专家热议金融供给侧结构性改革

精准施策 增强金融服务能力

□本报记者 陈莹莹 欧阳剑环 徐昭

习近平总书记2月22日在主持中共中央政治局第十三次集体学习时发表的讲话，为金融业改革开放指明了方向。接受中国证券报记者采访的专家表示，应发挥资本市场的作用，拓宽企业融资渠道。与此同时，科创板试点注册制、股票市场化发行以及发行上市后的持续督导和严格的退市制度，有望成为2019年重要的资本市场基础制度改革。

深化改革 做大做强资本市场

资本市场是金融体系的重要组成部分。“伴随着中国经济成熟度的提高，金融脱媒趋势日渐明显。过去一年多时间，监管层努力打通货币政策传导机制，说明服务实体经济不能完全依靠银行机构，应更多发挥资本市场的作用。”摩根士丹利华鑫证券首席经济学家章俊认为，就金融行业而言，在从去杠杆向稳杠杆过渡的背景下，加快建设和完善各项制度有利于显著发挥资本市场推动中国经济转型升级的积极作用。

联讯证券首席经济学家李奇霖表示，成熟的资本市场能够有效拓宽企业融资渠道，对改变债务驱动经济的发展模式有积极作用，有利于经济全局性的去杠杆。以银行为核心的融资体系在工业化时代能快速推动经济腾飞，但难以满足后工业化时代的科技创新、产业升级等需求。而资本市场的内核是“优胜劣汰”，能使资源快速优化配置，使创新成果尽快转化为经济效益，对当前的经济转型升级更为有利。

“金融是现代经济的核心，资本市场是我国金融发展重点所在。”南开大学金融发展研究院院长田利辉认为。首先，制度的形成和执行是资本市场健康发展的前提。其次，资本市场发展需要透明，信息对称和充分公开是防止制度套利和监管套利的关键。第三，资本市场发展需要开放，资本流动和国际竞争是我国资本市场高速成长的压力和动力。

新时代证券首席经济学家潘向东认为，股权融资可以通过资源配置、价值发现、风险分担等功能，弥补传统信贷的不足，健全多层次资本市场，发挥资本市场的枢纽作用，还可以拓宽企业融资渠道，缓解企业融资难题。科创板试点注册制、股票市场化发行以及发行上市后的持续督导和严格的退市制度，有望成为2019年重要的资本市场基础制度改革。这有利于增强市场股权融资功能，完善我国资本市场优胜劣汰机制，强化价值投资理念，有助于股市长远健康发展，提高经济发展质量。

多管齐下 增强金融服务能力

“发展中小金融机构是深化金融供给侧结构性改革的关键环节之一。”交通银行首席经济学家连平认为。当前国有银行正在增加对中小微企业的贷款，但实际上中小微企业和大型银行及金融公司的客户定位不匹配。在经济下行压力较大时，金融机构风险偏好较低，更愿意将资产投放到国有、大型企业，对民营企业的投放则非常谨慎。中小型金融机构的客户定位以小微为主，可以“门当户对”地服务中小微企业。

连平认为，推进金融供给侧结构性改革还应改革金融机构经营机制。长期以来，金融机构在风险偏好作用下形成的理念和业务流程更适合国有大型企业，这与实体经济结构转变不符合。目前民营经济占GDP的比重较高，中小微企业数量也较多，从金融供给的角度看，金融机构应适时调整完善体制机制。此外，金融机构的公司治理需进一步完善，真正按照市场化和商业化原则运作。

深化金融供给侧改革，还要从整体上优化融资体系。潘向东认为，应进一步发挥资本市场的枢纽作用。一方面，应完善资本市场基础制度，加大直接融资力度；另一方面，应疏通货币政策传导机制，消除对民营经济的各种隐性壁垒，重点解决金融机构对民营企业“不敢贷、不愿贷、不能贷”的问题。

北京大学国家发展研究院副院长黄益平表示，解决民企融资难题，要更多依靠市场化手段。利率市场化是第一步。如果利率不灵活，比如要求所有的贷款利率都在基准贷款利率附近，那么金融机构就缺乏动力给民企、小微企业进行贷款。金融领域的一个重要规则是成本覆盖风险，民企规模小、不确定性大、风险较高，向它们提供金融服务的成本相应也较高。

此外，深化金融供给侧结构性改革还需推进金融高水平双向开放。按照“宜早不宜迟，宜快不宜慢”原则，金融业扩大开放举措正加速落地。银保监会副主席王兆星之前表示，只有进一步扩大金融开放才能增强金融的竞争与活力，增强资金的有效供给，增加金融对实体经济的支持，更有利于稳投资、稳就业、稳信心。同时，提高资金的配置和使用效率，从国内外市场聚集更多资本，促进产业结构的调整和升级。

■ 记者手记

追涨不如“潜伏”

□本报记者 吴杰

节后行情喜人，其中主题投资火热，最具赚钱效应，但不少投资者并没有把握住这波行情。究其原因，还是对主题投资的节奏理解把握不够。

大主题大周期产生大牛股。因为题材空间足够高，持续周期足够长，“沾亲带故”的公司足够多，适合资金反复进出，以点带面轮番发酵，板块中的龙头股很容易率先走出翻几倍的牛市五浪行情，继而带动板块内二三线公司补涨轮动。科创板和5G这两个都是大主题大周期，其中的翻倍牛股都不少，但很明显，这两个主题行情还没结束。对中小投资者来说，与其追涨龙头害怕被套，还不如潜伏下来等待轮动。

先说科创板。目前科创板各项准备工作保持每周至少一次的新闻曝光率，科创板的脚步已经越来越近。科创概念股上周明显放量再度走强，前期龙头股纷纷涨停，宣告3个月的强势调整已经结束。在科创板推出前，板块内调整充分形态较好的二三线股票都可以低吸潜伏，等待市场关注点从龙头向下扩散，安全收益比应该不错。

再来说说5G。5G的投资周期更长，相关概念股更多，很多公司都是绩优蓝筹股，群众基础”更扎实。市场普遍认为今年是5G投资元年，从上游的光纤光缆、基站天线、设备供应，到下游的终端设备等，都是机会多多。考虑到5G投资以万亿计、时间跨度数年之久，市场的关注点已经开始向产业链上下游发散，相信真正的“业绩龙”正在黎明之前“潜伏”着。

融资客情绪回暖 融资余额持续走高

□本报记者 孙翔峰 陈健

A股行情转暖后市场风险偏好明显抬升，部分投资者“加码”入市。中国证券报记者多方采访了解到，目前场外配资平台日渐活跃，场内两融客户也有所增加。

从市场信息来看，各家配资公司的起步资金要求都不高，往往1000块钱就可以“玩一把”。业内人士认为，目前市场情绪整体乐观，但是反转尚待确认，高杠杆入市的风险不容忽视。

场外配资悄然抬头

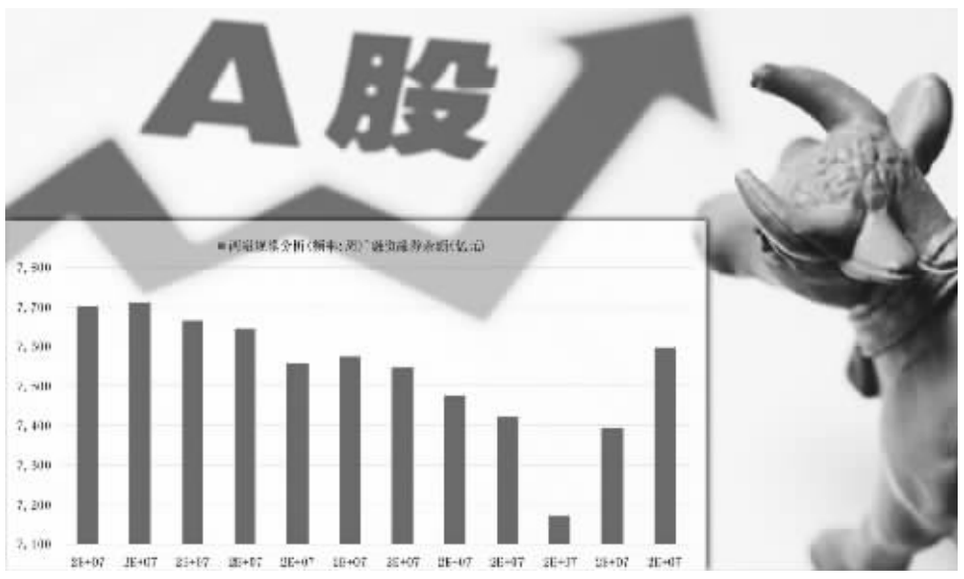
“可提供10倍杠杆，涨停可翻倍，免息一个月实盘交易，最后30个名额！”2019年以来，A股行情回暖趋势明显，曾经沉寂的场外配资业务也有抬头现象。近期，越来越多投资者收到类似的宣传信息。一家配资公司对记者表示，2018年6月才开展网上配资业务，目前已经有几千客户，其中大部分为2019年以来新增。

从记者了解到的各个配资公司的要求来看，投资者配资炒股的流程并不复杂。一般情况下分为四步：第一是通过配资公司实名注册账户；第二是支付保证金；第三是申请配资；第四是开始交易股票。

一家配资网站的客服人员向记者介绍，投资者可以参与不同周期的配资组合。一般分为按天配资、按月配资、免息配资等玩法。配资网站往往会通过设置不同的资金成本来鼓励投资者加大杠杆。

上述配资网站对不同杠杆倍数的资金成本进行了详细标价：最低2倍杠杆的成本为月息1%，以管理费方式收取；3倍和4倍杠杆的成本则降低为0.9%，随后每加1倍杠杆月息降低0.1%，最高10倍杠杆的成本为月息0.6%。

比如，投资者投入1万元，选择2倍杠杆，操盘周期1个月，最终获得的操盘资金是3万元，资金成本是月利息1%，也就是2000块钱。如果选择10倍杠杆，每月的管理费需要6000块钱，相对价格优惠不少。



视觉中国图片 数据来源/Wind 制表/孙翔峰 制图/刘海洋

各家配资网站新年以来也加大了促销力度。上海一家配资网站的工作人员告诉记者，如果1万本金按月配资10倍杠杆，可以申请赠送388块钱现金，如果100万现金申请10倍杠杆，甚至可以直接获得25888元的现金赠送。

“如果金额大，或者推荐朋友来，我们还可以谈更多优惠。”该网站工作人员在电话中向记者保证“公司实力值得信赖”，但实际上其可信度不得而知。

配资公司为了拉拢客户，在办公地址包装等方面也费尽心机。前述上海配资网站人员就告诉记者，公司刚刚在陆家嘴租下一个大办公室。

两融业务回暖

融资客户热情也慢慢高涨起来，两融余额也在持续走高。Wind数据显示，截至2月21日，沪深两市两融余额为7596.02亿元，占A股流通市值1.91%。其中，融资余额7517.70亿元，2月份以来持续上涨，回升至今年1月初的水平。

多家券商营业部负责人对记者表示，近期两融开户数量和规模持续增加。从客户结构上看，资金量较大的职业和半职业股民最先活跃。

“春江水暖鸭先知，这部分客户对市场行情的回暖更加敏感。整体看，现在还只是少部分‘聪明钱’试水，普通投资者加杠杆的时点还有待观察。”上海一家中型券商的营业部负责人对记者表示。

同时，两融业务成本也逐步宽松，一些券商已经可以接受7.8%左右的价格。不少券商表示，融资利率还可以根据融资规模和交易量来协商。

值得注意的是，今年1月底，证监会发布消息指出，沪深交易所正在抓紧修订《融资融券交易实施细则》。拟取消“平仓线”不得低于130%的统一限制，交由证券公司根据客户资信、担保品质量和公司风险承受能力，与客户自主约定最低维持担保比例；同时扩大担保物范围，进一步提高客户补充担保的灵活性。

对此，有券商分析表示，该政策将大大增加券商的灵活性。券商可以根据自身承受能力去调整平仓线的比例，有利于直接提高融资融券余额的规模，有助于推动市场风险偏好提升和指数表现回暖，使得A股市场重新获得各方资金的关注。

风险不容忽视

虽然市场整体行情表现较好，但是对于杠杆参与的投资者而言，风险不容忽视。

“市场形成了乐观情绪，整体风险偏好抬升。但持续单边上涨不可持续，回调随时可能到来。”青桐资本总经理李清对记者表示，即使市场全面反转，阶段性回调也会对高杠杆的投资者产生致命冲击。

不论是配资还是两融，都会设置一定的预警线和平仓线。特别是10倍杠杆的配资，对于股价波动的承受能力更低。记者了解到，多个配资网站的预警线设置为“操盘资金+本金*0.5”，亏损平仓线是“操盘资金+本金*0.2”。

“1万资金10倍杠杆的操盘资金是11万，预警线是10.5万，平仓线是10.2万。11万全仓买入的话，股价下跌7个多点就会平仓。”前述上海配资网站的工作人员告诉记者。

事实上，一些专业投资者对目前市场行情也存在分歧，这意味着加杠杆的风险更高。2月21日上证综指冲高回落，高位放量形成十字星形态。一家券商首席策略分析师在和记者交流中就表示，市场阶段顶部的特征就是日内大幅度换手，消耗踏空资金。“春季躁动”可能已经结束，上行趋势转为震荡。

“前两天大盘高位放量十字星让很多投资人感到心惊，这个时候多看少动最为合适，贸然加杠杆很可能倒在黎明前。”李清说。

■ 指数股（ETF）讲堂

播种的季节

□工银瑞信基金 林念 吕焱

一、内外部流动性预期和风险偏好改善助力年初市场反弹

开年以来A股市场表现优异，主要指数涨幅达到两位数。站在全球的视角看，这一上涨与海外风险资产价格反弹相一致。后者主要与美联储频频释放“鸽”派信号，带动市场对今年美联储加息暂停和缩表放缓预期抬升有关。市场流动性预期和风险偏好的改善，推动了此轮全球风险资产价格的回升。在此背景下，叠加市场对3月1日前MSCI决定是否提升A股纳入因子的正面预期，以陆股通北向资金为代表的海外资金持续净流入A股，成为A股市场的重要增量资金来源。

此外，去年三季度以来，国内政策暖风频出，为此轮A股市场回升提供重要支撑。从去年年中政治局会议提出“六稳”，到中央经济工作会议对“稳”的再次强调，再到开年后全面降准等逆周期调控政策的持续发力，以及包括资本市场在内的结构性改革政策信号的不断释放，逐步修复前期A股投资者的预期。

二、市场结构性投资机会增加，趋势性行情还需等待

开年支撑市场向好的估值面因素从年度维度来看，将较2018年好转。

首先，基于对2019年美国经济增速将小幅放缓，且其经济进入衰退风险正在提升的判断，预计当前市场对美联储货币政策边际趋松的预期将得到证实。其次，在国内经济仍面临下行压力的情况下，预计2019年国内市场流动性总体偏宽松，稳增长政策将托底经济增长，同时进一步深化改革和扩大对外开放等政策还将加速落地。这些变化意味着2019年A股面临的结构性投资机会将多于2018年。

不过A股市场的趋势性行情还需等待企业盈利拐点的出现。2019年国内经济依然面临压力，出口、投资和消费均可能对经济带来不同程度的影响。在这种宏观环境下，2019年上市公司盈利增速将延续2018年的放缓趋势，从而对A股市场构成压制。从历史经验看，社融增速拐点往往领先企业盈利增速拐点两个季度左右。在1月社融数据超预期增长的情况下，此轮社融增速的底部已基本得到确认，企业盈利拐点是否符合过往经验，将成为影响A股市场走势的重要变量。

三、短期A股市场仍可能波折，但中长期配置价值已经凸显

风险与收益相伴。拥抱机会的同时，也需规避和防范风险。企业盈利情况、海外市场特别是美股波动性上升等都可能对2019年的A股市场构成潜在影响。不过拉长维度看，目前A股已经具备较强的中长期配置吸引力。从当前估值所处的历史分位数看，目前A股估值处于历史相对底部区域，如沪深300和中证500的市盈率分别处于约28%和3%的历史分位数，市净率则分别处于约9%和4%的历史分位数。与此同时，目前股债内在回报率的比值处于历史相对高位，股债相对吸引力上，股票占优。逢低布局，一些相关的基金产品也较以往有了更强的吸引力。

坚持长期投资、价值投资，以产业趋势和景气度向好、估值合理为线索寻找投资机会，并加强对基金产品选择。2019年的配置思路将重点基于长期视角，选择有潜力的投资标的，主要围绕产业发展趋势向好、估值合理等维度选择相应的行业或主题基金。一是高景气度和成长性行业，如新能源、通信等；二是符合经济发展方向的主题，如消费升级；三是从估值角度选择安全边际高、可能存在估值修复的投资机会。虽然今年A股市场存在调整可能，但更应关注的是，过去一年市场调整使得一些指数的市盈率和市净率都处于较低水平，这将为投资者布局相关ETF提供难得的机会。

市场定价意识增强 新股“无风险”收益降低

□本报记者 吴瞬

近日，市场再度兴起对新股定价机制的讨论。此前由于A股中新股的特殊定价机制，“打新”一度成为A股的重要盈利方式，甚至成立了不少专门的打新基金，打到新股就等于躺着挣钱。

但数据显示，最近3个月中，仅有1只新股连板数量超过10，3个及3个以下连板就开板的新股也为数不少。分析人士指出，由于新股上市相对较少、连续涨停板数量大降等原因，打新江湖正酝酿着一场深刻变革。

“无风险”收益降低

康龙化成是近期市场上最为耀眼的一只新股，从1月28日上市到2月21日开板，共获得13个连续一字板，也成为最近3个月上市的新股中唯一一只连板数量超过10的个股，因此，康龙化成的中签者也成为近期市场难得的幸运儿。

但相比康龙化成，其他新股的中签者则没有如此好运，不少新股甚至只在1、2板之后就迅速开板，中签者收益大大降低。如2018年12月28日上市的上机数控，在1个板之后即开板；1月16日上市的青岛银行，在2个板之后即开板；同时在1月末上市的青岛港、华致酒行、威尔药业3只新股，也只获得了3个板之后即开板。

来自新时代证券的数据显示，新股开板涨幅方面，2019年以来共开板新股14只，平均开板涨幅114.07%，较2018年1月245.61%的平均开板涨幅明显下降。因此，以往被认为“无风险”收益的打新也不得不面临“收益骤降”的烦恼，“躺着挣钱”是越来越不容易了。

“以前中签就跟中大奖了一样，但现在中签的收益率已大不如前。以往中签就是3、4倍的收益，现在几个板就开了。如果只中一签，实在没太多收益，我有时候都甚至忘了打新。”一个人投资者如是告诉中国证券报记者。

对于资金此前为何会如此热衷新股，基岩资本表示：“主要是跟新股发行制度有关。新股发行市盈率通常不低于23倍，且较同行业的估值水平有明显的折价，因此一旦中签就会有赚钱效应，有利于新股顺利发行。中签者预期更高的收益，开板前不会卖出，新股上市之后会有多个涨停，市场也形成了炒新股的传统。”

分析人士指出，打新收益的实质是新股PE较低，一般被限制在不能超过23倍，新股上市之后可以有较高的估值预期，这就为后续炒作提供了机会。但随着目前新股开板速度越来越快，资金参与新股炒作的热情也在不断降低。

市场对新股定价意识增强

由于市场因素，2018年时，新股炒作现象就有减少的征兆，当年7、8月份时就有大量的新股迅速开板，养元饮品、华宝股份等个股上市第二天即打开涨停板。华泰证券数据显示，2018年开板新股涨停板平均数量为7.87个，平均开板涨幅215.5%，与2017年全年均值6.99个、224.2%相近。在华泰证券看来，部分新股迅速开板实际上标志着市场对新股定价意识的增强。

而在2019年的新股上市表现中，新股迅速开板似乎正在成为一种常态。同时，有关“取消上市首日涨跌幅限制”也被市场热议，尤其是在当前制度下，创业板新股更容易被热炒。

对此，基岩资本表示，近两年市场风格偏重价值股、蓝筹白马，市场上仍有大量投资者偏好炒小炒新。从两个市场的股票构成来看，创业板上市公司偏向于高科技，市场对此类公司予以较高的估值。而主板多是传统行业，金融、地产等估值相对较低。此外创业板上市公司一般市值较小，股价容易受资金影响。

在深圳赛亚资本董事长罗伟冬看来，取消上市首日涨跌幅限制对市场是有利的。“上市首日涨跌幅限制其实是在2014年之后才实施的。在2014年之前，有些新股涨幅是超过10倍的。在实施这一制度后，10倍股就很稀少了。在当前制度下，一般新股都要经过好几个涨停板才能开板，投资者在二级市场只能以非常高的市盈率买进去，这会对二级市场造成严重的亏损效应。取消这一规则后，新股会得到更好的定位，也是二级市场良性循环的一个过程。”

“躺着赚钱”渐远去

目前，A股其他市场板块新股市场化的定价机制还未形成，但科创板有可能成为这一制度突围的关键。此前监管层发布的信息显示，科创板股票的涨跌幅限制放宽至20%，相比主板市场放宽了一倍。此外，为尽快形成合理价格，新股上市后的前5个交易日不设涨跌幅限制。

在私募排排网研究员刘有华看来，科创板目前确定前5个交易日不设涨跌幅限制。新股上市发行定价方面，上市企业将全面采用市场化的询价定价方式，发行价不设限制。这意味着科创板的打新，也将会是高风险的投资，这是投资者需要注意的地方。

对此，申万宏源证券也指出，科创板涨跌停限制作出重大突破，意味着新股上市后股价波动将明显加剧，上市初期股价表现将更加分化，新股申购收益的确定性将有所减弱，投资风险上升，如何选择优质新股以及寻找兑现新股收益卖点的难度将大大提升。

在基岩资本看来，未来A股也会向欧美、香港等成熟市场的制度演进。但当前没有必要取消新股涨跌幅限制。“要取消涨跌幅限制就要配套T+0和注册制，现在虽然新股还是会连续涨停，但发行多了，资金分流大，后面新股的溢价会越来越低。另外市场整体估值很低，有大把比新股有价值的标的，这也会倒逼新股的发行估值下调。”

分析人士指出，在制度改革与市场认知不断进步的情况下，新股炒作或成为历史，一二级市场的估值将逐步接轨，市场定价以及价值重估的阶段将到来。而单纯依靠打新就能躺着赚钱的时代已一去不复返，未来将更加考验投资者的专业能力。

股市将成为国家重要核心竞争力组成部分

（上接A01版）可以说，全面深化改革决定着资本市场功效的发挥，而完善的资本市场将加速改革红利的释放。

两岸猿声啼不住，轻舟已过万重山。”中国经济发展已站上新的历史方位，中国资本市场也迎来新的历史机遇，步入深化改革发展的新阶段。顶层设计已明确 建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”的方向，纲举目张，一系列改革措施正揭开中国资本市场的新篇章。

现在，以春天的名义，以奋斗的姿态，出发！