

# 投融资并重 推进资本市场转型发展

□申万宏源研究 蒋健蓉 龚芳 谢云霞

当前，我国资本市场正在开启从过去重融资向投融资并重的市场转型，从而发挥资本市场在资源配置中的决定性作用。下一阶段，资本市场改革将围绕金融供给侧改革，有望从着重提高上市公司质量、完善交易制度、境内外引入中长期资金、推进发行制度改革、优化证券行业结构等方面展开，在最大程度上调动各类市场主体的活力，形成推进资本市场转型发展的合力。



## 科创板将重塑市场估值体系

□钟格

围绕设立科创板并试点注册制，监管层面紧锣密鼓地制定和推动完善相应规则，各地方政府随之立刻跟进，发布了相关鼓励政策，并加以大力推动。据媒体不完全统计，已经有不少于12个省市出台与科创板相关的鼓励政策，其中至少有5个省市已经明确给出“真金白银”政策。

作为近期市场的高频词，科创板的每一步动作必然引发关注。在业内人士看来，因科创板的高成长性，在试点注册制下，科创企业的估值定价显得尤为重要。

从传统估值体系和估值方法来看，科创企业估值的确遇到了难题。科创板上市企业集中在创新与科技发展领域，如大数据、人工智能、云计算、软件等，其中不少是初创公司，当前市场历史不长，缺少过往数据，并且多数具有轻资产特征，核心资产为研发成果，专利或技术，带来的利润具有滞后性及不确定性，当期经营成果不能体现专利或技术资产的价值。传统惯用的估值法在这里不够可靠，现金流预测也将遇到瓶颈。

同时，如采用相对估值模型进行横向比较，由于科创板的高成长性，往往很难找到相似度较高的同类标杆公司，有很大可能会导致科创企业估值过低，难以合理地对成长型科技企业进行价值预估。

因此，随着设立科创板并试点注册制的渐行渐近，市场关心的焦点仍主要集中在项目上市估值如何评价，如何重建一个全新而有效的估值系统等相关问题上，这也是未来相当长时间内市场所看重的关键。

不难预见，科创板对于未盈利的创新型未上市企业具有较强的包容性，必将重塑估值体系，甚至带来一场估值革命，从而对资本市场产生深远影响，重构市场参与者的投资理念体系。在科创板的顶层设计高度前所未有的，推动进度超预期的背景下，以科创板设立为代表的资本市场改革在即，带动创业板科技股估值联动，未来拥有行业壁垒优势、技术实力雄厚、研发能力优秀、成长性持续看好、在科技细分垂直领域保持领先地位的科创企业，将享受充分的估值溢价。

有投资者表示，紧紧把握此次产业升级所带来的投资机会，特别关注“关键核心技术创新”的行业企业。科创板也成为很多机构热期待的新机遇。当下，行业估值生态正在悄然发生改变。

## 一是功能定位：资本市场具有牵一发而动全身的作用。

我国金融体系改革的重要性被放到了前所未有的高度。中央提出“金融是国家重要的核心竞争力”，并对经济与金融的关系进行重新系统的阐述，金融作为虚拟经济与实体经济并不是对立的关系，而是相互依存、共生共荣的关系。

资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用。这是中央对资本市场功能定位的全新解释。我国以间接融资为主的金融体系发展已难以继，以银行信贷为主的间接融资体系的风险偏好与新经济、新业态的风格特征不相匹配，难以满足实体经济降杠杆和中小微民营、创新型、创业型企业的差异化融资需求。我国金融体系的结构性失衡以及系统性金融风险在客观上要求金融体系必须进行适应性改革，需要大力提升资本市场在

围绕着“打造规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”的目标和金融供给侧的改革要求，2019年资本市场的制度改革将有希望着重五位一体的改革举措展开布局。

## 一是强化信息披露是提升上市公司质量的重要抓手。

提升信息披露质量是规范上市公司发展的“牛鼻子”。未来可以通过量化、细化、定期化、公开化手段，从四个方面加强信息披露制度改革：一是从注重财务性信息披露向注重非财务性信息披露转变，影响上市公司盈利的商业模式，管理层对公司及行业发展的认识以及管理层及员工持股激励等都值得重点披露；二是从注重经济上的“硬性信息”（直接反映企业的资产、负债和损益情况）披露向注重非经济性的“软性信息”（直接反映公司管理部门的管理质量和业务素质的信息）披露转变，提升信息披露的广度；三是从注重历史性信息向注重前瞻性信息披露转变，投资者更关心上市公司未来的业务布局及潜在风险，对未来信息的披露能够帮助投资者更好地做价值判断；四是注重强制性信息披露向注重自愿性信息披露转变，改变信息披露的理念，从被动应付向主动积极披露转变，将信息披露作为上市公司与投资者之间的沟通机制。

持续推进市场化并购重组，鼓励上市公司做优做强。2018年9月以来监管部门并购重组政策持续松绑，助力实体经济发展。在监管审核上，新增了针对高新技术行业的并购重组审核分道制豁免/快速通道、将IPO被否企业筹划重组上市的间隔期从3年缩短为6个月、简化并购重组预案信息披露要求。在资金募集上，一方面放松了募集配套资金的使用用途，另一方面推动发行可转债作为并购重

金融体系中的地位，从过去30多年加快经济货币化发展，转向加快提升经济资本化发展的进程中来。

## 二是发展目标：打造规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。

资本市场的可持续发展离不开规范、透明的制度，开放、有活力的市场体系，只有这样的资本市场才有足够的韧性，才具备较强的自我发展和自我纠偏的能力。未来我国资本市场的发展需要从重融资向投融资并重的市场特征转变，才能更好地发挥资本市场的资源配置功能。

在融资功能上，保持新股发行常态化，以设立科创板并试点注册制为契机，形成可推广、可复制的经验，通过增量试点，以增量带动存量来逐步实现发行制度的改革。在投资功能上，借助交易制度的改进来减少交易阻力、降低交易成本、增强市场流动

## “五位一体”资本市场改革布局

组交易支付工具。

2019年上市公司分红制度将有望继续完善。当前我国上市公司呈现低分红、轻分红的基本特征。2019年我国将从完善公司规章制度、健全公司治理结构、做好分红相关信息披露三方面持续规范上市公司分红行为，引导上市公司形成主动分红、强化分红的意识。

## 二是丰富交易工具是完善交易制度的关键。

2019年场内金融衍生品种将不断丰富，以ETF期权、商品期权为代表的场内产品有望迎来较快发展。对冲工具的丰富是完善交易制度的重要体现。目前场外期权合约标的则以股指和黄金期权为主，个股期权从5月开始急剧下降；A股场内期权仅有上证50ETF期权，未来股指期货恢复常态化、新增场内ETF期权品种等措施均值得期待。

2019年将持续强化对内幕交易、操纵市场的监管。一是进一步要求上市公司及其它投资机构构建完善的内部信息管理制度；二是加强对内幕信息知情人实质控制资金账户及个股异动账户的监管，借助大数据、云计算等技术，对涉及重大资产重组相关股票标的持仓账户进行重点分析，利用大数据来剖析此类异动账户与内幕信息知情人之间的关联，提高内幕交易的稽查效率；三是将进一步加大对内幕交易的处罚力度。

## 三是引入中长期资金参与资本市场。

在一系列开放政策推动下，预计2019年外资将持续流入A股市场。自2015年起，外资持有我国股市市值逐渐提升，占A股流通市值比重从2015年11月最低点的1.15%提高到2018年12月底的3.25%。外资机构正在加大

流动性；借助基础金融工具的丰富为投资者提供更多的风险对冲及风险管理的工具，给予投资者多元化的盈利模式，形成多种形式的赚钱效应。投资功能的完善，才能真正推动理财产品市场的多样化发展和中长期投资者的真正发展，价值投资才能变得可行，投资者结构才可能改善，基础制度改革创新才能更有效推进。

## 三是改革方向：在资本市场领域深化金融供给侧改革。

金融供给侧改革的重点在于调整优化金融体系结构。未来在资本市场领域，金融供给侧改革的重心将集中在以下四方面：一是优化融资结构，改变当前我国以间接融资为主的融资结构，大力发展资本市场，更多以直接融资的方式来解决降杠杆和融资难题，以资本要素的最佳配置来带动社会其他要素实现最佳配置；二是优化金融机构体系

结构，非金融机构体系要发展壮大，对资本市场的发展形成支撑，要打造出一批一流的国际投资银行；三是优化市场体系结构，要促进多层次资本市场健康发展，形成能支撑企业全生命周期的股权市场体系；四是优化产品体系结构，通过多样化金融衍生工具的丰富完善，来积极开发个性化、差异化、定制化金融产品，更好满足居民理财需求和实体经济差异化融资需求，推进储蓄向投资的转化。

全面提升金融监管能力，才能打破“一抓就死、一放就乱”的怪圈。具体来看，金融监管将从以下三方面得到强化：一是统筹金融监管资源，利用金融科技来升级金融监管手段；二是重点解决金融领域特别是资本市场违法违规成本过低问题；三是加强金融反腐败力度，做到“管住人、看住钱、扎牢制度防火墙”，强化监管问责制。

机制等方面积极改进，力求在市场生态改善上做系统的制度安排。

2019年IPO规模预计保持常态，再融资发展较快。由于科创板主要聚焦科创类企业，且试点初期预计对IPO市场的资金分流效应有限。在二级市场环境整体趋于相对稳定的背景下，2019年IPO将保持常态化发展。同时，考虑到再融资相关政策的放开，2019年再融资有望快速发展，成为上市公司资本补充的重要工具。

## 五是证券经营机构发展加速向头部集中。

在资本市场全方位深化改革的背景下，证券公司将呈现明显的头部集中趋势。2018年6月，证监会选取十家证券公司作为创新企业试点的主保荐机构；证监会也多次表态要积极培育和打造国内一流投行。2019年证券经营机构的发展将呈现出“严监管与创新发展并重”的特征。与过去普惠式的创新发展不同，此次创新改革将有望更多从头部证券公司开始先行先试，其后再推广至全行业。2018年以来，我国证券经营机构发展已呈现出明显的头部集中趋势，截至2018年年底，以资产规模排序的前五大证券公司占全行业营业收入及净利润的比重接近50%，2019年头部证券公司有望借助强大的资本实力和创新能力进一步提升竞争力，行业发展“马太效应”进一步显现。

外资证券公司进入加快，但对证券行业竞争格局影响有限。由于国内特殊的投资者结构和新兴加转轨的市场特点，境内证券公司在网点布局、业务布局、规模效应等方面已形成明显优势，外资证券公司的竞争替代效应有限，但在部分跨境业务、金融衍生品业务等专项领域可能形成竞争优势。

# 从供需两端疏通货币政策传导机制

□中国人民大学国际货币研究所研究员 孙超

□中国人民大学国际货币研究所副研究员 毛雅婷

最新数据显示，2019年1月新增社融同比增幅超出市场预期，人民币贷款、企业债券融资和未贴现银行承兑汇票均同比大幅增长。在短期资金供求方面，银行间流动性较之前有所收紧，银行短期融资成本抬升最终会传导到非银机构，进而对实体经济融资利率产生影响。在中长期贷款利率方面，截至2018年12月，金融机构人民币贷款加权平均利率同比下降0.11个百分点。

央行日前强调，将推动基准利率和存贷款的市场利率两轨合一，这一过程中将更多地发挥央行政策利率对市场利率和信贷利率的传导作用，更关注实际贷款利率的变化。如果实体经济“融资难、融资贵”的问题迟迟难以解决，不排除央行直接通过降低政策利率或直接下调贷款基准利率方式降息的可能。整体上看，央行可以通过调整政策利率和贷款基准利率来达到降低市场利率的目的，为此，笔者具体分析不同降息路径，对货币政策传导和实体经济融资的影响。

## 第一，降低逆回购利率或MLF利率。

2019年以来央行多次暂停逆回购操作，表明央行货币政策着眼于维护市场流动性保持合理充裕水平而非短期资金供求变化。在非春节期间，当7天银行间质押式回购利率(R007)与7天存款类机构质押式回购加权利率(DR007)之差显著扩大后，在没有降准的条件下，经常伴随着央行逆回购操作量的显著扩大。从利率上看，2016年后央行逆回购利率变动较低，表明在短期资金方面，央行更多采用“量”而非“价”来保持流动性水平合理充裕。

在利率传导方面，2015—2019年的历史

BO007相关系数为0.8513，表明在部分时期逆回购利率对银行间市场交易利率有一定的影响，且影响由存款类金融机构传导到其他金融机构相比较为顺畅。由于MLF旨在释放中长期流动性，当出现长期资金缺口，经济体投资、消费增长乏力时，可以通过增加MLF投放或降低MLF利率引导长期利率下降，释放长期资金。

## 第二，利用创新型政策工具定向降息。

2019年1月23日，央行发行1年期定向中期借贷便利(TMLF)，操作利率3.15%，比MLF利率优惠15个基点，发行额2575亿元。TMLF主要面向符合相关条件并提出申请的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行，分配的额度主要考虑金融机构支持实体经济的力度，特别是对小微企业和民营企业贷款情况，以及自身的需求情况。因此，TMLF可以鼓励商业银行发放小微企业贷款，用市场化的手段鼓励实体经济融资。此外，TMLF为银行等金融机构提供长期、低成本的贷款，有助于引导长期利率曲线向下移，同时为永续债的发行保驾护航。笔者认为，在当前的经济发展阶段，定向降息是疏通货币政策传导渠道、引导长期利率下行的成本相对较低、负面影响相对较小而正面效果相对明确的降息路径。

## 第三，调整利率走廊上下限。

中国人民银行此前指出，探索常备借贷便利利率，发挥货币市场利率走廊上限的功能。如果超额存款准备金率作为利率走廊的下限，可以发现2014年以来，DR007均处于利率走廊之间，SHIBOR与DR007趋势相当，但2017年以来IBO007多次突破SLF的上限。

进一步分析SLF利率变动对DR007变动的影响，2015年初，SLF利率显著下降而存款准备金率不变，随后市场利率大幅下降。

降，长时间处于历史较低水平；2015年底，SLF再次大幅下降且随后降准，而DR007、SHIBOR等利率较为平稳，难以突破利率走廊的下限。

值得注意的是，2018年4月以来，SLF利率未变而存款准备金利率连续下降，银行间同业拆借利率和SHIBOR间利差显著走阔。考虑到SHIBOR是拆借市场的报价，反映流动性的供给；IBO007反映市场间金融机构的成交利率，更能反映出市场上整体的流动性供给和需求两方面的情况，两者之差越大，表明市场上流动性越稀缺。笔者认为，IBO007与SHIBOR之差的扩大，在一定程度上解释了2018年4月以来存款准备金的连续下调。

降低SLF利率和超额存款准备金率理论

上看，可以引导市场短期利率下行，但同时要考虑到利率走廊的“宽度”，即短期市场利率难以跌破走廊下限，仅降低SLF利率恐无助于有效引导预期。2019年以来，利率走廊处于较窄的水平，超额存款准备金率虽处于下降趋势，但国际上主要发达国家的超额存款准备金率均显著高于我国，未来难以持续下降。

利率走廊上限方面，不同于2019年，

2018年存款类金融机构的融资成本处于历

史高位，降准旨在释放存款类金融机构流动性的压力。如果存款类金融机构融资成本相对较低而非存款类金融机构融资成本仍然处于高位，即使降低SLF利率，市场利率仍然可以击穿走廊上限，降低政策传导效果。

央行通过降低政策利率以引导市场利率

下行预期，首先面临的问题是，短期的价格型工具能否及时、有效地传导到实体经济的信用和产出。根据货币政策执行报告，流动性管理目标由“合理稳定”转向“合理充裕”，央行更关注中长期的流动性变化和银行体系流

动性期限结构的改善。货币政策工具利率传

导到市场拆借、回购利率存在时滞和差异，而市场短期利率影响的是金融机构尤其是存款类金融机构的流动性，资金转换为实体经济投融资更存在时滞和差异，即货币向信用的传导并非一蹴而就。

第四，直接降低贷款基准利率(LPR)。

与上述路径不同的是，2015年以来央行并未调整LPR，而随着利率市场化的推进，2018年9月仅有13.64%的金融机构贷款采用基准利率，大部分金融机构选择上浮基准利率。因此，虽然LPR不变，但实际上贷款加权平均利率整体走高。

降低LPR最直接的影响在于，如果商业银行相应降低贷款利率，可能降低实体经济的融资成本，进而刺激产出。但这其中也面临着传导不畅的问题：商业银行是否会相应调整贷款利率，很大程度上取决于企业的资产负债和贷款需求，而这也超出商业银行的管控范围。同时，其中也存在着逆向选择和道德风险，最终成本还由实体经济承担。此外，选择在基准利率的基础上浮动贷款利率是市场主体在竞争中的选择，如果降低基准利率的同时商业银行选择上浮更高的比例，实体经济融资成本仍难以下降。这些都是调低LPR所需要考虑的问题。

短期资金供求和长期产出缺口对央行

货币政策具有重要影响。在《2018年第四季度中国货币政策执行报告》中，央行将“稳健的货币政策要保持中性”调整为“稳健的货币政策要保持松紧适度”，再次强调逆周期调节和疏通货币政策传导机制。央行直接

降低LPR的概率不高，结合企业实际贷款利率的变动，利用政策利率引导实际贷款利率和融资成本下降，通过降低MLF利率或定向降息的方式引导长期利率下降则具有潜在的可能性。