



## 国防金融新时代

军民融合是军工行业转制增效的有效途径，而资产证券化是将“军转民”与“民参军”通过现代金融进行有效要素配置的手段，必将为军工企业与民营企业注入新机制，带动国民经济和国防事业和谐发展。

文 | 许维鸿

以军民融合资产证券化为代表的新时代国防金融，是中国未来战争胜利的重要保障，需要资本市场的积极进取。党的十八大报告和十八届三中全会公报，对中国特色军民融合式发展建设目标提出了明确要求，习近平主席指出，要“进一步做好军民融合式发展这篇大文章，坚持需求牵引、国家主导，努力形成基础设施和重要领域军民深度融合的发展格局”，为我国未来一段时间统筹经济和国防建设深度

融合指明了方向。

回顾历史，我国的国防金融经历了以下三个阶段：新中国成立后，中国国防建设单纯依靠国家财政拨款，没有利用社会资金；20世纪80年代后，军工企业开始依靠商业银行贷款和军工集团财务公司，开启了“间接融资、被动借贷”阶段；最近几年来，以开发式金融和投资银行为更高层次的军工产业链“直接融资、主动投资”阶段，资产证券化是促进军工集团

内部改革、建立现代企业制度、拓宽融资渠道、降低融资成本的有效途径，是打破行业壁垒、吸引社会资本参与国防科技工业建设的重要手段，是实现供给侧改革、军民深度融合等国家战略的题中应有之义。通过吸引社会资本，引导社会对军工产业及其周边的投资，引领军工产业结构和组织效率提升。

纵观世界，全球排名前一百家军工企业，资产证券化率大都超过 70%。反观我国军工资产证券化率不足 40%，明显低于国外水平，而且，现阶段顶层设计缺乏支撑资产证券化的系统性政策法规与操作指南。截至 2015 年，以净资产计算我国十大军工集团的资产证券化率仅中航工业集团的资产证券化率相对较高，其余资产证券化率均在 50% 以下，航天科技与航天科工的资产化率仅为 23.5% 和 24.2%。资产证券化率低意味着军工企业必须依赖政府财政拨款或银行贷款，虽然短期内资金保障稳定，但会给中央财政带来持续负担，并制约了面向市场的现代企业制度的模式建立。

## 双轮驱动

为了实现制度保障，过去几年我国军民融合政策密集出台，一方面试图通过军转民促进“中国制造 2025”的高端装备制造转化；另一方面试图通过引入民营机制，缓解军费增长给中央财政的压力。2015 年我国国防支出预算 8868.98 亿元，比 2014 年执行数增加 813.84 亿元，增长 10.1%。如何通过军民深度融合，盘活军工存量资产，吸引民营资本进入技术创新和军队后勤保障领域，加快武器装备升级换代，是新一轮资产证券化改革的重要课题。其中，不仅包含军用技术造福民生的“军转民”，也包括军工企业市场化的“民参军”。

回顾历史，中国军工企业“军转民”绝大多数都是被动的，源于改革开放后军工企业自

谋出路的压力，而且军工企业走向市场经济比起普通国有企业更难！随着对外开放的大格局展开，军工集团发挥军工高技术优势，逐渐涌现出一批有水平、有效益、有影响的“军转民”产品，如航天科技集团在火箭发动机燃烧传热流体控制特种材料等成果的基础上，成功开发出航天粉煤加压气化技术。近几年，军工集团的民品产值占总产值比重基本保持 70%~80% 之间，远超过军品占比；民品产值年均增速达 17.6%，远高于同期军品增速。

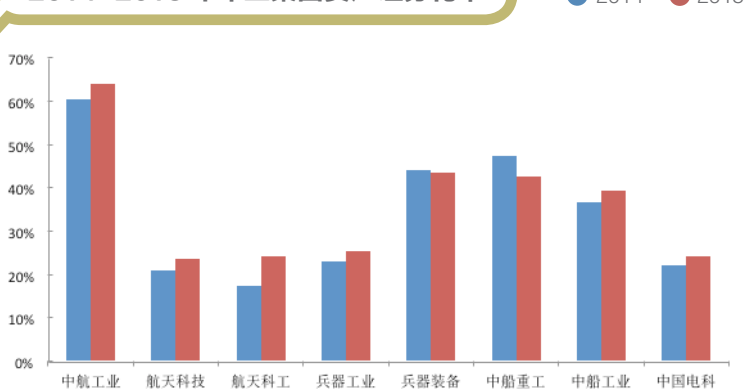
但是总体上，“真正”由军用技术转移转化而来并走入寻常百姓家的军转民产品比例并不高，国防科技“整个国民经济的辐射带动作用”尚未充分发挥出来。其主要原因是军工企业市场化改革程度较低，在与民营企业竞争中缺乏主动性，总希望依赖国家财政补贴生存，管理骨干和技术骨干缺少激励机制，这些都是资本市场助力“军转民”的突破口。

“民参军”同样可期。改革开放三十年，随着居民收入的显著提高，中国制造的竞争优势逐渐丧失，宏观经济产能过剩带来的去杠杆压力，首当其冲地降临到民营企业头上。民营企业一方面积极通过技术革新摆脱困境，另一方面也在积极寻找新的增量目标市场，国防现代化的巨大“蓝海”市场无疑是具有吸引力的：自 2015 年初全军武器装备采购信息网正式开通运行 1 年以来，网站的日均访问量达 50 余万次，峰值访问量每小时上百万次；网站开通 1 年，已注册 7960 家企事业单位，已办理现场认证的企业用户 3738 家，民营企业占比超过 60%，民营企业对“民参军”的渴求非常强烈。

虽然民营企业参与热情高昂，但是体制配套仍无法满足现代战争的要求：虽然全国取得武器装备科研生产许可单位中民营企业占比超过 1/3，但在全国高新民营企业总数中，

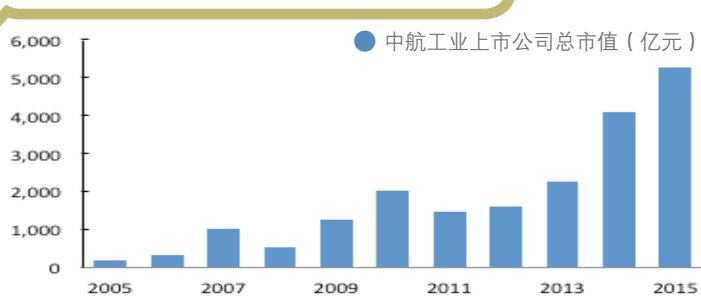
**资产证券化是促进军工集团内部改革、建立现代企业制度、拓宽融资渠道、降低融资成本的有效途径，是打破行业壁垒、吸引社会资本参与国防科技工业建设的重要手段。**

2014~2015 年军工集团资产证券化率



数据来源: wind, 各军工集团网站

中航工业上市公司历年总市值



中航工业上市公司历年累计直接融资额度



数据来源: wind, 中航证券金融研究所

占比不足 1%，十大军工集团外部配套率也只有 13%；在“参军”层级上，民营企业承担整机或主战装备科研生产任务的数量极少；在涉及领域上，参与新兴武器和关键军事领域研发的民营企业极少。其根本原因除了民营企业参与国防建设中的技术壁垒，民营企业规模不经济、产品替代成本高等许多潜在性壁垒也不容忽视。民营企业想要将自身技术优势突破军用技术壁垒，资产证券化的路径应充分重视。

## 政策路径

通过国防金融现代化，促进军工行业资产证券化是贯彻落实军民融合式发展战略思想的必然要求，是推进国防科技工业军民融合式发展的有效手段。全面推进资产证券化改革，可以以下“民企、技术和现有军工集团”三个范例为借鉴，最终为宏观经济的供给侧结构改革持续“造血”，让更多民营企业参与国防建设，并将军用的尖端科技民用化。

民企为主体的，典型范例就是海特高新收购央企中电科 29 所旗下公司 53% 股份。海特高新是我国现代飞机机载设备维修规模最大、维修设备最全、用户覆盖面最广的航空维修企业；中电科 29 所是我国最早建立、专业从事电子战技术研究、装备型号研制和生产的国家一类系统工程研究所。29 所旗下子公司海威华芯（原名嘉石科技）为生产高端半导体集成电路芯片的公司，生产芯片用于微波毫米波频段尖端电子装备、军事应用和电机驱动器的高功率电子应用、无线通信基站、高频卫星通信、智能手机及无线通信等。2015 年，海特高新与中电科 29 所签署了《战略合作意向书》，海特高新通过控股海威华芯进入高端半导体集成电路芯片研制领域，海特高新和四威电子分别占股 52.91%、36.61%。海特高新通过控股央企的子公司海威华芯，成功融入了国家信息安全

战略发展的研发当中，弥补我国半导体行业的短板，也是民企和央企混合所有制中民企控股的典范。

技术为主体的，典型范例是海格通信通过资本市场融资，持续收购最终掌握通信产业链核心技术。资产证券化改革必须持续鼓励军工企业拥有的技术民用化，从而创造出更高技术含量的民品市场，不仅完成进口替代，更可升级中国制造为中国创造，在供给侧结构性改革中创造新的核心竞争力。海格通信传统上是一家军工企业，主要为国内各军兵种提供通信设备和导航设备。从2013年开始，通过对摩诘创新、爱尔达、海华电子、四川海格恒通、怡创科技与深圳嵘兴等公司展开一系列收购，进入了数字集群、模拟仿真、频谱管理、气象雷达、海事电子与信息化服务等领域，深化拓展多项业务，并将原有业务与新收购业务进行协调整合，其中北斗导航领域变形成了全产业链布局，从芯片、天线、板卡、终端、系统运营服务等方面均有较深的技术储备。通过布局全产业链的通信技术，海格通信的营业收入在近几年大幅增加，其中军用通信产品营业收入由2013年1.74亿元增加到2015年6.18亿元，增长了近4倍，民用通信产品营业收入从2013年的1.29亿元增长到2015年2.1亿元，增长了近一倍。

军工集团，是中国国防工业的主力军、国家队，深入推进军队改革及军民融合的大背景下，央企军工集团应借助多层次资本市场，通过提高资产证券化率，利用市场机制做大做强。其中一个范例就是中航工业集团，其资产证券化率已经达到60%，拥有19家A股上市公司，借助资本市场实现航空报国、强军富民目标。预计未来5年，中航工业资产证券化率将有望达到80%。

首先，资产证券化为中航集团的专业化整

合提供了有力的资金支持：从2005年到2015年，中航工业集团逐步完成了运输机、发动机、直升机、航电、机电、汽车零部件、金融等业务板块的整体上市。以上市公司为平台的专业化整合，是军工企业专业化的有效途径，除研究院所和军机业务外，中航工业的主要工业企业都已进入上市公司，为规范信息披露和现代企业制度建设奠定了基础。

其次，资产证券化可以促进资本融资和企业经营良性循环：中航工业从2007~2015年共引进外部资金887亿元，上市公司的总市值相应地从2005年的184亿元增长到2015年的5270亿元；相应的，营业收入从2005年的177亿元爆发式增长到2015年的近1500亿元，利润总额由2005年的3.41亿元增长到2015年的近115亿元。实践证明，集团营业收入增长了近8.5倍，而利润总额增长了近34倍，证券市场的监督机制促进了企业管理的效率提升。

最后，军工集团应充分利用资本运作，协同各级地方政府助力集团主业做精做强。从2013年至2015年，中航工业集团公司资产证券化率从53.6%升至60%，积极融入地方经济，完成国内并购26项，大部分都是将中航工业在工业领域的创新生产要素注入地方国企，可谓做实军民融合的有效途径。例如，在江苏省政府、扬州市政府、南通市政府的支持下，通过股权划转接收江苏宝胜集团（含上市公司宝胜股份），通过股权划转和资产注入重组控股上市公司南通科技。

总之，军民融合是军工行业转制增效的有效途径，而资产证券化是将“军转民”与“民参军”通过现代金融进行有效要素配置的手段，必将为军工企业与民营企业注入新机制，带动国民经济和国防事业和谐发展。□

（作者系中航证券首席经济学家）

**资产证券化改革  
必须持续鼓励军  
工企业拥有的技  
术民用化，从而  
创造出更高技术  
含量的民品市场，  
不仅完成进口替  
代，更可升级中  
国制造为中国创  
造，在供给侧改  
革中创造新的核  
心竞争力。**