

2021年9月3日，北京证券交易所有限责任公司成立。时光荏苒，年轻的北交所即将满一周岁，它的发展吸引了越来越多的目光。

截至7月底，北交所上市公司达104家，总市值1888亿元，合格投资者数量近510万户，日均成交近11亿元。当下，北交所市场利好不断，第二批北交所主题基金获批、取消公募基金投资精选层比例限制，原精选层基金投资北交所渠道大开，增量“活水”持续流入，无疑是“及时雨、锦上添花”。

有人说，北交所为创新型中小企业上市融资提供了最确定性之路；也有人认为“面多水少”，当前北交所的估值和流动性令人失望。一半海水，一半火焰，如何理性看待北交所进入战略发展时间窗口期？

与沪深市场的三个不同

创新型中小企业几乎都有一个“资本梦”，就是能够登陆资本市场、公开发行自己公司的股票或者债券，为公司发展插上腾飞的翅膀。北京证券交易所的成立，让中小企业实现梦想增加了一条途径。

今年上半年，在外围市场波动、疫情反复的大环境下，北交所市场实现了平稳运行，基础制度经受住了检验，改革实现了良好开局，呈现出结构性向好态势，市场特色、亮点逐步显现。

发行上市便捷快速。北交所同步试点注册制，由交易所承担审核主体责任，证监会履行注册程序。上市审核依托于新三板与北交所一体化发展、层层递进的结构，挂牌准入、持续监管和上市审核各个环节协同打通，发行上市更快速、预期更明确。从受理到注册，北交所平均用时140余天，最短从受理到上会用时仅37天。

服务对象精准包容。企业只要符合国家产业政策、市场定位均可申报北交所，既支持科技创新，也支持模式创新、产品创新。上市企业中，既包括长虹能源等国家级专精特新“小巨人”企业，也包括很多具有创新特征的传统行业企业；既有利润过亿的大型成熟企业，也有尚未盈利的生物医药初创企业，体现出多元化特征。

不过一个现实是，和沪深交易所相比，北交所还太“瘦弱”。沪深交易所每天成交万亿，北交所成交十亿出头；12万亿公募基金，进入北交所市场不到几十亿。“当年的新三板为什么做不起来？就是扩容太快了，最后资金面没跟上。”面对北交所提出“上规模”的思路，有人这样担心。

渤海证券做市业务负责人张可亮接受经济日报记者采访时表示，北交所目前的流动性总体来说不尽如人意。虽然开户数超过500万，但实际参与的投资者并不多。这

一情况需要从几方面分析：一是北交所开始的大部分股票从精选层平移过来，在2021年11月15日正式开板之前，部分股价已经超高，开板之后进入下跌走势，下跌行情影响了后续投资者参与的热情。二是这些新开户投资者皆为A股的资深股民，对沪深股市较为熟悉，但对北交所股票缺乏了解。公募、私募机构投资者，同样对这个市场并不了解。此外，由于北交所处于市场初期，上市公司体量较小，市场深度有限，研究投资北交所对于这些公募机构来说，性价比低，导致研究投入不足，不能为市场提供高质量的研报，这也不利于投资者投资。

安信证券研究中心总经理助理、新三板首席分析师诸海滨告诉记者，北交所目前状况符合交易所发展的一般规律。“无论是创业板还是科创板，都要走个2—3年的新板块行情，主要原因是市场还不熟悉，同时短期发行量也比较大，很多公司业绩需要释放，估值需要消化等。”诸海滨表示：“北交所只要坚持‘服务创新型中小企业’定位，多走出一些吉林碳谷、奥迪威、恒进感应这些‘牛’公司，价值就会逐渐体现。北交所现在严把上市关，支持优质企业快速上市，方向是对的。”

客观看，北交所的龙头企业流动性并不差。从换手率上看，北交所和美国纳斯达克市场相当，高于港股一倍。“尊重交易所建设的一般规律。”有接近全国股转公司的人士表示，北交所的“要素集聚”效应已经显现，畅通了创新型中小企业上市路径，直融体制已完备，现在是相关配套条件是否具备问题。

在记者采访中，有关专家表示，目前北交所深刻呈现出三个与沪深交易所不同的特征。

上市初期价格波动走势不同。北交所多呈低开高走态势，沪深交易所多呈高开低走态势。业内人士表示，这主要是因为北交所上市公司价格发现的起点源于新三板挂牌起，呈梯次逐级逐步释放的特点，而沪深IPO则是一次性集中释放。

均衡价格形成的周期不同。由于相关制度设计不同，北交所股票在上市当天，股票价格就是充分博弈，而后很快达均衡价格；而沪深市场则是一般上市后短期内急涨，之后进入漫长的寻底，再缓慢爬坡至均衡价格。这一现象越来越被市场关注。

更值得注意的是，财富收益周期不同。北交所股票市场的财富效应前移，投资者可通过参与新三板创新层交易，以跨市场套利的方式获得良好的投资回报。例如2020年新三板精选层开市之前，创新层公司股价就稳步上涨。精选层首批32只股票开市停牌前平均上涨79.09%，其中7只股票涨幅超100%。部分投资者提前布局，开市后整体浮盈近300亿元。

总体看，北交所制度设计主要吸附早期资本、长期资本和耐心资本，风险偏好和市场逻辑与沪深市场不一样。北交所也需要个人投资者，但个人投资者的参与方式是

个人直接下场参与还是通过相关基金产品参与比较好？值得投资者理性思考。

与新三板一体发展显优势

当前，北交所仍处于市场建设初期，从交易所建设一般规律来看，规模积累、功能完善、生态优化有一个逐步的过程，市场流动性功能发挥仍有不足、市场产品品种比较单一、市场生态比较脆弱、市场品牌效应尚未充分形成，还需要各方给予更多的理解和支持，共同推动市场高质量发展。

可喜的是，目前社保基金、保险资金均已入市，超500只公募基金加速布局北交所。境外投资者也对北交所十分关注，部分资金已通过QFII、RQFII参与市场投资。中介机构加大投入，初步形成了一批深耕中小企业资本市场服务的特色券商。

尤其备受实体经济关注的是，北京证券交易所上市公司由创新层公司产生，维持新三板基础层、创新层与北京证券交易所“层层递进”的市场结构，实现北交所和新三板的联动发展，形成了相互补充、相互促进的中小企业直接融资成长路径，其重要特色是按需、小额、多次的接续融资机制。

截至7月底，新三板挂牌公司6719家，总市值2.15亿元。北交所上市公司公开发行累计融资222亿元，单次融资从0.4亿元至17亿元不等，平均每家融资2亿元。这些企业在新三板挂牌期间平均进行2次定向发行融资，单次融资5000万元左右，上市后已有6家启动再融资。

“可以把北交所和新三板联动发展，理解成建立一套输送水资源的水利系统，这是一整套包含江河湖泊的四通八达、星罗密布的水利灌溉系统。”张可亮表示，通过小额、快速、灵活的投融资机制，迅速将巨大的流动性化整为零，大量的挂牌企业迅速通过低市盈率、低融资额的融资，实现自动分层，发行市盈率低，融资额低，但是量大面广，资金直接进入实体经济。

“现在的北交所对沪深市场跟跌不跟涨，说明还是市场深度不够，投资机会不丰富，也没有形成板块效应。只有当上市企业数量多了，才会形成龙头。”接近北交所人士告诉记者，这就是北交所为什么要上规模的逻辑。上规模就是要更快更多地发行优质企业，引领市场的建设。在全球市场，指数化投资是趋势，北交所的指数产品也不遥远了。但是一个前提是上市公司的供给有更多的态势，才能上指数产品，同时也解决了个人投资难问题，市场活力和韧性也会增加。

当然，上规模要处理好量与质的关系，始终要严把质量关；处理好单一与多元的关系，在行业类型、精准度和包容度上着力；处理好快与慢的关系，北交所上市都是“熟瓜”，其实从新三板挂牌起就是排队，只要严格遵守新三板规范，健康成长，

上市的确切性非常强；处理好大与小的关系，创新型中小企业不一定永远都小，北交所的未来也能出现大企业。

积极拥抱创新资本

当下，我国不缺资金但缺资本，尤其是缺创新资本的问题比较突出，在传统行业投资增速下行压力加大的情况下，这一结构性矛盾更加凸显。在当前经济结构调整的重要关口，更加需要发挥好资本市场作用，以分散决策、风险自担的方式推动储蓄向创新产业集聚，促进传统产业转型升级，形成更高效率、更高质量的投入产出关系，实现经济在高水平上的动态平衡。北交所在此大有可为。

对于北交所的未来，业内充满信心，也有很多期盼。“资金端的供给变得特别重要。”一位业内人士表示，目前还存在制度天然缺陷，比如，对于基金投资北交所，政策有投资上限而没有底限。“期待各类混合基金把北交所纳入配置视野，甚至政策上是否可以设立混合基金投资北交所的下限？”他建议：“此外交易机制要改进，比如实行做市商制度。”

随着市场规模扩大，未来北交所公司也一定会分化。从结构上看，好企业会自带流量，而差企业不可能有过高期望。从激励企业家精神的角度看，北交所拥抱创新资本、耐心资本，“赚企业成长的钱”，而不是“挣快钱”。总体看，北京证券交易所服务创新型中小企业，进一步扩大了资本市场服务实体经济的覆盖面、增强了资本市场对实体经济的服务能力。对于创新型中小企业而言，增加了融资渠道、拓宽了资金获得方式，紧密了投融资双方的关系；对于投资方来说，建立了更便利的退出机制，PE、VC等机构资金得以更加积极有效地投入创新领域。

没有毕其功于一役，也不可能一口吃个胖子，看待北交所的发展，要客观理性。“放眼全球，没有给小而传统的企业高估值、高流动性的交易所市场。”滦海资本董事长高凤勇认为，公司质地是估值和流动性的内因，而交易所及其配套制度，是估值和流动性的外因。对于企业来说，要先定位好自己，再评估北交所是不是适合自己。否则即便上了北交所，如果企业的规模、体量和商业模式举步不前，恐怕很多企业连目前的估值和流动性都维持不住，会更加边缘化。

北交所是创新型中小企业成长的马拉松赛场，胜利只属于那些不断努力奔跑、不断成长的骏马良驹。（经济日报记者 祝惠春）