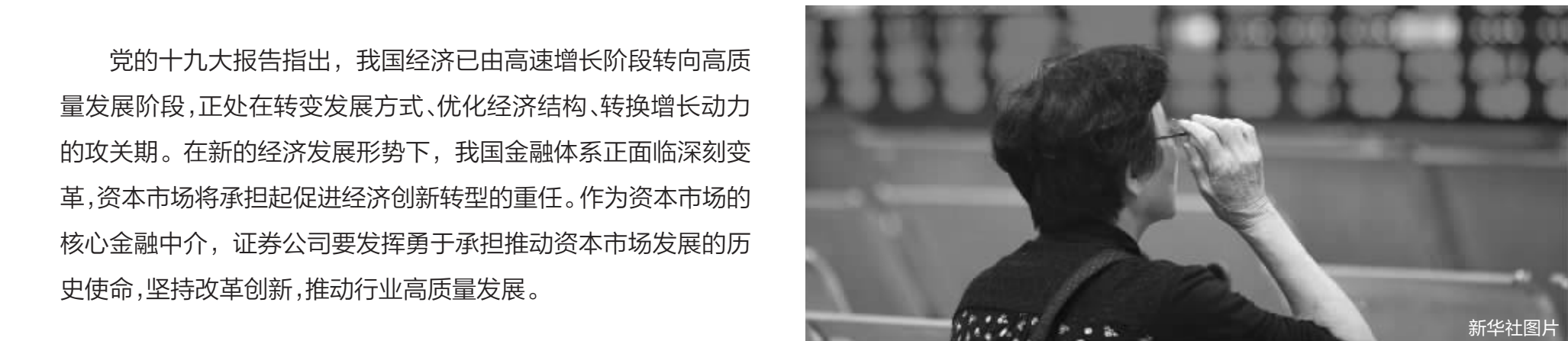


■ “证券公司董事长谈证券业高质量发展”专栏

# 坚持改革创新 推动证券行业高质量发展

□东北证券股份有限公司党委书记、董事长 李福春



新华社图片

党的十九大报告指出，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。在新的经济发展形势下，我国金融体系正面临深刻变革，资本市场将承担起促进经济创新转型的重任。作为资本市场的核心金融中介，证券公司要发挥勇于承担推动资本市场发展的历史使命，坚持改革创新，推动行业高质量发展。

## 证券行业承担着推动资本市场发展、服务经济转型升级的光荣使命

### （一）中国经济转型升级需要高质量的资本市场服务

我国经济进入高质量发展阶段，创新已成为推动经济发展的核心驱动力。在新的经济发展阶段和发展模式下，我国金融体系面临调整。习近平总书记在中共中央政治局第十三次集体学习时强调，要适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，推动金融服务结构和质量来一个转变。而资本市场在推动经济创新转型中发挥着至关重要的作用，由于科技创新企业轻资产、高风险的特点，其普遍面临信贷融资难题，当前我国以间接融资为主的金融体系难以适应经济转型发展的需要，资本市场将成为支持科技创新企业融资

的主要场所。

经济的高质量发展需要高质量的资本市场服务，但目前我国资本市场服务实体经济无论是在总量上还是结构上，都存在巨大的提升空间。2018年，我国社会融资结构中，间接融资占比达63.97%，股票和债券等直接融资占比仅14.73%。与此同时，中国有大量的新经济企业到海外上市。截至2018年末，在美国和我国香港上市的中国企业分别达213家和1087家，总家数与A股上市公司总数的比值达36.42%，总市值与A股的比值达75.77%；并且在美国上市的中资企业中，医疗、信息技术、电信服务等新经济企业的市值占比超过30%。我国资本市场在服务经济创

新转型、完善创新资本形成机制方面仍然存在较大的创新空间。

### （二）资本市场变革对证券行业发展提出更高要求

随着资本市场在服务实体经济中的重要性大幅提升，资本市场在金融体系中的战略地位日益凸显。为充分发挥资本市场功能，资本市场正深入推进关键制度创新。科创板在企业上市、发行、交易、退市等多项制度上都有较大突破。同时，相关制度创新将形成可复制、可推广的经验，逐步复制到现有板块和市场，资本市场的改革创新将全面推开。

资本市场的改革创新对证券行业的发展提出了更高要求。作为中国资本市场改革的

“试验田”，相关制度创新以市场化改革为主要方向，将对证券行业发展产生深远影响。科创板企业发行上市同时涉及证券发行、股权激励、股份托管、战略投资等，条件成熟时还将引入做市商机制，业务需求可能涉及投行、经纪、研究、另类、自营、资管等各业务条线，将真正引导券商形成以客户为中心的业务体系，提升综合金融服务能力，重构券商业务服务模式和盈利模式。同时，科创板实行市场化发行定价机制，将对券商的研究、定价、承销等专业能力提出新的挑战。随着资本市场改革创新的深入推进，作为资本市场的核心金融中介，证券行业实现高质量发展是推动资本市场高质量发展的客观要求。

## 证券行业高质量发展已经具备较好基础

### （一）证券行业发展迅速，服务实体经济能力持续提升

自1987年9月27日我国成立第一家证券公司以来，经过30多年的发展，证券行业不断扩容，尤其是近十年来，我国证券行业发展迅速，行业已初具规模。截至2018年底，我国证券公司会员达到131家，总资产共计6.26万亿元，净资产共计1.80万亿元，分别是2008年的1.22倍、5.22倍和5.27倍，期间净资产基本保持10%以上的年增速。随着行业的快速发展，其服务实体经济的能力也持续提升。股权融资方面，截至2019年4月底，A股上市公司数量已达3610家，2018年A股股权融资额达1.05万亿元，证券公司承销的债券规模达5.93万亿元，过去5年年均增速分别达21.38%和39.05%。

### （二）行业国际化初具格局

在证券行业迅速发展的大背景下，证券行业国际化已初具格局，部分大型券商已经在我国香港、欧洲、北美等地区布局，中小券商也纷纷进入香港。据不完全统计，目前已有30家证券公司在香港设立子公司，另有5家在香港以外地区设立子公司和分支机构。少数大型券商已经初步实现了全球布局，分支机构遍及我国香港、新加坡、印度以及英国、葡萄牙等欧洲和南美洲地区，境外业务收入占比接近30%，与摩根士丹利等国际投行水平相近。

### （三）创新业务布局有所积累

2012年以来，证券行业各项创新业务加快推进，转融通、股票质押式回购、柜台交易业务、中小企业私募债等业务正式启动；私募基

金综合托管业务、证券投资基金托管业务、非金融企业债主承销资格等业务向券商开放；放开证券公司依法设立另类投资、私募基金等子公司；扩大证券自营投资品种范围；沪、深证券交易所推出信用保护工具试点。创新业务探索加快，2018年，股权投资和其他业务收入大幅增长，分别同比增长72.38%和26.42%，收入占比合计达13.07%。创新业务的开展大大拓展了券商的市场空间，证券公司综合经营能力大大提升，为证券行业的高质量发展打下了良好的基础。

### （四）行业持续规范发展，防风险能力大幅提升

我国证券行业发展至今，已初步建立了一套较为完善的监管制度，自2005年证券公司综

合治理以来，行业持续规范发展。在券商业务范围持续拓展、业务复杂度持续提升的情况下，行业从未发生系统性风险。过去十几年来，行业监管制度不断完善，监管水平持续提升。行业已建立了较为成熟的以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系和风险监管制度，根据分类监管原则对证券公司进行评级，对不同类别证券公司规定不同的风险控制指标标准和风险资本准备计算比例，并在监管资源分配、现场检查和非现场检查频率等方面区别对待。与此同时，行业的合规经营和风险管理理念逐步加强，合规风控能力大幅提升。各证券公司普遍建立了较为完善的合规风控管理组织架构和制度体系，行业防范系统性金融风险的能力大幅提升。

## 证券行业高质量发展面临着严峻挑战

### （一）证券行业规模整体较小，与我国经济和资本市场发展程度不匹配

我国证券行业规模整体较小。从国际横向对比来看，我国证券公司与国际投行相比，规模差距十分明显。2018年我国最大的证券公司中信证券总资产为6.531亿元，相当于高盛 的10.21%，净资产相当于高盛 的24.73%，营业收入相当于高盛的15.08%。与我国其他金融行业相比，2018年，在银行、保险、信托、证券四大金融支柱中，证券行业总资产占比为1.98%，净利润占比为2.93%。与之相对应的是，2018年，我国经济总量达90万亿元，排名全球第二位，为美国的66%；我国股市总市值在全球中排名第二；2018年股票和债券等直接融资在社会融资总额中占比为14.73%。证券行业绝对规模与我国经济和资本市场发展水平不匹配，对行业的高质量发展形成了制约，也影响了行业服务实体经济的能力。

### （二）行业集中度较低，同质化竞争仍然严重

证券行业市场集中度总体较低，2018年，证券行业前十大券商总资产占比为50.84%，营业收入占比49.46%。而根据Wind统计，2018年

前十大商业银行总资产占商业银行比重达66.52%，净利润占比达72.39%；前十大人身保险公司保费收入市场占有率达73.60%，前十大财产险公司保费收入市场占有率达85.22%。行业发展不成熟、市场仍处于发展初期的混沌竞争状态，同质化竞争较为严重。各大中型券商普遍以打造综合性证券公司为战略目标，多数券商发展特色不明显，收入结构和行业基本一致。同时，监管扶持大券商的政策导向，进一步加剧了市场的低价竞争。近两年，部分大中型券商为争夺行业排名，在股权承销上以远低于正常水平的承销费率承揽项目，对行业的正常发展产生了不利影响。

### （三）业务模式传统，创新能力有待提高

国内证券公司业务模式整体较为落后，仍然高度依赖通道业务和投资业务。在业务结构上，2018年，经纪业务与自营业务收入占比超过50%；投行、资管业务占比小，不足25%；新业务收入占比低，不足15%。而2018年，高盛集团的投行、资管业务占比达40.65%，机构客户服务占比36.82%，机构客户服务主要是为客户提供销售交易业务；摩根士丹利财富管理业

务收入占比43%。

同时，在业务模式上，经纪业务仍以交易通道服务为主，财富管理转型处于起步阶段；资管业务主动管理能力不强，特色不明显；投行业务以承销与保荐业务为主，帮助企业与资本市场对接、进行产业整合、完善企业制度、助力企业做大做强等服务功能相对不足；自营业务投资策略和投资工具单一，面临着较大的市场波动风险。与国际投行成熟的业务模式和专业能力相比差距明显。

### （四）行业功能存在缺失

从证券公司对实体经济的服务功能上看，企业和个人存在融资、投资、避险、交易、支付等方面的需求。从融资功能看，银行间债券市场是企业债券融资的主要场所，但仅12家证券公司具备非金融企业债务融资工具主承销商资格；避险功能不足，多数证券公司不具备外汇衍生品业务相关资格，场外期权业务一级交易商仅限于12家AA评级券商；支付功能缺失，绝大多数证券公司不具备支付资格；此外，作为金融中介机构，多数证券公司不具备资金托管功能，目前仅有16家证券公司拥有证券投资基金托管

人资格。相对于其他金融机构，证券公司服务实体经济的功能存在缺失。

### （五）扩大金融开放对行业带来潜在冲击

我国金融开放持续提速。目前已有外资控股保险、证券、基金公司获批。未来我国金融业全面开放是大势所趋，将对证券行业带来潜在冲击。

一方面，发达经济体普遍采取混业经营制度，国际大型投行已全部实现混业经营，在我国分业经营制度下，为国内证券行业带来特殊挑战。外资投行不仅在跨境业务中能够借助母公司的混业经营优势为客户提供综合化的金融服务，在境内也可能通过控股不同的专业金融子公司实现实质性的混业经营，例如，瑞银集团和摩根大通在国内同时拥有银行子公司和证券子公司。国内证券行业在与外资竞争中面临着监管制度不对称的挑战。

另一方面，外资投行经过长期的历史积累和在成熟市场的长期竞争，在专业能力和综合实力上远远领先于国内证券公司。行业对外开放后，外资投行在跨境业务、投行、财富管理等领域将具备明显的优势，并可能占据市场高端领域，重塑证券行业格局。

## 指数股（ETF）讲堂

# 如何用债券ETF把握股债跷跷板效应

□平安基金 李宪

由于大类资产轮动，股票和债券之间的跷跷板效应始终存在，市场表现为股票下跌债券上涨，或者债券下跌股票上涨。在这种效应下，投资者可以通过股票和债券的资产轮动把握配置和交易的机会。股票资产方面，投资者对于个股、股票型基金等产品都不陌生，股票ETF也日益受到市场的认可和追捧。而债券方面，债券ETF对大部分投资者而言还是一个相对新鲜的名词。2018年以来，随着债券ETF的快速发展，创新债券ETF产品出现了个性化定位的趋势。本文将从从债券ETF特点出发，谈谈投资者如何选择债券ETF，充实自己的投资工具箱。

能够满足投资者交易需求的债券ETF，应该具备以下几个特点：

一是拥有明确、清晰的风险收益特征。投资者多样化的策略需求促使债券ETF按照券种、久期、信用资质等维度清晰定位，突出自身鲜明的风险收益

特征。以美国债券市场为例，美国市场是债券ETF发展最为成熟的市场，细数美国债券ETF市场的龙头产品，每只都有清晰的定位。2008年金融危机以后，美国债券市场机构投资者的策略逐渐向交易型策略转变，越发注重通过做市和交易盈利，并在不同大类债券、久期中切换，更大程度赚取资本利得。而由于债券ETF具有把一篮子具有相类似风险收益特征的债券打包在一起的特点，投资者差异化布局的需求使得美国的债券ETF向着突出自身风险收益特征的趋势发展。国内债券ETF产品也进行了相应的差异化布局。差异化创新的一个维度是广度。

从2013年起，债券ETF产品逐步从单一的国债ETF发展到如今涵盖利率债、信用债，以及不同期限的产品线。国内债券ETF产品的创新和多样化发展与交易所债券市场的发展密不可分。以公司债ETF为例，2015年证监会改革公司债的发行办法后，交易所公司债市场取得了长足的发展，公司债成为国内最大的信用债品种之一。在这样的背景下，市场需要一个能够表征公司债市场走势的主力标的和

工具产品，公司债ETF应运而生。差异化创新的另外一个维度是深度，即深挖传统券种的交易属性，赋予其更加清晰的定位。传统的期限类债券指数编制方法主要关注债券的剩余期限，而最近推出的一些债券ETF在指数层面更加关注特定期限个券的活跃度，活跃度越高的个券权重越大，突出中长久期国债活跃券的交易和配置价值。

二是底层资产具有较好的可投资性。债券ETF的底层资产即一篮子指数成分债券，什么样的成分券具备较好的可投资性呢？例如同样是剩余期限10年的国债，一只新上市，另一只已上市10年，如今剩余期限也是10年的20年国债，大概率是前者的可投资性更好。又例如两只国债，一只存续规模较大且有续发机制，规模和持有人结构有望进一步扩大，另外一只则没有续发机制，规模固定，那么市场也大概率会选择前者作为交易的主要标的。对于债券ETF，就需要在指数编制上考虑债券可投资性的因素。

三是债券ETF本身较好的流动性。债券ETF

的流动性至少包括三个层次：第一个层次是日常的成交量。第二个是交易双方在盘面上挂出的报价。前两个层次的流动性，可以直观的在行情软件上观察到。债券ETF第三个层次的流动性来自做市商的报价，更多是通过债券市场常见的询价方式获得的。债券ETF既可以在二级市场交易，也可以通过一级市场进行申购赎回。由于债券实物中赎的门槛比较高，大部分时候是由做市商进行一级市场的申购赎回。对于做市商而言，能否给出贴近ETF的净值的报价，以及这个报价厚度是否足够，这就涉及到债券ETF流动性的第四个层次：成分券是否本身有较好的流动性。因而以活跃券构建指数成分券，会使得ETF本身天然具备了较好流动性，这样的债券ETF可以更好地用来波段交易，把握股债跷跷板机会。

四是债券ETF本身较好的交易属性。ETF良好的交易属性来自两个方面：一个是资产价格有比较好的弹性，另一个是资金有比较高的利用效率。谈到价格弹性，活跃券的作用不可忽视，活跃券是市场上

## 努力推进创新转型，实现证券行业高质量发展

（一）积极做大做强，提升行业综合实力  
规模是证券行业服务实体经济、参与国际竞争的重要前提。在重资本化趋势下，证券行业要积极做大做强，提升综合实力，为服务实体经济、参与国际竞争打造坚实的发展基础。一方面，积极利用多种融资工具，通过资本补充提升证券公司资本规模；另一方面，监管要鼓励行业开展市场化并购重组，推动行业通过整合尽快做大做强。

（二）回归本源，提升专业能力，鼓励行业创新  
习近平主席在中共中央政治局第十三次集体学习时指出，金融要为实体经济服务，经济是肌体，金融是血脉，两者共生共荣。证券行业要实现高质量发展，必须回归行业本源，为实体经济提供专业的金融服务。要转变过去依赖牌照的通道业务模式，形成以客户为中心的业务体系，在服务实体经济过程中，提升行业专业能力。同时，要提升行业创新能力，鼓励行业积极开展业务创新，为经济创新转型提供更加多样化的金融工具，特别是推进金融衍生品的创新发展，为证券行业提供交易和风险管理服务创造条件。

（三）推动行业差异化发展，建设多样化行业生态体系  
在新的经济和金融形势下，推动行业差异化发展是提升服务实体经济、实现行业高质量发展的内在要求。一方面，在宏观经济增速放缓的背景下，随着证券行业逐步回归本源，行业逐渐进入中低速增长阶段。在存量竞争格局下，差异化发展是新形势下行业发展的必然要求。另一方面，推动行业差异化发展是打造多样化行业生态体系、更好服务实体经济的需要。在创新驱动发展模式下，中小企业是创新的中坚力量，而大型金融机构天然倾向于服务大型企业。因此，打造一个由大、中、小证券公司全面发展的多层次证券行业生态体系，对于服务多样化的创新主体，特别是中小科创企业有着重要意义。

为推动行业差异化发展，既需要证券公司重新审视自身的战略定位，也需要监管为行业差异化发展创造必要的制度环境。包括给予中小券商必要的业务资格、取消非市场化的业务准入限制，进一步提升行业监管的市场化程度，通过发挥市场优胜劣汰机制，让行业在市场竞争中实现差异化发展，从而形成多样化的行业生态体系。

### （四）完善基础性制度，提升证券行业综合金融服务能力

在资本市场改革创新的新趋势下，证券公司业务模式正面临深刻重构，以客户为中心的业务模式要求证券公司围绕客户需求，提供一体化的综合金融服务能力。因此，一方面，需要证券公司加强业务协同，完善公司内部业务协作机制，形成一体化业务开展能力；另一方面，证券公司需要完备的金融服务功能。因此，建议进一步完善证券公司的融资、投资、避险、交易、支付等服务功能，为证券公司提供相关业务牌照；同时，在扩大金融开放的新形势下，逐步探索金融混业经营，以应对外资金融机构实质性混业经营优势带来的潜在冲击。

（五）提升行业国际化能级，积极参与全球竞争  
证券行业作为我国金融体系中日益重要的组成部分，只有在全球范围内参与国际竞争，才能形成我国金融核心竞争力。当前，在现有行业国际化布局的基础上，建议进一步鼓励更多证券公司“走出去”，提升行业国际化经营能力，应对金融开放新形势；同时，提升行业国际化能级，实现境外混业经营。目前已有少数券商在境外初步实现了混业经营，但多数证券公司“走出去”仍然以证券业务为主。建议鼓励证券公司在境外逐步进入其他金融业务领域，通过境外混业经营，在国际业务上实现与外资券商的同台竞技。此外，在国际化过程中，建议加强国内外政策协调，推动金融业对等开放，为行业国际化发展创造公平的竞争环境。（本专栏由中国证券业协会与中国证券报联合推出）

博弈最为充分的标的，能够最好的反映市场情绪，定价也更为准确。在债券市场上涨的过程中，活跃券是领涨的品种，因而活跃券体现出一定的高贝塔属性，弹性更大，交易价值也更大。债券ETF相较于普通的债券基金，具有交易属性，资金的利用效率也高出很多。普通开放式基金的中购赎回，通常要有T+2或T+3资金交收时效，而债券ETF是场内品种，可以实现卖出后T+0可用，T+1可取，在资金使用效率方面，远高于一般的开放式基金。债券ETF资金效率方面的优势更有利于投资者来把握市场行情。

中国债券ETF市场发展方兴未艾。到2018年年底，国内债券ETF产品数量从年初的5只增长到11只，规模增长了4.3倍，取得了较快的发展。然而债券ETF的规模占国内非货币类ETF市场总比例只有4.4%，相比海外成熟市场，国内债券ETF市场还有很大的发展潜力。2019年，随着债券市场进一步互联互通的政策落地和产品创新，债券ETF有望迎来进一步发展，将为市场配置、交易债券类资产提供更多的工具。