、中小板、创业板、科创板、区域股权交易中心共同构成了中国多层次股权资本市场，这个多层次股权市场为国内不同发展阶段的企业提供上市（挂牌）、融资、交易等综合金融市场服务，助力企业发展。

另一方面，新三板市场与A股市场又有所差异。黄维分析，首先是定位差异。新三板市场定位于创新型、创业型、成长型的中小微企业，与科创板定位于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业，创业板定位于成长型创新创业企业有所区隔。

其次是包容性差异。新三板市场兼收并蓄的功能更加强大，除了类金融等个别负面清单行业外，挂牌门槛和成本较低，规范经营、信息披露是挂牌准入的核心要素。

同时，新三板市场对挂牌企业会根据市值、规模、营收增速、盈利能力、研发费用投入等指标进行分层，包括基础层、创新层、精选层，并对各层级企业进行差异化的信息披露要求和监管要求。类科创板、注册制下的创业板对于IPO在市值、盈利能力、财务指标、行业属性等维度均有相对的硬性条件约束。因此，新三板市场具有更广泛的市场包容性。

在黄维看来，新三板市场自2013年以来，不断进行制度改革和市场机制建设，并逐渐形成了细化分层、分类监管、差异化信息披露要求、投资者准入门槛设置、多样化的交易模式等机制，通过完善基础层、创新层、精选层的差异化分层市场，为不同发展阶段、不同规模

体量的企业提供适合自身特点的信息披露要求和交易机制，同时初步打通了与A股科创板、创业板的转板通道，实现了新三板与A股市场的有效承接。

## 打新火爆 顶格未中签

对于目前出现的精选层打新顶格申购却未中签的情况，黄维认为，一方面是由于精选层公司规模与A股有一定差距，公开发行的股份数量少、募资规模小，而投资者申购较为火爆，另一方面也与精选层独有的配售机制相关。

黄维分析，在精选层比例配售机制下，简单可理解为两轮配售，第一轮以单个投资者申购数量/总申购量为权重计算每个投资者的获配数量，对获配数量为100股整数倍的部分进行首次配售，此轮配售主要考虑申购权重；第二轮将首轮配售后的剩余股份按时间优先、每人100股的顺序配售，此轮配售主要考虑申购时间，先到先得。因此在此配售机制下，将更有利于广大中小投资者获配。

## 新三板企业价格发现功能有待挖掘

尽管此前企业踊跃挂牌新三板，但也出现了部分企业选择退出，重新在A股IPO。

黄维指出，在进一步完善新三板市场生态方面，市场应作出积极的努力或尝

试。

“对于证券市场而言，阻碍市场价值发现和流动性活跃的一个核心原因是信息不对称，新三板市场长期以来流动性差、价值发现功能弱，除了投资者准入门槛较高，挂牌企业数量庞大、企业质量参差不齐、专业研究团队缺失导致的信息不对称是阻碍市场价值发现的另一个关键原因。”

截至2020年6月底，新三板挂牌公司共8547家，其中基础层企业7359家、创新层企业1188家，2020年精选层企业有望达到100家。

如何在规模庞大的企业群体中筛选有成长潜力的价值企业，一直是新三板市场投资所面临的困境。

截至2020年6月底，根据新三板8547家挂牌公司的年报分析，2019年净利润在2000-5000万元的企业有987家，5000万-1亿元的企业有280家，1亿元以上的有104家，盈利能力较强且能保持较好成长性的企业数量已达1371家。

黄维认为，股转公司试图通过细化分层、分类监管和差异化信息披露等机制来进一步梳理细分不同类型和发展阶段的企业，为投资者提供更好的决策依据，但相比较成熟的A股市场而言，新三板市场极度缺乏专业的研究机构和研究团队。

研究报告是普通投资者在较短时间

内深度研究掌握企业基本面的重要工具。而公开数据表明，新三板挂牌企业中能被券商研究团队关注且为其提供研究报告的企业屈指可数。

究其原因，黄维认为，新三板市场由于在2017-2019年间长期低迷，各大券商研究所并未将新三板市场作为主要研究对象进行覆盖。而新三板市场发展初期已经配置专业新三板研究团队的券商如中信证券、平安证券、国泰君安、安信证券等，在经过长期市场低迷后，出于主动性和被动性的选择，多数已退出研究覆盖新三板市场。

“一个完整的股票交易所，专业的研究机构和研究团队对价值发现的实现不可或缺，过往数年新三板市场的低迷造成了专业研究团队的流失。”

黄维表示，在股转公司和市场参与各方的积极努力下，新三板市场在2019年10月以来陆续发布了完善市场机制的各项政策。目前新三板市场生态已在逐步建立。因此后续市场需要进一步推动以券商研究所为代表的专业研究机构积极关注新三板市场，为新三板挂牌企业的价值发现提供更多专业的研究支持，进一步消除信息不对称，为新三板市场的流动性提升以及价值发现提供更加有力的支持。

（转自时代财经）