

■ 高端访谈

# 彭文生:深化制度改革 加快资本市场发展

□本报记者 李刚

20日,国务院金融稳定发展委员会办公室召开会议,围绕下一个阶段的资本市场改革与发展工作倾听市场建议。对于市场投资者而言,应该如何理解这次会议的意义?对此,光大证券首席经济学家彭文生在接受中国证券报记者独家专访时表示,本次座谈会释放出加快资本市场发展的重要信号,即一个有广度和深度、健康发展的资本市场有助于促进经济高质量发展。因此,必须深化上市制度、退市制度、处罚制度与投资者结构等方面的改革。目前,导致过去一段时间市场下跌的因素开始有所缓解,从中长期看,经过长时间去泡沫,我国资本市场已具备长期配置价值。

## 大力发展资本市场是新时代内在要求

中国证券报:如何看待当前国内资本市场的健康发展?

彭文生:我国经济发展进入了新时代,基本特征就是我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。一个有广度和深度、健康发展的资本市场有助于新旧增长动能转换、国企民企平衡发展,提升宏观调控效率,从而促进高质量发展。

一是新旧增长动能转换。以创新促发展是告别过去粗放型模式、完成新旧动能转换、经济结构升级的关键。对于创新型产业而言,传统的投融资存在渠道狭窄、价值发现困难等问题,直

接融资市场可以吸引资本和社会专业力量参与新兴企业价值发现过程,减少信息不对称,扩展新兴产业和创新型企业的融资渠道。

二是国企民企平衡发展。高效发展离不开民营企业的壮大。民企比国企或房地产行业更难从传统的间接融资渠道获得资金。资本市场作为联系资金需求者和供给者的通道,可帮助缓解民营企业融资难、融资贵等问题。

三是提升宏观调控的有效性。在资本市场较为成熟的国家,货币政策操作除了通过信贷途径,还可以通过股票市场、债券市场等多个渠道传导至实体经济。我国货币政策传导主要通过信贷,而信贷与房地产关系紧密且多倾向于国有企业和大型企业,使得非房地产行业和中小企业从货币放松中受益较少,但受货币紧缩影响较大。发展多层次资本市场有助于增强货币政策的传导效率,有助于货币政策更均衡地作用于不同的经济主体,降低因过度依赖间接融资带来的结构扭曲。

### 无需对短期波动过度焦虑

中国证券报:今年以来,在一些内外因素的共振下,资本市场出现了比较明显波动。本次座谈会认为,目前资本市场风险得到较为充分的释放,已经具备长期投资价值,如何判断当前市场走势?

彭文生:目前,从经济形势到政策、从国内到国外,导致过去一段时间市场下跌的因素开始有

所缓解,而积极因素正在累积,投资者无需对短期波动过度焦虑。更重要的是,从中长期看,经过长时间的估值泡沫释放,我国资本市场已具备长期配置价值。

10年前,在标的稀缺性和投资者的非理性炒作等因素的共同作用下,上证综指的市盈率一度高达51倍(2007年10月),创业板市盈率更曾高达137倍(2015年6月)。过去几年,权益市场深度调整,不断挤出估值泡沫,上证综指、创业板指的市盈率分别回落到当前的12倍和36倍,各自处于2000年以来估值的15%和10%分位水平。

我国权益市场的长期配置价值已开始显现。一方面,从国内各类资产的比较看,如果将收益率的倒数视为估值倍数,目前北上广深等一线城市房产的租售比不足2.5%、对应的估值约为50倍,10年期国债收益率约为3.6%,对应的估值约为28倍,而上证综指目前的估值仅有12倍,已经凸显一定的估值优势。另一方面,与全球主要国家股票市场相比,A股市盈率和估值分位数也处在较低位置。

### 深化制度改革是健康发展关键

中国证券报:本次会议认为,当前资本市场改革面临比较好的有利时机。对于进一步促进资本市场稳定健康发展,您有哪些建议?

彭文生:打铁还要自身硬。要抓住新时代这

个大机遇、实现健康发展,关键是资本市场自身要构建起一套完善的制度,要遵循市场化、法治化改革方向,让优质企业进得来、让劣质企业出得去,让违法乱纪的欺诈者受到严惩,让遵纪守法的投资者得到保护。要实现这些目的,就必须深化上市制度、退市制度、处罚制度与投资者结构方面的改革。

一是以科创板为契机,推进上市制度改革。长期以来,资本市场的价值发现功能不健全,导致部分优秀公司在海外上市。“科创板+注册制”推出在即,这将对上市制度改革产生深远影响。

二是严格退市制度,确保优胜劣汰。作为退市阶段性安排的ST制度,还需加以完善并进一步起到优胜劣汰的作用。

三是加大惩罚力度,坚决打击欺诈,维护中小投资者利益。应探索建立集体诉讼等有效的惩罚机制,以充分发挥中小投资者自身维权的积极性,避免因为个人维权成本太高而放弃维权,解决因欺诈收益和处罚成本不匹配而无法产生足够威慑力的问题。

四是积极培育长线投资者,改善投资者结构。一方面,MSCI计划将中国股市纳入比例提升至20%,富时罗素也宣布纳入A股,这有利于增强长线资金的话语权;另一方面,人口老龄化将催化第二三支柱等养老制度的建立与完善,有望形成稳定持续的入市资金,改善股市的投资者结构。

**梁涛:保险业  
需向高质量发展**

□本报记者 程竹

中国银保监会副主席梁涛20日在新浪财经2018保险高峰论坛上表示,伴随着我国经济由高速增长向高质量发展转变,保险业迈向高质量发展势在必行。

梁涛指出,目前,保险业粗放发展的弊端已经十分明显,有些方面还很严重。从市场主体看,部分保险机构陷入低水平发展陷阱无法自拔,重复着“业务粗放扩张-偿付能力不足-增资-业务粗放扩张”的怪圈;从市场竞争看,部分机构过于依赖高手续费,背后有利益隐藏着商业贿赂、非法输送利益等违法犯罪问题;从行业资源看,破坏式、掠夺式的开发还相当程度存在,消费者不满意、不认同的现象并非个例,行业形象不好的问题没有得到实质扭转;从行业的风险状况看,少数公司无视保险经营规律,资产负债严重不匹配,积累了较大风险。

梁涛表示,从行业增速、价格水平、开放态势、竞争环境看,传统的铺摊子、扩机构等竞争策略已经很难奏效,转向高质量发展的任务十分紧迫。梁涛认为,推动保险业高质量发展还要做很多努力。

首先,要增强股东约束,让股东树立正确的投资理念,充分尊重保险行业发展和经营的基本规律,坚决破除将保险作为融资平台、赚快钱的认识。要完善考核体系,摒弃以规模论英雄的考核设计,把高质量发展的要求细化为公司的经营指标和考核指标,形成有利于高质量发展的激励约束机制。

其次,靠监管引领。在监管导向方面,要全面梳理监管制度,改变以往部分制度设计中隐含的规模导向,推动保险行业更加注重效益优先,不断提高行业全要素生产率。在监管评级方面,对有利于促进高质量发展的指标,应赋予更高的监管权重和评分,提高评级指标的精细化和完备性。在偿付能力监管方面,充分考虑粗放发展带来的可量化及不可量化风险,督促公司加强资产负债管理,杜绝恶性竞争,稳定经营现金流,提升经营效益。在监管执行方面,要坚决查处市场上的违法违规行为,有效治理市场乱象,坚持高管和机构双罚制,为行业高质量发展和转型升级营造公开透明、公平有序的市场环境。

**沪深交易所  
公布2019年休市安排**

□本报记者 周松林 黄灵灵

上海证券交易所和深圳证券交易所12月20日发布《关于2019年休市安排的通知》。根据通知,2019年全年休市安排如下。

(一)元旦:2018年12月30日(星期日)至2019年1月1日(星期一)休市,1月2日(星期二)起照常开市。另外,2月2日(星期六)、2月3日(星期日)为周末休市。

(二)春节:2月4日(星期一)至2月10日(星期日)休市,2月11日(星期一)起照常开市。另外,2月2日(星期六)、2月3日(星期日)为周末休市。

(三)清明节:4月5日(星期五)至4月7日(星期日)休市,4月8日(星期一)起照常开市。

(四)劳动节:5月1日(星期三)休市,5月2日(星期四)起照常开市。

(五)端午节:6月7日(星期五)至6月9日(星期日)休市,6月10日(星期一)起照常开市。

(六)中秋节:9月13日(星期五)至9月15日(星期日)休市,9月16日(星期一)起照常开市。

(七)国庆节:10月1日(星期二)至10月7日(星期一)休市,10月8日(星期二)起照常开市。另外,9月29日(星期日)、10月12日(星期六)为周末休市。

## 楼市横盘

### 调控仍“严”字当头

(上接A01版)

#### 确保市场平稳运行

多位接受采访的业内人士指出,在长期“房住不炒”基调和目前“一城一策”精准调控体系下,房价难以大幅波动,确保市场稳定运行仍将是下一阶段调控重点。

某中型上市房企高管表示,我国居民住房状况目前已从绝对短缺进入提升居住环境质量阶段。尤其在二三线城市,不少家庭已拥有多套房产。加之经过上一轮房地产去库存后,居民杠杆率已明显升高,继续加杠杆空间不大。因此,从需求和购买力角度看,房地产市场不会出现大的波动。

有业内人士也持类似观点:居民有能力继续加杠杆,但空间不大,尤其是三四线城市居民。如果进行全面刺激,将催生房地产泡沫。当前库存水平不高,一旦房屋成交快速上涨,房价将面临新一轮上涨。

中信证券研报指出,明年或推出更深度差别化住房信贷政策。例如,推出更深度差别化住房信贷手段,保障一部分应保障家庭住房信贷需求。

欧阳捷认为,“房住不炒”仍是长期政策基调,调控不会退出。

上交所三方回购稳步推进 仍需机构多方参与

□本报记者 孙翔峰

交易所市场的三方回购业务正在稳步推进。中国证券报记者从上交所了解到,截至11月底,在上交所开展的三方回购未到期余额约160亿元,11月日均成交量约25亿元,较4月推出时已有明显增长。

业内人士指出,三方回购业务的推出对构建多层次回购市场、便利金融机构流动性管理、促进债券市场健康发展具有重要意义。不过,由于三方回购刚推出不久,存在参与主体有限等因素,交易所三方回购还需要多方共同推动发展。

### 市场稳步增长

所谓“三方回购”,全称是债券质押式三方回购交易,是指资金融入方将债券出质给资金出方以融入资金,约定在未来返还资金和支付回购利息,同时解除债券质押,并由上交所和中国结算提供相关的担保品管理服务的交易。

交易所三方回购起步于今年4月24日,上交所、中证登正式公布了《上海证券交易所中国证券登记结算有限责任公司债券质押式三方回购交易及结算暂行办法》。

根据上交所提供的数据,三方回购业务从4月份开通以来,业务量稳步增长。截至目前,成功开立质押专户的机构及产品共65个,成功进行投资者适当性备案的机构及产品共112个。在已达成的交易中,交易期限集中在1-14天,成交利

率基本在前一交易日GC007定盘利率上下浮动。截至11月底,三方回购未到期余额约160亿元,11月日均成交量约25亿元。

市场人士认为,三方回购市场的稳步增长得益于其本身具有的优势性。中信证券固定收益部高级经理吴济洲对中国证券报记者表示,三方回购较质押式回购和协议回购具有三方面的优势。

对比质押式回购,三方回购所能接受的债券范围更广,不仅可以质押利率债\AAA公募债,还可以进行私募债、资产证券化产品的质押回购,提高了各类债券的流动性,尤其为信用债融资创造了便利的市场条件。

对比协议回购,三方回购引入第三方进行担保品管理服务,在交易时不涉及具体担保品,能有效提高交易效率。

此外,三方回购折扣率按质押券篮子统一确定,对于正回购方,部分债券的折扣率相对场内标准质押式回购更加宽容,同等融资金额下能够减少对质押券的占用。

### 扩展债市流动性

业内人士认为,三方回购这一新型回购方式丰富了场外回购的形式,主要依赖于融资主体自身信用,中央清算方不再承担押品的信用风险。

相较于原有的质押式回购,三方回购交易增加了第三方对担保品进行估值和管理,并就担保品范围和折扣率标准进行规范,一定程度上提高了

了回购的标准化程度。市场人士认为,三方回购交易有利于增强低评级债券流动性。低信用评级债券此前并不受逆回购方的青睐,在引入第三方对担保品进行专业管理及盯市之后,有望提高逆回购方对低评级债券的接受度。

整体而言,三方回购有利于进一步提升债券二级市场的流动性。同时,三方回购实行更加严格的投资者适当性管理,参与人亦可自行设定交易对手白名单,且由第三方机构对担保品进行逐日盯市,这些措施有利于提升风险管理能力。

以资产证券化(ABS)产品为例,当前ABS市场已经逐步成为企业在债权和股权融资之外的“第三极”,但是由于二级市场流动性不足,导致ABS发行和定价都存在一定困难。而三方回购业务将ABS的优先档和中间档都纳入了质押品范围。

“随着上交所三方回购将资产支持证券纳入质押券篮子,资产支持证券的融资便利性得到了显著提升,质押融资环境的改善也促进了交易所资产支持证券的投资交易需求。”国泰君安证券相关业务负责人丁杰能表示。

### 参与机构尚待丰富

三方回购因为具有安全、高效、便捷等优势,已快速成长为欧美债券回购的主要市场,对我国回购市场的优化具有较好的参考意义。据了解,早在2015年,全美三方回购日均交易额约1.8万亿美元,占回购市场的47%;欧洲三方回购

日均交易额8500亿欧元,占回购市场总量的11%。

从海外经验看,三方回购市场的发展首先得益于参与机构的广泛性,而国内目前三方回购业务市场需求热情仍有待提升,保险、基金、银行需求偏弱,券商自营需求尚可。

三方回购业务整体规模仍较小,原因在于资金面较为宽松的大背景下,各类机构在已有市场融资需求均能得到充分满足,加入新市场动力不足。同时,很多机构尤其以银行为主,开展新业务需要制度风控先行,同样限制了机构的进入和参与度。

“三方回购相对于质押式回购还是有一些劣势的,比如专户转入转出均为T+1,需要额外一天的时间将债券转入三方回购专户;市场参与机构较少,市场报价不活跃;机构质押券标准不同,相比交易所标准券的直接可押,操作便利性还可进一步提升。”天弘基金余额宝基金经理王登峰表示。

不过,交易所也在积极推动券商资管和银行理财参与三方回购交易。

“资管新规的大背景下,银行理财为应对转型,发行了大量短期理财产品(其运行策略和货币基金类似)。资管新规突显的短期理财产品和已有的公募货币基金体量较大,且均有较多融资需求。伴随着资金面的转换和银行相关管理制度的完善,未来三方回购市场业务前景和容量都非常广阔。”王登峰表示。

不过,交易所也在积极推动券商资管和银行理财参与三方回购交易。

“资管新规的大背景下,银行理财为应对转型,发行了大量短期理财产品(其运行策略和货币基金类似)。资管新规突显的短期理财产品和已有的公募货币基金体量较大,且均有较多融资需求。伴随着资金面的转换和银行相关管理制度的完善,未来三方回购市场业务前景和容量都非常广阔。”王登峰表示。

“三方回购相对于质押式回购还是有一些劣势的,比如专户转入转出均为T+1,需要额外一天的时间将债券转入三方回购专户;市场参与机构较少,市场报价不活跃;机构质押券标准不同,相比交易所标准券的直接可押,操作便利性还可进一步提升。”天弘基金余额宝基金经理王登峰表示。

不过,交易所也在积极推动券商资管和银行理财参与三方回购交易。

“资管新规的大背景下,银行理财为应对转型,发行了大量短期理财产品(其运行策略和货币基金类似)。资管新规突显的短期理财产品和已有的公募货币基金体量较大,且均有较多融资需求。伴随着资金面的转换和银行相关管理制度的完善,未来三方回购市场业务前景和容量都非常广阔。”王登峰表示。