

■聚焦“十五五”战略目标 全面提升金融服务效能(三)

推动不动产金融向动产金融转变

□ 杨成长 袁宇泽 龚芳

提升金融服务实体经济效能的关键在于准确把握实体经济要素结构和资产结构的变化。近年来,我国产业加速向智能化、绿色化、融合化转型发展,企业要素和资产结构呈现显著转变趋势:从以传统要素和不动产为主,逐步转向以创新要素和动产资产为核心,技术、数字、绿色资源、管理为代表的新要素和新资产正成为驱动企业高质量发展的新动力。长期以来,金融体系在服务土地、房地产等不动产领域已形成了一套相对成熟的服务体系。但是,以质押物、稳定现金流为基础的传统金融服务体系已难以适配企业以新要素、新资产为主导的新经营模式。

“十五五”时期,金融机构要加快推进经营理念和服务模式的深刻变革,推动金融体系从不动产金融向动产金融转型,打通新要素财务化、资本化、证券化的服务链条,全面推进现代要素市场发展,为健全高水平社会主义市场经济体制提供有力支撑。

一、顺应经济模式转型,提升金融对新要素和新资产的服务能力

“十四五”期间,金融体系围绕完善要素市场化配置体制机制,推进创新要素发展,进行了大量积极有益的探索。在服务科技创新驱动上,商业银行从技术创新的特征出发,将研发投入、科研成果等更多创新纳入信贷评估体系中,持续加大对知识产权质押、初创企业信用贷等产品的供给力度。资本市场持续提升制度包容性,科创板、创业板为未盈利的科技企业开辟上市新通道。过去5年,科创板已助力40余家未盈利企业发行上市。在服务数字经济发展方面,资本市场积极培育具有全球竞争力的数字产业龙头企业。截至2025年11月上旬,通信与计算机行业市值达到10.2万亿元,占A股总市值的8.6%,较“十四五”初期提升2.9个百分点,两大行业已形成12家千亿元市值上市公司。同时,资本市场加速助力传统产业数字化转型。据《2023年上市公司数字化转型报告2024》显示,2023年A股上市公司中使用数字技术的比例已升至91%,大中型上市公司数字化覆盖率更高。在服务绿色转型上,目前我国已成为全球规模领先的绿色金融市场。绿色投资有效引导实体经济加快绿色转型,截至2025年9月,已有2521家A股上市公司主动披露了2024年ESG报告,较2020年增加1386家。

“十五五”期间,动产新要素将成为推动企业转型发展的重要力量。“十五五”时期是我国实现2035年远景目标的关键期,也是我国经济发展模式转型的关键期。在此期间,经济发展将加速从过去以固定资产投资、房地产投资、基础设施投资为核心的传统要素驱动模式,转向以科技、数字、绿色为核心的创新要素驱动模式。在这一转型过程中,企业生产要素结构也将发生深刻变革:土地、不动产、设备等传统要素资产的作用不断弱化,而技术、数字、创新模式等现代动产要素的作用愈发凸显。越来越多的企业将依靠科技创新、制度创新、模式创新,不断破除体制机制障碍,开辟经济增长的新领域、新赛道、新动能,推动动产新要素成为引领企业转型与高质量发展的核心力量。

动产新要素的快速发展将重塑企业的资产结构。党的二十届四中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》(以下简称“十五五”规划建议)更加突出科技自立自强。在科技创新和产业创新深度融合的过程中,各类技术要素对企业的驱动效应将更加突出,以专利、商标、软件著作权、研发投入为代表的无形资产,将成为企业资产的重要组成部分。与此同时,随着数字中国建设的推进,实体经济和数字经济将实现深度融合,数据作为关键生产要素,不仅能催生新产业、新业态、新模式,更通过与劳动力、资本等传统要素结合,衍生出更多的数据技术、产品和服务,推动数字资产在企业资产中的占比持续提升。“十五五”时期,经济社会发展将进入到以碳排放总量和强度“双控”为基础的全面绿色转型新阶段,绿色要素对企业转型发展的推动作用愈发重要,以碳资产、绿色技术、绿色设备为代表的绿色资产,将成为企业资产的新底色。另外,由新要素驱动形成的各类商业模式、新组织流程、新治理结构,都将进一步充实企业的无形资产及品牌商誉,各类动产资产将取代传统土地、设备等不动产成为企业资产的重要组成部分。

新要素和新资产的快速发展对金融服务模式提出新要求。与传统要素资产相比,新要素和

“十五五”期间,我国经济发展模式将加速从传统要素驱动转向创新要素驱动,技术、数据、绿色等动产新要素逐步取代土地、设备等传统要素,成为企业资产结构的核心。这一深刻变革对以抵押物和稳定现金流为基础的传统金融服务模式构成挑战,亟须推动金融体系向动产金融转型

“十四五”期间,金融体系围绕完善要素市场化配置体制机制,推进创新要素发展,进行了大量积极有益的探索。但整体来看,当前金融体系在服务新要素资产方面仍面临“入表难、定价难、投资难”三大难题,需在下一阶段深化改革中重点突破

围绕“十五五”期间企业要素结构和资产结构的新变化,金融机构要加快打通新要素确权入表、估值定价、流通交易、投资配置的全链条,推动金融服务模式加速从不动产金融向动产金融转变;一是加快推进新要素新资产的确权入表;二是创新多维评估框架,提升对新要素新资产的估值定价能力;三是推进全国统一大市场建设为引领加快动产要素市场化改革;四是进一步丰富动产新要素的投资工具

新资产具有无形性、高流动性、价值递增性及网络效应等新特征。一方面,以技术、数字为代表的要素资产往往是无形的,其内涵和边界较为模糊,产权关系也较为复杂。动产新要素的拥有权、使用权、收益权往往相互分离,难以像土地等传统不动产要素具有清晰的产权归属。另一方面,由于新要素高度依附于人力资本,其流动性随之增强。例如,核心技术人员流动可能直接导致关键要素的转移,为企业资产稳定性带来挑战。另外,与传统要素的稀缺性和边际效用递减规律不同,以数据为代表的新要素资产具有近乎无限的增长性,且数据价值随规模扩大呈现出明显的价值递增和网络聚集效应,即数据量越大,数据平台的价值就越高。上述特征使得新要素在短期内难以形成高效、透明的公开交易市场,要素的确权、估值、定价、交易均面临较多障碍,这使传统金融体系以抵押物和稳定现金流为基础的服务模式面临巨大挑战。面对这一趋势,金融机构亟须加快构建以动产要素资产为核心的新型服务模式,在服务动产要素资产发展的同时,积极开拓金融服务的新领域和新空间。

二、当前金融体系在服务新要素资产上面临三大挑战

过往,金融行业在服务新型生产要素发展方面已进行了诸多积极探索,但从整体来看,当前金融体系在服务新要素资产方面仍面临“入表难、定价难、投资难”三大挑战,需在下一阶段深化改革中重点突破。

一是新要素入表难,要素价值难以财务化。要素财务化是实现要素资本化、证券化的前提和基础,当前技术、数据等新要素均面临突出的确权、会计核算等难题。

从确权来看,动产要素因无形性、可复制性、高流动性等特征,其资产归属和许可范围往往不够清晰。以数据要素为例,尽管2022年国务院出台的《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》提出了数据资源持有者、数据加工使用权、数据产品经营权“三权分置”的数据产权制度框架,但全国范围内仍缺乏统一的数据确权标准。绿色要素确权同样面临标准缺乏的难题,碳排放、碳足迹及环境信息披露的各项标准仍在完善过程中,导致“漂绿”现象仍然存在。

从财务制度来看,土地、人力、资本等传统要素在企业财务核算中均有对应的会计科目,但新要素在财务报表上的体现仍不充分。近年来,我国持续推进技术、数据等现代动产要素的财务核算和信息披露制度建设,如《科创属性评价指引》《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则》等文件对研发人员和研发投入的认定和披露作出规定,2023年财政部发布的《企业数据资源相关会计处理暂行规定》也明确了数据资源的确认范围和会计处理适用准则,但是这些政策指引更多集中在上市公司和少数领域企业,缺乏更广泛范围的制度覆盖,导致财务制度整体上仍难以适配动产新要素,新要素价值在企业三张报表中的体现仍然有限。

与此同时,一些不直接体现在三张报表上的重要信息,如研发能力、实验项目进度、产能利用率、获客成本、客户价值等,因通常被视作商业机密,企业主动披露意愿不强。同时,新要素和新资产对于大众而言存在较高的认知壁垒,而我国专业评估与技术服务等专业服务不够发达,缺乏具备公信力的第三方评估机构,使得企业的新要素价值难以被社会公众和广大投资者充分理解和认可。

二是新要素估值难,缺乏稳定现金流和可比标准

与传统要素相比,动产新要素在估值标准和定价机制上存在较大差异,传统的绝对估值

法和相对估值法在应用于新要素时,普遍面临适应性不强、解释力不够等问题。

在绝对估值方面,要素资产的估值高度依赖估值假设,估值模型中关键参数的细微调整往往会导致最终估值结果的大幅波动。很多动产新要素难以形成直接且稳定的现金流。以技术要素为例,其发展过程中对资金的需求量普遍较大,易受实验结果、研究方向调整、研发进度变化等因素影响,导致企业资金流发生较大变化。同时,企业贴现率也会随着企业风险和自身风险偏好的变化而变化,这导致关键估值参数的选择较为困难,削弱了绝对估值法在评估技术、数据等新要素价值时的解释力。

在相对估值方面,该方法的准确性依赖于可比企业以及可比企业的估值乘数的确立。然而,新要素在不同企业、不同团队中的作用差异很大,作用机理较传统不动产要素也更为复杂,很多企业都是新业态、新模式的创造者,在市场中属于先例,很难找到可对比的企业。此外,由于动产新要素市场还不够健全,新要素和新资产的交易变现较为困难,也难以通过市场法进行估值。

三是新要素投资难,不同类型投资者逻辑分歧大

以技术、数据为代表的动产新要素企业,往往具有研发周期长、不确定性大、稳定现金流弱等特征,在企业早期难以获得信贷资金支持,更多依靠天使投资、风险投资类等股权基金解决发展初期的资金难题。

从现状来看,近年来我国风险投资市场呈现以地方引导基金和国资基金为主导的格局,国有参控股LP出资规模占比接近八成。2024年,在30亿元至50亿元以及100亿元以上规模的股权投资基金中,国资背景管理人所管基金的新募金额占比均超过九成。受国有资本保值增值考核要求约束,地方投资基金在项目投资中往往会附带本地投资、股权回购或对赌协议要求,一定程度上弱化了风险投资本应具备的风险共担属性,难以真正实现与企业风险共担、利益共享。

除此之外,以商业银行、保险公司为代表的传统金融机构参与动产新要素投资的渠道仍然有限。目前,我国股权投资基金募集过程中来自金融机构的出资占比仅约5%,与美国银行、保险等长期资金约20%的占比相比,明显偏低。这一差距主要源于传统金融机构对新要素的投资风险判断和管理能力相对不足。

另外,不同类型投资者对新要素、新资产的投资逻辑存在较大分歧。以技术要素为例,产业投资人更看重技术创新的突破性,科技投资人更注重科技成果向产业化的转化能力,风险投资人更注重技术应用等商业场景的落地及变现潜力。这种投资逻辑的分歧导致目前尚未形成对新要素相对成熟的投资模式,使得新要素资产难以获得持续、稳定的长期风险资金支持。

三、打通金融服务动产新要素的链条

“十五五”规划建议提出“加快完善要素市场化配置体制机制。促进各类要素资源高效配置,建立健全城乡统一的建设用地市场,功能完善的资本市场,流动顺畅的劳动力市场,转化高效的技术市场”。围绕“十五五”期间企业要素结构和资产结构的新变化,金融机构要加快打通新要素确权入表、估值定价、流通交易、投资配置的全链条,推动金融服务模式加速从不动产金融向动产金融转变。

(一)加快推进新要素新资产的确权入表

加快形成与新要素、新资产相适应的现代企业财务制度。为推动新要素的资本化和证券化,首先要健全相应的企业财务制度,推动科技化、数字化、绿色化变革带来的资产结构变化、盈利变化能准确地反映在企业财务报表中。应

明确各类新要素资源是否可以确认为资产,作为哪类资产确认,以及相关信息披露要求等关键会计问题,并加快出台动产新要素入表的相关操作指引。积极参考和借鉴技术、数字要素入表的实践经验,加快探索推动绿色转型技术、绿色工艺流程、绿色生态资源等绿色要素和绿色资产纳入三大报表,助力投资者分析其对企业息税前利润、所得税、折旧与摊销、营运资本、资本支出等对未来预期现金流的影响。

对于短期内难以入表的新要素、新资产,要鼓励企业主动加强信息披露,引导投资者重视新要素的价值。要持续完善非财务指标的信息披露标准,积极探索前沿领域动产要素的披露方法,组织专家发布产品技术等级和产业发展关键趋势的引导性文件,不断优化新要素相关信息的披露机制。针对上市公司,要进一步健全新资产、新要素的披露机制,探索合理界定国家秘密与商业秘密范围,明确相关信息披露格式准则及关键核心技术企业审核细则,并通过特殊风险提示等方式加强投资者保护。通过引导企业增强主动信息披露意识,提升信息披露质量,有效推动新要素、新资产的财务化进程。

(二)创新多维评估框架,提升对新要素新资产的估值定价能力

立足技术、数字、管理等新要素的特征,逐步构建相应的估值准则与执业指引。针对新要素估值缺乏相应标准的问题,要定期组织产业专家、中介机构和投资机构围绕新资产、新要素估值定价进行讨论,系统梳理境内外相关项目和企业的估值案例,总结常见问题,形成经典案例库,为新要素估值定价的实操提供借鉴。在此基础上,逐步建立不同细分产业的估值准则或执业指引,提高各类新要素估值实务的规范性。要充分分析不同类别新要素的特征及发展阶段特点,并结合相关企业的估值方法,为估值方法的选择、估值参数的设置,可比公司的挑选等提供指导意见。

积极培育专业投资机构和专业中介机构,提升市场对新要素的价值发现能力。要充分发挥资本市场在新要素定价上的价格发现作用,鼓励市场投机机构和中介机构壮大新要素、新资产的研究团队,更多从产业发展的视角出发,深入研究新要素的最新发展动态和对企业发展的推动作用,构建适应不同类别、不同发展阶段企业的多元化估值模型,以实现对新资产的科学合理定价。具体而言,针对技术要素,估值模型要围绕要素的技术壁垒、应用成熟度、商业转化率、许可质量等展开;针对数字要素,估值模型要围绕数据质量、合规等级、模型产出与迭代效率等展开;针对绿色要素,估值模型要围绕减排真实性、环保技术对企业盈利和现金流的影响等展开;针对创新模式要素,估值模型要围绕模式的可持续性、网络效应等展开;针对品牌要素,估值模型要围绕品牌强度、价格溢价率、社会认可度等展开。

(三)以推进全国统一大市场建设为引领,加快动产要素市场化改革

要加快建设技术、数据、绿色三大要素市场,在充分汲取前期各类要素市场发展经验的基础上,做好相关基础制度的顶层设计,推动各类新要素在更大范围内交易流通。

整合分散的技术要素市场,形成“一盘棋”的协同发展格局。针对目前各地大量技术交易市场分散分割、规模过小、效率过低的现状,应立足各地技术交易所资源,以推进全国统一大市场建设为统领,加快整合布局较为分散的技术交易所。可优先推动在某些区域整合形成具有典型区域代表性的技术交易所,逐步完善交易规则、准入机制等基础制度,发挥其对区域技术交易的辐射带动作用。在此基础上,逐步在全国层面形成统一技术交易所,推进我国技术要素市场的标准化建设,全面提升技术交易所在全国范围内对技术要素的定价与资源配置功能。在基础制度完善的过程中,要持续完善知识

产权保护、技术认定等技术要素市场发展配套制度,持续引导技术转移服务中介等市场主体发展,共同推动我国技术资产做大做强。

推动数字要素的确权、流通,更好实现数字经济与实体经济的融合发展。要充分发挥国家数据局在提高数据要素治理效能、提升数据资源价值创造力方面的引导作用,完善数字要素的确权、交易、收益分配等方面的基础制度,加速形成与数字生产力相适应的新型生产关系,充分发挥数字要素对传统经济的赋能作用。要大力推动数字产业创新发展,持续提升数字公共服务水平,适度超前部署数字基础设施,积极培育和支持数据服务企业发展壮大。

推动多层次绿色要素市场建设,实现绿色要素价格显性化、成本收益内部化。要进一步推进全国碳市场和全国温室气体自愿减排交易市场的基础设施建设。一方面,应持续完善全国碳市场的基础制度,逐步扩大行业覆盖范围,将石化、化工、造纸、玻璃等高排放行业有序纳入;另一方面,健全自愿减排市场,逐步扩大自愿减排市场支持领域,增加方法学供给,为更多企业参与自愿减排提供制度保障。同时,应推动完善各类环境权益交易市场平台建设,加快建立健全用能权、水权、排污权等初始分配和交易机制等基础性制度,并以环境权益交易市场的建设来深化绿色要素市场化配置改革,推动绿色要素价格显性化、成本收益内部化,优化绿色要素的配置效率,降低全社会绿色转型发展成本。

(四)进一步丰富动产新要素的投资工具

培育壮大耐心资本,推动风险投资行业投早投小投新。要培育大型本土股权投资机构,推动合格境外有限合伙人试点扩容,构建多元化股权投资生态。要优化对耐心资本的考核机制,完善政府主导型产业投资基金的绩效评价机制,建立健全容错机制,显著提升地方产业基金、引导基金在投资新要素、新资产方面的风险容忍度。应淡化对单个项目收益的考核要求,以多个项目整体盈利考核替代单个项目考核。对于技术、数据等新要素主导的企业,要积极探索创新考核方式,比如在3年“静观期”内不考核收益率,重点评估被投企业的技术创新能力等非财务指标。要丰富耐心资本的退出渠道,完善并购重组制度,使其成为私募股权投资重要的退出渠道。同时,积极发挥区域股权市场在推动私募股权二级市场交易方面的功能,构建更加通畅的资本循环体系。

创设更多与时代新要素风险收益特征相匹配的金融产品。要鼓励金融机构在创设产品时从重所有权、重抵押担保、重报表、重处置向重使用权、重现金流、重信用转变。加快探索知识产权证券化,尽快出台专门针对知识产权证券化的法律,特别是为基础知识产权资产的“真实销售”提供明确的法律依据,并在实践中不断完善售后返租、二次许可、质押贷款、应收账款等证券化模式,将更多技术、数据、绿色资产作为资产证券化标的。稳步推进绿色金融产品扩容,顺应指数投资和被动投资的新趋势,加快开发碳中和金融产品,推出碳排放期货、碳排放期权、碳排放远期合约等产品,以及基于碳配额的质押融资、碳收益权证券化等产品。

发挥好各类金融机构的专业能力,围绕新要素、新资产的风险收益特征,创新动产金融服务模式。鼓励商业银行围绕新要素发展特征,充分运用业务数据优势和分支机构信息优势,建立专业、敏捷的信用评价体系,将企业的专利、技术实力等转化为融资信用,在此基础上开发更多新要素专属信贷产品,加强科技贷款、投资联动。鼓励保险机构在保险产品创新、服务新要素发展等方面持续加大创新力度,积极探索“保险+贷款”“保险+期货”等创新联动机制,支持各类创新要素发展。推动证券公司加大结构化产品的设计和开发,发挥专业中介的估值定价能力,积极服务新要素主体的风险管理需求。引导基金公司、保险资管等投资机构切实落实好全面考核机制,以3至5年期长期考核考核全面替代现行的年度考核制度,推动更多中长期资金加大对技术、数据、管理、绿色等新要素新资产的投资,加快形成动产金融服务的新体系。推动金融要素在更好服务实体经济新要素的过程中获得相应的投资收益,实现金融要素与实体要素的相互赋能、融合发展。

(杨成长系全国政协委员、申万宏源首席经济学家;龚芳系申万宏源研究政策研究室主任、首席研究员;袁宇泽系申万宏源资深高级研究员)