



新旧动能转换与金融结构变革

——暨《中国上市公司蓝皮书》发布

国家金融与发展实验室

2018 年 9 月 14 日

主持人 张平：

谢谢学宁的讲演。整个上市公司报告的主题都定义为新旧产能转换。很多人在问我，张教授，你怎么讨论中国的高质量增长？其实现在面临着两个重大的问题就在这儿。第一个问题就是通过竞争，肯定要淘汰一些小企业，使产业集中，这是传统产业基本的赋予的使命。第二个就是新的企业怎么能够捕捉到新的市场？这就是所谓新旧动能转换的两大主题。这两大主题，就是我们未来经济转型中的重要手段，而且需要金融的支持。我们过去作为银行，银行最重大的是以抵押为基准的金融融资，要转变成适合创新的股权融资，这也是我们在发布蓝皮书中的一个非常重要的，也是学宁刚才讲的一系列的从宏观到微观的整体的逻辑线条。下面我们有请上市公司副主任，研究副主任张磊专门给我们讲讲中国现在的新兴服务业是不是越来越好了，还是有了它的新挑战。有请张磊教授。

张磊：

我讲一下我们所有的赌注，很多人下在新经济上。我们看一下新经济的成长趋势是怎么样的。我们整个研究下来之后，确实挑战很大。

张 平

国家金融与发展实验室副主任

中国社科院上市公司研究中心

主任

张 磊

中国社科院上市公司研究中心

副主任

我讲一下国外的对增长动力重构的探索。新旧动能转换，西方国家，石油危机的时候人家就开始讨论了。当时工业化城市化人家已经完成了，发达经济体以后，增长动力重构的问题就来了。原来的问题是供给的问题，只要我生产上去了，规模经济有了，市场本来就存在了，这是没有问题的。但是等这个历史任务一旦完成之后，人口停止增长了，一个真正的新型任务，对先有市场，然后才有生产。新市场哪里来？这是一个很重要的问题。经济学里面老早就把内生创新增长理论。大家都知道，基本上品种增多型，增量改进型的内生增长理论。这个内生创新增长理论，很快就被琼斯这个人彻底否定掉了。因为内生增长理论的含义，就是一个人把一个知识创造了，别的人是无成本应用，在此基础上对效率改进。但是琼斯讲的，你原生的知识，本身是消耗资源的，实际上是假的内省增长。对于这个挑战，西方学者讨论了两个方向。一个是Young这个人，他的讨论是批判增量模式，基本上把创新分为两类，一类叫品种增多型的，还有一类叫质量改进型的，双部门模型。你们都要增加，品种增多型的，质量升级型的，很快就不行了，你们增长会停滞的。我们发达国家是从头到尾的搞深度创业，你们是广度创业。克鲁德曼和Young还有就是张老师说的熊彼特的这套理论。这两条理论，一个最要命的地方，都有致命的漏洞。假如说品种增多型和质量改进型的深度创新的模型，这两个创新之间是高度相关的，高度相关的只是多一个周期而已，不可能解决琼斯说的这个问题。第二个是，创造应的含义就是有生有死，旧的产品退出，新的产品推出来。他有一个假定的前提，品种保持不变，或者是减少。为什么会这样？他没解释，而且实践中，随着个性化的销售的市场的兴起，这与事实实际上是违背的。这两个都是有问题的。但是互联网经济发展很大程度上缓和了这个问题。互联网主要两个方向促进经

济发展。一个就叫敏捷红利。就是成功面对个性化销售趋势的敏捷红利。什么叫敏捷红利？说得简单一点，就是说互联网其中一套玩法，经常宣扬的，就是变存量为流量，我们经常说的就是定制化生产，服务化，其实玩的就是这个东西。一个是重构规模经济，少数平台企业，像亚马逊或者是阿里这种，基础设施都好了，其余的中小企业就重复他的服务就行了，重复的规模经济。

还有一个方法就是通过新的信息技术手段促进市场需求匹配。就是让你的供求之间个性化的匹配。还有一个就是知识外溢，推动效率改进型创新。包括寡头的创新军备竞赛，这样的知识生产出来，大家拼命应用它，让它精益求精，这是一套玩法，变存量为流量。

但是这个玩法它实际上还是人口红利的一种延伸，本质还是没解决问题。因为市场细分之后一个最大的问题是什么？品种增多了，要重资产，必须有足够的固定资产投入。但是每一个市场又是非常细小的，又是要轻资产，成本再降总有一个瓶颈的，这个里面仅仅是缓和了衰退的速度，不可能真正平衡分配的。所以这个里面讲的规模经济的东西，最终还是没法解决，必须有足够的市场才行。

还有一个方法，可以搞颠覆性创新。刚才讲变存量为流量的玩法，还有一种玩深度的，从无到有创造新资产，把原来的全部批掉。这是另外一套玩，这个有可能变成内生增长，可持续是有可能的。

这个里面我们讲为什么会这样？互联网经济发展深刻地改变了创新的模式。第一个推动了创新者和消费使用者符合体内部的互动，特别是消费者使用者对创新活动的广泛参与。大家知道，最新的参与，从无到有的产品，全是发烧友搞起来的，既是生产者又是使用者。还有一个是互联网经济发展使得创新

的模式，组织模式出现了根本性的改变。网络化模式，提供了效率。这里最典型的特点就是原来BUSH提出的线性组织模式，就是先基础研究，然后应用研究，然后生产，然后研发，然后销售，这套模式，BUSH是美国科学基金的主席。这个人影响非常大。他当时提供张老师讲的横向流动。当时的条件下，根本做不到，就是要从上到下面临下来就行了。当时做不到，现在信息技术之后就好办了，不仅可以有横向的研发，还可以有外包，使得创新的网络，技术上实现，交易成本降低了，甚至可能变成零，或者非常接近于零的状态，这一点是创新模式的根本改变。

还有一个也是很了不起的，就是互联网经济发展，交易成本的节约，促进了平台的发展。互联网这种从无到有的技术创新，很有趣的现象，一定要搞渗透性经济。因为有网络效应，网络效应的含义是什么？你先把市场规模给人吹起来，先把它预期打起来，就是免费、补贴，全来了，这样就可以，你先把市场的预期规模弄起来，才可能变为现实，这个跟以前最大的不同，所有技术进步扩散的速度，就是以定价开拓预期市场，这个是非常厉害的。使得这个新技术，一旦是成功的，产业会非常快。原来人家说，一项重大的进步，经过六十年可以辉煌六十年，现在只有二十年了，现在这一点是非常不容易的。把上面三个创新模式改变了，总结为颠覆性创新。颠覆性创新，实际上又叫市场创造性创新，实际上是什么？是另外一套玩法，网络时代的成本，首先你有重大的技术突破，技术或者是重新设计也好。还有一个必须有商业模式，必须先把市场搞定，技术上能支撑，病人能打价格战，最后就成了。跟变存量流量是两套玩法。个人电脑，包括智能手机，扩展的非常厉害。

颠覆性创新的特点，是一种社群创新，进行大规模推广的这种东西。应该说有一种很大的可能性，就是我不让琼斯对Young的批评，可能是一种跟过去的创新没有联系的创新，过去的变存量为流量，是修修改改。这个是乔布斯经常引用的名言，你要问消费者需要什么样的消费品，他一定是需要一个更快的马车。伏特不一样，福特说我给你造一个汽车，汽车和马车之间，根本就是两码事。跟过去没有什么关系。你的效率改进型的，永远造不出汽车来，颠覆性创新，玩的就是跟原来没什么关系，新动能把过去全杀死。

我们看看中国这方面有什么样的改变？我们把互联网服务业和制造业，我们有可能出现新经济希望的全收融进来，并且在港股、A股等等都进行比较。

我们在互联网企业内部比较。发现什么现象？中国的互联网企业，服务业，就是阿里巴巴、腾讯这种，他们的特点就是这样。最重要的成本，营业成本实际上没降下来，比重很大。很快由轻资产变成重资产。第二个广义的交易成本节约，销售费用、管理费用和财务费用，也迅速在收敛。原来曾经一度出现这种现象，但是很快就没了。我们得出一个结论，基本上是一种玩存量变流量的方式，玩的是一种效率改进型的，或者是定制化生产的东西。

我们为了反映中国互联网经济发展的增长效应，我们把所谓的新经济和我们A股的平均水平比较了一下，也就是新经济和旧经济的平均水平比较一下，这个比较更痛苦，我们一看，美中概股的比较，蓝的是包括BAT在内的水平，大家看到现象，迅速向平均水平收敛，曾经很火，但是很快就下来了。我们发觉，美国中概股盈利水平的下降，不能用资本支出和创新投入这种增多来解释。因为我们知道平台企业，需要一些基础设施的建设，并且你要具有创新高低，假如说这方面开支比较多，我们能接受，但是很要命的是，从2013年制

2015年之后，资本支出水平，迅速向国内平均水平收敛。研发更要命了，特别是2015年之后，下滑的非常厉害，迅速地向旧经济靠拢，你不能解释说，我是因为平台建设，讲故事的，或者我为了占领创新制高点，2015年之后已经没有这个现象了。还有一个很要命的是，美中概股市场营收增长，从资产增长数据，无法用渗透率定价解决营收水平。假如说资产和收入是高增长的，我是成长型的，我要打开市场，我要渗透经济，低价换取市场，这样也很好。很要命的是，我们看到一个现象是什么？资产增长和营收增长，车长型和盈利水平是双下降的，中国最牛的企业都是这样的，营收增长，弄了一个跟旧经济也差不多了，资产增长也是这样的，这样一来，而且资本市场也很快敏感了很多。我们发觉新经济，既不是创新能力，也不是平台建设，就是不行了，迅速的收敛。大家知道收敛这个词在经济学里面可是很糟糕的一个词，好比说你老了，比较麻烦的一个事情。

我们又比较了一下，跟国内比不行，我们看看跟美国比的情况怎么样，跟美国比，更伤心了。差距在什么地方？我们知道美国的互联网比我们早十年，1990年就开始，我们是新千年之后开始。拿我们最好的时期比，我们跟人家有三个差距。第一，我们拿最好的时期跟美国走向成熟的时期比，最好的时候，也没达到美国曾经的高度。第二个我们规模扩张的不足，还没有弥补盈利水平下降的这种欠缺。也就是说中国的互联网企业，盈利水平失去了，还马马虎虎，就是成长性，实在不怎么样。还有一个就是美中概股市场创新投入也放慢了追赶的速度。原来是说我们迅速的跟美国好了，迅速地跟美国追上来了。但是大家看一下这个图。2015年，对不起，我们又被人家反超了。美国的股市折腾好几年，人家很好，成长性好的时候，我要增加平台支出，我要创新，我的

盈利性是比较差的，甚至可以下滑。但是一旦投资建设完成了，人家的盈利性迅速好转。我们是双向下降，成长型不是很明显的一个东西。所以你效率改进型的特点是非常明显的。

为什么这样的？我们有几个不同。第一，就是它的决策，就是一定要降低交易成本，把销售费用、管理费用、财务费用降下来，这个里面包括税制，包括在不引发金融危机的情况下，债务成本降下来，这都是需要继续经营的，这是一个要求。

第二个，要围绕成长性公司发展，来推动颠覆性创新，进行金融的制度创新，这个里面有一个重要的，就是多元股权制度的安排。里面最典型的，保持企业家对企业的真正控制，保持重组的创新投入。而且我们还提到，张老师提到PE/VC，里面有特殊的作用，这对我们的发展也是比较差的。

还有一个要大力发展不同社群的交流，这个里面政商的建设关系不是天上掉下来的，要作为政商的平台，是磨出来的。这个里面更是要命的。我们跟西方国家，实际上就是跟美国，我在美国待了一年，感觉只有美国的社群真正搞起来了，先是发烧友，小集团，大规模推广，别的国家都是搞效率改进型的，只有美国是平台型组织，社群交流中间，平台组织搞得非常好。这个里面丁磊讲，我们吃流量上半场互联网已经结束了，但是没有刚才说的金融结构的改变，包括市场化的推进，互联网的下半场会不会有？那都不好说。新经济在迅速向旧经济收敛。除了有这种深刻的治理结构和政策的调整。否则的话中国互联网的下半场是否存在？这是打问号的。我主要就是汇报一下这个，谢谢。