



沙楠

金融应在提高产业链供应链稳定性中发挥积极作用

金融如何在提高产业链供应链稳定性中发挥积极作用？发展产业引导基金具有一定的现实意义。不过产业引导基金在发展的过程中可能存在一些问题，比如可能出现财政风险与金融风险的叠加、资本在高端制造领域的过度集中造成投资标的同质化现象，以及大基金反腐事件表明其投资行为存在一定程度的寻租空间。本文最后给出了相关的政策建议。

当前国际环境日趋错综复杂，贸易保护主义、地缘政治冲突、新冠肺炎疫情冲击、极端天气与国外经济滞胀等多种因素叠加在一起，导致全球供应链的不稳定性与不确定性显著提高。在此背景下，产业链原有国际分工逻辑发生改变，各国均在超前部署，内迁或区域化趋势渐成主流思路，产业链供应链重塑已然发生。

中国具有制造业全产业链的比较优势，制造业尤其是高技术制造业是我们的立国之本与强国之基。当生产要素自由流动面临限制、断链断供风险增加时，更加凸显出制造业在我国经济发展中的重要性。习近平总书记在《新发展阶段贯彻新发展理念必然要求构建新发展格局》讲话中强调，要把增强产业链韧性和竞争力放在更加重要的位置，着力构建自主可控、安全高效的产业链供应链。如何在大变局加速演变期提高产业链供应链的稳定性，这对金融服务业也提出了新的更高要求。金融是血脉，金融活则经济活，金融部门要与产业部门、贸易部门更加高效地协同，使产业链上下游有效衔接。金融结构的调整要更加契合产业的升级发展需求，使产业链竞争能力有效提高。

近几十年的金融创新产品虽然众多，但仍与产业链供应链的发展现状不适配，也与链上企业特别是中小企业的金融需求相脱离。金融服务过往多围绕城投、地产等企业主体或居民消费展开，制造业由于普遍缺少抵押物，不良率也稍高，很难得到金融部门的青睐。这几年在监管部门的持续鼓励与引导下，高技术制造业贷款增速才有了显著提高。智能化、数字化与低碳化是产业链供应链发展的趋势，现阶段金融创新滞后于产业链发展是两者适配度不高或供需错位的一个内在原因。此外，原材料价格上涨也导致企业经营预期转弱，融资成本虽在降低，但企业贷款需求不强。现阶段资产荒现象与资金脱实向虚也表明货币政策传导效率有待提高。

产业发展引导基金

在逆全球化浪潮愈演愈烈的背景下，发展产业引导基金具有一定的现实意义。创新虽具有一定的后发优势，中国也可以积极地借鉴吸收并本土化。但随着中国的快速崛起，以美国为首的发达国家开始逐渐设卡立障，在关键技术上“卡脖子”。高科技产业研发投入较大，且失败风险较高，社会资本的参与性往往并不积极。此时更需要积极发挥政府的资本动员能力和我国的举国体制优势，在高新技术攻关上下大力气投入。从国家战略上，产业引导基金的创设正当其时。

产业基金从中观产业角度加大对重点企业研发投入的资金支持力度，加快产业优化升级，引导并推动我国产业结构向中高端方向发展。通过提升产业链和供应链的竞争力，形成新的经济增长动力，逐步使中国从制造大国成长为制造强国。产业基金的投向要符合产业政策、投资政策等国家宏观管理政策，且不得涉及新增地方政府隐性债务。重点支持的产业包括高端装备、集成电路、新能源、新材料、生物医药、航空发动机、燃气轮机等。通过政府在产业基金中一定比例的出资，引导社会资本积极参与。其中，中央、省级或计划单列市人民政府（含所属部门、直属机构）批复设立的政府出资产业基金中，政府认缴出资比例不低于基金总规模的10%。党中央、国务院批准设立的，政府认缴出资比例不低于基金总规模的5%。

当前规模较大的产业基金有国家集成电路产业投资基金、先进制造产业投资基金、农业产业发展基金、国家绿色发展基金等。产业基金的创设使金融资本、产业资本更加聚焦在产业金融模式和产品方面的创新上，通过为制造业企业提供更具针对性的融资和增值服务，使其发展壮大。只有越来越多的高端制造企业发展起来，中国经济才能由高速增长转化为高质量增长。

产业发展基金的创设使产融结合度更高，通过发挥财政资



金的杠杆作用，引导产业资本和金融资本深度合作，进而为不同发展阶段、不同区域、不同产业链位置的企业提供更具针对性的金融服务。同时，产业发展基金也可利用供应链金融等创新金融模式，为产业链的发展与升级提供资源支持。对企业而言，产业发展基金不仅有助于其整合产业链上下游企业，也有助于其剥离竞争力不强的业务。

产业发展基金通过规范化和市场化的运作，可有效吸引更多社会资本参与进来。政府加入的产业基金对社会资本而言具有一定的吸引力，不仅表明了政府重点支持发展的产业方向，降低相关政策性风险，还可提供优质的配套服务，优化营商环境。此外，产业发展基金可通过国企产权转让、增资扩股等方式参与国有企业混改，推动混合所有制改革。

可能存在的问题

第一，产业发展基金或存在财政风险与金融风险的叠加。新兴产业项目各地存在雷同现象，上马速度快，但发展前景有待观察，地方政府财政杠杆的提高会带来一定的财政风险。此外，有很多上市公司通过质押股权的方式参与了产业发展基金。当股价连续下跌触及平仓时有可能产生一定的金融风险，民间资本的不稳定性直接影响产业发展基金资金投入的可持续性，进而对产业投资产生影响。

第二，资本在高端制造领域的过度集中造成投资标的同质化现象，或产生高估值泡沫。随着中国制造业转型升级战略的逐步开展，曾游走于资本市场边缘的国内高端制造业近年来吸引了大量资本投入，成为互联网红利渐退后投资人与创业者重点关注的新风口。资本大量涌入高端制造领域主要受三大因素驱动：一是宏观政策持续引导，国家的产业政策向先进制造业倾斜，《中国制造2025》行动纲领等政策文件为资本指明了未来方向。二是海外人才加速回流，大量了解资本市场的技术型人才回国从业创业，促进先进制造技术产业化、商业化发展。三是产业链下游客户逐步改变固有观念，对国产替代品牌认可度、接受度的提高推动行业健康发展。在此基础上，资本在高端制造领域的过度集中造成投资标的同质化现象，推高整个行业的估值。由于跟进风口比较容易取得不错的账面回报，较快的估值成长速度又能帮助风险投资基金管理人快速晋升，高估值会吸引更多投资人涌入该领域，这部分投资人由于缺乏对行业的深入理解，往往采用跟随投资策略。这会进一步增强市场头部机构的引导能力，带动整个风险投资行业形成趋势和风口，使资金呈现高

度聚集性，进一步推高估值泡沫。

过高的行业估值和资本过度集中会给先进制造业带来风险，不利于行业的可持续发展。工业技术和制造业本身并不具备与互联网行业相似的高成长性，尽管行业在风口期内可能保持较高的估值成长速度，但随着时间周期的拉长，终究不能满足过高估值对高增长的要求。当资本市场预期回归理性时高估值泡沫将会破裂，高端制造领域或将出现大量企业破产，幸存企业的融资难度也会大幅上升，行业发展将出现停滞甚至倒退。

第三，大基金反腐事件表明其投资行为存在一定程度的寻租空间，公司的管理体制与治理机制仍不完善。大基金虽要保值增值，但功能定位决定其不同于一般的财务投资者，应尽量减少短周期财务投资，增加长周期研发投入，重在促进技术突破，而非投资收益率的高低。美国芯片法案推出后，中国国产替代进程将加速推进，为避免在关键部件或技术上被“卡脖子”，大基金应充分发挥金融活水的积极作用，促进技术创新与产业升级。

政策建议

受俄乌冲突影响，欧洲缺气和其化工企业停产也给了我们一定警示，能源安全是产业链供应链稳定的先决条件。一方面，我国贫油少气的能源结构决定煤炭长时间内仍是我国能源供应的压舱石，光伏、风电等虽是未来发展的趋势，但转换过程并非一蹴而就。另一方面，基础原材料供应稳定也是保证产业链安全的重要条件。

工业发展有其自身规律，高端制造业发展要久久为功。工业技术的成熟要遵循客观规律，通常需要经过大量实验以及与产业链上下游反复沟通，在产品持续迭代中才能最终稳定。该过程需要时间沉淀，过量的资本投入并不能改变工业发展进程，反而会阻碍传统制造业转型升级，进而在新一轮工业革命中失去优势。因此，这要求金融服务业的创新要与工业发展的客观规律相适应。

最后，金融科技的创新与应用也为保障产业链供应链安全提供了新思路。它有助于解决链上中小企业融资难的问题，促进金融资源向中小企业倾斜。科技创新方面，金融科技与其也具有相互促进、协同发展的伴生关系。①

（沙楠为清华大学国家金融研究院新结构金融学研究中心副主任、南方科技大学访问学者，周皓为南方科技大学商学院讲席教授、清华大学五道口金融学院讲席教授。本文编辑/王茅）