

内部学习资料  
仅供参考 严禁外传



北京大学国家发展研究院  
National School of Development

# 创新发展与 金融改革



北大承泽 **参考**

2024年7月

制作单位：北京大学国家发展研究院

制作部门：北大国发院传播中心



北京大学国家发展研究院  
National School of Development  
Peking University

30th  
Anniversary  
1994-2024

National School of Development

Peking University

# 目录

---

## 创新发展与金融改革

---

### 热点分析

01

- 何晓贝：中国金融体系的特征、逻辑与利弊..... 4
- 曹远征：中国经济的超大规模性与金融创新..... 16
- 黄卓：金融如何更好地支持科技创新 ..... 44
- 赵锡军：中国资本市场的影响因素与改革方向 ..... 58
- 屠博：新“国九条”对一级股权投资和 IPO 市场的影响..... 68

### 产业观察

84

- 刘国恩：谈一个好价钱的前提是真正有好的药品上市..... 87
- 康希诺生物：疫苗产业的新质生产力之道 ..... 100

豪思生物：质谱检测的基本点与医药创新的支撑点.. 113

王嘉：中国生物医药产业的特质与投资参考..... 123

## 管理课堂 137

---

杨壮：中国企业出海的机遇与挑战..... 139

侯宏：战略驱动的企业创新..... 154

## 承泽精选 165

---

卢锋：我国经济再平衡的全球意义..... 167

查道炯：中国经济的外部挑战与应对思考..... 178

# 01.

## 热点分析

编者按：

我国五大新发展理念中，创新排在第一位。创新是高质量发展的核心驱动力，是新质生产力的核心支撑。

创新离不开金融，尤其需要一个健康且有耐心的资本市场。在实际操作中，我们不仅要清楚自己的目标，还要清楚自己当前的方位，以及什么样的发展模式使我们走到了当前的方位。中国的金融体系有着什么样的典型特征？是基于什么样的改革路径和发展模式？与西方的金融体系有



何本质不同？这样的金融体系为什么不适合支撑风险较高的创新？在金融改革中，银行体系如何转型？资本市场如何走出低谷，形成健康发展？新的“国九条”有什么突出特征？对于创业者和投资者有何影响？

为此，本期的【热点分析】栏目精选五篇文章——北大国发院宏观与绿色金融实验室副主任何晓贝，中银国际研究公司董事长、中国宏观经济学会副会长曹远征，北大国发院副院长、数字金融研究中心常务副主任黄卓，中国人民大学中国资本市场研究院联席院长赵锡军，《成功IPO》作者、北大国发院EMBA校友屠博等五位



专家分别从不同的视角出发，探究创新发展与金融改革的辩证关系。

何晓贝：中国金融体系的特征、逻辑与利弊

曹远征：中国经济的超大规模性与金融创新

黄卓：金融如何更好地支持科技创新

赵锡军：中国资本市场的影响因素与改革方向

屠博：新“国九条”对一级股权投资和IPO市场的影响

30th  
Anniversary  
1994-2024

北京大学国家发展研究院  
National School of Development





热点  
分析

# 何晓贝<sup>1</sup>：中国金融体系的特征、逻辑与利弊

我将先阐述中国金融业的一些基本事实，特别是与中国金融系统相关的显著特点，再分析这些特点背后蕴含的多种政策因素，最后探讨与之相关的风险挑战和政策建议。

## 中国金融体系过于倚重银行

虽然中国当前的实体经济较为疲软，但中国金融业的规模已达到全球较高水平，约占 GDP 的 8%。与 OECD 国家相比，中国金融业占比仅低于如美国、英国等金

---

1. 何晓贝：北大国发院宏观与绿色金融实验室副主任。

融业发达之国，以及像瑞士这样金融业占比极高的小国。

这一现象引发诸多讨论，有人认为中国是已属金融大国甚至金融强国，有人担忧中国金融业规模过大，导致整体经济“脱实向虚”。如何理解这一现象，对于中国建设“金融强国”至关重要。

从历史趋势来看，中国金融业占 GDP 之比从 2006 年的 4% 增长到 2016 年的 8%，并在之后一直稳定在 8% 左右。这一增长速度远超其他国家。一些主要国家如美国、英国、加拿大和荷兰，在 1970 年至 2008 年之前的三十多年间，其金融业占 GDP 的比重也大约从 3%-4% 增长到 7%-8% 左右。换句话说，金融业占比翻倍，发达国家用了 30 多年，中国仅用了 10 年。

从宏观金融的角度来看，中国金融业展现出了几个显著的特征事实。

首先，中国的金融体系以银行业为主导，货币金融服务占约 80%。金融业的增长主要由传统银行业的增长驱动。

其次，金融指标、信贷指标、M2 以及社会融资规模增速在疫情后均保持较高水平，利率也降至过去 40 年来的最低点，但 GDP 增长较弱，同时存在一定的通货紧缩或低通胀风险。

从金融体系的角度，也存在几个值得关注的现象：

第一，政策机构常提及担心“资金空转”问题，例如，在宽松的货币政策环境下，国有企业以低成本获得资金后，转而购买理财产品。决策者担心资金并未有效投入实体经济，而是只在金融体系内部流转。但实际上，这是由于市场存在既有的扭曲，国有企业充当了影子银行，延长了资金中介传导的链条，但实际上理财产品的资金

最终也会流向实体经济。

第二，借新还旧的贷款现象普遍，地方债问题尤为严重。多年以来，许多地方政府已经陷入依赖借款偿还利息的不可持续循环中。据估算，新增社会融资规模中约有60%用于偿还利息，这是不可持续的。借新还旧贷款与金融业的规模也有显著关系。

第三，尽管经济增长放缓，但银行的不良贷款率却逐年下降，从2019年底的1.84%降至2023年末的1.59%。这一趋势与经济增长放缓的现实相悖。但实际上这与中国的银行和监管机构的一些逆周期行为相关。

## 当前金融体系的底层逻辑与利弊

现象上述背后的深层次原因是什么？这些现象都与中国的金融体系特征和政策因素息息相关。

在探讨金融业时，我们将焦点集中于银行业，因为其占金融业增加值的大约80%。增加值的核算比较复杂，用简化的视角进行分析，银行业的增加值主要是净利息收入决定的，而净利息收入主要由存贷款规模和存贷款利差两大因素决定。过去10年内，银行业存贷款规模持续上升，而净利差不断下降。这表明，过去10年，银行业的增加值增长主要依赖于规模扩张，而单位资产的回报率在下降。

这一现象与中国经济结构和宏观调控特征密切相关。中国的货币政策与发达国家存在显著差异。发达国家通常依赖利率调整来影响金融市场，而中国经济调控更多地采用数量型货币政策，即央行通过要求银行发放一定量贷款来实现政策目标。这一方面也是受限于利率市场化进程的不完全，导致利率传导受限，进而使银行贷款成为更有效的政策工具；另一方面也是

因为中国以国有银行为主体的银行体系，使得行政调控措施易于实施。这种特殊性使得中国在实体经济疲软的情况下仍能有效推动银行信贷增长。

在发达国家，商业银行在经济不景气时通常会采取收缩信贷供给的策略、提高风险溢价，这是银行风险管理的重要手段。因此其他国家央行在利率降至零后仍需采取量化宽松（QE）等措施，即由央行扩张资产负债表，承担部分风险，为金融机构和市场创造安全资产。

然而，中国央行可以直接通过行政调控手段推动银行贷款，而非依赖金融市场的货币政策传导，事实上发达国家 QE 等非常规货币政策在中国也很可能效果有限。在中国，商业银行在增加贷款供给的同时降低风险溢价（一些贷款利率甚至低于长期国债利率），结果则是银行过度承担实体经济风险：实体经济违约风险较高的时

期，银行增加了风险敞口且降低了风险溢价。

从实体经济角度看，这种现象可能导致资金空转。银行在政策压力下需要完成贷款发放任务。而一些企业，尤其是国有企业虽然缺乏投资意愿，但仍能获取低成本贷款，这些资金可能并未直接投入生产，而是流向其他投资渠道，形成所谓的“资金空转”现象。

最终结果是，企业债务占 GDP 的比重迅速上升，2019 年末是 152%，2024 年一季度这一比重上升 20 多个百分点，增长很快。这一现象体现了我国货币政策在支持宏观经济稳定和金融稳定之间实际上面临的权衡取舍：逆周期调节政策在支持投资和经济增长的同时，也导致了银行过度承担不良资产的风险。这种风险具有滞后性，目前尚未显现，但影响会在未来显现。

除了宏观调控政策在维护宏观稳定和维护金融稳定之间存在权衡取舍，产业政策和货币政策之间也存在不协调。产业政策和货币政策存在几个明显的错配。首先，货币政策作为总量政策，影响全社会资金的利率，而产业政策则针对特定产业。其次，产业的发展具有长期性，货币政策为短周期调节工具，两者之间存在期限上的错配。最后，我国货币政策主要通过银行信贷实施，而银行信贷依赖抵押物的传统运营模式与新兴产业的融资需求并不匹配。新兴产业发展需要能够承担风险的资本，这与建立在储蓄存款基础上的银行业天然存在风险偏好的匹配。

由于上述几个错配，若货币政策过度“产业政策化”，可能带来风险。一方面，从实体经济的角度，结构性的货币政策虽然能在短期内高效引导资金流向新兴产业，但会导致特定行业杠杆率显著上升，加剧

行业的风险和周期波动。另一方面，从银行系统的角度来看，若各银行过度集中于某几个领域，信贷流向同质化的问题将更严重。中国的银行业已存在较为严重的同质化经营问题，差异化服务不足，导致利润和回报较低。若信贷流向进一步集中于同类型行业，将加剧风险。

银行监管政策的调整也可以解释一些我们观察到的金融现象。尽管数据显示中国的银行的不良贷款率较低且还在下降，但从上市公司的数据来看，企业债务偿付能力显著下降，利息保障倍数低于 1 的上市公司比例大幅上升。这些潜在风险最终可能转移到银行的资产负债表上。当前，为应对经济压力，银行监管采取了一定的容忍度，允许银行延迟计提不良资产。其实，这类型的银行监管“逆周期”政策在全球经济不景气时期被广泛采用，如上世纪 90 年代的日本和欧洲。针对日本和欧洲的许

多研究显示，虽然银行监管政策的调整在短期内有助于缓解银行资本充足率压力，但中长期也会带来其它潜在后果，如僵尸贷款问题，导致产能过剩、通货紧缩和资源错配。这与中国当前的情况有很高的相似度。

## 当前金融体系的挑战与转型原则

在探讨当前金融体系面临的挑战时，有几个核心问题值得关注。

第一，金融风险虽可能被推迟计量，但并不会消失。在中国的金融体系内，这些风险高度集中于银行（因为除了贷款，银行还持有市场上约 60% 的债券）。

第二，一个不容忽视的现象是，中国银行体系抵御风险的能力正在下降，脆弱性在增加。尽管不良贷款率作为滞后指标当前可能不易察觉，且银行和监管机构可

能都有动力推迟其计量，但银行的收益率水平却为我们提供了风险存在的线索。

银行的利润是化解风险的首要财务来源，然而过去几十年，中国银行的收益率（包括ROA资产回报率和ROE净资产收益率）呈现显著下滑趋势。进一步分析银行的风险回报结构，可以发现银行平均每单位资产风险的承担在上升，而风险资产的回报率却在下降。这预示着风险可能正在积聚，尤其集中在银行体系。

第三，这样的风险状况是否是一个严重的问题？是否能够得到妥善解决？历史上，中国银行体系也经历过严重的危机，如上世纪90年代的不良资产率高达20%。但幸运的是，随后中国经济的快速增长和资产价格的飙升，尤其是房地产价格的迅速上涨，为银行体系弥补了这一缺口。

然而，当前情况与过去不同，如果再

次出现类似的银行业风险，我们能否找到新的资本来源来吸收这些风险？这是一个值得深思的问题。

总结而言，在现有政策框架下，利率市场化尚不充分，货币政策调控不完全依赖价格信号，银行系统容易过度承担实体经济风险。传统的银行信贷也在一定程度上承担了产业政策的职能，短期内这可能对经济增长起到支持作用，但中长期来看，这将对金融稳定产生负面影响。因此，我们需要重视宏观调控政策、产业政策和金融监管政策可能带来的中远期影响，并在这些政策之间做出权衡取舍。更重要的是，在防范风险之外，需要构建一个有韧性的金融系统，即更能抵御风险冲击的、匹配新兴产业的发展和经济结构的转型的金融系统。

# 曹远征<sup>2</sup>：中国经济的超大规模性与金融创新

今天我的主题是“中国经济超大规模性与金融创新”，主要聚焦中国产业在全球产业结构变动中的地位，以及以人民币为标的金融安排的全球意义。

## 国内与国外：关于产能过剩的不同理解

我先从一个故事讲起。在今年2月初举行的中国发展高层论坛上，我见到一位欧洲同行，我们讨论了中国产能过剩问题，特别是新能源汽车的产能过剩，相应地发生了争论。我表示，从经济学的角度看待产能过剩，它是市场经济的自然结果。市

2. 曹远征：中银国际研究公司董事长、中国宏观经济学会副会长。

市场经济是通过产能过剩来淘汰落后产能，实现技术进步和产业升级的。中国是存在着这方面的产能过剩，但是国外现在讨论中国产能过剩问题却更多是指新能源汽车等新兴产业。这些产业是代表技术进步的先进产能，先进产能也是产能过剩，这听起来让人匪夷所思。事实上，过去的欧洲也不是这样理解新能源的，欧盟早已决定要在2035年停售燃油车。于是一方面要求自己的产业为淘汰燃油车做准备，另一方面又指责中国新能源汽车的发展是产能过剩，这两者显然是矛盾的。这位欧洲同行的回答也是简洁明了的。他表示，欧盟之所以制定严格的减排标准，并限制燃油车的发展，是因为减排成本大，只有惩罚性的安排才能促使企业减排。新能源车的发展是减排成本高昂下的附带产物，从而发展缓慢。但中国却是用鼓励的办法把新能源汽车发展成为一项产业，减排反而成为新能源发展的附带产物。由此，其发展

速度如此之快，规模如此之大，造成对其他国家汽车工业的强烈冲击，形成一种不公平竞争，这就是产能过剩。对此欧洲必须有所回应。

由上，不难看出，对于产能过剩这个问题，中外看法的角度不同，差异很大。我们是从产业发展方面的“新与旧”“保留还是淘汰”的角度来判断，美西方国家则是从“国际产业的冲击力”角度来解读，这样一来，即使先进的产能也会变成“过剩”。这种理解的分歧颇似上世纪初汽车刚刚出现时的情况，当汽车与马车并行于大街上时，也有人指责简陋的汽车冲击豪华的马车。

问题的深刻性还不仅在于此。当把新能源汽车发展纳入全球低碳发展的大系统中观察，一个疑惑油然而生：减排究竟是经济发展的成本还是经济发展的红利？回顾历史，十五年前，在 2009 年在哥本哈

根召开的第一次世界气候变化大会上，全球形成一项共识，即当全球气温上升2摄氏度，会给环境带来不可逆转的损害，因此要把升温幅度控制在2摄氏度以内，进而要建立碳减排的全球责任。对这一责任，所有国家虽没有太大的疑义，但由于减排投入巨大，会加大经济发展的成本，所以发展中国家认为减排在成为各国共同责任的同时，应区别对待。对发展中国家而言，经济发展更为重要，应当采用累计排放的标准，而非总量排放的标准进行减排。

如今，十五年过去了，当世界还在争论碳减排成本时，中国绿色发展却成果显著，尤其以新能源汽车代表的“新三样”异军突起，似乎将公认的减排成本变成了绿色发展的红利，形成了中国减排之谜。分析探讨以新能源汽车为代表的产业发展有助于加深对中国经济创新发展及其金融安排的理解，也有助于应对以产能过剩为

理由进行国际经贸摩擦。

## 中国经济的创新基础在于超大规模性

如果把中国的创新概括为是把发展的成本变成发展的红利，可以发现，其基本逻辑就是利用并拓展中国的超大规模性，使其像“滚雪球”式持续扩大，因规模效益而使成本不断下降。这种超大规模性不仅是自然禀赋的体现，更重要的是有意识的产业组织，通过有效市场和有为政府的结合，将自然禀赋的超大规模性整合经济活动意义上的规模效益。这特别突出的体现在现在中国企业的发展战略考虑及产业成长的组织策略的实施上。

### 1. “不断做大”的中国企业经营理念

从国际视野观察，可以看到中外企业的系统性差异。一般而言，企业都是以利润最大化作为经营目标的，而中国企业的

普遍做法却是规模最大化。这不仅体现为“薄利多销”的经营手段，从而形成营业收入大而利润率低的经营特点，而且也体现为高杠杆经营方式。中国企业，无论国有还是民营，负债率普遍偏高。在这种高负债经营下，经营关键是维持现金流，尤其是内部现金流为正，从而有别于国外企业负债率较低而利润率较高的经营特点。中外企业的这种区别不仅体现在传统产业上，也反映在新兴产业上，例如，在新能源汽车上可以看到比亚迪与特斯拉的区别，在手机上可以看到小米和苹果的区别，在电商上可以看到京东和亚马逊的区别。这种以营业收入最大化，以规模取胜成为中国企业经营之道，无论传统还是新兴产业，似无例外，形成了社会俗称的中国企业的“内卷”。

## 2. 与收入增长最快的市场群体一起成长的产品导入策略

中国企业负债率很高，不断引发人们关于快速去杠杆的担忧。但是，迄今为止尚未形成系统性金融风险，引发金融危机。一个重要的原因是在微观层面上中国企业产品市场导入路线有别于其他国家。中国经济的超大规模性使市场可以分层，与收入增长最快的市场群体一起成长的产品导入路线可以保证企业现金流的持续为正并稳定增长，进而维持杠杆的可持续。其中，先是以农用车后是以新能源车为代表的中国特色的汽车工业发展路线就是典型。

上世纪九十年代，中国汽车工业，尤其是乘用车进入发展时期，其布局是按照汽车工业主流思维展开的：“三大三小”，并以合资为主。除此之外，地方不得发展汽车工业，以避免重复建设，产能过剩。在这一汽车工业产业政策有力执行的同时，人们发现农用车却很难管住，还是遍地开花。当时，我在国家经济体制改革委员会研究所工作，

曾对这一现象组织过调研。通过调研，我们看到了中国的农用车特有的市场进入路线。这一路线虽非主流，但却是构成了今天新能源汽车发展的底层逻辑。

农用车发展的主体企业是分布于中国广大乡镇的农机修造厂。其发展的基础是上世纪70年代开始的大规模进入中国农村的手扶拖拉机。手扶拖拉机可以耕地，抽水，还可以跑运输，并且操作简单，很容易上手，农民十分欢迎。随着农民收入的增长，农户对手扶拖拉机的功能也不断有了新要求。比如，手扶拖拉机挂拖斗跑运输容易翻车，农民愿意付点钱，把手扶拖拉机和车斗焊接在一起，以便安全驾驶；随着收入进一步增长，为避免风吹日晒，农民愿意出钱给驾驶座搭上棚子；再随着收入的增长，为了提高载货量，拉更多的货物，农民愿意出钱加大车厢，换发动机，从而变成柴油汽车，由三轮变为四轮，由小路上大道。

农机厂随着农民收入的增长而不断的成长，由修理变制造，由小厂变企业，由地方走向全国，北汽福田就是最典型的例子。

中国的电动新能源车的发展是由同一逻辑的再现。回顾其发展历程，可以看到，它与中国扩大内需的战略安排息息相关。2010年，中国开始了第十二个五年规划，提出了扩大内需的战略规划，要求居民收入增长做到两个提高和两个同步，即提高工资收入在初次分配的比重，使其与劳动力生产率提高相同步；提高居民收入在整个国民收入中的比重，使其与GDP的增长相同步。由此在2010~2020十年间，中国GDP翻了一番，中国居民收入翻了一番，中国建成了全面小康社会。其中刚刚过了温饱线，进入中等阶层的这群人是收入增长最快的。对他们而言，有车有房是标配，在家庭预算有限的情况下，价格低廉新能源车应运而生，为其提供了物美价廉的新

选择。中国的新能源汽车有的售价可低至几万元，这与以特斯拉为代表的高端新能源车市场进入路线截然不同。特斯拉的目标市场是高收入群体，而中国电动车的目标市场是收入增长最快的群体，伴随着这一市场的增长而发展。其实即使中国新能源车不出现，燃油车也会走上这条市场进入路线。我们看到，在燃油车市场，过去十年销售最好的SUV的十大品牌中，有八个是名不见经传的中国品牌，如风神，哈弗，宝骏等。这些廉价SUV的目标客户也是刚刚实现小康的中等收入阶层，也是走的与收入增长最快群体一起成长的市场进入路线。

需要指出的，这一市场进入路线并不为中国汽车工业所独有，其实最为成功企业是拼多多。拼多多的战略是专攻下沉市场，当与中国收入增长最快的农民群体连接在一起，忧其忧所忧，不仅可使工业品下乡，而且也使农产品进城，当然就会成

为成长最快的企业。

### 3. 将基础设施的外部性内部化

中国新能源汽车的发展与中国基础设施的完善性高度相关，“村村通公路”使新能源汽车可以跑进农村，“村村通电”使新能源不担心动力问题，而“村村通信号”使包括 GPS 等导航在内的电子系统使用无障碍。在这个意义上，新能源汽车与其说是汽车，不如说是装有轮子的电池，因高度依赖于基础设施，从而可被视为是基础设施系统中的一个组件。正式在这个组件意义上，它把基础设施的外部性高度内部化了。事实上，从这个角度观察，可以发现，不仅是新能源车，几乎规模不断做大的中国企业都与基础设施外部性内部化相关。换言之，基础设施的超大规模与人口超大规模相结合，会使任何潜在收入的增长都会变成巨大规模的市场机会。我们看到，村村有自来水，使洗衣机可以普及，村村

通光缆使电视机可以普及。由于农村电网改造，不仅家电可以普及，而且像屋顶光伏发电这种未曾想到的技术也会落户农家。而光伏发电的大发展，带动电价大幅下行，农户烧水、做饭、取暖都设置可以电代替，河南兰考县就是典型。显然，当企业把握这一市场机会，将基础设施的外部性内部化，使其成为企业发展的条件，不仅可以迅速成长变大，而且因规模效应能尽快实现盈利。

综上所述，“不断做大”的企业经营理念与收入增长最快的市场群体一起成长的市场进入路线，以及将基础设施外部性内部化的发展策略相结合，在微观层面呈现为企业做大，在宏观层面呈现为市场成长，两者相得益彰，使中国经济呈现为“滚雪球”式的规模持续扩大。这种超大规模性既是企业发展的过程，也是市场组织过程，还是产业成长过程，构成中国经济创

新底层逻辑。

## 超大规模性与中国金融的发展

中国金融是在中国经济这一超大规模性滚雪球过程中发展壮大。超大规模性既是其发展前提，也是其发展的条件，并由此造成了路径依赖，形成了中国金融的特色。

中国金融结构目前是以间接融资为主的。这与中国国情有关，中国是发展中国家。在改革开放初期，如同亚洲其他发展中国家，资本匮乏是常态，表现为资本外汇双缺口，制约着经济发展。为此，除对外开放，引进外资外，就是创造满足国内企业借入资本进行经营的条件。1984年，中国财政体制实行了“分灶吃饭”，开始了对国营企业的拨款改贷款改革，由此奠定了中国金融发展的基础，进而创造了中国的企业，尤其民营企业可以负债经营的条件。在自

有资本匮乏的情况下，企业的发展就意味着负债率高企，高杠杆因此就成为常态。在这一常态下，只要现金流为正，就可以付息，债务就可以维持下去。而营业收入是现金流的来源。只有营业收入不断扩大，不仅可以付息，而且可以扩大负债规模，从而扩展资产，以便形成规模效益，进而提升竞争力。简言之，企业的规模效益要靠负债来形成，而体现为营业收入的规模效益又是支持进一步负债的条件。负债经营由此与规模最大化经营理念一脉相承，相辅相成，企业由此形成为负债的路径依赖。

正是中国企业的这种经营方式，不仅决定了中国金融结构以间接融资为主的特点，而且不易改变。即便企业在资本市场的股本融资，其动机之一也是为便于更大规模的负债而增长加资本。我们看到，中国相当多的上市企业即使有利润也不分红，即使分红也不是现金，而是红股。利润不

断转增资本的重要作用就是在负债率不变情况下可以扩大负债，从而进一步加快企业做大的速度。需要指出的是，发展中国家，尤其东亚国家企业的高负债经营，是其高速增长微观基础。反过来经济高速增长又改善着企业经营收入，充沛的现金流支撑着企业的规模扩张，两者相互推动，螺旋上升，致使在经济增长的同时，杠杆率也保持升高，形成当年克鲁格曼所称“投资推动投资”的增长模式。日本如此，韩国也如此，在这个意义上，中国经济增长奇迹是在更大规模上再现了这种增长模式。

一般认为，亚洲企业的高负债经营存在着快速去杠杆的风险。换言之，一旦企业经营收入下降，现金流短缺，便出现资不抵债的风险，随时有破产倒闭的可能。当这种风险大面积发生时就会导致系统性金融崩溃。就中国而言，自上世纪八十年代开始，中国企业就出现负债率过高的问

题，并保持至今，先是乡镇企业，再是国有企业，现在又是地方融资平台。然而，警报不断，但危机未现。究其原因，如前所述，就是中国企业自觉的利用中国市场的超大规模性，从需求侧入手，以销定产，努力形成产品与收入增长最快的群体一起成长的市场进入路径，以保证现金流的持续稳定，进而使其杠杆可持续。前所述及的农用车以及后来的新能源汽车便是典型。更为重要的是，除上述金融稳定意义外，农用车以及后来的新能源车的杠杆的可持续过程，也是产业链条延展的产业成长过程。只要整车厂发展分工自然细化，带动配件厂发展，而产业上下游的延展又推动着金融的创新。配件厂一般是中小企业，资本少，抵押物不足，从而难以获得贷款，并且融资贵。然而在整车厂产品与收入增长最快的群体一起成长的市场进入路线下，配件厂可借用整车厂的现金流量表，进而资产负债表，进行融资活动，形成“供应链”

金融安排，并突出体现在金融机构的“三表三品”的贷款工厂业务上。所谓“三表”是指贷款不仅要看“资产负债表，还要看电表，水表，甚至报关表”；所谓“三品”是指贷款不仅要凭“抵押品，还要凭产品，甚至老板的人品。”换言之，由于产业链的上下游关联所形成的超大规模性，使商业信用的外延大大扩展，甚至原先不视为商业信用的信用，如人品也纳入了贷款的信用范畴。借助这种延展的信用，使产业链上的中小企业贷款的可得性，亦即是金融的普惠性大大提高，成为中国金融创新的一大亮点。

需要强调指出的是企业有意识地将基础设施的外部性内部化的金融意义。从金融创新的角度观察，当企业将基础设施的外部性内部化时，基础设施将会产生现金流，从而具有了商业运用的可能。仍以新能源汽车为例，“村村通公路”形成了汽

车发展的条件，而汽车的普及反过来又使道路有了收费的可能，至少可以成为俱乐部产品。而收费安排所产生的收入及现金流，又可以使基础设施建设采用一种特别的商业融资安排，即在使用者付费基础上的政府与社会资本的合作（PPP）。事实上，PPP已成为中国基础设施建设主流融资形式，不仅有力地支持中国基础设施的发展，而且丰富着中国金融创新的内容。在此基础上，中国逐渐形成了具有自身特色的所谓开发性金融安排。其基本流程是，基于中国工业化的前景，地方政府将土地注入以开发区名义的融资平台，开发区融资平台以土地为质押物而获得银行贷款，开发建设基础设施。当土地由生地变为熟地，将会吸引企业入驻，从而形成以土地出让金或租金为主的收入即内部现金流，与地方政府财政担保所形成的外部现金流（尽管是或有的），两者共同构成对金融机构的还款来源，支撑着资产负债表的扩大，

形成滚动开发之势。这种开发性金融安排虽然是地方政府隐性债务的重要组成部分，具有一定的违约风险，但是，不同于西方国家财政赤字融资所形成的负债，因有资产相对应，从而具有偿还的可能性。由此，当前出现的地方融资平台违约风险在很大程度上是期限安排错配。也正是这个原因，缓解期限错配就成为化解金融风险的重要手段，也成为金融创新的重要领域。我们看到，在基础设施的新建领域，亚洲基础设施投资银行就是创新安排；在基础设施已建领域，超长期国债的运用就是新信号。

由上，改革开放四十五年来，中国金融发展的基本经验是紧紧围绕着支持实体经济来展开的，这也是中国至今未发生金融危机的基本原因。实体经济关乎国计民生，从而有营业收入，有现金流，可付息，可还本，可防范并遏制了资产负债表衰退，从而使金融可持续发展。依据这一基本经

验，展望未来，可以认为随着中国实体产业日益滚动着的超大规模性，以债务融资为主的金融趋向不会发生重大变化，但是以间接融资为主的金融结构却会有变化。换言之，因长期债务需求的出现，在不改变债务融资方向的同时，会使以直接融资为主的债券市场日益发展，间接融资的特征会日益减弱。相应地，银行的行为也会发生变化，其主要经营业务不再是以存货为主的商业银行业务，而不能成为以交易为主的批发银行业务。事实上，目前中国资本市场中的债券业务已经超过股本业务，而银行又是债券的最大持有者，成为资本市场的最大交易对手。由此，债券长期化，银行交易化，金融品种多样化推动着金融结构直接融资化，将是金融的发展趋势。这一趋势的形成基础是实体经济的发展需要，这一趋势的发展逻辑是金融为实体经济服务。

## 新能源时代的超大规模性初探

进入新能源时代后，超大规模性有了新变化。在化石能源占主流的年代，因能源禀赋都是先天注定的，从而规模经济效益是有边界的，范围经济效益是有限的，由此决定了石油和煤矿的开采的边际成本是递增的。反映煤电上，就是煤价引领电价，目前固定成本仅占其总成本的40%左右，而流动成本却占比高，并有继续上升的趋势。然而，光电等新能源的技术经济特征则大为不同，在光伏发电中，固定成本占大头，在中国目前约为70%。由于阳光资源几乎是无偿的，从而流动成本所占比重甚低，并且仍在下降之中，从而在光电建设中呈现出边际成本递减的态势。边际成本递减意味着可以通过扩大规模，进一步摊薄固定成本，在提升利润的同时，电价也会不断降低，从而实现可持续的规模扩张，这就颠覆了以前石化能源的自然垄断

性的技术经济特征。规模经济几乎可以无边界的扩展，这是中国新能源行业一跃而起的原因，也是中国将减排发展的成本变为发展红利的秘密所在。我们看到，在中国出现了与这一超大规模性相关联的奇特产业现象。比如青海省利用其光照时间长的优势，现在变成了光伏省。青海共和县塔拉滩是全球最大的光伏电站，占地面积600多平方公里，超过新加坡的国土面积。不仅将过去一钱不值的荒漠变成了“金山银山”，而且恢复了植被，改善了生态。与此同时，还需要指出的是，风光电也重新定义着范围经济。塔拉滩光伏电站和黄河龙羊峡水电站互相配合，相互调节，白天用光发电，晚上用水发电。水光互补的电力生产方式改写了传统电网运行的概念，也将其他产业卷入其中并内生化了，从而形成了更高层次的超大规模性，展现为电网互济、源网荷储平衡发展、光储氢醇氨、光储充换算检云一体化的耦合新路径，并

呈现出新的技术经济特征。如果从“内生性”的角度看新能源汽车，如前所述，就是电池加四个轮子，它不再是独立的产品，而是庞大新能源系统中的一个组件。再如那些曾经被认为是高耗能的电解铝，铜等，现在可被视为是消纳的高载荷，甚至是一种储能安排。如果电解铝可以弹性化生产，还会发挥对电网调峰的作用，反过来看，这也改变着传统铝工业的技术经济特征，因为它已成为新能源庞大系统中的一个组件。以此类推，当 AI 收到电力的制约时，电力就是算力。算力因此也能为新兴能源的储能组件。相应地，新能源的扩张支持着电力的扩张，两者相辅相成，形成更加巨大的超大规模性，成为一些落后省份，如青海省，走新型工业化道路的新契机。

由上，新能源汽车为标志的新能源时代是带动了生产要素创新型配置和产业深度转型的时代，是产业走向超大规模同时，

改变着其技术经济特性的时代。中国金融正是把握了这些正在展现中的新的技术经济特性，使绿色发展这个曾被认为只能财政资助的事业，变成可以进行商业性安排的金融活动。中国绿色金融因此而大行其道，引领着国际潮流，绿色债券全球发行规模最大，“赤道原则”已通行于商业银行贷款，而且 ESG 也成为上市企业的监管规范。

至此，我们对欧洲同行的疑虑有了更深切的理解，中国一直用这种类似于“改造手扶拖拉机”的产业成长方式，在产品和技术不断创新的同时，也呈现出规模效益的不断增进，进而边际成本不断下降的态势。这种被我们称之为“行业内卷”的产业塑造方式，在美西方国家认为就是“产能过剩”。它与补贴无关，却与超大规模性有关。或许这就是新能源的时代特征，需要深化认识。

## 全球产业链重塑与人民币国际化安排

当前，世界经济正处于深刻的结构调整之中。新冠疫情以来，特别是俄乌冲突后，“同谁做生意比做生意本身更重要”，价值观至上的“脱钩断链”和“小院高墙”安排日益抬头，全球产业链正在重塑中。但是，全球产业链并没有完全朝着美西方期望的“脱钩断链”方向发生移动，而是朝另一个方向，也就是“一带一路”的方向迈进。过去两年，我国与共建“一带一路”国家间的贸易和投资都保持两位数的增长态势，贸易结构也开始从最终商品贸易转变为中间品贸易，仅与东盟国家中间品贸易增长率就达 21%。

为什么发生了这种预期之外的变化，我们认为与中国经济的超大规模性有关。中国经济的超大规模性集中体现在基础工业上。中国的钢铁占全球的 54%，电解铝占全球产能的 60%，石油化工占全球产能

的 34%。这些产品都是工业的必需品。如果把中国基础工业的超大规模性纳入“一带一路”观察，可以发现包括上海合作组织，海湾国家组织等能源和资源的富集地区是中国基础工业的上游；以东盟为主的 RCEP 成员国的制造业集中地区，是中国基础工业的下游；通过中国基础工业这个中间环节，一带一路产业链从上到下连接起来，表现为中间品贸易的快速增长。这种以中国基础工业为中心的产业链上下游延展，直观上也能感受到，例如，从利雅得到北京、上海、广州等大城市都有直飞航班，上座率很高，成为一带一路经贸热的一个缩影。

也正是在这个背景下，人民币国际化的意义在一带一路上凸显出来。根据中国银行 2024 年度《人民币国际化白皮书》，2023 年，中国跨境人民币结算额因此增长 24.1%。2023 年前 9 个月，货物贸易

人民币跨境收付额占同期本外币跨境收付总额的 24.4%。同比上升 7 个百分点；截止 2023 年 12 月，人民币在全球支付结算的比重达到 4.14%，较 2023 年一月上升 2.23% 个百分点。RCEP 和共建一带一路国家和地区人民币结算仍保持较快增长。与此同时，人民币也开始成为一带一路许多国家的“锚货币”，其例证就是这些国家的货币汇率开始与人民币同涨同落。为满足人民币国际化的需要，中国与相关区域的本币结算，货币互换，直接兑换的金融合作也日益深化，从而有 80.6% 的受访境外工商企业认为，未来十年，人民币的国家货币地位不弱于日元和英镑。

值得注意的是，今年 5 月 6 日，国家出台了一项关于人民币国际化的最新安排——海南自贸港 10 个银行同时开通了电子围栏账户。这是在上海自贸区、广东自贸区、海南自贸港已有的自由贸易账户体

系的升级版。海南自贸港率先开通电子围栏相当于将这一账户体系中的特别账户离岸化。因此，如果说香港是人民币的离岸市场，上海是人民币的在岸市场，那么海南便是人民币在岸与离岸市场的桥梁，为人民币的国际化安排带来新的机遇。例如，一带一路国家普遍需要基础设施建设，而中国在这方面既有产品，也有建设能力。如果一带一路国家能利用这个桥梁在香港和上海同时发行人民币熊猫债，即可以筹措本国基础设施建设资金，又可避免因货币错配带来的汇兑损失。相应地，中国居民也可以利用这个桥梁进行资产的国际配置，分散风险，增加收益。更为重要的是，这样的安排既可以缓解沪港两地套汇套利的操作，也为改善亚洲货币原罪的本币化进程做出贡献，值得期待。

## 黄卓<sup>3</sup>：金融如何更好地支持科技创新

从2023年底到2024年，中央金融工作会议及中央政治局的学习活动中，习近平总书记都强调了发展新质生产力的重要性。新质生产力的核心在于科技创新，这是推动产业创新的关键。中央经济工作会议明确提出：要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。

科技创新不仅能够驱动前沿技术的发展，更能催生新兴产业、新模式和新动能，继而推动国家经济结构的调整，特别是向高质量发展的转变。通过科技创新的主导

3. 黄卓：北大国发院副院长、经济学教授、发树学者、数字金融研究中心常务副主任。

作用，我们能够摆脱传统以投资拉动的经济增长模式，实现更加符合新发展理念的先进生产力质态的发展。

科技创新涉及多个维度，包括科学层面的理论创新、工程技术方面的创新，以及产业、产品层面的创新。然而，这一转化过程需要巨大的资金投入和金融资源的支持。

面对当前科技创新的需求，尤其是科技型初创企业的融资需求，我国以商业银行为主导、间接融资为主的金融体系确实存在不足和挑战。这些挑战主要源于科技创新过程的高风险性、高投入需求以及长周期和高失败率的特点，特别是在科创企业的发展过程中，这些问题尤为突出。因此，如何更有效地利用金融资源以支持科技创新的持续发展，是我们需要思考的问题。

## 当前金融体系与创新之间的不适配

中国当前的金融体系对于支持科技创新及其成果转换存在明显的不足，两者的特质不匹配，可以简要概括为以下几点：

首先，以商业银行为主导的金融体系通常注重资金的安全性和收益的确定性，这与科技创新及其成果转换过程中固有的高不确定性之间存在显著矛盾。商业银行在评估贷款时，倾向于选择风险较低、回报稳定的项目，而科技创新往往需要长期投入和高风险担当。

其次，投资者，尤其是普通投资者，普遍偏好短期稳定的投资回报。然而，科技创新往往需要长期的投资和等待，以实现其潜在的高回报。这种需求与供给之间的矛盾，要求投资者具备耐心资本，即愿意长期持有，以待花开。

再者，传统商业银行的信贷管理主要

依赖抵押品来控制风险。在过去的几十年里，土地和房产在中国往往被视为最优质的抵押品，因此，房地产企业和制造业企业相对容易获得信贷支持。然而，科创企业通常采取轻固定资产模式，其核心资产为人力资本和专利，缺乏传统的抵押品。这使得商业银行在识别和管理科创企业的信贷风险时面临挑战。

最后，金融机构在信贷分配上存在一定的偏好，倾向于支持大型企业，尤其是具有国资背景的国有企业。这些企业由于具备刚性兑付的保障，更容易获得金融机构的青睐。然而，许多科技企业处于初创阶段，或是专精特新中小企业，其融资需求往往难以得到满足，这构成了金融体系与科技创新之间的又一矛盾。

## 如何发展科技金融？

在 2017 年的全国金融工作会议上，

习近平总书记明确强调了金融的本质在于支持实体经济。在当前发展新质生产力的关键时期，如何有效支持实体经济、促进结构转型并推动新兴产业发展，其核心在于能否有效支持科技创新。这一观点也在2023年底的中央金融工作会议上得到重申，会议提出了要做好“五篇大文章”，其中科技金融被置于首位，凸显了金融支持科技创新、发展科技金融的重要性。

科技金融，顾名思义，是以科技创新为主要服务对象，以金融与科技深度融合发展为基础，通过金融创新手段为科技创新赋能。具体而言，它要求针对不同类型及不同发展阶段的科技企业，根据其差异化的融资需求，提供广渠道、多层次、全覆盖、可持续的金融服务，以促进科创企业的成长。这是一种新型的金融模式，旨在将科创资源与金融资源相结合，构建科技、产业、金融的良性循环，发展新质生

产力。

发展科技金融的关键在于构建一套适用于不同阶段和不同类型科创企业的风险评估体系。这一体系能够确保对科创企业进行精准的风险定价，并建立企业与金融机构之间的风险分担机制。无论是何种类型的金融产品，其本质都是风险分担的机制，因此，科技金融的发展需要着重关注风险评估和风险分担机制的完善。

从国际经验来看，构建多层次的科技金融体系对于我国而言至关重要。

在此，我想就科技金融体系的发展重点谈三个领域：

一、以信贷为主的商业银行如何支持科技创新；

二、股权投资（包括一级投资）如风险投资和私募股权投资如何支持科技创新；

三、二级市场特别是股票市场和公募基金如何有效支持科技创新。

## 一、商业银行如何支持科技创新

我国金融体系由商业银行主导，间接融资比重过高，这通常被视作发展的短板或约束，但实际上，间接融资体系在支持科创企业融资需求方面仍有巨大的发展空间。

美国硅谷银行作为科技信贷模式的代表，其业务模式值得借鉴。硅谷银行向初创科技企业提供信贷，并同时获得认股权证，以股权投资升值的溢价来弥补信贷风险。这种模式基于对贷款企业的深入了解，能对其未来发展前景做出相对准确的判断，从而获得股权升值的潜在收益。硅谷银行的主要服务对象包括风险投资、私募股权投资机构以及初创企业，为其提供贷款及其他金融服务。然而，去年硅谷银行因资

产单一化问题而面临挑战，这也提示我们在实践中需注意风险的分散和资产的多元化。

值得注意的是，尽管一些国家采取分业经营的模式，将信贷、投资银行、保险、资产管理及证券业务分别进行监管和经营，但德国为有效支持科创企业，采用了全能银行模式。这种模式使得德国的银行能够全面经营商业贷款，同时也涉足投资银行、保险等金融业务，尤其能为中小型企业提供包括有价证券发行、资产管理和财产保险在内的全面服务，甚至涉足实业投资。

我国也有两家类似硅谷银行的机构，即浦发硅谷银行和中关村银行。浦发硅谷银行成立于2012年，目前服务了3000家企业，其中45家已上市。中关村银行成立于2016年，规模超过700亿，其主要不良贷款来自于科创企业贷款，目前其不良贷款仍处于可控状态。然而，这两家银行

的贷款增长速度可能已有所放缓。

另外，如北京银行这样的传统商业银行在科技金融方面也有显著特点。由于服务首都打造国际科技中心的定位，北京银行在科技金融领域进行了大量布局，以“打造专精特新第一行”为口号，累计为 4.2 万家科技型中小微企业提供了上万亿的信贷支持。其服务涵盖了北京市 79% 的创业板上市企业、72% 的科创板上市企业、68% 的北交所上市企业和 71% 的国家级专精特新企业。

在监管政策方面，今年年初，国家金融监管总局发布的《关于加强科技型企业全生命周期金融服务的通知》显示，政策层面开始鼓励金融机构在防范风险的基础上，加大对初创期科技型企业的信贷投放力度，并探索银行与外部机构合作，形成贷款与外部直投相结合的业务模式，从而为这些企业提供更大的金融支持。

此外，国有大行，如建设银行和工商银行，也在积极探索服务科创企业的体系。这些银行对科创型企业进行全面评估，包括创新能力和风险评价体系，并在此基础上推出一系列科创融资链产品体系。这些创新举措正在推进中，预计将有更多新的试点出现，显示出该领域大有可为的前景。

## 二、风险投资 / 私募股权投资 (VC/PE) 如何支持科技创新

关于一级市场如何有效支持科技创新，美国的 VC/PE（风险投资 / 私募股权投资）市场以其成熟性、庞大的市场规模和完备的监管体系为典范，成功孵化出众多世界级科创企业。

相较之下，中国市场虽经历多年稳定增长，但近年来增速有所放缓。

具体数据显示，自 2018 年起，特别是近几年，一级市场扩容增速开始显著下

降。2023年，我国股权投资市场有7000家基金完成募集，从基金组织的数量上仅微降1.1%，但基金规模却下降15.5%。值得注意的是，私募股权募资金额的下降并非中国独有现象，美国市场亦面临类似挑战，这可能与周期性因素有关。

当然，中国也涌现出新的投资模式。其中，“合肥模式”备受关注。该模式以地方政府为支撑，通过股权投资和风险投资的方式将产业引入地方，并采用投资银行的方法培育当地企业，从而壮大本土产业链并创造更大的市场增量。合肥因此吸引了大量科技企业，有些已经成长为行业龙头企业，国有资本在战略性新兴产业的投资金额超过1600亿，带动整体项目投资额超过5300亿，为合肥近几年的GDP增长做出了显著贡献。然而，尽管“合肥模式”受到多地政府的效仿，能否成功复制仍存疑问。

另一种新兴模式是地方政府采用引导基金，特别是母基金的方式，与市场化的私募股权基金合作，主要投资方向为本地和战略新兴产业。这种模式的增长势头强劲，从2017年的9.5万亿增长到2023年年中的13万亿。2023年上半年，全国新设政府引导资金90家，规模达到3900多亿，资金来源主要为地方政府、国有控股平台及当地产业公司。

观察2023年新募人民币基金的管理人结构，特别是在中大型基金中，国有资本管理人的占比显著。然而，未来在地方政府主导或资金主导的模式下，如何区分政府和市场的职能，确保在实现战略目标的同时建立市场化的激励和考核机制，是一个值得深入探讨的问题。此外，如何识别具有潜力的公司或重点项目，以及是否允许一定程度的失败，如何在创新市场中保持耐心资本，都是未来市场化发展的重点。

最后，引导基金的母基金模式的有效运作，实际上依赖于一个成熟的私募股权市场。一级市场的成功同样需要有一个成熟且有效的二级市场作为支撑，实现“募-投-管-退”的良性循环。若退出环节不畅，将直接影响一级市场的健康运行。

### 三、股票市场 / 公募基金如何支持科技创新

在二级市场方面，近年来我国针对科创企业推出了科创板、创业板、北交所等定向试点，并于去年全面实施了注册制。然而，目前普通投资者通过二级市场投资科技企业仍面临较高的门槛，尤其是在科创板、创业板和北交所市场。

因此，公募基金在此扮演着重要角色，应加大产品创新力度，扩大投资范围，积极开发更多与科创相关的投资市场，如指数基金、主题基金、交易所交易基金等，

以吸引机构投资者和个人投资者更好地投资于科技企业。

同时，专业投资者应加大对科创企业的研究力度，建立专业的评估体系，提出合理的估值和定价体系，避免市场价格长期偏离其真实价值，避免对投资者误导，以真实性和成长性吸引更多资本和资源进入科技创新体系。

最后，公募基金作为市场中长期的资金来源和稳定器，应坚持长期投资和价值投资的理念，淡化短期投资业绩的追求，引导投资者进行投资，真正服务于实体经济和国家战略。

## 赵锡军<sup>4</sup>：中国资本市场的 影响因素与改革方向

在探讨资本市场的问题时，我们不能不关注到股市与宏观经济基本面表现之间，以及中国股市与全球股市走势之间的一致性，因为这会让我们思考中国的资本市场是否健康、是否对投资者友好。

然而，我们更需要思考的是，这些差异或不一致性的根本原因是什么？如何避开表象的错觉。如果股市存在问题，能否找到并正视这些问题，尤其是能否找准改革的方向并切实做到。

4. 赵锡军：中国人民大学中国资本市场研究院联席院长。

## 中国资本市场的“两个不一致”

**1. 股市与经济基本面不一致：**观察近年来中国经济的增长与股市表现，可以发现两者之间的关联性不明显。例如 2019 年中国经济增长率为 6%，而沪深 300 指数和上证指数分别上涨 35.8% 和 22.1%，远超经济增速。2020 年，尽管受到疫情冲击，经济增速放缓至 2.2%，但股市却表现出色，沪深 300 指数和上证指数分别增长 26.45% 和 13.27%。这种趋势在后续年份中持续存在，股市的涨跌与经济增长率的波动之间并未呈现明显的正相关。

**2. 中国股市与全球股市走势不一致。**中国股市与全球股市的走势也存在不一致性。从 2023 年的数据来看，尽管部分国家如美国、日本和德国的股市表现强劲，但经济增长情况却各不相同。德国在经济增长率为负的情况下，股市仍上涨 19.71%。我国台湾地区的股市也表现强劲。

从数据上看，中国股市与全球股市的走势之间并没有明显的规律可循。

## 资本市场的影响因素分析

过去几年，我们对“代表性股票指数是否能作为宏观经济晴雨表”这一课题进行了深入研究。结果表明，这个工作不容易。尽管在某些市场或特定行业中，如汽车行业，其增长与上市公司板块的指数之间关系较为密切，但整体而言，股票指数与宏观经济之间找不到显著的联系。

近年来，全球股市的走势呈现出一些有趣的趋势。特别是从2016年至2022年，我们观察发现大陆的沪深300指数与香港恒生指数的走势逐渐趋同，这得益于港股通等渠道的影响。同时，日本日经指数与美国标普指数的走势也趋于一致。此外，英国、德国、巴西等国的股市也开始与美国和日本股市的涨跌趋势接近。韩国股市

虽然与德国、英国有些类似，但涨幅较为平缓。新加坡和马来西亚的股市则与香港和上海股市有一定相似性，但并不完全相同。

这些趋势反映了全球经济板块的变化。其中，地缘政治的变动和产业链、供应链的重组对股票市场表现产生了显著影响。值得注意的是，这些变化往往是意外发生的，而非市场预期内的结果。

除了股市，我们还关注了其他资产价格的变化，如黄金价格、原油价格以及人民币兑美元汇率等，但这些变化与主要股市之间的联系也不明显。

在我看来，影响资本市场的主要因素有以下五点：

**1. 外部环境。**过去是经济增长和效率优先，如今很多国家都是安全优先。美国等许多国家都在考虑供应链的本土化。货币政策在疫情后也经历了较大波动。此外，

国际投资的风险偏好也在生变。这些都是外部环境对市场的直接影响。

**2. 经济基本面。**宏观数据往往呈现乐观趋势，但微观层面的体验可能存在偏差。这种差异导致了对经济基本面认知上的分歧。同时，经济信息的披露和传导过程中可能受到不同因素的干扰，影响市场对信息的理解。

**3. 调控政策。**稳经济政策和稳市场政策有时出现脱节，局部与全局政策之间可能产生冲突，政策在不同阶段之间也可能发生较大变化。这些政策层面的不协调和矛盾，向市场传递了模糊的信号，影响了市场的稳定与预期。

**4. 资本市场本身。**自1990年上海证券交易所正式开业以来，我国资本市场的定位和功能经历了从混乱到逐步清晰的过程。然而，目前市场治理能力和治理效果

尚未完全成熟，制度安排（如审批制、核准制和注册制）在执行中仍存在透明度不足和可预期性不强等问题，这些都会影响市场对资本市场的信心和信任。上市公司本身也面临着合规性、质量、竞争力及产业引导力等多方面的挑战。此外，投资者结构以普通投资者为主，缺乏一流的投资机构，这也影响了市场的稳定性和成熟度。还有市场供求关系的变化，如新股发行、再融资、减持以及融资融券等因素，以及宏观经济政策中的货币政策对市场资金供求的影响也影响市场变化。同时，对市场违法行为的查处力度也影响着市场的健康发展。资本市场本身需要通过加强监管、完善制度、优化投资者结构等，以实现稳定和健康发展。

**5. 多种风险交织。**2023年中央金融工作会议指出，“金融领域各种矛盾和问题相互交织、相互影响，有的还很突出，

经济金融风险隐患仍然较多，金融服务实体经济的质效不高，金融乱象和腐败问题屡禁不止，金融监管和治理能力薄弱。”多种风险因素对市场产生了显著影响，这使得准确判断市场表现变得尤为困难。投资者由于感受各异，市场反应自然不尽相同。

## 资本市场的改革方向

当前，我国金融市场正处于由乱至治的转型阶段，新的定位已然明确。这一新定位在中央金融工作会议上被明确提出，即构建现代金融机构市场体系，确保资金能够顺畅进入实体经济。资本市场作为其中的重要一环，被赋予了更加明确的枢纽功能。这一功能不仅要求市场能够高效传递资金，更重要的是信息的传递，包括资本市场反映出的各类信息以及市场信心的传递。

为实现这一目标，需进一步完善股票

发行制度，发展多元化的股权融资，并提升上市公司质量，同时培育一流的投资机构和投资银行。

总体而言，这一新定位强调了市场规则的强化，旨在构建规则统一、监管协同的金融市场，进而促进长期资本的形成。这与传统的以银行为主导的金融体系有所不同，因为银行在提供长期资本方面存在局限性，主要依赖于借贷业务，而资本市场则具有信息透明度高、价格灵敏等优势，能够更好地通过价格信号实现资源配置和政策传导。此外，资本市场还具有风险分担、利益共享的特点，能够更有效地将风险传递给具备相应风险承担和辨别能力的投资者，但这一机制的建立仍面临一定挑战。

在当前的金融环境下，优化融资结构、稳定宏观杠杆率等措施对于维护金融市场的稳定至关重要。对于资本市场而言，提高上市公司的质量、加强对外开放以及维

持市场的稳健运行等策略同样不可忽视。

关于提高上市公司质量的问题，关键在于三个环节：

首先，在 IPO 阶段应严格筛选，确保优质企业上市；

其次，在运行过程中，应加强监管，确保公司规范运营；

最后，在退市环节，应加快不良公司的退出，维护市场的健康生态。

这些制度建设目前正稳步推进中。

对于市场风险的防控，应通过监管实现早识别、早预警、早暴露、早处置。市场作为风险揭示的重要平台，能够清晰、及时地暴露风险，有助于我们从整个金融体系和经济的角度更早地识别风险所在。特别是在支持科技创新方面，资本市场应能够迅速揭示和展现科技创新过程中的风

险和不确定性，使投资者能够及时了解风险状况，从而做出合理的投资决策。

此外，加强监管、防范风险还需注重欺诈行为的防控和引导市场预期。市场预期作为市场信心的重要体现，对于维护市场稳定至关重要。因此，如何通过有效的监管和引导来展现市场信心、引导市场预期，是当前资本市场监管工作的重要方向。

最新的改革措施“国九条”的发布，标志着我国对资本市场的要求更加系统、全面。与前两次“国九条”相比，本次突出强调了资本市场的政治性和人民性，这是我国资本市场发展的独特之处。同时，“国九条”中的各项规定将对未来市场的发展产生深远影响，为资本市场的建设和发展提供了长远的指导方向。

# 屠博<sup>5</sup>：新“国九条”对一级股权投资和 IPO 市场的影响

过去十几年，我主要在企业投融资的一线做具体项目，帮助上市公司做并购重组和再融资，也曾作为保荐代表人辅导企业上市。在我看来，这次“国九条”的出台以及相关政策的影响范围是比较大的。

## 新“国九条”的历史背景

国务院于2024年4月12日出台了《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（国发〔2024〕10号）。这是继2004年、2014年两个“国九条”

5. 屠博：北大国发院 EMBA 校友、《成功 IPO》作者。

之后，时隔 10 年，国务院再次专门出台的资本市场指导性文件。

2004 年的“国九条”提到了关于股权分置改革的任务，即“积极稳妥解决股权分置问题。规范上市公司非流通股份的转让行为，防止国有资产流失。”经国务院批准，中国证监会于 2005 年 4 月 29 日发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，宣布启动股权分置改革试点工作。

2005 年 5 月末至 2006 年 6 月初，A 股 IPO 暂停。

2014 版“国九条”提出，“到 2020 年，基本形成结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系。”同时提出培育私募市场的要求，具体内容包括“建立健全私募发行制度”和“发展私募投资基金”。在此之后，私募股权

投资行业得到了极大发展。在 2014 版“国九条”发布前，2012 年 12 月 28 日，中国证监会发布了《关于做好首次公开发行股票公司 2012 年度财务报告专项检查工作的通知》。

2012 年 11 月中旬至 2013 年 12 月，A 股 IPO 暂停。

以上两次“国九条”出台前后，都曾出现过 IPO 暂停。这两次 IPO 暂停是过去 30 年中持续时间最长的两次，而这两次暂停之后，上证指数都呈现了一直上扬的走势。

## 827 新政的效果与问题

在 2020 年 -2023 年这四年间，成功实现 IPO 的上市公司数量共有 1702 家，而整个 A 股市场的上市公司数量合计是 5300 多家，这意味着 A 股市场中有三分

之一的上市公司都是在过去四年上市的，因此 IPO 市场的降速是可以预期的。过去四年，A 股各板块成功 IPO 的上市公司数量分别为，2020 年 437 家，2021 年 524 家，2022 年 428 家。到了 2023 年则为 313 家，上市公司数量已经有了明显的下降，是近 4 年来最低。

2024 年 1 月 1 日至今，A 股各板块成功 IPO 企业数量为 35 家，其中上证主板 7 家、深证主板 4 家、科创板 5 家、创业板 10 家、北交所 9 家。按照这个节奏发展下去，2024 年全年成功 IPO 企业的数量预计约为 100 家左右。尽管大家对于 IPO 数量下降趋势有所预期，但从 2023 年的 313 家降至 2024 年 1 月至今的 35 家，这样的降速还是出乎所有人的意料。

再看新增的申报交易所审核的拟上市公司数量。一般情况下，每个季度末，尤其是 6 月末和 12 月末是各板块受理 IPO

企业申报的高峰期。但在 2023 年，这个趋势有了两个大的变化，其一是由于全面注册制于 2023 年 2 月 17 日正式落地，主板 IPO 项目从证监会平移至交易所，导致 3 月的新增受理数据出现异常；其二是受 2023 年“827 新政”影响，2023 年下半年开始，各交易所 IPO 项目受理量显著下降，其中沪市和深市在 10 月、11 月甚至出现“零受理”的情况。受理数量下降的情况延续到了今年，惯性效应导致 2024 年 1 月 1 日到 5 月新增受理的 IPO 项目一共只有两家，都在北交所，其他各个板块全都是零。这就是 IPO 降速给我们带来的切实感受。

“827 新政”的具体内容我认为可以简单概括为三点：

1. 证监会统筹一二级市场平衡，优化 IPO、再融资监管安排。

2. 证监会进一步规范股份减持行为。

3. 证券交易所调降融资保证金比例，支持适度融资需求。

综合来看，以上三点政策的实质就是一级市场要进行 IPO 降速，二级市场既要规范股份减持行为，又要调低融资保证金，实际上是一二级市场的政策联动。这也传递出很明确的信号：支持股市上扬。

但是，“827 新政”后，上证指数并未如预期的上行，反而一路探底，这在很多人的意料之外。毕竟在前两次长达 1 年多的 IPO 暂停结束后，A 股市场最终都迎来了新的牛市。正是在这样的背景下，新“国九条”登场了。这样的解读并非我个人的思考，而是源自新任证监会主席对新“国九条”的官方解读，即“针对去年 8 月份以来股市波动暴露出来的问题，要及时补短板。”所以这次新“国九条”最大的特

点就是目标导向、问题导向，话风直白简单，通俗易懂。

## 新“国九条”的重要目标与挑战

### 1、解决资本市场存在的主要矛盾

1) 上市公司质量与二级市场股价之间的矛盾：上市公司的质量和股价到底有没有关系，我们也没有定论。然而确实有部分企业在上市之后业绩变脸，也有部分企业有账面利润却没有足够的现金流来支持分红。这些企业都无法为股价提供有力支撑。

2) 二级市场股价与一级市场投资之间的矛盾：由于二级市场股价不振，导致一级市场投资人即便有了退出渠道，也并不代表着可以赚钱。有时甚至是企业上市了，一级市场的投资反而亏损了，这时候退出反而亏得更多。

3) IPO 放缓与一级股权投资之间的矛盾：IPO 仍是一级股权投资市场的重要退出渠道，IPO 放缓，导致一级股权投资市场的投资人无法退出，增量资金持币观望，不利于对创新创业企业的投资。

## 2、构建多层次资本市场架构

现在的资本市场，其主线任务就是构建多层次资本市场架构，从非公众公司到新三板再到 A 股，每一个板块都承载着自己的任务。

以创业板为例，从 1998 年提出创业板，到 2009 年 10 月份第一批创业板公司上市，中国花了 11 年时间才推出了创业板。在此过程中，2004 年的“国九条”也提到了创业板改革，那时曾推出了一个过渡板块“中小板”，其实就是为了分步实施创业板改革所做的努力。

时间来到 2019 年，构建多层次资本

市场进入加速期。2019年7月22日，首批科创板公司上市交易。2020年8月24日，创业板改革试点注册制正式落地。2021年11月15日，北京证券交易所揭牌开市，同步试点注册制。2023年2月17日，全面注册制落地。至此，我国用了二十多年的时间，终于建成了多层次资本市场架构，能够和国际上其他资本市场比肩。

### 3、多层次资本市场的底色是创新

A股各个板块的定位不同，比如北交所是专精特新，是服务创新型中小企业的主阵地。科创板聚焦黑科技、硬科技。创业板则是聚焦“三创四新”。不难看出，多层次资本市场的底色就是创新。

新“国九条”也明确提出，“推动股票发行注册制走深走实，增强资本市场制度竞争力，提升对新产业、新业态、新技

术的包容性，更好服务科技创新、绿色发展、国资国企改革等国家战略实施，更好地助力中小企业、民营企业发展壮大，促进新质生产力发展。加大对符合国家产业政策导向、突破关键核心技术企业的股债融资支持。”

简而言之，这些做法的目的只有一个，就是为了鼓励创新，支持创新创业企业的发展，这是我们多层次资本市场的核心任务。

#### 4、谁在投资创新？

关于这一点有非常多的数据口径，我们选取了相对折中的。当前，国内股权投资市场的资金来源主要是人民币基金，2023年，人民币基金的募资规模超过1.5万亿，该数字在2019年为0.92万亿。其中，政府平台及引导基金的认缴出资金额近0.62万亿，占比超过40%。

如果从国资属性的维度来看，国有控股和国有参股的资金合计已超过 75%。按照一些头部机构的分析，这个数字可能已经超过 80%。由此也引发了一种疑虑：占比 80% 以上的国资如何能支撑高风险的创新创业？

## 5、谁在 A 股实现退出？

根据我自己的统计，2023 年全年，共有 111 家上市公司发生了 383 次一级股权投资退出事件。其中，地方国企退出事件 82 次，民营企业退出事件 259 次（含持股平台退出事件 83 次），因此退出的主体还是国企和民营企业。

在地方国企的退出数据里，深创投在 7 家上市公司有 11 次退出事件；苏州元禾在 5 家上市公司有 5 次退出事件；合肥建投亦有 3 次退出事件，这个数据与我们熟知的合肥模式、深圳模式、苏州模式是一

致的。但是，民营机构的退出情况却极度分散，在退出数据里，产业类的小米公司、中芯聚源、哈勃投资等，以及少数创投类的达晨创投、天堂硅谷等知名机构，合计占比不到 20%。

## 6、股权投资市场中的资金格局已经迭代

新“国九条”中提到，要大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量，建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。

2024 年 4 月 30 日的政治局会议也强调，要因地制宜发展新质生产力，要加强国家战略科技力量布局，培育壮大新兴产业，超前布局建设未来产业，运用先进技术赋能传统产业转型升级。要积极发展风险投资，壮大耐心资本。

我认为在当前以国资为主的资金布局下，上述政策的落地的可能性非常大。具体的实施政策仍有待继续观察。

“耐心资本”是4月30日政治局会议上提出的热词。三年前，我的同学戴文倩曾在黄卓老师指导下写过一篇《耐心资本支持创新发展的问题和对策——基于中国股权投资基金的案例研究》的文章，其中提到，“耐心资本”就是用长期的钱支持更多的企业。“耐心资本”具备期限较长、风险承受能力较高、在不确定性条件下愿意牺牲短期利益换取长期经济和社会回报等特征，与创新周期长、风险大、不确定性高的特点相匹配。

当下，中国经济增长模式已转变为创新驱动型。如果中国要实现经济高质量发展，就需要实现产业升级转型，从根本上就是要求创新，这就需要考虑金融体系未来能否提供耐心资本。随着中国创新能力

的持续进步，中国创新发展对耐心资本的需求也日益加大。中国股权投资基金作为中国创新发展的重要力量，实际上不耐烦的现象比较突出。

## 7、关于提高上市公司质量——长牛之策

如何提高上市公司质量，在新“国九条”里有三句话：严把发行上市准入关，严格上市公司持续监管，加大退市监管力度。当前，我们资本市场的制度底座已经发展迭代，新《公司法》、新《证券法》和《刑法修正案（十一）》等构成了立体追责体系，是新“国九条”里这三句话实施的重要保障，可谓是“长牙带刺、有棱有角”。

具体来看，《证券法》大幅提高了中介机构违法违规的行政责任，并规定了证券特别代表人诉讼制度，提升了追究中介机构民事责任的效率和威慑力。《刑法修

正案（十一）》将保荐人纳入提供虚假证明文件罪和出具证明文件重大失实罪的犯罪主体，中介机构人员在证券发行、重大资产交易活动中出具虚假证明文件的，最高可判处十年有期徒刑，健全有效的中介机构事后责任追究机制得到逐步完善。

## 对于个体选择的一些思考

**1. 要有耐心：**在市场里需要更多一点的耐心。过去四年间有 1700 多家公司上市，但这并不意味着上市是一件又快又简单的事。一般而言，一家企业想要上市，都要从五年计划开始做起，首先确立五年后成为上市公司的目标，以此倒推公司在三年后应当需要具备什么条件，而后再倒推公司在当下的这一年需要完成哪些准备工作。今后，五年规划只是最保守的一种估计，有些企业甚至需要更长时间的准备，因此需要更多的耐心。

**2. 要奔跑：**很多人认为现在 IPO 降速，某些具体的行业也面临着降速的问题，感觉时刻都有一盏红灯立在自己面前。在我看来，红灯出现时首先要判定自己的位置，如果距离还远，那么此时应该加速而不是减速。“红灯期”亦是准备期，这是市场周期带给尚未启程之人的机遇，抓紧时间找到自己的天时、地利、人和，才是要义。

**3. 靠自己：**在投资国内 A 股拟 IPO 企业的领域里，国资系投资机构（国资资金）已成为绝对的主角。与此同时，本土化投资机构也在迅速崛起。那些美元基金逻辑下的知名机构的表现却正在走下坡路。在过去几年，国资系与本土民营背景为主的投资机构支持了大量创新型企业的发展。国内资本市场的资金供给格局已经发生很大变化，未来很有可能会崛起相当数量具有真正本土特色的投资机构。结合当下的环境，我认为以后可能要更多地靠自己。

# 02.

## 产业观察

编者按：

今年全国两会上，“创新药”一词首次出现在政府工作报告中。其中提到，“加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。”

如今我国创新药产业已步入发展快车道，正加快形成新质生产力。数据显示，目前全球范围内在临床研究状态的药物有13537款，中国企业原研或者参与开发的



有 4774 款，占全球的 35%，居世界第二。从 2023 年开始，国产创新药授权出海出现了“井喷”现象，中国创新药企收入规模不断攀升。国产创新药的发展中，我们应该关注什么？

本期【产业观察】栏目的首篇文章中，北大国发院经济学教授、北大全球健康发展研究院院长、多次担任国家医保局药物经济学专家组组长的刘国恩，就中国创新药发展的现状、挑战和未来趋势，如何通过医保谈判和政策调整来平衡创新药的研发、市场准入和患者可及性等问题进行深度解读。

本栏目的其余三篇文章来自我国创新药的实战前线——北大国发院传播中心主任王贤青分别采访了疫苗创新领域的杰出代表康希诺生物、专注质谱检测的豪思生



物，以及医药产业的资深投资人王嘉。希望他们基于不同专业角度的分享有助于大家更深入地理解中国生物医药产业的创新机遇与挑战。

---

**刘国恩：谈一个好价钱的前提是真正有好的药品上市**

**康希诺生物：疫苗产业的新质生产力之道**

**豪思生物：质谱检测的基本点与医药创新的支撑点**

**王嘉：中国生物医药产业的特质与投资参考**

北京大学国家发展研究院  
National School of Development

30th Anniversary  
1994-2024



# 刘国恩<sup>6</sup>：谈一个好价钱的前提是真正有好的药品上市

## 中国创新药出海带来的好处

创新药物的研发不仅要有巨大的投资，还要花很长的时间。美国研发一款新药平均要花费 20 亿美元，包括研发失败的。根据我们团队对中国多家创新药物研发企业的调研，参照美国的计算方法，中国一款新药的投入为两亿多美元，研发时间都在 10 年以上。

6. 刘国恩：北大博雅特聘教授、国发院经济学教授、中国卫生经济研究中心主任、全球健康发展研究院院长，教育部经济学长江学者特聘教授。本文为瞭望智库对刘国恩教授的专访。

巨大的投入，需要相应的回报才能支撑药企在创新药上持续发力。考虑到经济发展水平和居民的支付能力，以及医保筹集的资金和能够为全民医保买单的力度，尽管国内市场规模大，目前还是有中国发展阶段性的难度。【注：据中国政府网报道，目前我国人均 GDP 超过 1.2 万美元（约 8.7 万元），2023 年人均可支配收入为 39218 元，正处于居民消费结构快速升级时期。】

这种情况下，如果中国的创新药物能够走向国际，将会为药企带来更多的回报，从而为他们继续开展医药研发创新提供保障。比如在去年，中国研发的一种抗癌药物（特瑞普利单抗）获得美国食品和药物管理局（FDA）的批准后，在美国的市场售价是在中国的 30 多倍。并且美国创新药价格的医保支付折扣力度也不大。

因此，我认为更多的中国创新药出海，

是非常好的一件事。

与此同时，当中国的创新药在国际市场上得到一个比较好的回报时，这些药物就有更大的可能性进入国内全民医保，从而为我国居民提供支付得起的药物供应。这两者是相辅相成的，不仅仅是药物领域，世界上很多创新的技术和产品都有着类似的高价先行再惠及大众的过程。

需要注意的是，中国药品要走向国际，相关数据与法规，比如开展临床研发过程中的数据共享，就成了非常重要的要素。目前，国内已经有这样的医药数据平台正在做。国内药企只有注意到这些条件的准备，才可能满足药品申请上市国家的相关要求。

## 创新药的分类与特点

所谓羊群效应，也叫“从众效应”，

体现在药物研发领域，就是大家看到一个新的靶点、一个新的赛道，就会蜂拥而上，集中在这个靶点或赛道上进行研发和投入。我认为，它客观上反映了我国目前的药物研发还处在 0 到 1 之后的 1 到 10 的应用创新阶段。

药物的创新可以分为两大类：

一类是原靶点创新，这是真正意义上的从 0 到 1 的创新，我们称之为原创型创新；

另一类是既有靶点创新，有些药理或者药方已经被揭示出来，在此基础上进行应用或优化创新，被称为应用型创新（1 到 10）。

如果说创新面临巨大的不确定性风险，那么原创型创新的风险远高于应用型创新。一旦有了新靶点被揭示出来，那么做靶点后的研发相对来说不确定性没那么高，投入也就没那么大，因此药企在 1~10 这个

阶段上聚集，正好是发挥了后发的比较优势。大家都想做 0~1 的研发，但实力基础、资金规模等条件尚需匹配。

美国原创型研究的主要资金来源是联邦政府，联邦政府每年投入到药物原创研发的资金是高校和企业投入总和的好几倍。例如，美国国立卫生研究院（NIH）是政府支持医药研发投入的最大机构，其每年投入的资金高达 480 多亿美元，约占联邦预算的 1% 左右，这还未包括其他渠道和地方政府的医药研发投入。相比之下，我国对原创药物研发的财政支持还未达到那么大的力度。

我国企业更多地还是集中在 1 到 10 的赛道上，因为企业投入是市场行为，更倾向于选择相对来说风险小的投入。

如何促进原创型创新的产生？我们建议，国家在力所能及的前提下，加大对原

创型创新药物研发投入的力度。然后把确定性相对较高的应用型创新更多地交由市场主体来完成。市场主体可以根据市场供需来判断，并依据市场竞争择优原则来主导对研发资金的投入。如果这两种创新投入的主体能够分工明确，各司其职，相信随着时间的推移，随着国力的进一步增强，国产创新药在这两个类别上会有更好的表现。

## 如何让百姓用上更多的创新药？

全民医保着眼的是广覆盖、保基本，所以保障的大头一定是临床上有效、可及、还支付得起的药品和服务。

国家医保目录，应在保障安全、有效，且可支付的药物得以保障的基础上，力所能及地把能够支付且必需的一些新药纳入到基本医疗保险目录里面，为一些重症患者、罕见病患者提供“物有所值”的保障。

对于大多上市的新药，可以通过商业医保等多层次医疗保障措施惠及更多有需求的人群。这些新药获得更好的合理支付后，不仅可以持续研发创新，也有了更好条件加入全民医保。此外，如果出海成功更好，国际市场的大循环也参与进来，形成一个不间断的良性循环互动。

步入信息时代后，数据已经成为一种越来越重要的生产要素，医疗数据的共享是能否更好地推动商业医疗发展的一个重要条件。例如，商业医保需要全民医保的数据分析为基础，才能制定出科学合理的商业医保产品，从而更好满足病人的需求，同时保证企业的正常运行。商业医保发展好了，反过来对全民医保也有好处，二者之间不是对立的关系，而是相互促进、竞争和互补关系。

如何在安全的基础上实现数据共享？尤其是当这些数据涉及基因、健康等隐

私，这是所有国家都面临的问题。我认为可以参考借鉴国际经验。美国在伦理方面的要求相当高，但在数据开放上尺度也很大。例如，美国有一个全美居民健康服务队列调查（medical expenditure panel survey，简称 MEPS），覆盖了上万户美国代表性居民一年四季的医疗服务使用的详实个人数据。在信息脱敏后，全社会都可以应用这些数据开展研究，国外机构也同样可以方便的下载分析。从上述经验来看，对数据安全隐私的保护和数据的有效使用其实并不矛盾，而是可以相容发展的。

## 促进医药创新，需要好的环境

要促进中国的医药创新，需要好的大环境，而好的大环境要具备以下几个特点。

第一个是社会具有包容性。整个社会要对原创研发理念有包容性，有些创新可能是错的，如果要求每一项创新的结果都

必须正确、不能错误的话，创新者的压力会太大。所以，社会的包容机制非常重要，没有企业能保证每次创新都能成功。其实不管是成功还是失败，都是整个社会对未来的探索，在这个过程中，必然有些人很努力、很专业，再加上运气也好，获得了成功，也必然还有很多人可能就是运气不好，没有成功。

所以，包容机制非常重要。如果没有包容机制，新的尝试不能够得到肯定，反而受到非常多的制约，那么人们就不敢从事风险很大的创新工作。因此，好的大环境要具备的第一个特点就是具备包容性，包容性的社会、包容性的机制非常重要。

第二个是专利保护。因为创新的不确定性很高，有人把药品创新形容为九死一生，通过巨大投入、努力加上运气成功研发出来一个新产品非常不易，社会需要对新产品给予真正的专利保护。专利的保护

期通常是 20 年，但进行产品研发可能耗了 10 多年，剩下的专利独享期不到 10 年。

大家对专利保护应该不反对，但是专利保护其实有两个层面的内涵。一个层面是对创新技术的保护，这个层面大家应该都非常清楚了。第二个层面，对企业来说，专利保护的真正价值在于新技术的市场定价权。美国商务部门口挂有一个牌子，上面写着林肯谈专利时讲到的一句话：“专利制度是给天才之火浇上利益之油。”

过去几年，我有幸参加国家医保目录的调整工作，负责开展药物经济学的评价，站在国家医保的角度，代表民众进行医保服务的集体购买，当然希望谈一个好的采购价钱。但我们不能因此忘记，能够谈一个好价钱的前提是真正有好的药品上市，如果创新产品不出来，我们有钱也买不到，二者本质上并非对立。所以，医保和企业其实是相辅相成的，只是怎么在当下和未

来之间寻求一个最佳平衡，既能让民众更快更经济地用上新的好药，同时也有利于企业的可持续发展和研发投入。

第三个是拥有良好的法治。良好的法治环境是使一个社会的规则具有稳定性、可信性的重要保障。医药研发周期长、投入高、风险大，最怕非市场因素的变数太大。中美两国的医药研发都表明，一款新药的研发周期平均在 120 个月以上。如此长的投资周期，如果缺乏基于法治的政策、规则的稳定性，相关政策说变就变，会严重制约医药研发和创新投入。所以法治特别重要，法治越健全，企业家对市场的判断越有真正稳定的预期，从而更好地进行长期投资的决策安排。

如果我们能够迈向更具包容性的社会，进一步合理保护创新药物的专利技术和定价责权，加强高质量的法治建设和法治实践，让企业家对市场的判断具有稳定预期，

我们人口大国的优势不仅能够更好发挥在现代服务业当中，也能发挥在涌现出更多更好的科学家和企业家的过程中，从而为中国医药产业的创新发展提供必需的人力资本和技术力量。

## AI 扮演了怎样的角色？

据公开报道，目前还没有一款完全由人工智能（AI）设计的药物上市。AI + 的迅速发展，令人们对 AI 制药的兴趣和期待日渐浓厚。关于当前大火的 AI 制药，我对其作用有如下不一定专业的看法：目前 AI 制药的角色是基于人类社会已经发生的相关数据，进行庞大的、全面的、深入的、高效的计算以后形成分析。

而所谓创新，用美国经济学家熊彼特的话讲叫做“创造性的破坏”（Creative destruction），即这个事在世界上没有发生过。据我理解，当下的 AI 还没有达到那

个创新阶段。比如前段时间很火的由 AI 根据文字提示而创作的视频中，一位女士步态自然地走在街上，有天空，有背景环境，栩栩如生。但她的头发、鼻子、眼睛、嘴巴可能分别来自世界上某个人，而非凭空创造出来。

如果未来 AI 能像人类大脑一样，形成“创造性的破坏”的理念，那么 AI 设计研发原创性药品的成功落地就指日可待了。

# 康希诺生物：疫苗产业的新质生产力之道

## 疾风知劲草：康希诺生物的埃博拉与新冠之役

2014年，埃博拉病毒开始肆虐西非多国，美国作家普雷斯顿《血疫：埃博拉的故事》详细地描绘了这种病毒的恐怖场景。当时有一种说法，“埃博拉病毒和中国可能只是一架飞机的距离”。中国在非洲有大量的投资项目和建设人员，虽然民间尚不了解这种遥远的病毒，但支援抗疫、防范病毒侵入已成为当务之急。因此，“埃博拉病毒病疫苗”作为一级生物制剂快速立项研发。

中国在此类疫苗的研发上已经有一定的技术储备，康希诺生物当时拥有中国大

陆先进的腺病毒载体技术平台，两者堪称天作之合。康希诺生物的这项技术优势要回溯到2011年。当时公司正和加拿大头部疫苗企业合作开发一个以腺病毒为载体的技术平台来推进结核病疫苗的研发。肺结核一直是中国医疗体系中的“大病”，疫苗需求量较大，康希诺生物创始团队希望能够通过该技术平台来推动中国结核病疫苗的发展。

此后几年，康希诺生物的科学家沉淀了一些科研成果，尤其是腺病毒载体的技术平台逐步搭建成型。这才使得当国家出现战略性需求时，康希诺生物得以迅速投入其中。针对埃博拉病毒疫苗，康希诺生物的科学家和相关科学家团队迅速赶赴塞拉利昂，之后深度合作完成了埃博拉疫苗的工艺开发、质量标准确认及量产等工序，有效地支援了西非地区中国维和部队等机构的抗疫工作。

2017年，康希诺生物埃博拉疫苗获批上市，成为亚洲唯一、全球第三个上市的埃博拉病毒疫苗。此役也令康希诺生物一战成名。

此后，康希诺生物持续在以腺病毒为载体的技术平台上研发结核疫苗多年，成果丰硕，其中结核病加强疫苗有望助力中国填补该疾病领域的空白。

当新冠疫情汹涌来袭时，具备先行技术优势的康希诺生物表现抢眼，自主研发的一针有效腺病毒载体的新冠疫苗实现了行业突破，并全球首创吸入用新冠疫苗。虽然该疫苗正式推出之际已是抗疫后半程，但这款产品的划时代的意义不容忽视。看似偶然的机遇，见证了疫苗领域坚持自主研发的价值。

## 咬定青山不放松：聚焦优势疫苗的自主研发

疫苗是一个长周期的领域，技术实力与专注力都必不可少。

康希诺生物是科学家创业，宇学峰、毛慧华、邱东旭、朱涛等人组成的创始团队具备国际头部疫苗公司的丰富工作经验，他们天生喜欢技术导向。从2009年创业到2021年，康希诺连续投入研发、几乎没有收入。抗疫阶段，康希诺生物因为新冠疫苗而收入大增，但随着三年疫情结束，新冠疫苗生产退潮，公司财务压力再起。2022年，康希诺生物的二价流脑结合疫苗以及国内独家四价流脑结合疫苗陆续获批，形成新的财务增长点。

疫苗自主研发是一条艰难的路，国内疫苗产业大多选择代理西方先进的疫苗。康希诺其实有很多的国外合作代理资源，

但创始团队“偏向虎山行”，从一开始就明确“专注研发”的定位——研发更安全、有效的疫苗，做出更具备工艺质量和性价比的产品，推动中国疫苗产业迎头赶上。

成立至今 15 年，康希诺生物坚持不做其他公司疫苗的仿制品，研发就选最难的骨头啃。同时，与传统医药渠道卖产品不同，康希诺生物销售人员需要对疾控端、消费者端进行大量带有学术研究性质的教育沟通工作。

通过十五年发展，康希诺生物打造了一支国内领先的科学家队伍（员工中硕博士占比 62%），建立了新一代疫苗研发及生产技术平台（病毒载体疫苗技术、合成疫苗技术、蛋白结构设计和 VLP 组装技术、mRNA 技术、制剂及给药技术），及依托该等技术平台初步形成的较为完备的疫苗研发体系（覆盖 10 余种疾病的多种疫苗），同时公司拥有符合国际标准的疫苗生产能

力及质量管理体系。

康希诺生物目前的主要业务集中在进口替代、国产疫苗升级换代和全新疫苗研发三大方面：

**一、进口替代。**进口替代有两方面重要背景：首先，疫苗不是普通商品，事关国家公共卫生战略安全，保障人民群众身体健康的职责不可能完全交由海外企业去承担。以新冠疫苗为例，中国为了保障战略安全，疫情期间对五条技术路线的新冠疫苗接种研发全部予以保障支持；其次，很多进口非免疫规划疫苗疗效好、性能优良，但价格昂贵，定位在高端。非免疫规划疫苗属于公民自愿且自费接种，国产疫苗通过实现进口替代有助于推动优质疫苗造福更多人。以肺炎结合疫苗为例，此前多年我国高度依赖国际巨头辉瑞，康希诺生物目前已经申报注册、预计于明年上市的十三价肺炎结合疫苗有望实现这一领域的

进口替代。

**二、国产疫苗迭代。**这是康希诺生物赋能行业的价值体现。我国疫苗产业整体水平和西方还有一定的差距，免疫规划疫苗（指政府免费向公民提供、公民应当按照政府的规定接收种的疫苗）中一些产品还在采用较传统的制作工艺，对这些保障性疫苗进行升级换代意义重大。例如，我国免疫规划疫苗中的传统二价流脑多糖疫苗保护范围有限，西方国家主流已经使用四价流脑结合疫苗。康希诺生物当前推出的四价流脑结合疫苗，是我国目前唯一一款能够保护四个亚型的流脑结合疫苗。同时，康希诺生物目前推出的组分百白破疫苗也有望改善免疫规划疫苗中还在使用共纯化百白破疫苗技术的局面，可以对百日咳等疾病进行更好预防。

**三、全新疫苗研发。**研发全新疫苗产品，填补目前国内乃至国际空白。康希诺生物

有志于此。例如2017年获批的埃博拉疫苗，创造了亚洲首个、全球第三个上市的纪录，成为国家战略性产品；2021年康希诺生物一针有效、腺病毒载体的新冠疫苗也实现了我国零的突破；康希诺生物在自己的技术平台上全球首创吸入用新冠疫苗，在疫苗发展史上意义重大。

## 不畏浮云遮望眼：疫苗产业新质生产力的关键点

疫苗是生物医药行业的重要组成部分，而生物医药是典型的“新质生产力”。聚焦“新质生产力”，疫苗产业实现高质量发展有四个着力点：

第一，着力于那些未被满足的需求，多做创新工作。我国疫苗产业（新冠疫苗除外）目前集中度较低，疫苗生产企业数量较多，总量大，但创新品种相对稀缺。行业要把主要精力从仿制疫苗生产转向研

发和创新，需要把全行业资源集中到临床需求并未被充分满足的方向，例如，当前很多疫苗都面向儿童市场，成年人需求的疫苗仍然有很大市场空间。

第二，着力于全球竞争，推动中国疫苗产品技术的全球领先性。原始创新能力不足、重点领域高端产品依赖进口等问题是我国疫苗产业的痛点。疫苗研发尤其应该避免使用已经落后的技术路线，否则技术差距会拉大。

第三，着力于产业与资本的良性融合。疫苗产业前期研发投入多，从立项研发、临床验证到最后的审评审批，全流程耗时久，投资回报周期长。这对坚持疫苗自主研发的企业是很大的考验。康希诺生物2019年3月于港交所主板上市，2020年于上交所科创板上市，成为首只“A+H”疫苗股。这对于公司有更多精力、更深厚的实力专注于研发非常重要。

第四，着眼于全球市场，与世界巨头竞争。中国市场虽然广阔，但更大的市场在海外。随着新冠疫情爆发，莫德纳 (Moderna) 等新兴公司异军突起，疫苗四大巨头辉瑞 (Pfizer)、葛兰素史克 (GSK)、默沙东 (MSD)、赛诺菲 (Sanofi) 主宰行业的格局一定程度受到挑战。全球疫苗市场也进入增长爆发期，行业竞争加剧。通过此次新冠疫苗研发的历练，中国疫苗企业积累了一定的技术优势和现金流，变局之中，中国疫苗企业走向海外正当其时。这一过程中，中国企业需要学习国外的免疫规划策略、付费及供应体系。目前，康希诺生物先后与墨西哥、巴基斯坦、马来西亚等国合作，全球化布局正在提速。

## 雄关漫道真如铁：疫苗产业的改革空间

过去十几年，政策、资本、全球化、技术的时代红利推动了我国疫苗产业快速

发展，缩小了和国际巨头的差距。但前路依旧漫漫，需要而今迈步从头越，通过改革创新，为未来的发展铺平道路。

**改革监管。**疫苗行业的特性决定了疫苗企业一定会走出去参与全球竞争，国际竞争要过的第一关是国内的监管。原因有二：一是疫苗与很多药品领域一样，要先在本土市场打开并积累一定规模，才能去获得全球的认可，否则很难打开国际市场。康希诺生物疫苗出海的过程中，经常会被询问管线中的在研产品于中国何时获批。二是疫苗技术还在追赶中的国家，企业拿到西方发达国家药监许可的难度还比较大，除非具备技术上非常明显的领先性（百济神州能够直接拿到美国 FDA 许可只是孤例）。这也反证了需要国内审批首先予以认可的急迫性。十年前，美国 FDA 的全职审评员有 2000 个，清一色的博士和专家，同时期中国药监的全职审批员只有 120 个

编制，而且中国审评审批的追责机制严格，使审批更谨慎。

**优化支付。**医保让民众花尽量少的钱解决尽量多的医疗问题，国家集采确实显著降低了药品价格，减轻了患者的经济负担。站在企业的角度，仿制药成本相对低、可纳入集采，但原研药的成本太高，集采制度如果无差别对待的话，可能不利于企业持续真金白银地投入研发。因此，我们呼吁对创新药进行单独的市场评估或价格评估，并配套相应的支付体系，给原研药企更大的成长空间，研发更有动力。

**共建生态。**疫苗产业研发周期长、投入金额大、高风险高回报、行业不确定性大。疫苗产业发展，需要政产学研用各界共建生态，共同推进。参照美国的经验，以大学、科研院所为主的研究机构，具备“满天星”模式广泛探索技术方向、快速产生技术创新的优势；疫苗企业需要及时将技术落地，

实现产品化，快速推向市场。

总之，疫苗和医药领域的特殊性在于，这是一个高投入、长周期、强监管、行业集中度高的行业。高集中度保证了研发所需的巨量投入可以由大企业保证，同时也便于监管落地。灵活的创新源头、强大的产业实力、高效的行业监管，不仅是疫苗产业高质量发展的现实需求，更是中国疫苗企业走出去服务国际市场的重要保障，乃至中国医药产业、中国药监、中国标准掌握国际话语权的必由之路。中国也应该打造出与美国 FDA 一样的全球公信力。

# 豪思生物：质谱检测的基本点与医药创新的支撑点

## 质谱检测的“创一代”

满足人民日益增长的对美好生活的需要，已经成为中国新征程非常重要的发展目标。美好生活的重要维度之一就是健康，健康离不开医疗，医疗离不开质谱检测。因为质谱检测不仅有助于医生更精准地诊断病情，而且还有助于及早发现问题，防患于未然，所谓大医治未病。

因此，质谱检测如同医疗或大健康领域里的基础设施，质谱检测行业在国外有数十年的发展历史，相关技术涉及到 14 个诺奖。没人否认这一行业的重要性，但长期以来，这个行业的自主化率极低，绝大多数仪器设备都依赖进口，是一个远离聚

光灯的自主高科技空白地带。

差距或空白也往往意味着机会，能看到机会的人并不少，但真正敢于投身进来，而且能从商业链路上打通的人并不多，作为豪思生物创始人的栗琳是其中富有代表性的一个，被誉为中国第一代“质谱人”。

栗琳是典型的“创一代”，而且是“学而优则创”。她出生于医学世家，几乎从小就在医院长大玩大，大学也在专业上选择医学，尤其是质谱检测专业，拿下剑桥大学 & 维也纳大学联合培养的博士学位。2015年，受施一公的感召回国创业。

栗琳的目标是将质谱检测本土化，但这并不容易。

## 豪思生物的典线与质谱检测的空间

2016年，栗琳正式创立豪思生物。

质谱检测也是一个巨大的市场，栗琳并没有试图跻身很多赛道，而是集中于几项市场需求比较刚性的市场，比如女性孕期之前的维生素等相关检测，成本不高，但对于女性和孩子的未来健康帮助巨大，付费意愿和能力足够。

基于此，公司一点点拓展应用场景，包括药物浓度监测、维生素检测、脂肪酸谱检测、胆汁酸谱检测、儿茶酚胺类激素检测等，帮助心血管疾病、阿尔茨海默症、泌尿系统疾病等多项重大疾病的创新型早期筛查及诊疗评估等，受到用户的高度认可。

专业出身的栗琳没有方法论难题，但设备的自主化是一道坎。国外的设备成本太高，如果没有足够的用户量，成本压力大，而且有悖于自主化的初衷。为此，栗琳作为首席科学家，带领团队从分析化学的设备本土化做起。她们在引进专业设备的基

基础上，一边拆解，做减法，去掉不必要的功能；一边搭建平台，寻找国内的研发机构联合创新。

经过几个月的观察摸索，栗琳还发现中国本土需要的质谱检测设备需要有两个突出特征：

一是效率要求极高，很多用户需要的不仅是检测的精准度，还希望速度快，特别便捷，医生和患者都不想等，也不想自己进到检测间。为此，她们要努力实现“样本进、报告出、速度快”。

二是机器要皮实，耐损耗。国内的门诊量极大，检测操作人员技术相对薄弱，没有时间也没有能力经常做检测设备的精准调试。因此，豪思生物的仪器必须做到非常便宜、皮实、稳定，甚至可以无人值守。

豪思生物在市场上站稳了脚跟，未来发展的空间很大。据栗琳介绍，国外的医

疗保险覆盖的检测目录大概有 400 多项，国内目前只有有 70 多项，如果中国的检测目录能像国外一样丰富，质谱检测每年的国内需求量将达到至少一千亿人民币。

最重要的是，质谱检测能让患者得到更好的精准医疗服务，有助于医院更好地调配医疗资源，帮助国家节省医疗资金。比如，质谱检测可以准确检测出每个人是否缺乏维生素以及所缺的种类，从而进行相应的补剂添加，避免因维生素缺少或者补错带来的疾病。再比如，中国有 3 亿高血压患者，在治疗之前，可以通过质谱检测确定患者是原发型高血压还是继发性高血压，从而制定精准的治疗方案。孕妇补充叶酸可以有效避免新生儿得先天性心脏病，但是从临床上看，有 10% 到 20% 的人无法吸收普通叶酸片中的成分，就可以通过质谱检测确定需要补充的叶酸的种类。

## 生物医药创新的支撑点

豪思生物虽然已经步入快车道，但越往后发展，越需要一个良性的生物医药创新环境。

栗琳表示，生物医药研发和生产属于典型的资本密集、创新周期长、行业集中度较高，是国家的战略性新兴产业。尽管近年来已经在政府的各项政策支持下取得了长足的进步，但是如果想要进一步创新，尤其是突破“卡脖子”的关键技术，就需要有更具耐心的资本伙伴和更具包容性的社会环境。

### 第一，生物医药投资人要更具耐心

生物医药的特点是研发周期非常长，需要投资人的耐心和包容。举个例子，阿多伐他汀（心脑血管现在第一大药物）研发做了14年，仅此类药物就给研制厂商辉瑞带来了巨额的收入。但是在该药研发成

功之前，辉瑞经历了多少失败？之前又有多少的投入？

生物医药行业本身的性质要求投资人更有耐心，更愿意承担风险，支持企业试错，支持企业去做对行业最有价值的东西，而不是仅仅考虑资产负债表和现金流量表，更不是把对生物医药企业的投资当成“银行存款”，按照“储蓄型投资”的模式运营。

为什么国内的质谱检测企业不敢做精密度高的硬科技与欧美企业正面对决？主要原因就是硬科技的失败率太高，资本和社会环境不允许高失败率的尝试。因此企业只敢做一些微创新。如果资本不能对生物医药行业的“高风险、高投入、长周期”特点有正确的认知，就会导致生物医药企业走最保守的路径，那么生物医药的发展必然缓慢，至少不敢从根本上破局。

生物医药行业里最伟大的颠覆性创新，

一定是伴随着巨大的风险。但如果资本都厌恶风险，就没有创新成长的土壤。

此外，资本市场的政策也应该有连续性，应给投资人和企业家稳定的预期。对于生物医药类的企业，上市政策要对创新友好，鼓励企业创新和研发，不能只注重利润。

## 第二，创新药的定价应该更市场化

政府主管部门应在医疗集采之外允许创新药遵循市场化的定价。政府当前对于创新药的参考定价主要考虑的是药物本身的制造成本，而没有考虑在药物研制过程中的巨额研发成本。这导致创新药上市即亏损，销售收入不足以弥补此前的投入，大大降低了企业自研创新药的积极性。

仿制药或者不需要研发的药物，其定价可以遵循成本导向，但是对于创新药，要允许市场化定价，给医药企业合理的利

润空间，这才能鼓励医药企业进行创新药的研发。

### 第三，创新需要理念修正，证明一条路走不通也是贡献

做科学，特别是生物医药创新，需要敢于做梦、敢于满足自己好奇心的人才。而在中国的教育环境下，学生习惯于安全的命题，不太敢做梦，背后的原因在于试错成本太高。但是在生物医药领域，能证明某条路走不通，其实也是一种贡献。希望我们的学校能够改革教育理念，鼓励学生试错，支持学生做梦。

我国社会对于失败不够宽容。事实上，只要参与了创新变革的过程，即使变革不成功，也是伟大的和值得庆祝的。当马斯克试射的火箭爆炸的时候，美国人不是哀叹失败，而是鼓掌欢呼。当我们的社会文化能真正宽容失败、庆祝失败的时候，我

国生物医药的创新就会真正有未来。

#### 第四，建立专业的产学研转化市场

政府应支持建立专业的专利交易市场，培养负责专利技术转让的职业经理人，从而让技术专利转让更加便捷高效。

当前，企业缺乏研发所需的大量资金，高校缺乏将技术应用到实践的手段，如果有专业的职业经理人帮助实现技术专利转让，就能有效提高高校的科研成果转化，也有助于生物医药的创新。

# 王嘉：中国生物医药产业的特质与投资参考

## 从医生到外企高管，再到投资人

王嘉出生于医学世家，耳濡目染之下，大学也选择了学医，并顺利成为一名心外科医生，在北京一家部级医院工作。工作几年后，王嘉有了新的职业发展愿景，他渴望投身医疗产业前沿领域，携手顶尖医疗专家共同培育创新理念和医疗技能，助力整个医疗体系发展。

于是，他加入全球领先的医疗巨头强生医疗，从市场营销工作开始做起。

对医院格外熟悉的王嘉更容易理解医生和患者的需求，擅长换位思考，也熟悉医院系统的运营模式。他积极与医疗专家

建立紧密的学术合作，通过定期的学术交流、项目合作等形式，共同探讨如何将前沿技术与临床需求紧密结合。

晋升至管理岗位后，王嘉打造出一支专业和富有使命感的团队，共同推动医疗产业前沿技术和理念的广泛传播与应用。

在强生做得风生水起之际，王嘉又陷入沉思：他帮助外企把市场做得越好，意味着相同领域国内企业的生存空间越被压制。“有些民企的产品还不错，只是管理和营销能力还有所欠缺。如果自己的能力可以帮助更多的中国民营药企，既促进了本土企业成长，也能降低老百姓的看病成本。”

王嘉决定，用他积累的行业知识和技能，帮助优秀的国产医药企业做大做强。但他的方式不是供职于某一家药企，而是转向医药投资。

2014年，王嘉开始从事生物医药产业的风险投资，参与到行业研究、基金募集、项目投资、投后管理和退出等工作。那时，国内对生物医药领域的投资还处于起步阶段，绝大多数基金都是综合性基金，不仅对生物医药行业的投资额较小，也多以财务投资为主，直到几年后，生物医药领域的专项基金才多了起来。

10年的从业经验，让他对生物医药前沿技术有着比较深入的了解，这帮助他主导了多个体外诊断、医疗器械、医疗服务及数字医疗项目的投资，还建立了广泛的专家网络。

## 如何把握医药投资的原则

王嘉慢慢发现，国内医药企业相比外企有自己的优势，比如在下沉市场的渠道，公司运营的灵活性、决策的高效性，如果有资本支持，它们也有机会成为细分领域

的主角。

这是王嘉个人职业生涯的发展机遇，也是从 10 年前到现在，中国生物医药公司的黄金发展机会。

长期的投资实践，让他也形成了一套严谨务实的投资原则——“物美在先，价廉为辅”。物美，是说项目本身要具备高度的优质性。他提炼出一个“黄金三角”作为项目评估框架，包括正确的团队、优质的赛道以及可持续的商业模式。

第一，正确的团队。他发现“人”的作用格外重要，尤其是项目团队的创始人需要具备正确而坚定的创业初心、正向的价值导向和坚韧的毅力。同时，创始人的学习能力、影响力、洞察力以及执行力，要能足够引领企业不断前行。项目的核心团队，也要具备积极向上的文化、有能力且高度互补的团队成員、良好的稳定性、

高效的管理能力以及健全的公司治理和决策机制。

第二是优质的赛道。优质的赛道要有强大的市场潜力，未来 5-10 年都有良好的发展前景。具体来讲，我们要看行业的供需，市场的竞争格局，技术壁垒，要从宏观、周期、市场及产业链等多个维度进行深入分析。在每个核心维度下，进一步细分出多个子维度进行深入剖析，确保对赛道的全面、深入了解。

第三是可持续的商业模式。商业模式能确保业务本身的盈利性、持续性和高壁垒，不能不赚钱，也不能做一锤子买卖，还要有竞争力，同时要有与之匹配的团队来执行。

在拥有这三“黄金三角”的基础上，再进一步考虑项目是否“价廉”，评估投资价格是否合理，确保投资在合理的价值

区间，而且对投资人和被投资企业都公平。

为了控制风险，王嘉还琢磨出了一个“三不投”原则——“不熟不投、无赋能不投、有投机倾向的不投”。

第一，“不熟不投”，意味着要对赛道进行系统性扫描、深度研究，并和企业团队充分交流，确保对团队和业务有深刻的理解。

第二，“无赋能不投资”，是希望从订单、渠道、品牌、管理、财务管控多个方面支持企业，如果无法提供有效的协同和赋能，就不会出手。

第三，“有投机倾向的不投”，是要坚决避免有损品牌形象的套利行为。

## 如何观察医药行业的特质与投资机遇

相比其他产业，生物医药产业直接关

系到人民的生命安全和健康，因此对于产品和服务的专业性和质量要求极高，各国政府都对其实行严格的监管，以保证医疗安全和有效性。

也因此，生物医药产业的研发周期长，投资巨大，失败风险高。医药界流传着“双10定律”，即需要超过10年时间、10亿美元的成本，才有可能成功研发出一款新药。美国现在最前沿药品的研发，成本甚至接近20亿美元。不过，一旦研发成功，优质的产品往往会供不应求。

目前在资本和市场竞争的推动下，中美生物医疗产业都有集中化的趋势，这是不是意味着，生物医药产业的蛋糕，只能由医疗巨头来分？王嘉认为并不尽然，因为生物医药产业有众多细分领域，而且每个领域的技术和市场特点都有所不同，有些产品还需要本地化服务，很难做到一家独大。强生、辉瑞这样的公司，即使已经

有了几百亿美元的业务，也没办法服务到所有疾病，只能在比较擅长的领域深耕。在细分领域当中，可能会冒出一家甚至几家非常强势的竞争对手。

在此背景下，生物医药行业更容易孕育出“细分领域单项冠军”。这些企业聚焦于某一特定专科领域或产品，通过深耕研发，形成核心技术与市场优势，从而在特定领域内崭露头角，占据领先地位。

在王嘉看来，生物医药产业大有可为，不仅仅是因为新质生产力，还因为这是刚需和民生产业。

在新质生产力方面，生物医药是典型的创新驱动，技术、人才和资本密集型的特点非常明显，融合了众多学科的原理和方法，形成多学科交叉的综合体。每一款新药的研发与问世，都是对科研资源、技术创新要素以及专业知识体系的深度整合

与创新性配置，它们不仅凝聚了最前沿的科技成果，更是先进生产力的直接体现。那些具备卓越治疗效果的新药和医疗器械产品，不仅能够显著提升患者的生存质量，还能在更广泛的社会层面上释放生产力，有效减轻社会医疗负担。

在大框架看好的基础上，对于这个产业还要看细。在药品研发方面，中国已经是全球第二大药品研发国，但我们不能只着眼于几款有突破性意义的药物，还要清醒地认识到，我国生物医药产业在多个细分领域仍面临挑战，比如精密实验室仪器、生命科学上游原材料等关键领域仍以进口产品为主，有待不断技术攻关和突破。

改革开放这么多年以来，外资企业不断努力实现本土化。如今中国企业也开始走向全球化。2023年中国药企对海外授权交易数量首次超过专利引进，这是一个重要标志。很多企业在海外投资和建立研发

中心、生产基地、服务中心，加强与当地企业和机构的合作与交流。这意味着中国企业与外资企业已经开始在全球市场开展深入的合作与角力。

## 如何看待新技术带来的机遇

当前，越来越多的创新技术正广泛应用于生物医药产业，并产生革命性的影响，推动产业向更高效、更精准、更绿色的方向发展。

手术机器人是创新技术的代表，在骨科、妇产、普外、胸外科、介入等手术领域大显身手，它们协助医生进行复杂手术，实现精准控制，极大提升手术的安全性、准确性与有效性。

人工智能在诊断与治疗两大方向展现出了强大的潜力，基于CT图像的肺结节辅助诊断、糖尿病视网膜辅助诊断等，能

帮助医生高效精准地筛查疾病，大幅减少漏诊误诊现象；在治疗方面，人工智能依托患者的医学影像数据，自动规划最优手术路径和器械使用方案，提高了手术的确定性和安全性。人工智能的应用不仅在医院，在实验室的药品研发流程中也能促进自动化技术的融合，使药物靶点的预测和化合物筛选更为高效，并且能虚拟临床试验，大幅缩短研发周期，降低研发成本。在硬件上，助听器上加载的人工智能的应用，让患者能更好地屏蔽噪音，提升听力水平。

基因编辑技术为个性化治疗带来了革命性突破，让基因治疗、细胞治疗、免疫疗法等精准治疗手段得以实现。

生物制造技术在医药领域的应用前景同样广阔。例如，原本依赖大量种植青蒿和捕杀鲨鱼才能获取的抗疟疾药物青蒿素和疫苗佐剂角鲨烯，现在可以通过微生物

批量化生产，不仅大幅降低了成本，还保护了生态资源。

## 生物医药企业最期待什么样的环境

生物医药企业的健康成长不仅需要技术和管理上的突破，还需要良好的外部环境，其中政府的作用至关重要。

王嘉认为，知识产权保护、产业政策和有效的监管，这三者缺一不可。

**知识产权保护：**知识产权保护对于生物医药产业的重要性不言而喻，建立健全知识产权保护制度，严厉打击侵犯知识产权的行为，将为企业创新提供有力保障。在这种制度的有力保障下，企业才更愿意投入巨额的研发费用开展创新。

**产业政策和资本市场：**产业政策方面的支持主要体现在引导资本、人才等资源向生物医药产业倾斜。除了少数巨头，大

部分生物医药企业仅凭自有资金进行研发捉襟见肘，因此需要多元化的资金支持，包括科技成果转化基金、天使投资、风险投资、私募股权投资以及大型药企的直接出资。王嘉认为，政府可以通过设立专项资金，支持生物医药企业的研发和创新；也可以提供税收优惠，降低企业的税负；还可以鼓励企业、高校和资本开展产学研合作，加速科技成果的转化，以及鼓励海外优秀人才回来创业等。

**政府监管：**政府监管是生物医药产业健康发展的重要保障，理想的监管环境，应该同时满足保障公众医疗安全和促进产业创新发展。对于后者，意味着要构建合理的审批通道和市场准入机制。比如完善创新医疗药械产品的绿色通道机制，简化审批流程，加速创新产品的上市。同时，对新技术项目给予优先定价论证，同步研究纳入医保支付范围，并免除相关创新诊

疗项目在一定期限内的总额预算限制，为企业创新提供有力支持。



北京大学国家发展研究院  
National School of Development

30th  
Anniversary  
1994-2024

# 03.

## 管理课堂

编者按：

国内市场竞争日趋激烈，广阔的海外市场让企业领导者跨越国界看到了全新的增长机会。但错综复杂的国际政治经济形势、跨文化沟通与管理的挑战、全球化思维模式的转换，这些影响因素都对企业领导者提出了更高的要求，考验着他们的管理智慧和战略视野。

本期【管理课堂】栏目的第一篇文章中，北大国发院管理学教授、校友学院发展基金讲席教授杨壮围绕中国企业出海的机遇



与挑战，谈谈如何成为有视野、有能力、有品格的跨文化领军人物。

第二篇文章，北大国发院管理学助理教授、剑桥大学博士侯宏对于企业创新与战略的关系进行了深入解析。

---

**杨壮：中国企业出海的机遇与挑战**

**侯宏：战略驱动的企业创新**



北京大学国家发展研究院  
National School of Development

30th  
Anniversary  
1994-2024



## 杨壮<sup>7</sup>：中国企业出海的机遇与挑战

中国企业出海议题至关重要，这不仅 是智库研究的重要科研课题，也是 BiMBA 商学院企业家们一直在践行的主题，所以 这个议题兼具理论性与实践性，它恰恰说 明国发院 BiMBA 商学院“不仅低头拉车， 还要抬头看路”，不仅仅关注自己的视野， 更加关注整个国家的发展，以及中国到海 外发展的重大机遇。

研究海外企业成功与失败的案例时， 我们发现，在激烈的产品竞争、平台竞争 和品牌竞争背后，人的素质、能力、格局

7. 杨壮：北大国发院管理学教授、校友学院发展基金讲席教授。

和领导力起着决定性作用。而“人”这一因素，与在座每一位个体的情况都息息相关。

因此，在出海之前，我们就应该开始深入思考这些问题。在出海后，企业取得重大成就和成功的要素也值得我们深入探讨。接下来我们将重点关注出海企业所面临的重大挑战，以及“出海人”的使命、专业与品格特征。

## 出海企业要思考哪些问题？

中国民营企业在 2016 年迎来了出海高峰期。自 2017 年起，受政策等因素影响，出海企业数量显著减少，不少国内知名企业纷纷回归国内市场。然而，2020 年下半年至 2023 年，中国的海外业务运作又呈现出迅猛发展的态势，其间涌现出众多成功案例，亦不乏失败的教训。

针对企业出海，我认为应当深入思考以下几个核心问题：

第一，明确出海的动机与目标。企业应当清晰界定是出于何种原因选择出海，是为了跟随市场趋势、寻求海外市场、提升利润、降低成本还是打造品牌？只有明确了主要目标，企业才能在出海过程中避免盲目跟风，减少潜在风险。

第二，企业需要审视自身的使命、愿景、价值观及思维模式。使命是企业长远发展的基石，愿景则体现了企业发展的意义所在。在出海过程中，企业应秉持正确的价值观，以应对国外市场可能带来的挑战。同时，不同的思维模式将影响企业的决策与行动，因此，明确自身的思维模式对于出海成功至关重要。

第三，企业应设定短期、中期和长期的战略目标。许多企业在出海过程中目标

常常发生变化，导致在遇到挫折时无所适从。制定明确且可替代的目标，有助于企业在海外市场稳定前行。

第四，核心竞争优势是企业成功出海的关键。企业在出海前需深入评估自身产品、技术、品牌、渠道等方面在目标市场的竞争优势，同时，对目标市场的政府政策、成本结构、竞争对手等因素进行可行性研究，以确保企业在海外市场具备竞争力。

第五，培养合格的跨文化人才是企业出海的重要保障。国际化人才不仅需要具备语言能力，还需了解目标市场的文化、法律、商业环境等方面。企业应重视跨文化人才的培养和引进，以提高企业在海外市场的适应能力。

最后，企业应对投资目标国进行详细的可行性研究。了解目标市场的经济、政治、文化等环境，有助于企业制定更为精准的

市场战略，降低投资风险。同时，借鉴其他成功企业的经验，如日本企业对美国的深度研究，可为企业出海提供有益的参考。

我在 20 世纪 80 年代留学美国时，有幸结识了两位来自日本的同学，他们分别来自日本的大藏省和外交部。这两位同学每年夏天都会利用假期环游世界，我曾好奇地询问他们为何如此热衷于旅行。他们告诉我，这是听取了一位部长给予的建议——不要选择打工，要利用得到的资助金去旅行，真正深入地了解世界，结交全球朋友，开拓视野和格局。这两位同学足迹遍布美国，更延伸至欧洲和拉丁美洲。他们的经历给我留下了深刻的印象。

在进一步询问后，我得知他们这么做除了深入了解不同国家和地区的经济、法律等情况，还有一项重要工作就是搜集外国重要政治家在重大对日政策上的态度和看法，并分析他们相关态度和看法的变化

等。这些留学生要么来自大企业，要么是政府部门，给予这些留学生资助金的日本组织管理者，很清楚出海经营需要了解多方面的情况，但是他们没有寻找专门的咨询机构，而是通过资助海外留学生并请他们每年撰写一份报告来达成目标。

相比之下，我发现许多中国企业家在出国时，往往对目标国家缺乏深度研究的意识和能力。他们到达一个国家后，往往没有专门的团队去深入研究该国的政治、经济、文化等情况，因此在遇到问题时常常感到手足无措。

## 哪些因素影响出海的成败？

出海的企业成功有许多关键因素，包括数据化、本土化，熟悉当地法律，以及研发、技术创新、成本控制、创新内容算法、社区影响力等。这些观点并非我个人独立思考所得，而是基于我对众多企业的深入

观察与分析后的总结。

数据化是近年来中国企业出海的重要趋势。许多企业已经成功地将数据化应用于其海外业务中，通过掌握数据，稳定地连接供应链，展现出极高的灵活性。例如，某快时尚服装品牌每天能设计 4000 件衣服，其设计师遍布全球，而生产则主要集中在广东地区。这种全球设计同时网络销售的模式，满足了全球年轻人对多样化的追求，其市场规模目前已经跃居全球第三。当然也有人对这家企业的未来表示担忧：尽管它的经营效率特别高，但是税收、知识产权保护（如设计侵权）等方面都面临挑战。

数字化驱动供应链的优化不仅在国外产生了深远影响，也在中国企业中引起了广泛关注。例如，麦当劳在中国经营时曾面临激烈的竞争，但在 2017 年中信集团接手尤其是内部转股中信资本后进行了数

数字化改革，使每个店铺都能深入了解消费者的需求，从而大大提高了营销效率和自身的生产力。

本土化经营也是出海企业成功的关键因素。严格遵守当地法律、尊重当地员工，有助于企业在海外经营中取得显著进步。我曾接触过一家位于邯郸的小型企业，其领导者具有前瞻性视野，他派遣儿子到印度留学4年，深入了解当地文化、法律、土地制度及员工思维，为企业在印度的成功经营奠定了坚实基础。

建设国际研发中心也很重要。像华为、安踏等企业，在全球设立了多个研发中心，通过技术创新和裂变，保持了在行业内的领先地位。

还有成本控制，比如海尔、格力、美的等白色家电企业，通过提供物美价廉的产品，赢得了海外消费者的青睐。

在内容算法创新方面，目前许多 APP 如抖音、今日头条等，内容算法展现出前瞻性特质，成功吸引了大量用户。然而，这种算法机制也引发了激烈的全球争论，人们对其道德上的合理性与合法性质疑。此外，视频创造与 APP 的发展还带来了强大的社群效应，TikTok 等平台在全球范围内产生了广泛影响。由于其独特的功能，这些应用成功地吸引了大量美国用户，但当其成为政治问题后，美国亦感到棘手，这导致它们失去了众多客户。

## 中国的出海企业遇到了哪些重大挑战？

出海企业面临政治、法律等诸多挑战，因此，企业在出海过程中需要综合考虑各种因素，制定合适的战略，以确保在海外市场成功经营。

经过深入研究，我发现许多中国企业在非洲的运营取得了显著成果，然而，也

不乏一些企业甚至是大型国有企业，在运营过程中遭遇了各种挑战。特别是在南非，有两家中国企业由于被认为存在合规问题，导致十年前启动的项目至今仍无法顺利运行。这些合规问题主要集中在为获取项目涉嫌存在贿赂等行为。许多中国企业原先对此并不以为意，误以为只有北欧、北美对此类行为较为关注。事实上，许多非洲、拉美国家作为前殖民地，对此类场外交易行为同样有着严格监管。中国企业在进入这些市场时，往往因为不了解当地的法律法规而陷入困境，因此中国企业出海一定要有建立符合国际理念和原则的价值观。

除了合规问题，出海到许多拉美国家还面临经济和市场规律类风险，如阿根廷等国的政治和经济环境多变，给企业运营带来了极大不确定性。在这种情况下，企业能否在变化中迅速找到解决问题的方法，以及拥有冷静应对这类挑战的国际化人才，

就显得尤为重要。然而，目前具备这类综合性、国际化人才的企业仍然不多，许多企业只能临时招聘人员，甚至在国外随意找留学生来管理，这种做法往往导致无法驾驭大型跨国公司的复杂运营。

中国企业在海外运营中还存在一个误区，即过度下放权力。与日本企业不同，许多中国企业更愿意将权力下放给当地员工，但是这种做法往往忽略了文化和管理体系差异。日本企业在海外运营时，能够精准地将日本的文化、理念和思想哲学融入当地运营中，使当地员工在短时间内就能理解和接受。相比之下，中国企业在这方面做得还不够好，主要原因在于：我们的国有企业尚未建立起符合世界趋势和人类发展的管理体系，而民营企业的老板营销能力强、管理能力相对较弱，最终都导致在海外市场无法有效平衡当地员工。

在跨文化交流中，中国企业也面临着

诸多挑战。中国、日本都属于高语境国家，即大部分信息包含在物质语境中或内化在个人身上，编码不清晰，传递出来以后不容易被准确解读。与之相反，美国、奥地利以及大部分北欧文化国家和地区都属于低语境国家，口头和书面传递的信息已经包含了绝大部分内容，对语境等依赖度偏弱。这两类国家之间的文化差异，也可能导致沟通障碍，使得双方难以坦诚交流。此外，中国企业的工作方式，如长时间工作和一周七天工作制，也在不同文化背景下遭遇了挑战。

最后，组织结构的挑战也不容忽视。许多中国企业的组织架构过于垂直，缺乏扁平化和事业部制，导致海外业务的重大决策往往需要上报至高层，这不仅降低了决策效率，也给企业高层带来沉重的负担。我认识的一位企业高管，就因决策沟通频繁奔波于国内外，最终因过度焦虑和劳累

而患上癌症，这充分表明组织挑战会给企业和员工带来巨大风险。

## 出海人的关键修炼是什么？

到底什么样的人才能有效适应复杂多变的国际环境？有朝一日你们也计划拓展海外市场，你们企业所需要招募的人才，又是否具备这些关键能力和素质？

首先，我认为具备全球视野和宇宙格局至关重要。以马斯克为例，尽管他在上海遇到了挑战，但他并未将此视为难题，因为他认为在美国面临的挑战更为严峻。可见视野越开阔，格局越大，也越能做出明智的决策和判断。

其次，开放包容的心态也非常重要。阿特斯阳光电力集团 CEO 庄岩在跨文化领导论坛平台上曾分享经验，强调沟通能力、国际化情商和换位思考的重要性，这

使得他能够吸引和留住人才。

再次，风险管理和应变能力同样重要。很多企业及其管理者在国际化道路上都会遭遇困难和挑战，这让我想到华裔神探李昌钰，他曾提出：国际化过程中，我们应该按照中国人的方式做人，按照西方人的方式做事。在中国文化中，人情与原则难以割舍，但是原则性在跨国企业中尤为重要。

最后，我希望大家可以努力成为三元领导者，即将思想领导力、专业领导力和品格领导力三者紧密结合。思想领导力包括国际视野、清晰的共同价值观、跨文化的智慧和情商等；专业领导力涉及跨文化决策、国际化专业精神、语言沟通能力等；品格领导力则关乎个人的人格和性格，如真诚、坦诚、负责任、谦逊等品质。中国企业在思想领导力和专业领导力方面做得还可以，但是品格领导力仍有不足。其实

无论是否出海经营，中国企业都需要三元领导力的指引，做有思想、有价值观、有专业水准的企业和领导者，坚持诚信、守时、守法等基本原则，否则将遭遇更多麻烦。

我们一生中的成功确实受到众多因素的影响，但神探李昌钰曾在美国游学期间说过一句经典的话：“我的成功不在于我是谁，我的成功在于我和谁在一起。”这句话深刻地引发了我们对人生的思考，因为人生中最关键的要素就是选择，选择的过程就是舍弃，只有舍弃才能聚焦，而聚焦则有可能让我们成为伟大的领军人物。

总的来说，聚焦企业出海议题，我们的确有很多事情可以做。

## 侯宏<sup>8</sup>：战略驱动的企业创新

若伟大不能被规划，创新能被战略吗？似乎，iPhone、chatGPT 这样的创新更依赖天才创业者（或团队）加上一点点运气（时势），而不是高瞻远瞩的战略。然而，这只能说明创新具有战略不可替代的作用，却不能说明创新的成功与战略无关，更不能说明战略与创新对立。

本文认为，要充分受益于创新，企业需要战略指引创新方向、指导创新盈利。一方面，尽管创新本身天马行空，但由于资源稀缺性等诸多原因，企业创新资源的分配需要遵守战略纪律。另一方面，创新

8. 侯宏：北大国发院管理学助理教授。

专注于价值创造环节，但创新者要从创新获益需要诉诸战略所强调的价值捕获。以下展开论述。

## 战略为创新带来什么新视角？

创新是发明创造的商业化，包含两个环节：发明创造通常属于技术创新，而商业化涉及商业创新。前者是新要素的发明，而后者是将这些要素整合进为利益相关者创造价值的流程。创新的新，可以是对全世界而言，也可仅对创新者自身而言。那么，模仿最佳实践或者引入外部技术，也被认为属于企业创新活动。

战略是做什么与不做什么的原则（权衡）和资源配置的方案。紧紧围绕创造组织持续竞争优势这一目的，公司战略划定公司边界并明确总分管控关系，以实现公司整体大于部分之和；业务战略旨在提升某个业务的竞争力，以确保其面临竞争时

实现增长和盈利；职能战略则负责某项关键职能能够以最佳运营效益支撑战略实施。

基于上述认识，创新与战略的差异如下：

### a) 创新被视为目的，而战略是经营手段

创新仿佛崇高的丰碑，其本身就充盈着意义。创新被视为目的的一个论据是，我们对创新的认知是沿着创新手段、类型和过程的不断丰富而深入的，而缺乏对创新自身的评价。前述“充分受益于创新”之问，是传统创新研究不好启齿的问题。这大概是因为，新要素发明终归会以某种形式推动社会进步，而要求首先明确受益主体仿佛玷污了创新的崇高性。

对比鲜明的是：战略一开始就被定义为达成企业超额利润和持续竞争优势的手段。前述“充分受益于创新”之问，对于企

业战略研究再正常不过了：若创新不受益（超额利润），还不如不创新。任何事情，包括创新，都有机会成本和 ROI（投资回报率）。同样的创新，有人代价低有人代价高，那么前者具备创新的竞争优势。从战略角度，如果把宝贵的资源耗费在没有竞争优势的创新上，并不可取。这种比较思维是创新视角相对欠缺的：大多谈论创新的成败（原因），但甚少谈论创新的优劣（后果）。

## **b) 战略强调创新与特定企业情形的匹配，是创新视角相对欠缺之处**

技术创新的关键是要匹配其要解决的问题，商业创新的关键在于匹配利益相关者诉求。组织情景对创新的制约，自然也是创新研究的一部分。然而，组织情景通常被视为创新的实施背景，而非选择背景。也就是说，创新本身是先于组织背景而给定的，其价值是先验的。

对比鲜明的是：战略是关于选择的学问，特定企业的组织情形为创新的战略选择提供了背景和依据。对企业而言，没有任何创新是天经地义的。具备战略意义的创新，都是经由特定企业以自身情形为依据权衡筛选出来的。给定同样的创新选项，不同的企业会做出不同选择。很大程度上，这是因为企业的发展历史、能力积淀和战略定位有所不同。基于这些独特选择，创新才可能为企业竞争优势做出贡献。反倒是，那些随着创新扩散而自然习得的行业最佳实践，由于不能为企业带来竞争优势，并不具备战略意义。

## 战略对企业创新提出什么要求

### a) 战略牵引创新方向

与那些无纪律挥霍创新资源的企业相比，能围绕公司战略将创新活动拧成一股绳的企业更具优势。面对层出不穷的创新

机遇和最佳实践，企业需要判断创新是否符合公司身份认同（包括愿景、使命与价值观等）、是否利用并拓展了企业的核心能力（包括企业层面和生态层面的能力）、是否符合或伤害到价值链活动间的一致性。

会有人说：巨头们因失去创新活力和想象力而陨落的案例屡见不鲜，为何还要限制创新呢？这种观点把战略迷失误判为创新匮乏。那些众所周知的失败看似是企业丧失创新能力，其根源在于创新缺乏正确战略牵引。比如，随着企业面临的挑战发生变化，战略应有意识地指引资源配置在不同类型的创新（如渐进式、激进式、架构式、破坏式等）间转移，并为之匹配相应的组织和资源保障。企业创新不一定匮乏（如贝尔实验室），但其类型不匹配，根子上是战略问题。

还会有人说：在现有业务领域之外探索新领域，难道不正需要天马行空般的创

新自由吗？然而，持这种观点容易陷入用创新代替战略的误区。这样的企业耗散大量创新资源，却战略失焦，要么由于未能集中资源而失去突破机会，要么由于未能充分利用母公司能力难以在竞争中取胜。也就是说，探索新领域绝不能毫无战略指引，否则后果一定是撒芝麻、打水漂。这种现象非常普遍，却因不够戏剧性而较少得到关注。

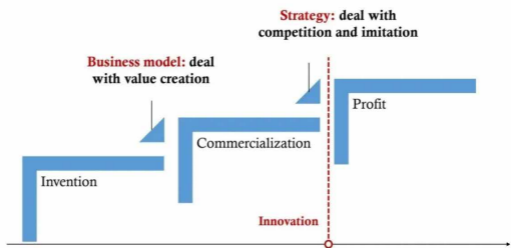
还会有人说：你强调战略牵引创新，但如果没有战略怎么办呢？这么问就对了。本部分的用意并不是用现有战略去限制创新，而是建议当企业遇到创新问题时，或应上升到更高的公司战略层面思考。如果这种思考有可能促使现有战略发生变化，则是我乐见的。

## b) 战略指导创新盈利

盈利，是发明和商业化之后的第三个

环节，位于创新定义之外但落入了战略的射程。为何实现了商业化的创新仍可能不盈利呢？Teece 的 PFI 框架指出两个重要原因，一是因为该创新的互补品被某方垄断，导致创造的价值只有很小一部分被创新者捕获。二是因为模仿该创新的成本较低。这可能由于专利保护制度不健全，也可能由于创新本身的门槛较低。

### There is a gap between innovation and profit



现成的例子是 open AI 等大模型企业。它们不幸同时满足上述两个条件，盈利前景暗淡：大模型的价值实现离不开 GPU 的支撑而英伟达是 GPU 的垄断供应商；

开源大模型的存在本质是价格为 0 的模仿者。这样，所有大模型企业都不盈利，给英伟达打工。

从理论上说，这是因为价值创造和价值捕获是两个相对独立的环节。创新专注于创造价值，但它需要战略指导以保障价值捕获。比如，Open AI 要破解盈利困境就需要考虑一体化战略，实现自行制造算力芯片。Apple 为何不把 iOS 如安卓般开放给硬件 OEM 呢？因为硬件盈利是 Apple 创新盈利的重要源泉。安卓为何要开放呢？因为 Google 没有硬件业务，却有一个精密的广告商业模式能确保其从安卓手机的销售中获益。显然，这两个操作系统的成功都不仅是创新的成功，更是战略的成功。

### c) 创新战略 vs 战略创新

上述两部分都强调战略的重要性，但

有所区别。前者强调战略牵引创新方向，暗示战略先于创新存在，我们可以称其为创新战略。它规定创新做什么（战略焦点）和不做什么（战略定力），其上游是独特的企业情景。

后者强调战略指导创新盈利，是在发明和商用之外为创新加入第三个环节，暗示创新先于战略存在，我们可称其为战略创新。它通常针对某个特定创新，提升创新者的市场份额和获益份额，其上游是独特的创新情景。

创新战略之创新是泛指，战略创新之创新是特指。那么，创新战略以企业战略为依据划定创新项目群的边界以保障创新系统效率，而战略创新以竞争格局为依据来设计某特定创新的边界以保障其盈利性。如此，前者遵循 inside-out 的核心能力思维，力求创新聚焦而不发散，而后者遵循 outside-in 的定位思维，力求创新者在其

创新生态中处于有利位置。

## 小结

本文初步探讨创新与战略的关系，强调了两者的互补作用。值得指出的是，本文局限于企业创新，而创新实则有着更广泛的多层次内涵。也正因此，战略管理作为一门突出企业主体性、能动性的学问能够在企业语境下提供互补价值。

# 04.

## 承泽精选

编者按：

本期【承泽精选】栏目的第一篇文章来自北大国发院经济学教授卢锋在全球经济治理五十人论坛“布雷顿森林体系 80 周年：全球经济金融治理展望”杭州会议上的演讲。关于中国经济再平衡的全球意义，卢锋教授的分析解读逻辑严密，高瞻远瞩。

第二篇文章来自北大南南合作与发展学院研究办公室主任、南南学院和国际关



系学院教授查道炯。中国经济发展面临哪些外部挑战？中国制造业的未来在何方？人民币国际化还有哪些提升空间？中美中欧关系有哪些方面需要注意？他从国际视角深入解析了中国当前面临的机遇和挑战。

**卢锋：我国经济再平衡的全球意义**

**查道炯：中国经济的外部挑战与应对思考**



北京大学国家发展研究院  
National School of Development

30th  
Annivers  
1994-2024



## 卢锋<sup>9</sup>：我国经济再平衡的全球意义

今天的会议主题，是在布雷顿森林体系创建 80 周年之际，研讨国际货币体系改革与全球经济金融治理问题。很荣幸受主办方邀请在这里谈谈我国宏观经济形势。这里涉及一个背景问题：宏观经济形势通常被看作短期经济问题，国际货币体系改革与全球经济金融治理可谓超长期问题，二者之间是否存在关联？如何关联？

80 年前创建的现代国际货币体系，在历史上发挥过重要的积极作用；然而因应国际经济发展不平衡规律，随着新兴大国

9. 卢锋：北大国发院经济学教授、校友学院发展基金讲席教授。

追赶与国际经济格局演变，原有体系内在矛盾积累面临改革重塑的时代要求。作为当代最重要新兴大国，中国经济现代化与人民币国际化，有望在这个进程中发挥特殊作用。一国主权货币的国际化，标准在全球，成就在国际，基础在国内。纵观现实形势，人民币国际化离不开改革创新促进中国经济持续追赶，也离不开针对宏观经济近年“供强需弱”矛盾推进再平衡。因而，讨论目前宏观经济与今天会议主题也不无关联。

我国经济一段时期以来呈现供给能力扩张较为强劲与需求增长偏弱并存的“供强需弱”态势。得益于市场经济体制激励与有利政策环境支撑，经济供给侧无论是基础设施建设，还是传统和新兴制造业及工业部门，都整体表现出活跃的产业升级能力，并拥有比较充足强大的产能，彰显我国经济基本面优势与乐观前景。然而近

年总需求增长持续偏弱，伴随间歇性增长下行压力，一般物价较低位运行，青年就业压力上升，本币实际汇率走弱，各类金融风险挥之不去，部分行业产能过剩等。在新兴产业与供给侧活力彰显背景下，需求端困难与市场主体信心不足与预期转弱互动交织，经济运行呈现“好得很”与“难得很”并存的矛盾格局。

从国内外经验看，短期或周期性需求不足现象时常发生不足为奇，然而目前形势特点是上述供强需弱格局持续时间明显偏长。观察每年底和年初决策层对经济形势分析判断可见，至少从2018年以来“经济下行压力”、“有效需求不足”成为高层评估经济现实困难时频频出现的关键词，折射需求相对偏弱延续时间显著超过我国宏观经济历史的类似周期阶段。

新形势下总需求持续偏弱现象存在多元复杂根源。除了疫情大流行冲击及其疤

痕效应这个特殊因素外，近年某些宏观与监管政策取得积极效果同时，也对需求端产生不同程度影响。从较长期背景观察，我国货币、金融、尤其是财政政策促进居民收入和消费增长的作用仍有待充分发挥。根植于经济体制的内在精神与长期取向，我国公共资源长期主要投向培育和提升供给侧技术进步与生产能力，对推动生产力发展与成就上述经济“供强”格局作用凸显；然而就提升需求尤其是促进居民收入和消费而言，虽然在政策方针层面也一直关注重视，然而资源分配投入的规模则明显较小和力度相对不足。

给定供强需弱格局背景，近年宏观经济运行大体呈现三个特点：一是从总量供求关系看需求偏弱是主要矛盾，二是从需求结构看内需偏弱是主要矛盾，三是从内需结构看居民消费偏弱是主要矛盾。考虑供强需弱格局的复杂和深层原因，上述矛

盾关系特点或许在短期内难以自发缓和消亡，亟需政策部门在厘清形势基础上通过系统治理加以调节修复。

实现经济再平衡需统筹远近和多策并举：宏观政策需增加提振需求特别是扶持居民消费力度，充分发挥宏观调控逆周期调节的功能；从中长期看，需适度逐步减少公共资源对供给产能的投入或补贴规模，更充分利用市场机制和微观主体自身力量推动创新与促进新质生产力发展；关键要深化我国新时期公共财政体制改革，加大对社会保障体系的财政支持力度，加大对城乡低收入居民社会保障力度，通过两个五年规划期前后的持续努力，较大幅度提升居民消费占 GDP 的比重。

我国经济“供强需弱”矛盾及其再平衡要求，与今天会议主题至少有两点关联。我国产业结构升级与整体经济实力提升，尤其是诸多制造业部门供给能力不断增强，

加上其它领域优势与大国影响力，使得通过推进人民币国际化来改革完善现行国际货币体系成为现实重要选项之一。2008年以华尔街为震中的国际金融危机爆发，引发各方对国际货币体系改革与人民币国际化议题的广泛关注。过去十几年我国稳慎推进人民币国际化，该进程对改革完善当代全球货币金融治理架构的积极意义，正在得到越来越广泛的认知与肯定。这次高规格国际研讨会在杭州成功举行，也是这个时代趋势的具体例证之一。

然而一段时间以来经济需求端增长偏弱及其背景成因，不利于人民币国际化更加顺利稳健推进，也不利于更有效制约主要国际货币发行国“过度特权”冲动。在本币境外债权难以大规模扩容背景下，消费偏弱通过顺差增长向外输出储蓄，边际上反而派生某种维系现行国际货币体系的事与愿违效果。近年实际汇率走弱伴随阶

段性的逆向巴拉萨 - 萨缪尔逊效应，需求不足环境下市场主体信心不足与预期偏弱影响国际收支，对扎实推进人民币国际化所需的资本账户进一步开放产生牵制作用。我国生产力发展与供给侧跃迁蓄积推动人民币国际化的深厚潜能，需补齐有效需求不足短板才能通过供求循环互动和充分就业增长得到有效释放。

多年前我们考察国际货币体系改革问题，比较当时讨论的四种改革思路：回归金本位、创建全球超主权货币、东亚区域货币合作与人民币国际化等。当时初步结论是：回归金本位有违历史规律难以成为现实选项；全球超主权货币志向高远理论最优，然而前置条件过高并涉及国际政治关系的高水平协调，现实中难以发力推动；东亚货币合作早已启动并存在进一步发展潜力，然而鉴于欧元经验与东亚地缘政治现实，该领域努力难以对国际货币体系变

革产生决定性影响。

超主权货币理论设计优点与现实局限反差，提示新兴大国与守成大国主权货币的演化竞争，大概率仍是影响未来国际货币体系演变大势的主导力量。由于我国经济现代化中长期目标，与人民币国际化所需国内条件，二者具有高度耦合性，因而通过人民币国际化推进国际治理改革，不仅是比较务实有效的选择，也是我国的支配策略选择。

过去十几年人民币国际化，经过最初推进、中间调整和近年重启等多阶段演进，在很多方面取得重要成效。2016年人民币正式纳入IMF特别提款权（SDR）货币篮子，成为上述进程取得阶段性成就的标志性事件。近年地缘政治关系矛盾加剧与国际社会去美元化呼声增强，我国针对现实形势调整策略，积极推进跨境贸易人民币结算，显著提升经济和金融开放水平，倡

导普及中国国际支付系统（CIPS）使用，拓展本币互换范围和规模，扩容国际投资人民币标的资产，扩大人民币国际融资规模。新一波人民币国际化系统发力多有斩获，显示其现实活力与巨大潜力。

不过冷静观察可见，目前进展成就仍然还是初步的。近年在俄乌冲突爆发后美西方实施货币武器化制裁手段特殊环境下，我国积极推进人民币国际化取得明显成效，然而人民币国际使用的常规指标水平与主要国际货币比较仍有相当大差距，个别指标近来还有所回落或低于其历史峰值水平，系统观察十几年人民币国际化成效仍有未达预期之处。从储备资产币种占比指标看，2015年以来的去美元化趋势也在去年止跌回升出现小幅反向变化，显示既有国际货币体系承受冲击的特有韧性。重大历史演进过程必然会历经艰辛曲折起伏，需长期持续努力积蓄能量，然而现实提示人民币

国际化面临某些结构性困难制约，仍需解放思想创新思路方法寻求突破。

纵观近现代国际货币体系产生演变，国际经济不平衡发展规律决定的“追赶、危机、变革”链条是基本驱动逻辑，中国经济追赶与人民币国际化推动国际货币体系改革是合规律现象。然而不同于其它场合经贸格局变化形态，国际货币体系变革进程具有深刻特异的反直觉特点：新旧替代不是“旧的不去新的不来”，而是“新的不来旧的不去”；问题不在于原有储备货币表现怎么糟，而在于新兴货币实现替代能否行；焦点不在于去美元化，而在于新兴货币如何练好内功具备替代能力。国际货币特有网络效应派生其自加强、自稳定的机制性力量，决定了其变革进程相对其它国际经贸领域更有滞后性或非线性。

按中国民间说法，老人寿命 80 岁后下一节点是 88 岁“米寿”之年。80 年前创

建的当代国际货币体系如还有“米寿”应在2032年，对应中国2035年迈向中等发达国家进程的收官阶段。届时美元主导的国际货币体系会继续维系目前已经功能失序的前危机状态？还是会通过人民币国际化长足进展与国际社会相关合作努力取得重大改革突破？哪一种前景胜出关键在于中国能否通过新一轮更为深刻的解放思想与改革开放，在破除束缚可持续发展的体制性机制性制约因素方面取得突破，包括能否通过系统调整就宏观经济再平衡取得实质性进展。这是时代对中国经济与人民币的历史期许。

# 查道炯<sup>10</sup>：中国经济的外部挑战与应对思考

## 如何理解中国经济的外部环境挑战

虽然国外舆论中与中国“脱钩”“去风险”的频率在下降，中国经济发展继续面临复杂的外部环境。一些高收入经济体似乎是完成了降低与中国在经贸、高科技领域降低互动成分的舆论动员而进入执行阶段。这是阶段性调整还是长期性趋势，还有待观察。但是，我们有必要注意到，特别是在高收入国家，对全球经济互动的底层逻辑出现了越来越深刻的质疑。从中我们有必要看到未来的中外经济互动的脆

10. 查道炯：北大南南合作与发展学院研究办公室主任、南南学院和国际关系学院教授。

弱存在结构性。

**第一，经贸往来是否能换得和平？**十多年来，“去全球化”“反思全球化”的呼声在欧洲和美国的决策精英、学术精英中一直具有吸引力。在他们的视野中，从20世纪80年代开始推动经济全球化，是期望推动出现一个不同国家和社会相互开放的世界，从而能给跨大西洋世界带来和平与稳定。虽然2014年的克里米亚事件和2022年开始的俄乌之争演变成军事冲突的原因众多，从欧洲和北约的立场看，欧洲一度力求通过与俄罗斯建立网格化的能源贸易基础设施等措施来换取持久性的和平环境，但未能如愿。俄乌冲突背景下，欧美的精英人士把这个经贸与和平之间关系的底层逻辑向包括台海、南海乃至东亚在内的其它地区延伸，推论出控制经贸往来反而有利于其自身和平的忧虑。

**第二，如何把握产品链和生产链的跨**

**国关联度？** 新冠疫情对全球生产链形成了严重的冲击，之前产品贸易全球化的采购便利反而成为一种掣肘。用通俗的语言表述，“把饭碗端在自己手里”“能自己造就自己造”的思维在上升。虽然类似思维并不新颖，但疫情前对跨国交易不确定性的压力并不明显，也没有持续数年的时间。疫情结束后，美国维持其对中国产品的高关税，理由便是追求其自身供应链的安全可控。

对中国而言，还有众多的境外市场可开拓，但是，历史上，我国与世界的经济联系主要在加工业和产品贸易领域，而维系市场间贸易往来还有大量的中间环节，包括融资、保险、运输等等。中国一直缺乏类似日本的综合商社（全球采购、全球销售），这也降低了在因政治外交原因而被制裁情形下中国在市场实力层面的对冲实力。

**第三，特别是对中国而言，如何应对日用消费品生产技术的扁平化？**高科技、尖端科技领域的大国竞争受关注的程度高，但往往被忽视的是：特别是在刚需性的日用消费品领域，生产技术已经开始扁平化。这个视角有利于理解为什么近年外资从中国转移出去似乎是易如反掌。其实，多数日常生活用品的生产并不需要高科技，不少中低收入国家吸收新技术并在全球技术链条中上升的能力也很快。所以，一些外资把在中国的生产环节撤走，换到其他的国家照样能够生产质量和价格有竞争力的产品。这种跨国投资转移的效应可能是长期性的。

**第四，还是对中国而言，应对国际环境变化中的人的因素还应得到更高的重视。**人在外交中是一个极其重要的因素，这里所说的“人”不仅包括外交官，更包括普通人。在中国的生产企业里，外国的工人、

技术和管理人员比例一直偏低。提高这部分人员的存在，对维系中国和外部市场之间互动的韧性会起到正面作用。其实，过去二十多年来，义乌、广州等城市的外贸具有活力，其中外国人常驻所得到的政策是利好因素。这样的做法值得更多城市借鉴。近期，中国恢复并扩大对一些国家的持普通护照人员来华经商、旅游观光、过境等单方面免签政策，这有利于应对被“脱钩断链”。

## 如何应对新的国际环境挑战

面对外部环境的挑战，中国应该怎么办？

**第一，要努力维持国家全局性的产业生态和活力。**中国幅员辽阔，不同地区之间存在着较大的发展差距，要努力避免国内的产业空心化，特别是中西部地区。

其实，特别是在美国，维系其“去全球化”的社会性因素便是历史上它没有做好国内的梯度转移。在中国，一些舆论认为近年美国将其产业政策中推动制造业“回岸”归咎为从中国的进口冲击是一种不友好行为。但是，这种做法并不无道理。毕竟，在任何一个国家，欠发达地区产业工人也同时是消费者，若是就业不足或失去工作机会，其对廉价消费品的支付能力也就随之下降，社会问题也会恶化。

所以，中国要注意吸取美国、日本等高收入国家的经验教训，进一步做好梯度转移，把在国内比较发达的地方缺乏竞争力的产业转向国内不太发达的地区，以增强这些地区在国内和国际经济循环中的自我造血功能。其实，中国的铁路网、公路网等交通基础设施建设成就，为梯度转移提供了良好的条件。

在当下和未来，在国际经济循环中的

竞争压力都不会降低，但不能因为一些产业被看成是“低端产能”就将整个生产链都转移到其他发展中国家去。

## 第二，发挥产品集成能力强的优势。

近年来，西方一些跨国公司开始将部分生产从中国转移到其他国家，这种转变一开始被称为“中国+1”，后来逐渐发展成“中国+N”。实际上，这种做法至少在十年前就开始了。

过程中，中国在整体上没能被替代，核心竞争力是产品集成能力。在这方面，与其它中低收入国家相比，中国的优势是多方面的，包括国内的能源供应系统、交通运输系统，更重要的还有地方政策配套，也包括零部件生产能力的配套。

在继续努力吸引外资的同时，中国应继续整合、提高国内的生产配套能力，特别是大力提高“生产性服务业”，这跟制

造业一样重要，是一个大行业。中国不必追求所有东西都在中国生产，但必须保持高水平的集成能力。

## 如何理解和推进人民币国际化

我的主要研究领域是国际政治而不是国际金融。从国际政治的角度来看人民币国际化，可以有三个视角。

**第一，人民币已经国际化。**国际货币基金组织（IMF）创造了一种国际储备资产，分配给成员国，作为其现有资金的补充，这就是特别提款权（Special Drawing Rights，即SDR）。SDR是一个数字，但借款国拿到的则是被纳入其中的货币。2016年10月1日，人民币正式加入IMF的SDR货币篮子，这反映了国际社会对中国综合国力和改革开放成效的肯定与认可，也成为人民币国际化的重要里程碑。

**第二，人民币结算稳步提升。**2023年7月，人民币在全球支付的占比突破3%。从贸易结算用货币看，2023年1月到7月全球货物贸易中的人民币结算占比达24%，为近年最高水准。从这组数据中可以看出，人民币结算正稳步提升。

**第三，人民币国际化的核心因素是用户群和便利度。**观察人民币国际化的进度，还有必要观察和研究海外用户群体的可选项，其中包括央行、商业银行、企业和个人。其中每一类用户是否使用人民币、如何使用人民币，涉及众多因素和各自的利益判断。这是一个动态的过程。

我们要相信人民币的继续国际化将是水到渠成的过程，最核心的竞争力还是以它计价的产品、服务是否有足够的不可替代性，也包括使用便利程度。当我们乐见人民币进一步国际化的同时，也不要忘记另一个特别重要的问题——金融风险。因

此，人民币国际化不能操之过急，而是要稳步推进。

## 如何看待和运筹国际多边国际组织

国际问题的处理途径，可分为两大类：双边和多边。不论是双边还是多边，都是在谋求利益磨合最低公约数。在讨论多边国际组织的用处之前，有必要理解“治理”和“全球治理”这两个词。

“治理”在中文里面有“落实总方针”的含义。比如街边停车收费，只有在上位法、依之所设立的机构、机构雇用人员这三个条件都具备，收费行为才合法，街边有序停车的目标才能得到实现（也就是治理）。在国内事务中，法定的管理权争议较小，所以“治理”不难理解。

在国际事务中，英文的 governance（治理）则和中文的含义不同，它大致的

意思是先建立一个机制，再去找可行的办法，而并没有像国内场景下的法定安排。所以，“全球治理”“区域治理”或某个具体议题的治理，应理解为开放性的政策探索过程。联合国是最有代表性的多边组织，但它不具备行使世界政府的合法性或功能。所有的多边组织都是一种安排，而且在本质上都是一种俱乐部：以共同利益和追求为基础，必须有贡献，是否参与及参与程度既取决于参与方的利益诉求，也取决于组织的管理适切度。

几乎所有的国际组织都面临着一种“两难”。这主要源自代表性问题。一方面要追求全面，不以国家大小、社会体制、宗教文化论亲疏，让大家都能够发声，这才是公平、合理的。另一方面，过于追求全面性会增加决策达成共识的难度。代表性高，决策效率往往就比较低。

为了追求效率，可以建立新的组织，

建立所谓的微型多边或者少数多边的组织。但只要是多边，就离不开这道两难选择题。以世界贸易组织（WTO）为例，为维持其广泛的代表性，选择了协商一致的决策过程，这就意味着每一个动议都必须得到所有成员的同意。WTO改革进程之所以缓慢，与其决策机制高度相关。

所以，对一国而言，是否加入多边，加入哪种类型的多边，是一个开放、动态的选择。核心是各方自身损益判断的基础是什么。

## 如何理解和重塑中美关系

对于中美关系，两国学界和社会上的一些人士都有各自不同的观察视角。特别是在2017年以来，讨论两国关系的情绪化成分在上升。

随着“后疫情时代”的到来，中美学

者界的面对面交流也逐步恢复。双方都从围绕全球性议题开始，例如，气候变化、发展中国家的债务和人工智能的规则。这更多是因为双方特别是美方学者认为，只有这三个议题才是比较安全的。

更直接涉及双边利益的议题，一是因为国际问题学者对国内事务和决策了解比较浅显，二是因为各自都有“政治正确”的需求，还比较敏感。这样，交流过程中避实就虚的成分比较高。

很多人认为中美之间的情绪化交往始于2017年贸易战。但是，从我所理解的美国对外经济政策、文化政策思维来看，自二百多年前中美两个社会有往来开始，美国精英层面在思考对华关系时就带有一种情绪或者潜意识：美国与中国交往本质是一种“大度”（benevolence），而中国则应以“感激”（gratitude）作为回报。

这与当代中国以来，中国的学术精英们所理解的两国关系的理想状态不同。“天下大同、互通有无、互学互鉴、共同进步”才是中方所理解的两国交往的本质。

举个例子，把时间拉回至第一次世界大战（1914年至1918年）之前，1909年9月，京张铁路全线建成，打破了中国人不能自建铁路的断言。主持修建京张铁路的詹天佑曾是通过考试获得留洋名额，成为首批官派赴美留学的幼童之一。那时候，美国就有人认为这是对中国的一种关照，既然关照中国了，中国就要有所回报，要“识趣”。“识趣”是多方面的，包括政治体制、文化，甚至宗教、安全、同盟关系，都要和美国“站在一起”或者长得越来越像。而中国文化中的底层逻辑是互利共生。中国认为中美之间互通有无、合作双赢，生意、技术、知识方面都不存在着单向的“输血”。打个比方，再高明的

医生，如果没有病人，这个医生也没办法从事医务工作，更何况医生也并非免费提供服务。这就是两国很早以前就在认知上存在的差距。

所以，中美之间交往的心理基础确实不同，这是从两个社会接触以来就开始了，是一种文化性的差异。

近年来，中美之间的情绪化问题表现得更突出，客观理性的成分当然也存在，只是在当下还不容易成为主流。一大因素是中国的能力提高明显，尤其是在技术方面。

目前的局面是一个十分复杂的现象，不能说哪一方就一定对，也不能说哪一方就一定错。如果把两个国家之间的关系看成是两家公司之间的竞争，其中一家公司有条件、有空间能够垄断一个市场，一般不会乐见出现颠覆性竞争的局面。

企业为什么会有收购行为？因为企业

愿意做垂直融合（vertical integration），收购的目的是壮大自己；被收购的一方则更希望水平融合（horizontal integration），避免自己成为产业链的最底端。无论在公司层面还是国家层面，这种竞争都是一种正常的现象。

中美之间，或者说任何一对国家之间，都只有不断地去适应一个不断变化的国际往来生态的选项。讨论和思考中美关系都不能有特殊化、神秘化或者简单化的思维，若是情绪化叙事，则于己无益。

## 如何理解和处理中欧关系

发展与欧洲的关系对中国而言当然重要。但与欧洲交往，需要理解以下几个基本点。

**第一，欧盟及其成员国都在国际事务中发挥着作用。**欧洲联盟总部设在比利时

首都布鲁塞尔，由欧洲共同体发展而来，创始成员国有6个，分别为德国、法国、意大利、荷兰、比利时和卢森堡。现拥有27个成员国，正式官方语言有24种。目前，北欧有一些国家还不是欧盟的成员国。中东欧一些国家虽已成为欧盟成员国，但接受欧盟的资助，在成员国里属于净受益的一方，所以和其他成员国所发挥的作用不尽一样。

欧盟是一个基于其成员国部分让渡主权而形成的区域性组织，其决策机制由“三驾马车”——欧盟议会、欧盟委员会、欧洲理事会——构成。每一个机构都有代表整个欧洲处理涉外事务的权力。此外，欧盟还有专职外交与安全政策的高级代表（俗称欧盟外长）。所以，具体到一个议题，到底哪一位欧盟高官才代表欧盟立场，往往不容易分清。

欧盟和它的成员国之间对外政策到底

是自下而上还是自上而下？这个过程相当复杂。一个对外政策从有意向到有所表达，到形成欧盟框架下的法律，再变成其成员国的国内法律或政策，要经过很缓慢的过程。所以，与欧洲交往，既要与欧盟的不同机构接触，也要与其成员国政府接触，因为它们谁也没有代谁行事的职能。

**第二，思考中国应该如何与欧洲相处，要注意观察欧洲在全球事务中的竞争力究竟在哪里。**欧洲社会普遍面临人口老龄化、劳动力不足等问题，其应对方法之一是不断吸纳新移民，同时给新移民设置一个从仅享有经济权利向也享有政治权利过渡的过程。

在我所理解的欧洲精英看世界的底层思维中，脆弱感比较明显。这种脆弱感则主要来自经济地理禀赋的全球性对比。从欧洲看世界，自身未来的增长空间有限。美国地广人稀，且自然资源禀赋优良，因

此对外政策试错的空间很大。中国，像战后的日本那样，经济增长和社会进步让欧洲吃惊，他们认为中国比日本具有更高的全球性竞争力。

在参与世界竞争的过程中，欧洲在军事实力、资源禀赋、劳动力方面都处于相对劣势，那么，赢得竞争的工具之一是为国际交往特别是经济设置前瞻性规则。

历史上，欧洲是多种技术标准和标准组织的发源地。在应对气候变化等议题上，欧洲一直保持定力，零排放、碳中和等目标源自欧洲，对进口商品征收碳关税也是欧洲发起的规则。当然，设置这些规则都是以保护欧洲业已取得的成就为前提。但当欧洲以人类的未来、地球的未来、全球的利益作为其向全球推广相关规则时，就有了一种道德高地。

**第三，与欧洲交往，要走出传统的“大**

国”“小国”之分思维。欧洲的官员、学者经常提到 Normative power 这个词——在国际事务上它要形成示范。这实质上是在提示外部世界：以国别经济总量等指标定“大国”“小国”并不符合欧洲的价值观，欧洲要在国际事务中要维持独立性，不愿也不会被任何国家所利用。

特别是在经贸领域，中国与欧洲互动的过程中，有必要重视欧洲立场背后的价值观。我们不难注意到，近年，美国尽力在高技术领域拉欧洲一起与中国进行排他性竞争，但欧洲还是较高程度的克制，其中的价值观之一便是技术进步和科学知识分享有利于全人类的发展。

从这个角度而言，欧洲不像美国那样容易情绪化。中国在处理与欧洲的关系时，不应以国家大小或者经济总量去判断与哪些国家合作，而是要着重根据具体的项目来做判断，综合考虑产品、服务、行业间

的利益契合程度。

**第四，应开拓与欧洲在第三方市场展开合作的空间。**不论如何解读历史上欧洲在发展中国家的足迹，当下和未来中国在其它中低收入国家开拓市场时，都应注意那些社会与欧洲在法律法规、商业网络和规则、人文交往等领域具有深厚的历史积淀。过去二十多年来，欧洲积极推动与中国一起在非洲等地区展开三方发展合作，特别是在抗疟等医疗卫生等领域，取得了不少成就。

其实，在所有的国际经济交往活动中，每一方都既有自身的长处也同时难免有盲区，三方合作有利于扩大视野，降低在发展中国家市场“边干边学”过程中的学费成本。

## 版权

制作单位：北京大学国家发展研究院

制作部门：北大国发院传播中心

### 编选委员会

黄益平：北大博雅特聘教授、国发院院长、数字金融研究中心主任

黄卓：北大国发院副院长、数字金融研究中心常务副主任

王贤青：北大国发院传播中心主任

白尧：北大国发院传播中心内容主管

### 顾问委员会（按姓氏拼音）

符永康（中国新闻社编委、中新经纬总编辑）

高岚（联想集团人力资源高级副总裁、北大国发院CHO100理事）

何刚（《财经》杂志主编、《哈佛商业评论》中文版主编）

刘二海（愉悦资本创始及执行合伙人、北大国发院EMBA校友）

刘娟（新华网副总编辑）

刘军（前美菜网CHO，北大国发院CHO100理事长）

吕守升（高潜咨询公司董事长、北大国发院CHO100理事）

马洪涛（中央电视台财经频道主持人、北大国发院EMBA校友）

乔顺昌（茂天（北京）投资公司总裁、北大国发院EMBA校友）

唐建伟（交通银行发展研究部副总经理、首席研究员、《新金融》期刊主编）

王海明（中国金融四十人论坛秘书长、北大国发院双学位校友）

文钊（经济观察报执行总编辑）

乌兰图雅（玲珑格致国际公关咨询CEO、北大国发院MBA校友）

武雪松（汇源光通信股份有限公司总经理、北大国发院EMBA校友）

许芳（深圳市人力资源开发研究会理事长、北大国发院CHO100联席理事长）

余兰（20年知名互联网公司营销高管、AI应用创业阶段、北大国发院EMBA校友）

张继伟（财新网总编辑、北大国发院EMBA校友）

赵雪源（北大国发院MBA校友）

周瑛锋（中央电视台新闻节目主持人、北大国发院EMBA校友）

朱晓楠（GC首席人力官及投资MD、北大国发院CHO100成员）

### 官方微信公众号



北大国发院

\*【特别声明】本资料为北大国发院编选制作的内部学习资料，仅供参考，严禁外传。