

“ 经过多年的稳步推进，A股市场改革已经步入深水区，但受制于多种原因，近期改革动作有所放缓。与此形成鲜明对比的是，作为资本市场改革的“试验田”，新三板的改革正在不断深入，新三板的相关利益方，从股转系统本身、到挂牌企业、再到投资者，都有望在这一A股改革的“缝隙期”迎来发展的“黄金时间”。

■ 李海涛 长江商学院

经过多年的稳步推进，A股市场改革已经步入深水区，但受制于多种原因，近期改革动作有所放缓。与此形成鲜明对比的是，作为资本市场改革的“试验田”，新三板的改革正在不断深入，新三板的相关利益方，从股转系统本身、到挂牌企业、再到投资者，都有望在这一A股改革的“缝隙期”迎来发展的“黄金时间”。

A股市场改革实质性放缓，新三板迎来发展“黄金时间”

中国资本市场的改革已经稳步推进多年，目前改革已经进入“攻坚期”。例如对于注册制的态度，早在2015年6月“股灾”之后，监管层对于注册制已经是能拖就拖。进入2016年以来，在熔断机制的作用下，A股开年不利，此后监管层对于注册制已经是三缄其口，担心对本就脆弱的A股造成负面影响。再例如将战略新兴板从“十三五”纲要的草案中删除，也是为了不在此时增加A股市场的股票供给，改革已经实质上让位于稳定。再例如国有企业改革，其中混合所有制改革是重要一环，但A股上市的公司包含太多大型国企央企，混合所有制改革牵动的利益复杂，又有国有资产流失的嫌疑，在推进时只能“慎之又慎”。

同时，A股市场的监管明显趋严，特别是对于并购重组借壳等行为，资本市场的套利空间已经明显收窄。5月11日，媒体报道称，日前中国证监会已经叫停上市公司跨界定增，涉及互联网金融、游戏、影视、VR四个行业。同时，这四个行业的并购重组和再融资也被叫停。虽然这一传言随后被证监会否认，但目前为止，在实际操作中，涉及类金融的跨界并购事实上已被暂缓。此外，对于游戏、影视和VR等资本热捧的几个行业，具体审核时也是一事一议。

■ 刘胜军 中欧陆家嘴国际金融研究院

与凯恩斯主义的立竿见影不同，供给经济学要求的是大胆的减税、痛苦的结构性调整、自我革命的简政放权。政治家必须要有“功成不必在我”的心胸。凯恩斯曾言：“真正危险的不是既得利益，而是思想”。一旦失去正确的理念，经济政策就会迷失在无知、短视与利益的纠结之中。2015年11月10日，中国国家主席习近平在中央财经领导小组第十一次会议上提出：“在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力。”“供给侧结构性改革”的提出，标志着中国宏观经济政策从需求管理向供给管理的重大转向，中国经济转型有望迎来实质性突破和转折。

政策转向的深刻含义

中央提出“供给侧结构性改革”的原因并不复杂——实践证明，单纯的需求管理难以帮助中国经济走向复苏。一段时间以来，中国力图持续的货币政策和财政政策刺激需求。2015年以来，央行已5次降息降准、发改委新批基建项目超过2万亿人民币，但经济颓势难改。无论是2009-2010年的“四万亿”，还是目前的投资刺激，均收效不佳。这表明，中国经济面临的不是短期的、周期性的、外部的冲击，而是中长期的、结构性的、内部的压力。刺激政策对前一种情形或许有效，但对后者却束手无策。

2015年11月18日习近平在亚太经合会议中指出：“要解决世界经济深层次问题，单纯靠货币刺激政策是不够的，必须下决心在推进经济结构性改革方向作更大努力，使供给体系更适应需求结构的变化。”

如何理解习主席对货币政策局限性的判断，货币政策为何失灵？其根源于当前中国企业部门过度负债、产能过剩的现实。给定这一现实，货币宽松并不能刺激实体经济领域的投资，只会推动资产价格膨胀。

对于资金的流向，余永定给出了生动的描述：“投资回报恶化导致信贷需求萎靡。最开始过剩流动性进入房地产，政府随后掐断了银行资金流向房地产的通道，但影子银行开始兴起。影子银行被打压之后，流动性涌向股市。股灾后，资金又涌入债市。但债市规模不足以吸收如此庞大的流动性，所以资金又回到了股市，导致股市反弹。”

中国央行原副行长吴晓灵最近指出：“现在经济不行，企业不愿投资，银行不敢放贷，坏账太多。银行间利率已到2%左右，是多年来较低水平，银行超额储备率也在上升，说明流动性并不短缺，短缺的是投资信心。唯一办法是

新三板：中国资本市场改革的“试验田”



随后数家上市公司的并购审核和重组流程收到证监会二次问询、反馈意见。无论是恒信移动被询问行业变更依据，还是最近的暴风科技出资10.8亿人民币收购稻草熊影业60%的股权被否，A股已经不是一个不论质量，什么样的资产都能往里装的市场了，新任监管层的思路非常明确，保证上市标的的优质性，让真正的好企业登陆资本市场。

中国企业直接融资的诉求仍然强烈。随着中国资本市场发展，直接融资的比例已经得到了相对提升，同时鼓励直接融资也是监管层一以贯之的态度，并不因为A股改革的放缓而改变。同时，实体企业特别是中小企业的融资需求仍然不能得到满足，而新三板设立的初衷也正在于此，因此发展新三板是一条最佳途径。

新三板相比A股在改革上能够走得更远

新三板能够承担起这一“试验田”重担的重要原因在于，两个市场的投资者群体存在差异，新三板的门槛限制使得这一市场的投资者普遍拥有较为成熟的投资经验，他们对于灵活的制度适应能力更强，同时对于投资标的也具备更强的甄别能力。但A股的投资者结构目前仍然是以中小散户为主，更加需要监管部门通过强有力的监管。例如这些投资者需要市场的监管者帮助将明显不适合的投资标的排除在外，这一点也是目前监管层不能冒进推出注册制的最主要原因之一。

新三板市场已经发展多年，但仍然并不完善。新三板的全名是全国中小企业股份转让系统，2006年中关村科技园建立了代办股份转让试点，其后试点范围扩大到四大特区，进一步扩大到全国。相比A股市场，特别是和A

中国拥抱“供给经济学”

“供给侧结构性改革”的提出，标志着中国宏观经济政策从需求管理向供给管理的重大转向，中国经济转型有望迎来实质性突破和转折。

市场出清，经济结构调整，让那些没有效率的企业退出市场，消除掉多余的产能，才有助于恢复投资信心。”数据证实了吴晓灵担忧：2015年10月末，工农中建四大行贷款总计35.69万亿元，较9月减少656亿元。贷款规模出现负增长，是2009年央行公布信贷数据以来的第一次。

金钱永不睡眠。进不了实体经济，必然涌进资产市场。经济学家吴敬琏说：“各国救助金融危机的经验表明，在资产负债表出现问题、资产泡沫破灭的情况下，由于人们都要‘捂紧钱袋子’和保持流动性，扩张性货币政策对提振经济并没有太大效果。前一时期释放的流动性并没有达到支持实体经济的目的，却刺激了股市泡沫的膨胀，就是明证。”

因此，此前“凯恩斯主义”色彩浓厚的需求刺激政策，并未有效缓解经济下行压力，反而制造了一次暴涨暴跌的股市大泡沫，放大了金融风险。痛定思痛，中国政府下决心开始拥抱“供给经济学”。

供给经济学的横空出世

供给经济学(supply-side economics)诞生于20世纪70年代。代表人物有罗伯特·孟德尔、阿瑟·拉弗、万尼斯基、诺尔曼·图尔和保罗·罗伯茨。其中拉弗因为提出著名的“拉弗曲线”并在80年代跻身里根总统经济顾问而最为知名。

供给经济学与凯恩斯主义针锋相对，因为后者主张国家采用扩张性的经济政策，通过增加需求促进经济增长。凯恩斯主义一度倍受官员喜爱，因为它满足了官员干预经济的“动物精神”和英雄主义情结。而供给经济学的诞生，恰逢70年代凯恩斯主义失灵。

半个多世纪以来，凯恩斯主义犹如“百足之虫，死而不僵”，何也？凯恩斯本人说得坦白，因为“从长期看，我们都已经死了。”(In the long run, we are all dead.)言下之意，我的方法虽然是短视的，但能短期见效；而要等到那些长期合理的政策产生效果，我们都已经死了。因此，尽管凯恩斯主义倍受诟病，但由于它对政治家的短期蛊惑力，它不时改头换面重新登场(例如林毅夫所谓超越凯恩斯主义的“新结构经济学”)。

大萧条之后，英国经济学家凯恩斯曾去美国游说时任总统罗斯福，推销“凯恩斯主义”，

股中的中小板和创业板相对比，新三板的挂牌上市条件更低，参与交易的门槛更高。新三板市场经过数年的发展，截至2016年5月底，挂牌公司达到7436家，挂牌公司的总市值超过3万亿元，但新三板目前存在的一个重要局限在于交易不够活跃，换手率平均徘徊在1%上下，即使在2015年4月大牛市的催化作用下，顶峰也仅仅到达3.3%。

新三板改革浪潮已经来袭

5月底，三条新三板的重磅新规逐一落地，标志着新三板改革的浪潮已经来袭。

首先，创新层推出标志着新三板的发行注册制和市场化的退市机构已经成型。第一条新规是全国股转系统发布《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法（试行）》(下称“管理办法”)将于6月27日起开始实施，这一“管理办法”主要对新三板在分层方面做出了规定，主要内容包括：

明确了创新层的准入标准。一共包含三种并行的标准，分别侧重考察挂牌企业的盈利性要求、成长性要求和流动性要求，挂牌企业只要满足其中之一，即可进入创新层。总体看来，创新层的准入标准比创业板要松，即一家挂牌企业只要在盈利能力、成长性和做市的流动性其中一点有较为突出的表现，即能够进入创新层，包容性更强，门槛低于创业板。按照当前新三板挂牌企业披露的财务数据看，有大约一千家左右的挂牌企业有望进入创新层。

对创新层设置了维持标准，同时明确了挂牌公司的层级划分和调整机制。维持标准相比进入标准要稍低，净利润、平均净资产收益率和营业收入增速等标准都是进入标准的60%左右，对于挂牌企业盈利能力和成长性的下滑

中国拥抱“供给经济学”

“供给侧结构性改革”的提出，标志着中国宏观经济政策从需求管理向供给管理的重大转向，中国经济转型有望迎来实质性突破和转折。

通过政府投资创造需求来摆脱经济困境。1933年凯恩斯在《纽约时报》发表《致罗斯福总统的公开信》并于次年拜会罗斯福。罗斯福新政期间，美国也的确大力推行“以工代赈”、大力兴建公共工程。凯恩斯主义尚未奏效，1939年二战爆发。

作为罗斯福新政核心之一的《国家工业复兴法》，是政府干预市场的典型。根据《国家工业复兴法》，为缓和产能过剩，各工业企业制定本行业的公平经营规章，确定各企业的生产规模、价格水平、市场分配、工资标准和工作日时数等。罗斯福也加强了政府管制，特别是著名的(Q条例)，对利率水平管制。

二战导致美国不可避免地进入“战时经济”：大量企业军工业化，市场的力量急剧萎缩，政府的各类管制不断增多，政府支出规模越来越大。二战结束后，美国又接连陷入新的战争泥潭：50年代初的朝鲜战争、60年代的越南战争。旷日持久的战争，不仅持续压制市场力量的发展，也导致美国财政赤字危机。

1973年爆发的第四次中东战争是一个重要历史节点。中东战争导致石油危机，油价飙升，引发“成本推进型”通胀。由此，美国经济步入了前所未有的滞胀状态(stagflation)。滞胀的出现挑战了经济学家的知识边界，因为按照经济学的原理，通胀与失业率应该是负相关的(菲利普斯曲线)，而在滞胀状态下出现了高通胀与高失业并存的局面。这也令凯恩斯主义手足无措。

压垮实体经济的还有不断累加的管制。1980年，美国联邦管制的成本约为今天的8000亿美元，平均每个家庭4000多美元，这是巨大的隐形税。

在卡特总统任期(1977-1981)内，经济局势恶化。究其原因，是卡特沿用凯恩斯主义的战术，企图通过刺激需求来摆脱困境。但是由于美国经济面临的问题并非周期性的需求不足，而是高成本结构导致的供给不足，刺激需求的政策不仅没有把经济拉起来，反而加剧了通胀。卡特政府在治理通货膨胀和刺激经济增长的问题上摇摆不定，

货币政策时紧时松，最终在滞胀泥潭越陷越深。里根尖刻地嘲讽凯恩斯主义，“凯恩斯用通胀去打击失业，又用失业打击通胀，最终结果是通胀与失业一起打击了美国经济”。1980年里根凭借他的幽默当选美国总统，“衰退的定义是你的邻居没有工作，萧条的定义是你自

具有一定程度的容忍性，全国股转系统会于每年5月份根据维持标准调整挂牌公司所处的评级，不满足维持标准的挂牌企业则会被“降级”。这一调整机制在创立之初就解决了A股一直悬而未决的退市机制问题，使得新三板能够实现健康的新陈代谢。

到底“创新层”是什么？对于挂牌公司而言，进入“创新层”到底意味着什么？在分层之后，在“创新层”挂牌的公司将在以下两个方面享受到便利：

一方面，进入创新层能够扭转目前新三板流动性枯竭的局面。如前所述，新三板发展至今一直为投资人所诟病的就是交投疏落，自开设以来，新三板的日成交金额平均徘徊在20-30亿元，在2014年牛市之前甚至低至每天几亿元，也因此导致新三板上市公司的价格形成机制非常扭曲，K线图上蹿下跳。流动性欠缺的主要原因在于新三板要求其投资者为以下三种其中之一：一是，注册资本500万以上的法人机构；二是，实缴出资额500万以上的合伙企业；三是，500万以上证券资产的自然人。抛开机构投资者不言，A股市场上绝大多数的个人投资者是难以满足500万的投资门槛限制的。除此之外，流动性欠佳的深层次原因还在于投资者对于新三板挂牌企业的良莠不齐，投资者信心欠缺。

但随着“创新层”的设立，未来监管将逐步放开现存的诸多投资者资格限制，同时由于“创新层”公司的资质普遍较好，投资者的信心问题也能够得到解决，交投自然会开始活跃。

另一方面，进入“创新层”的挂牌企业将享受到更加多样化的资本市场服务。此前证监会在2015年底发布的《关于进一步推进全国中小企业股份转让系统发展的若干意见》中就指出，未来会增强新三板市场的融资功能，探索挂牌同时定增时对新增股东人数35人的限制，同时优先股、资产支持计划和未来的股票质押式回购业务等，都会大大提高创新层挂牌企业融资的便利程度。

流动性和资本市场服务的问题得到解决之后，在新三板挂牌和A股上市对于一家未上市企业而言，差异将越来越小，因此也将提高这些企业登陆新三板的动力。

其次，限制金融类企业挂牌，监管思路防止“脱实向虚”。第二条消息来自监管机构，证监会对金融类机构在新三板挂牌融资做出了原则性安排。证监会指出，国家金融管理部门批准设立并颁发许可证的金融机构，以及符合条件的私募基金机构可以在新三板挂牌和融

中国拥抱“供给经济学”

“供给侧结构性改革”的提出，标志着中国宏观经济政策从需求管理向供给管理的重大转向，中国经济转型有望迎来实质性突破和转折。

己没有工作，复苏的定义是让卡特没有工作”。

供给经济学的精髓

凯恩斯主义遭遇滞胀困境，成就了供给经济学。

从某种意义上讲，供给经济学是向古典经济学的回归。19世纪经济学家萨伊提出的“萨依定律”认为：经济一般不会出现任何生产过剩的危机，更不可能出现就业不足，因为供给会创造自己的需求。这一观点听上去与直觉不符，但有更深刻的道理：只要市场是有效的，企业家是理性的，就不会创造“无效供给”(产能过剩)。古典学派的代表人物李嘉图解释说：“任何人从事生产都是为了消费或销售；销售则是为了购买对他直接有用或是有益于未来生产的某种其他商品。所以一个人从事生产时，他要不是成为自己商品的消费者，就必然会成为他人商品的购买者和消费者。”

以70年代的滞胀为例。经济增长受制于供求规律。对于增长乏力，凯恩斯主义开出的药方是：需求不足，政府应该刺激需求。而供给经济学则认为，问题不是需求不足，而是供给侧出了问题，不该生产的生产太多，同时消费者需要的东西缺乏供给。在这种情况下，简单刺激需求，只会令问题变得更糟。导致供给不足的原因，要么是政府管制太多扼杀了创新，要么是税负太重抑制了供给。

可见，供给经济学的要义是如何让供给变得有效。该理论认为，改善供给的关键是提供恰当的激励：第一，减少政府管制，促进企业家的创新；第二，降低税负，提高个人和企业家工作的积极性。要刺激生产必须增加资本积累并刺激个人的生产积极性。减税是达到这一目的的最有力的措施。以拉弗曲线为中心的减税理论是供给学派的中心。供给经济学的精神实质是对“小政府，大市场”、自由竞争和企业家精神的坚定信仰。例如，乔布斯发明了iphone手机，iphone手机的供给自动创造了巨大的需求。美国消费旺盛的背后，则是企业家源源不断的创新供给。

里根经济学：供给经济学的伟大实践

供给经济学问世之初，是不入流的，甚至

资，在对于私募基金机构的额外要求中，强调要求挂牌的私募机构持续运营5年以上，创投类私募最近3年年均实缴资产管理规模在50亿元以上，更为重要的是，规定私募机构不得投资于二级市场。证监会的这一要求对于传统金融企业，例如银行、保险、证券公司、信托、租赁等挂牌影响不大，但对于一些新型金融业态例如担保、小贷、保理、典当等，则目前无法挂牌交易。

这一要求主要目的旨在对新三板的挂牌标的进行清理。在整体宏观经济增长换挡的大环境下，全社会整体的信用成本不断提高，金融行业作为这一信用成本的最重要承担者，不良资产风险不断增加，关于P2P、小贷、担保公司跑路的新闻层出不穷。而对于普通投资人而言，金融企业的业务属性天然具有复杂性，也因此需要更强的监管和信息披露，监管部门此举意在保护投资人。

更进一步地需要注意到，投资于二级市场的私募基金并不能够挂牌，对于其他PE机构挂牌资质的要求也有所提高，这一要求将有效防止私募基金机构通过从资本市场定增圈钱，再将这些资金投入资本市场，从而资金脱实向虚，在资本市场空转。

最后，私募机构做市试点推进，做市商队伍扩容。第三条同样来自监管机构，证监会表示将推进私募机构做市试点。证监会新闻发言人张晓军表示，将推进私募机构做市试点，全国股转系统将对私募机构做市进行备案工作，而目前的88家新三板做市机构均为证券公司。事实上，早在2014年底，证监会就曾发布《关于证券经营机构参与全国股转系统相关业务有关问题的通知》，支持基金公司子公司、期货子公司、证券投资咨询机构、私募基金管理机构等经证监会备案后，在全国股转系统开展做市业务。可以预见，未来基金子公司、期货子公司、证券投资咨询机构等，都将逐渐被纳入新三板做市商的行列。

所谓做市机制是一种新三板的交易机制，做市商作为中介机构对股票估值提出双向报价，收取佣金收入，同时赚取买卖价差，目前新三板挂牌企业参与做市交易必须保证拥有两家及以上的做市商，在很长一段时间内，新三板挂牌的企业数不断增长，但做市商的家数却一直止步不前，做市交易市场的竞争不足。但可以预见的是，随着未来更多类型的机构参与到新三板市场的做市中来，这一市场的竞争将更加激烈，这将直接让利于挂牌企业和投资者。

(下转 03 版)

被里根初选时的党内竞争对手老布什指责为“巫术经济学”。获得这个称呼，与拉弗曲线分不开。拉弗居然提出：降低税率可以增加政府财政收入。这难道不是巫术吗？1974年年轻的经济学家拉弗(Arthur Laffer)在与拉姆斯菲尔德(后任小布什的国防部长)、切尼(后任小布什的副总统)共进晚餐时，在那张美国最著名的餐巾纸上画出了拉弗曲线。拉姆斯菲尔德说：理论简单得令我震惊，如果税率100%则政府获得的税收为0。这一简明了的曲线，也成了里根减税的理论基础。

让供给经济学从巫术变成魔术的是美国总统里根。他选择供给经济学作为自己的政策指引，并非偶然。作为一个演员，里根却具有堪比哲学家的朴素价值观。在1981年的总统就职演说中他说：“在目前的危机中，政府不能解决问题，它本身才是问题的所在。我们的税收制度惩罚辉煌的成就，人们辛勤劳动却不能换得公平的报酬。”对于回归市场力量的坚定信念，是成就里根总统伟业的基石。可见，里根与供给经济学在理念上是相通的。这一缘分缔造了“里根经济学”。

美国舆论把里根评为“二十世纪最伟大的美国总统”，和罗斯福并列。美国企业研究所Michael Ledeen评价说，“美国建国二百年来，有四位伟大的总统从根本上改变了世界：华盛顿，林肯，罗斯福，里根。”好莱坞演员出身，以70高龄当选总统的里根，何以如此备受推崇？美国现任总统奥巴马一语中的：“里根改变了美国的行进轨道，他把我们推到了一条完全不同的路线上。尼克松和克林顿都没有做到这一点。”

里根上台之初，美国经济面临四大问题：政府开支过大、财政赤字；管制过多；税率过高；通胀。

1981年里根发表国会演说：“我们国家的立国之本，靠的就是工厂、农田和商店里赚钱回家的人们……现在，我们剥夺人们的权利太久了，我们不让他们处置自己创造的财富。绝不能用征税的手段来管制经济或促进社会变革。我们试过那种做法，那是行不通的。”

1981年里根就任总统后，第一次内阁会议，所有人屏息期待里根拯救陷入泥潭的美国经济。里根等会议室变得鸦雀无声后说道，“女士们、先生们，我痛恨通货膨胀，我痛恨税收，我痛恨苏联。努力做吧。”然后起身离开了会议室。

里根就职后在首次向国会发表预算讲话时提出，“首先，我们必须停止增加联邦政府的开支；其次，必须降低税率，这样努力工作才能得到回报；第三，必须小力放开政府的过度管制；第四，必须与美联储联手制定货币政策，合理调控货币供应；第五，必须步步为营迈向平衡预算……”

(下转 03 版)