



优化行业生态环境及制度设计 推动证券业更高质量发展

□ 浙商证券股份有限公司董事长 吴承根

证券业发展与整个金融业态发展的平衡

(一) 加大政策扶持 推动直接融资发展

我国直接融资占总融资比例过低,不利于经济结构转型。目前,我国直接融资的比例已提升到30%左右,而美国直接融资的比例约为80%,德国和日本等发达国家则维持在70%左右。近十年来,美国三大股指稳步上升,且其债市规模庞大,使得其直接融资比例仍在不断上升。我国金融体系以间接融资为主,股票市场长期低迷,债券市场规模较小,使得直接融资比例长期处于低位。纵观发达国家的历史进程,直接融资的比例和经济发展息息相关。20世纪80年代,美国经济引擎从工业转向了服务、消费、科技行业的同时,间接融资作用受限,而美国股权融资占总融资的比重大幅上升,助推其经济转型成功。我国现在也已处于产业结构升级期,融资结构亟待改变以服务于经济转型。加快政策提速,加快多层次资本市场建设,推动直接融资发展迫在眉睫。

我国直接融资发展历史较短,法律法规和相关政策还不够完善,资本市场还存在明显的制度缺陷。阿里、腾讯、百度等公司同股不同权,最后只能谋求海外上市。反观美国纳斯达克市场,企业可以根据自身财务特征选择上市条件,亏损企业达到条件也能上市;直接融资的限制条件更为宽松。

(二) 杠杆率适度提升 比肩国际同行
国内证券行业的杠杆率为3.4倍。而欧洲和美国证券市场的杠杆率分别为18.4倍和10倍左右。杠杆率提升是驱动证券行业净资产收益率(ROE)进一步提升的重要因素。以美国为例,来看证券行业的ROE发展:(1)20世纪80年代初通道业务主导阶段:净利润率推动ROE;(2)20世纪

80年代后期及90年代中介业务主导阶段:资产周转率提升ROE;(3)2000年后重资产业务主导阶段:杠杆率驱动ROE。由此可得,当金融市场发展到一定的发达程度,杠杆率的提升势在必行。

在金融去杠杆的背景下,证券行业更应该识别“好的杠杆”,为优质企业进行有效的资源配置。杠杆资金主要用于信用业务以及债券投资,对于一些资金紧张的新兴科技企业尤为重要。加大杠杆资金的合理投放,能够推动处于孵化期的优质科技型企业解决融资困难的问题,将社会资源合理投放到高效且具有发展潜力的行业中。

(三) 深化金融评级 加大风险治理

当前我国信用评级体系有着诸多问题。第一,本土评级机构实力较弱,难以取得金融话语权。第二,相关法律不完善,缺乏对评级机构的统一监管。我国信用评级是伴随企业债券发行而产生的,然而我国企业债券由多个监管部门监管,影响监管效率。第三,信用评级得不到重视,信用缺失严重。在信用征集方面,尽管我国目前征信体系正在逐步建立,但对征信体系没有形成相关的法律法规,强制申报制度不完善,信息公开手段仍然落后。

要以政策扶持和加强监管相结合的方式加大对风险的治理。第一,扶持本国评级机构,维护国家金融安全。可以选择若干有发展潜力的评级机构给予政策上的扶持,扩大我国评级机构在国际上的竞争力。第二,推进征信立法,建立信用评级机构监管的法律框架。第三,推动建立良好的信用环境,进一步推动社会信用体系建设,包括建立和完善信用信息的采集及共享机制,完善守信激励及失信惩戒机制,健全破产机制等。

各类金融(监管)工具宏观运用的平衡

(一) 丰富金融工具箱 酌情综合治理

在金融供给侧结构性改革深化、兼顾宏观杠杆的稳定且保持总量适度的背景下,央行表示要进一步完善防控金融风险政策工具箱,并同步出台了一系列结构性支持措施。对于金融工具箱的理解如下:其一,财政金融工具在培育长期资本市场方面的领先作用;其二,货币政策金融工具在防范金融风险的规范性作用以及化解金融风险的调节作用;其三,消费(产业)金融工具作用于实体,有效的消费(产业)金融工具将反映市场情况;其四,最重要的金融工具,也就是说直接作用于金融体系,对于体系内参与者决策与战略规划产生直接影响工具。

金融政策工具只有在与金融市场工具相适应的时候,才能恰如其分地产生正面效应。举个例子,2016年熔断机制在推演可行的基础上实行,但实际操作出现一定问题:一方面,在已有的涨跌停制度下的熔断是否能够进一步控制证券市场的风险,也就是必要性不充分;另一方面,在缺少做市商的现有体制下,如果发生熔断,复盘后的流动性如何保持充足、业务政策如何保障。相比较而言,美国的熔断机制覆盖指数以及个股,虽然保守程度不如A股熔断机制,但其新版涨跌幅限制制度(LULD)的执行标准以价格区间、指数范围、交易时间为区分,对症下药。

监管工具箱与券商的业务平衡对于发展直接融资也至关重要。近年来资管新规促进券商资管业务向主动管理看齐。为了降低业绩波动,未来券商发力点侧重于衍生品资产以及复杂定价的金融工具,所以监管工具箱的业务指导与风险控制 and 金融工具的发展需长期平衡。

(二) 疏通传导逻辑 夯实定价体系

在信用体系稳定的基础上,价格的传导围绕同业展开。在传统的货币政策框架下,央行的货币政策操作主要针对一级交易商、大型银行,从而与非银机构的流动性显著分层。非银机构是金融体系的重要参与者,它所代表的信用实体对信用层级较低。在非银机构合理高杠杆水平下,非银机构的收益从风险理论来说是匹配的,券商与银行相比较更容易受市场预

中国券业伴随着

改革开放,已走过了风云激荡的近三十年历程。俗话说“三十而立”,当下的中国券业需要凝神静气,系统思考行业下一步的成长走向及发展逻辑。中国经济在面对内外发展的诸多矛盾及约束下,亟需提质增效,寻求更高质量发展,激发各类市场主体的创新活力,推动已经在全社会引起最广泛共识、众所期盼的经济结构调整及产业升级。正如《伟大的博弈》一书所表达的

的中心要旨——资本市场的博弈对应着大国的博弈和兴衰,资本市场的崛起与大国经济发展相辅相成。要实现真正的国富民强,资本市场的建设已经成为胜负手。当下的首要矛盾是证券行业相对孱弱的发展状态与全社会对直接金融相对较高的期望值的不匹配。同时,外部环境复杂程度增加,宏观经济增长动能的放缓以及信用风险频发给资本市场带来了较大的不确定性。

构筑一个改革创新和金融开放下的

证券行业新格局,建立普惠金融环境下的资本市场枢纽,必须解决五大平衡问题,才能使万众瞩目的资本市场成为经济转型升级源源不断的动力源泉:一是券业的发展与整个金融业态发展的平衡;二是各类金融(监管)工具宏观运用的平衡;三是国际开放及本土金融安全的平衡;四是融资与投资的平衡;五是产业集中与发展公平的平衡。

(三) 打开长短期融资 增强流动性匹配

2018年末,券商总资产较上年末微增,但净资产收益率持续下滑。一方面,金融降杠杆降低了体系内风险;另一方面,限制券商的杠杆自由制约了直接融资的多元化,经纪业务下滑,“两融”利息收入下降,券商净利润集中于前十大券商。券商是直接融资的主要信用对手方,一端对接金融市场,另一端对接直接融资方(实体经济等);一端控制成本、平衡流动性,另一端控制杠杆与风险。某银行被接管,拉开了同业刚兑被打破的序幕,后续容易产生信用波动引致风险。打开同业融资的长期发展链条除了直接的流动性干预以外,对于同业融资路径的制度支持和风险缓释工具运用是一种创新的尝试。券商在业务规模上升有限的基础上,寻求资本补充。部分头部券商发行转债或者发起定增,寻求业务拓展,如同业收购以及战略性的股权投资。部分券商将经纪业务向财富管理转型,或转型为以中介类业务及投资交易类业务为主的综合业务模式。而短期融资问题,目前主要以建立头部券商为稳定器的非银体系、直接融资体系为核心,一方面银行可以投资于头部券商的金融债券,另一方面头部券商维稳非银流动性,增强与信用的匹配。后续需要进一步探索完善建立证券公司业务的流动性支持体系。

国际开放及本土金融安全的平衡

(一) 灵活开放市场 谨慎评估风险

更灵活、更开放的市场与更谨慎、更细致的风险评估体系是推动证券业高质量发展的先决条件。党中央多次强调要深化金融市场改革,放开市场准入,强化竞争政策的基础性地位,创造公平竞争的制度环境等,推动金融行业全方位对外开放。国务院成立金融稳定发展委员会,多次召开防范化解金融风险专题会议。

2018年4月28日出台的《外商投资证券公司管理办法》放开了外资持有券商股份比例的限制,放开了合资证券公司业务范围等一系列条款,给外商“松绑”。一年多的时间里,3家外资控股券商横空出世,18家外资券商排队入场。2018年9月,海外自然人可开立A股账户;2019年1月,合格境外机构投资者(QFII)总额度由1500亿美元增至3000亿美元。2019年6月,中国银保监会主席郭树清在陆家嘴金融论坛上作出承诺,将进一步扩大国内银行、保险、证券、信托的开放。

2018年4月,中国人民银行下发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(简称“资管新规”),明确打破刚性兑付,对嵌套业务施行穿透性监管,禁止开展多层嵌套和通道业务,降低分级杠杆,让资管业务回归主动管理本源。长期来看,“资管新规”有助于规范市场乱象,有利于资本市场健康发展,体现了中央对风险评估体系的高标准、严要求。

(二) 引入先进经验 扩大国际资本流入

积极引入成熟市场先进经验,不断扩大优质国际资本流入,保障中国券业高质量发展。我国的资本市场与西方发达国家相比起步较晚,尚不成熟。因此,金融补短板要不断参考、借鉴西方国家成功的案例,择优引入国内资本市场,引入的同时,还需因地制宜,对相关细节进行符合我国国情的微调。

要通过深化改革,打造一个规范、透明、开放、有活

力、有韧性的资本市场,提高上市公司质量,完善交易制度,吸引更多国际资本,中长期资金进入我国资本市场,促进我国经济增长和就业,也有利于资源的合理配置。此外,扩大国际资本流入还能起到“稳外资”、“稳外贸”的双重作用,符合中央经济工作会议中提到的“六稳”的要求。

作为资本市场的增量改革,2019年7月22日科创板正式开板,是中国资本市场的破冰之举,是推动完善资本市场化功能的里程碑式举措,对战略新兴产业在一系列制度上进行大胆改革,弥补了现有资本市场的短板。

(三) 开拓境外市场 加快本土产业升级

为满足资本市场更高定位要求,国内券商需继续大力发展金融创新,积极开拓海外证券市场,提高国内券商在全球资本市场的知名度和行业地位。此外,拓宽证券公司服务范围,探索放宽对证券公司开展境内外证券同业并购的限制,坐实本土产业升级,提升行业资源配置效率是练好证券产业“内功”的不二法门。

目前,本土券商部分创新业务领域难以突破,不利于形成一批具有国际竞争力的一流投资银行。本土券商尚不具备理财账户的支付、投资、交易等基础功能,大部分券商未取得外汇业务牌照,难以充分发挥其跨境、跨市场的专业优势,无法提供全方位、一站式理财服务。无论是与本土银行还是国际知名投行相比,均处于明显劣势。本土券商可借鉴美国、瑞士等领先市场的先进经验,探索发展、完善证券公司在财富管理、衍生品交易、外汇等领域的创新机制,满足国内乃至国际客户多元化、复杂化、定制化的配置需求,推动行业传统业务转型升级,推动行业高质量发展。要加速国内券商进军国际的步伐,落后的、不必要的旧条款亟须解除;国内券商必须拾起“金融创新”这把“尚方宝剑”。

融资与投资的平衡

(一) 深化信用分层 拓展融资渠道

国内信用与隐含评级不匹配,中小企业融资需求难以满足。当前国内债券市场的融资分层情况依旧显著,在市场上占据绝对对数目的中小企业,信用债发行规模往往只占总发行规模的极小部分,其正面临着严峻的融资形势。一方面,在经济下行的压力下,中小企业债务违约情况有所增加,部分市场主体规避情绪加重。商业银行、保险等机构投资者风险承受能力有限,而中小企业的信用评级普遍较低,不符合这类机构的人库标准。在投资者范围较小的状况下,供需不平衡导致中小企业融资难融资贵。另一方面,部分中小企业对影子银行融资较为依赖,在经济去杠杆的大背景下,面临着融资渠道转换的阵痛。

(二) 扩展融资渠道 满足优质中小企业需求

一是发展债券市场,增加资本有效供给,改革现有的企业债监管模式,推行中小企业债券发行核准制,放宽中小企业债券募集资金的使用限制和上市交易限制;针对不同的经营主体、投资主体和资金需求主体,可以调整债券融资工具结构,丰富融资工具品种,给具有不同投资偏好的投资者以更大的选择空间。二是发展多层次的资本市场,逐步建立全国性的中小企业资本市场,以实现资源在全国范围的合理、顺畅流动。三是加快中小企业信用担保体系的建设,建立银行与中小企业之间的良好信用关系,提高中小企业的信用观念。

(三) 增强有效信用价差 完善市场信息沟通

信用价差期限结构以及市场信息的有效传导首先由金融开放产生客观需求。信用价差也将普遍运用于衍生工具的各个方面,如金融套利、风险管理和金融

衍生品定价等。现阶段,企业债期限和品种相对不丰富,主体、债项评级与隐含评级又存在差距,制约了信用衍生品的市场发展。长期的监管分割与市场分割使得衍生品市场不具备市场化条件下的数据获得,难以搭建基于有效信用价差的模型。同时,宏观经济、微观企业主体以及流动性的信用体系亟待强化。由此,市场信息沟通也应更有效。

在信用结构调整的背景下,大力建设征信体系,为信用市场提供信用信息交流与共享是市场信息沟通的最直接手段;同时,券商广泛参与信用市场以及采用合适的杠杆参与市场,是完善信息沟通、构筑有效市场的客观要求。

(四) 改革资金供给侧 有效对接需求

坚持推进资金供给侧改革,有效定点对接实体经济需求。当前我国发展面临整体下滑态势,资金不足已经成为中小企业发展的拦路虎。调整资金结构、合理分配资金,是资金供给侧结构性改革的主要内容。资金供给侧改革就是要消除这种资金的不平衡,提高资金配置效率。

需求不足仅仅是经济疲软表象,供需错配才是实质原因。仅靠一味地刺激需求无法永久维持经济长期稳定的增长,要从供给端,资金源头开始着手改革,刺激经济潜在增长力才是关键。杜绝“大水漫灌”式的流动性释放,定向、精准的给中小微企业输送纾困资金,保障实体经济活力。建立严格的资金分配制度,改革财政、税收政策,调整财政资金投资结构,加大实体经济资金的有效供给,减少无效供给,提高资金供给结构对需求结构的适应性,有效对接实体经济需求,才能确保我国经济平稳换挡,持续发展。

产业集中与发展公平的平衡

近年来行业主管部门着力推动证券行业产业集中度的提高,并在各类监管措施中设计了各类监管指标对此加以引导。诚然,近年来券商的各项统计数据表明行业的收入及利润向头部券商集中,但以此作为行业未来的监管导向,并不利于中小券商的发展,我们认为,该问题不能割裂历史静态地看。回顾中国券商的发展历程,我们发现:目前头部券商占据的优势地位除市场竞争因素外,还受益于各类行政力量及诸多因素的推动,如背后大股东的所有制性质,不同性质的大股东对于证券公司的业务发展推动力可能完全不同。比如说央企背景的券商在业务竞争中经常会获得一些“特殊待遇”,但这种领先并不完全由市场化竞争所带来,不会让券业同行真正服气和尊重。此外证券公司上市时间的早晚也会对未来发展产生较大影响。目前头部券商大多上市时间早,累计从资本市场融资金额大,但分析头部券商的盈利能力,并没有发现领先的资本回报率。

另外,国内券商大多发端于各省域国资体系,而区域国资监管理念、文化以及券商发展所需的资源配置情况差异较大,不能构成市场经济体系公平的竞争环境,这些政策差异需要较长时间的改革才能消除。此时如照搬海外市场现状,人为地圈定鼓励谁发展、限制谁发展,可能会扼杀绝大多数中小券商的经营活力。

当然在欧美国家,行业主管机关并没有运用行政化的手段去人为调节不同规模券商的发展走向。当下强调券业要紧密服务实体经济,服务在国民经济中发挥重要作用的民营经济及中小微企业,中小券商大多属于省域券商,与域内企业天然亲近,能够更好地体现直接金融的真正内涵。我们呼吁管理层给不同规模的券商创造公平的竞争环境,减少不必要的因规模而设置的“玻璃门”“弹簧门”,鼓励高质量的基于市场化的竞争,确保将券业服务实体经济这一理念落到实处。(本专栏由中国证券业协会与中国证券报联合推出)