

■ “证券公司董事长谈证券业高质量发展”专栏

把握投行自身定位 促进经济新旧动能转换

□民生证券股份有限公司党委书记、董事长 冯鹤年

以服务实体经济为基本功能

投资银行业务起始于有价证券承销，投资银行负责将证券以特定价格向投资者出售，机构在证券销售过程中起到发行人与投资者的中介桥梁作用，帮助市场形成较为公允的风险定价，也进一步促进了资本市场的持续发展。

投资银行通过有价证券发行的保荐和承销职能，帮助企业在首次公开发行、再融资发行以及发行股份购买资产方面获得资金支持。随着越来越多的企业及项目获得资本市场的支持，社会资金逐步向具有发展潜力和优势的实体企业和行业聚集，为国家经济的发展提供了重要的资本助力。

从成熟市场的经验来看，无论是国家还是金融机构，都高度重视投资银行的发展，积极运用投行业务服务实体经济，实现资源优化配置目标。截至2018年底，我国证券公司数量达到131家，总资产为6.26万亿元，净资产为1.89万亿元。其中，94家机构拥有保荐资格，超过百家的证券公司及投行子公司实现股债承销收益。全行业2018年实现承销和保荐业务净收入达到258亿元，财务顾问净收入32亿元。全年完成了IPO发行数量105家，募集资金1378亿元。

过去十年间，我国投资银行帮助2000多家企业实现IPO融资共计1.8万亿元。通过增发、配股、优先股、可转债和可交换债等方式实现再融资共计8.8万亿元，公司债发行规模达到7.4万亿元。投资银行通过股债发行的保荐与承销，有效地帮助了实体经济拓宽融资渠道、推动企业规模化发展，较好地服务了实体经济、助力企业成长。

进一步提升直接融资比重

有效的金融资本供给能够为实体经济发展形成巨大推动力。在早期工业化发展阶段，产业供给往往滞后于社会持续增长的需求。实体经济需要获得资金支持来加速规模扩张，实现规模效益。

我国金融服务实体经济长期以间接融资为主要渠道，间接融资在社会融资总量中的占比约在八成左右。企业主要通过银行信贷来满足大部分资金需求。但是随着企业自身杠杆水平和负债成本达到一定程度，间接融资逐渐难以满足扩容需求，需要通过直接融资来拓宽企业融资渠道。

近年来，我国资本市场股权融资规模总体保持增长态势，从2009年的4500多亿元增长至2018年的12000亿元。2018年我国社会融资总体规模中，包含债券融资和股票融资在内的直接融资规模达到近3万亿元，但是在社会融资总量中的占比仅为15%，仍处于较低水平，距离发达国家50%以上的直接融资比重还有较大的差距，一定程度上制约了我国经济结构调整步伐。

随着经济结构调整步伐加快，科技创新型企业需要拓宽股权融资渠道，控制好自身的资金杠杆和负债规模，因此直接融资逐渐成为不可或缺的融资渠道补充。企业可以通过股权融资或公司债发行获得直接融资支持。股权融资包括首次公开发行登陆资本市场，之后通过再融资方式扩大融资渠道、汇聚投资者资金，助力经营和发展。

发挥投资银行专业服务能力

我国当前资本市场改革持续深化，已经进入金融供给侧结构性改革的重要阶段。金融供给侧结构性改革旨在解决实体经济融资过程中的结构性问题，加强金融供给与多元化金融需求、多层次经济结构之间的匹配性，因而金融供给中的结构性问题将会是改革的重点内容。

当前经济结构转型是以新旧动能转换为着力点，其中大量中小企业将会成为科技创新的

投资银行是资本市场的重要参与者，在经济结构调整和转型过程中，是连接资本和企业的重要桥梁。党的十九大报告明确指出：“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”，点明了金融服务实体经济的核心定位，也指出了投资银行作为专业服务机构所应承担的基本功能和定位。

当前实体经济正处在新旧动能转换的关键阶段，需要进一步提升直接融资比例，满足不同企业类型多层次融资需求，从而推动经济发展由高速增长阶段转向高质量发展阶段。新时代背景下投资银行以其专业性手段，承担着支持供给侧结构性改革、实现实体经济新旧动能转换的市场职能。新时代背景下投资银行需紧密把握自身定位，进一步提升核心业务能力，推动我国经济向高质量阶段发展。

主力。在以间接融资为主的金融供给体系中，银行风险偏好较低，对于抵押担保等增信手段要求较高，能够适应重资产、规模化的工业企业融资需求，但是难以满足轻资产、重创新、高风险的科技创新型企业的融资需求。因此，亟须调整融资结构，提升直接融资比重，加强金融机构对实体经济的服务。

无论是企业初创还是转型发展，都会存在较大的商业不确定性，传统的间接融资难以满足不断增长的风险投资需求。因此，让“专业的人”做“专业的事”，发挥投资银行在保荐承销、风险定价、财务顾问、金融产品等方面的专业服务能力，能够有效促进直接融资的形成。

投资银行是为企业提供投融资服务的专业化机构，从发达市场经验来看，其发展历程经历了从单一的证券承销保荐到综合金融服务商的转变，以不断满足不同市场主体的多元化金融需求。当前我国股票首次公开发行注册制正逐步推行，投资银行的专业服务要求也在不断提高，专业化发展已经成为实现行业差异化、特色化发展格局的重要路径。

以投行业务服务为根基

聚焦股债发行的承销保荐业务，能够为投资银行的长期发展构筑良好的基础。全球知名的金融机构，如摩根大通、高盛、UBS、花旗集

团等，其长期稳健的发展都离不开传统的投行业务板块。金融机构的海外扩张也是首选投行业务作为立足点，以此来打开海外业务市场。这都充分显示出投行业务作为业务核心的重要地位。

目前，欧美的投资银行占据全球投行业务市场的优势主导地位，拥有较强的全球服务和资产配置能力，服务具有全球影响力的跨国机构及企业客户。全球大型投资银行收入排名中，摩根大通、美国银行、高盛集团位居领先地位，2018年的营业收入分别达到1042亿美元、880亿美元和359亿美元。全球投资银行收入规模排名前十位均为欧美投行，在全球资本市场投行业务收入的市场占有率达到一半。

未来随着我国资本市场开放进程加快，国内投行需要加快形成具有差异化、特色化的行业格局。目前我国营业收入排名靠前的投行有中信证券、海通证券和国泰君安证券，2018年分别实现营业收入372亿元、238亿元和1227亿元。全行业营收排名前十位的投行的营收市场占有率为45%，投行业务收入市场占有率为46%。实力较强的投资银行资本实力和团队实力突出，业务规模长期保持优势地位。从近十年的行业发展格局来看，如果股债承销保荐以及财务顾问实力稳定，那么投资银行自身往往能够在激烈的行业竞争中保持稳固地位。

以风险定价为核心能力

科创板在发行、上市、交易及退市等基础制度方面取得了重大的创新和突破，允许未盈利企业首次公开发行和上市交易，采用市场化定价方式，放宽涨跌幅交易限制，要求投资银行采取“保荐+跟投”模式，制定强制退市规则等。随着科创板加速落地，再融资规则优化、创业板重组上市放宽、对外开放举措持续推进，存量改革的步伐也在不断加快。

随着资本市场改革的不断深化，投资银行必须加快专业化转型，适应注册制环境下投行业务的新要求。由于科创板股票发行与承销规定采用市场化的新股定价方式，发行人和主承销商可以通过初步询价确定发行价格，或者在初步询价确定发行价格区间后，通过累计投标询价确定发行价格。市场化的定价方式将突破传统发行方式的估值限制，同时加大了包销和跟投对投资银行带来的投资风险。这就要求投资银行须严把项目质量关，扎实做好拟上市公司价值研究，为投资者提供较为公允的发行定价区间。

以合规风控为生命线

投资银行的业务基于风险定价开展，有效的内控机制是业务发展的立身之本。从国外投行的发展历程来看，近百年行业发展的重要阶段和事件往往伴随着市场风险的发生，以及之后不断完善的金融监管体系演变。以美国为例，从20世纪早期的金融混业经营，到1933年美国《格拉斯-斯蒂格尔法案》（Glass-Steagall Act）出台，确立了分业经营、分业监管体系；1999年《金融服务现代化法案》的出台，标志着混业经营的回归；而2008年美国次贷危机之后，《多德-弗兰克法案》加强了对混业经营的大型金融机构监管。

一个世纪以来美国资本市场运行经验表明，在市场发展过程中，投资银行的合规运营和风险监控是保障资本市场稳定的重要基石，也是投资银行的立身之本。投资银行业务的重心

在于综合性的机构服务，除了开展股债发行承销、并购重组财务顾问之外，投资银行的业务范围涵盖了信用业务、做市商业务、衍生品业务、资产证券化业务等。产品和服务的不断创新为市场带来活力，加强了投资银行对机构服务的能力，但也伴随着相应的风险投资交易风险。

从海外市场发展经验来看，无论是分业经营还是混业经营，投资银行都需要不断加强自身的风险管控，业务开展应当满足合规要求。当前我国《证券公司合规管理实施指引》的实施对证券公司合规管理和风控提出了更高的要求，证券公司的合规风控在组织架构中的重要性显著提升。目前，加强投资银行合规风控已经成为完善组织架构的重要一环，从2017年起国内投行就已经先后开始通过内外招聘的方式扩充内部控制部门人员规模，以适应监管的要求和公司自身发展的需要。

当前我国资本市场开放进程不断加快，A股纳入MSCI指数、富时罗素的比重稳步提升，外资机构持股比例限制放开，外资参与市场程度不断提高。对外开放将加快我国资本市场制度及机制完善，境内投资银行亟须提升核心竞争实力。

推动差异化发展 形成比较优势

随着科创板及试点注册制的运行，投资银行将迎来新的发展阶段。未来随着直接融资比重的稳步提升，资本市场改革深化，投融资环境将获得持续优化，有利于投资银行积极发挥资本中介、风险资产定价职能，引导社会资本向科技创新型企业汇集。

从美国市场的成熟经验来看，中小规模投行如果能够形成某项业务特色，在特定产品或服务上具有较强的竞争优势，也能够形成较强的竞争实力，其中关键在于人才队伍的建设。在欧美市场，大型投行长期占据着投行业务收入前十位的位置，但是在细分领域的并购业务收入，精品投行如Lazard、Evercore Partners、Centerview的业务竞争实力突出，能够与大型投行直接展开竞争。

目前，国内证券公司行业差异化、特色化的发展路径正在显现：一是综合类证券公司发挥资源优势，实现规模化发展；二是专业类证券公司聚焦细分领域的业务突破点，推动特色业务发展，加快形成比较优势；三是服务创新性证券公司运用技术优势，推动业务快速发展。长期来看，投资银行必将进入精细分类阶段，需要专注在自身擅长的行业、区域或领域，通过专业化程度来实现差异化发展，聚焦和深耕优势业务，建立品牌优势。

未来我国证券行业市场发展空间广阔，各地区经济发展特点不同，中小企业金融服务需求各异，需要各类投资银行参与细分领域市场，也需要相关行业政策引导和保障，更好地服务实体经济、盘活市场存量资源，有力支持国家经济发展战略目标的实现。

加强人才储备 增强资本实力

投资银行业作为智力密集型的金融服务产业，需要投资银行中的专业工作人员具备极高的专业性。投资银行的人才储备和团队建设一直是保持竞争力的基本要素。以专业人才和团队为基础，投资银行才能够逐步形成客户储量和业务特色，保证投资银行的竞争优势。这既需要我国高等院校持续输出高质量的金融专业人才，也需要引进国外的专业人士来加强我国投

资银行的人员专业化水平，在合理的薪酬制度设计下有效发挥各类专业人才的积极性，推动我国投资银行的长远发展。

在专业人才队伍的支持下，投资银行还需要聚焦投行主业，实现服务实体经济目标。现代企业的一切投融资活动背后都源自投资银行的推动和设计，包括企业上市融资、组建股份公司、企业分拆、并购交易、债务重组、投资管理和证券交易等。企业是经济的命脉，科技创新型的企业成长关系到经济结构调整，投资银行应当聚焦服务实体经济目标，调动投行人力队伍，发挥专业优势，与企业共同成长，帮助企业应对行业周期和自身生命周期变化，推动其成长为更具竞争实力的企业。

长期以来，我国投资银行一直存在资产体量小、造血能力不足、盈利能力较弱的问题。目前，我国证券公司规模和收入占金融行业比例仍然较低。从上市公司近年来的整体情况来看，我国证券行业上市公司总资产规模仅占所有金融业上市公司总资产的3.4%，净利润仅占6.4%；中国证券公司收入占比约为5%，而美国投行的收入占比能够达到约20%的水平。无论资产规模还是收入规模，我国证券行业占比明显较低，与成熟市场的结构还有较大差距。

综合类投资银行保持发展就需要稳步提升资本规模，规模化是提升投资银行综合实力的有效路径。我国投资银行可以通过引进战略股东、并购重组或再融资、加大资本投入来提升资产规模，同时把握业务的核心竞争力，形成良好的持续经营能力和盈利能力。

运用金融科技 加强内控机制建设

当前信息技术的发展和应用已经改变了传统证券业务的成本结构，线上获客引流的成本要低于实体营业网点的获客成本，佣金率下降是技术发展和应用的必然结果。这也倒逼投资银行必须改变“靠天吃饭”的营利和发展模式。投资银行应当根据自身情况，提高技术和研发投入，根据实体经济的投融资需求，适度创新产品和服务，提升投行业务的活力。

投资银行应逐步提升金融科技的运用，加大信息系统投入，提升公司的运营效率，提升业务专业化水平和服务质量。未来大数据、人工智能及区块链等新技术的应用，必将增强投资银行在财富管理、投资咨询、投资交易、产品设计、托管结算以及风险防范等方面的业务能力。金融科技运用将会成为为投资银行提升自身竞争实力的重要因素之一。

经过了近三年的严监管，市场投融资环境得到明显改善，市场机构的规范性水平显著提升。“管住人、看住钱、扎牢制度防火墙”，对资本市场和中介机构提出了更高的合规运营要求。因此，合规风控能力是投资银行核心竞争力的重要体现。投资银行应不断加强自身的合规建设，巩固和夯实发展基础。

投资银行及工作人员应当遵守职业道德和行为准则，防范利益冲突。同时应建立起较为完善的风险防控机制，把关项目质量、研判业务风险。投行机构负责人、高管、下属单位负责人及其他工作人员，应在经营决策、运营管理和执业行为过程中识别合规风险，主动防范、应对和报告等。强化内控机制是投行服务创新型企业的必要前提，投资银行应当依法合规运营，严把项目质量关，树立起“生命线”意识，才能够真正实现竞争力提升的目标。（本专栏由中国证券业协会与中国证券报联合推出）

革利好政策继续推出，科创板、创业板重组将实质性落地，国外三大指数纳入A股比例提升，外资持续流入可期，券商政策红利继续。9月资金面是核心因素，券商板块或迎来阶段性机会。

牛市启动，券商先行。在券商业绩和股价迎来上行通道之际，机构对A股走出长牛行情充满信心。

“经济的基本面是决定市场长期运动的方向。”中信建投首席策略师张玉龙日前在中信建投2019年秋季资本市场峰会上表示，目前经济处于逐步触底的过程中，A股实际上是处于一个长期牛市的起点。从行业配置的角度来看，首先，经济转型，成长股估值水平提升更快，叠加盈利预期的改善，长期看好成长股。其次，消费也成为内生增长的主要需求，这也是值得长期坚守的方向。最后，资本市场改革对券商板块也长期利好。

□本报记者 马爽 胡雨 周璐璐

上市券商半年报的热乎劲儿还没过，8月份业绩又开始频传喜报。截至9月5日21时，已有32家上市券商发布8月财务数据简报。中国证券报记者梳理发现，刨除去年8月之后上市的长城证券、天风证券、红塔证券没有可对比的同比数据之外，其他29家上市券商8月营业收入以及净利润（所有以母公司口径统计为准）出现普涨，15家券商净利翻倍。在此背景下，市场人士看好券商板块后市，同时看好由券商、科技板块引领的A股这一轮牛市。

券商业绩股价携手大涨

5日，沪深市场一片“红火”，非银行金融板块涨幅居首；36只券商股全线上涨，多只券商股盘中触及涨停。

据Wind数据显示，5日早间开盘时非银行

金融板块大幅高开逾1%后持续拉升，盘中一度涨4.49%，收盘时涨幅为2.07%，居中信一级行业板块首位。证券公司板块内，36只券商股全线上涨，中信建投、天风证券、红塔证券盘中触及涨停。截至收盘，中信建投、海通证券、天风证券、光大证券分别涨7.77%、4.46%、4.33%、4.12%。除了券商股，一些券商概念涨势亦强劲，例如华创阳安、哈投股份等。

在上市券商股价强势的背后，是8月份靓丽的业绩表现。截至9月5日21时发布8月财务数据简报的32家上市券商中，29家上市券商8月营业收入以及净利润（所有以母公司口径统计为准）水平出现普涨势头。

营业收入方面，8月32家上市券商营收水平均超1亿元，其中4家超10亿元。具体来看，国泰君安、中信证券分别以26.03亿元、22.58亿元的营收水平稳居上市券商前列，同比分别增长

324.84%、117.20%；广发证券、中国银河营业收入分别为11.17亿元、10.00亿元。从8月营收同比变化幅度来看，西南证券表现十分“耀眼”，同比增长1952.48%；山西证券、东北证券同比分别增长643.27%、548.78%。

净利润方面，共有12家上市券商净利润超过1亿元。其中，国泰君安以17.02亿元占据上市券商净利榜单“第一把交椅”，同比增长672.89%；中信证券以10.91亿元的水平暂居第二名，同比增长302.47%；海通证券、广发证券、国信证券净利润均超4亿元，分别为4.92亿元、4.72亿元、4.37亿元。

从8月净利润同比变化来看，15家上市券商同比增幅翻倍。其中，华安证券、国元证券表现格外亮眼，分别增长1547.26%、1042.19%；国泰君安同比增长672.89%；东吴证券、中国银河净利润同比增幅均超400%；第一创业、国信证券、海通证券、中信证券净利润同比增幅均超

300%。此外，中信建投、华泰证券等6家净利润均超100%。

夯实A股长牛基础

多家券商认为，随着一系列配套政策落地，在券商业绩分化、行业集中度持续提升的大背景下，龙头券商更为受益，而中小券商应通过谋求差异化竞争打造自身特色。

中泰证券认为，股权管理规定及其配套规则落地，行业实行分类管理，引导券商依据风险管理与专业能力差异化发展；从股东实力角度看，一定程度上利好龙头券商业务发展，结合此前2018年场外期权交易商资质管理情况，建议持续关注龙头创新业务发展，中小券商寻求差异化竞争，或可借鉴欧洲精品投行经验，把握自身优势打造行业、区域精品投行业务。

东莞证券认为，预期下半年资本市场改