

# 打出提振A股信心的组合拳

□光大证券董事长 郭新双

A股市场现在需要打赢一场重塑信心的大战役。这场战役绝不仅仅是一时一事的救市,而是需要既有战略上的大格局,也有战术上的细致谋划。只有从上到下协调一致,形成国家、行业、机构、普通投资者的合力,打出提振信心的组合拳,才能化解当前问题,将市场重新引回健康发展的轨道上。

## 打赢重塑信心的大战役

上涨的倾向,但市场繁荣对经济的促进作用不容抹杀。

但是,随着股指近几个月的大幅震荡,支撑股市的信心已经受到了明显的打击,最为明显地表现为股市投资者的大量撤离。在基金基金的大量赎回下,股票型基金份额数已经快速下滑到8月末不足7000亿份的水平,这相比6月近1.3万亿份的高位几近腰斩。同期,证券市场保证金余额已经从6月的3万亿元的高位下降到目前不足2.5万亿元的水平。而上证综指的日均成交量也从6月份的613亿股下降到8月的415亿股。资金的外流、成交量的萎缩,无不反映出市场中投资者信心的减弱。而信心减弱反过来又加大了股指下跌的压力,进一步打击信心,形成恶性循环。

尤其是,这次股市下跌为杠杆资金等新的金融工具所放大,呈现出短期内急速下跌的态势。严重的时候,急跌所导致的市场流动性枯竭甚至让投资者连撤离股市也做不到。这一度令许多投资者高度恐慌,并在市场流动性恢复之后非理性地夺路而逃,加重了对市场信心的伤害。

很明显,当前A股市场的信心已经到了相当危险的程度。在恐慌的氛围之中,投资者对市场、经济中的积极因素视而不见,反而不恰当地将注意力全部聚焦于负面因素之上。这不仅加大了稳定市场的难度,也将对我国宏观经济、金融体系,乃至改革开放都带来了负面影响。

# 跳出互联网+小微金融发展认识误区

的业务模式或金融生态,其典型特征:一是崇尚“开放、平等、协作、分享”理念;二是遵循多样化、个性化和互动性服务的思维;三是具有移动化、及时性、透明化和标准化流程;四是业务模式上融合碎片化与集约化、低成本与高效率、程式化与互动性等优势。

经过短短几年的发展,小微金融与互联网融合呈现出三个相对明晰的运作模式:一是基于电子商务平台的金融服务平台模式;二是网络借贷(P2P)平台模式;三是众筹模式。前两种模式是一种债权融资关系的金融服务平台,而股权众筹是一种股权融资关系的金融服务平台;前两种模式规模增长迅猛,绝对规模亦较大,而股权众筹模式目前规模相对有限,但增速亦极快。

第一个模式主要是以电子商务平台作为数据的入口,为电子商务平台上的商户和顾客提供以信用贷款为主的综合服务模式,典型代表是阿里金融、京东金融、工行银行融e购等,以阿里小贷为例,在互联网的支撑下,截至2015年9月8日,其注册用户超过1600万,活跃用户800万,约700万用户获得阿里小贷的预授信,阿里小贷累计发放贷款5000亿元,贷款余额约500亿元,但每笔贷款平均不到4万元。

第二个模式是更加新颖的小微金融模式,主要基于网络借贷平台进行信息撮合,以多种方式小微企业及其企业主提供以借贷为主的金融服务。P2P模式在国内成为非常热门的一种新型小微金融模式。网贷之家等发布的《2014年中国网络借贷行业年报》显示,网络贷款全年交易规模累积达到2528亿元,贷款余额为1036亿元。而中国电子商务研究中心数据显示,2014年底全国有P2P平台2000多家,2014年中国P2P网贷交易规模将爆发增长至5000亿元。业内人士预计,2015年P2P交易规模可能达到1万亿元。

P2P模式可以进一步细分为四种细分模式:第一种是纯粹P2P模式,或线上模式,平台是一个完全意义上的信息平台;第二种是线上线下结合模式。该模式在提供信息匹配载体的同时,又通过平台运作线下信用风险调查方式提供偿付能力评估等服务;第三种是担保模式。该模式是平台通过与担保公司等增信机构合作,对借款人违约风险提供担保,实际上是通过担保机制为网络贷款平台及借款人提供信用等级。目前,这种模式是国内较为流行的方式之一;第四种是股权投资模式。网络贷款平台作为责任人对借款人进行信用风险评估及资质选择,确定借款人及借款规模,以个人名义进行贷款之后再将债权转让。

股权众筹是微观经济主体通过互联网以出让股份的形式向投资人募集资金的一种筹资方式,而投资人则通过购入股权以期未来获得良好的收益。根据行业专业咨询机构网贷之家的统计,2015年上半年我国众筹平台总数量已经达到211家,其中2015年上半年新增53家,总共募集46.66亿元,其中股权众筹成功募集的项目达4876项,募集完成项目募集金额为28.28亿元,平均单项融资金额约230万元,募集中项目预计募集金额为112.11亿元。

中国股权众筹平台按运营模式可分为凭证式、会籍式和天使式三大类。凭证式众筹是在互联网通过销售凭证和股权捆绑的形式来进行募资,出资人付出资金取得相关凭证,该凭证直接与创业企业或项目的股权挂钩,投资者享受股权收益,但不成为股东,不享受所有股东权益。会籍式众筹主要是指在互联网上通过熟人或特

定会员机构介绍,出资人付出资金,直接成为被投资企业的股东。天使式众筹是出资人通过互联网寻找投资企业或项目,付出资金或直接或间接成为该公司的股东,一般出资人有明确的财务回报要求。天使式众筹通过互联网打破了筹资和投资的时空限制,是股权众筹模式的典型代表,被誉为“全民天使”模式。

## 互联网+小微金融的优势

长期以来,我国小微金融存在两个薄弱环节:一是农村农民的金融服务无法有效覆盖;二是小微企业的金融服务无法获得满足。在城乡二元金融结构背景下,县域和农村金融发展明显滞后于城市地区,农村地区金融机构网点密度低、金融账户普及率低、农民账户活跃度低以及基础设施落后等问题,使得农村地区的金融服务成本非常之高,使得成本收益性很差。

相似地,长期以来,我国小微企业融资难、融资贵、信贷可得性低等结构性问题突出,金融资源配置机制有所扭曲。一是小微企业融资难。我国银行信贷主要投放给了大中型企业,大企业贷款覆盖率为100%,中型企业为90%,小企业仅为20%,微型企业几乎为0%。二是小微企业融资贵,以长三角小企业融资为例,2014年小企业从银行融资的贷款利率高达10%-15%;另据万得温州民间融资综合利率指数显示,2014年民间融资综合利率和小额贷款公司放款利率均在20%左右。三是信贷获得比例低。截至2014年末,国内小微企业贷款余额占贷款余额不足19%。在全国小微企业中,只有约30%曾申请过贷款,获批的比例更低。

互联网+小微金融的最大优势是将深刻改变农村金融服务和小微企业金融服务的成本收益模式,使得小微金融可以获得长足发展的基础。互联网时代资金融通受时空限制极为有限,互联网化的投融资体系是可以跨越时空的网络,可以有效降低成本。同时,由于长尾效应的存在,使得原本分散、个性和微利的业务,可以变成集中、专业和大额利润的业务,使得小微金融的收入端实质性增长。成本端和收益端有效地融合,可以改变原有的成本收益模式,使得小微金融财务可持续明显增强。

缓解信息不对称问题及其引发的道德风险是互联网思维下的小微金融的两大优势。基于大数据和云计算的支撑可以较为有效地解决信息不对称问题,从而改变金融中介的传统地位,使得互联网+小微金融具有独特的信息处理和风险防范的机制。金融中介存在主要有两个原因:一是金融中介有规模经济和专门技术,能降低资金融通的交易成本;二是金融中介有专业的信息处理能力,能缓解储蓄者和融资者之间的信息不对称以及由此引发的逆向选择和道德风险问题。

信息是构成金融资源配置的基础要素,亦是风险管控的核心载体。在互联网思维下,资金供需双方的信息是金融的核心,更是小微金融的关键要素。互联网金融模式下的信息处理和商业银行间接融资和资本市场直接融资是不同的。互联网金融模式下的信息处理是在云计算的保障下,资金供需双方信息通过社交网络揭示和传播,被搜索引擎组织和标准化,最终形成时间连续、动态变化的信息序列,互联网模式下可根据大数据和云计算给出资金需求者的违约风险,并且成本极低。为此,基于互联网及其信息处理的方式,互联网金融将是“第三种融资模式”。虽然,第三种融资模式的界定存在一些争议,但是,互联网思维下的信息处理方式已经

经济转型重塑增长动力。而这需要多层次、多类型的金融支持。这是经济“新常态”对金融改革提出的内在要求。从长远来看,金融发展需要以服务于实体经济为宗旨,切实支持实体经济的融资需求。这方面,一级市场能发挥更为有效的作用。只有大力发展一级市场,建立起多层次的资本市场结构,才能将不同规模、特性的实体经济企业引入市场,有效满足其融资需求。这样,方能让金融市场的繁荣更多惠及实体经济,从而有效缓解实体经济的融资难问题。另一方面,将更多的优秀企业引入资本市场,也能增加市场中优质投资标的的供给,从而抑制金融泡沫的产生。

在资本市场层面,需要长短结合,化解风险,促进市场发展。短期来看,救市政策的重点仍然是维护市场稳定,预防金融风险的集中爆发。而从中期来看,稳步化解风险是第一要务。当前股市风险主要源自融资盘。因此,股市调控政策不应执著于股指点位,而应以化解融资盘风险为首要目标,以是否平稳有序地将股市杠杆资金压缩到合理水平来衡量其成败。期间,救市政策还要逐步平稳退出,以让市场力量重新发挥决定性的作用。

就资本市场的长期发展来看,此次股市震荡所暴露出来的一些监管和市场的漏洞需要弥补。这次股市震荡凸显了金融分业监管模式与金融混业发展趋势之间的矛盾。相应的,需要建立混业监管体系,做到对资本市场的监管全覆盖

和传统金融的信息处理方式有重大的区别。

第三是互联网思维下的小微金融利于“盘活”资金存量。互联网化下的小微金融,其出资者大部分将是普通大众,他们将其存量资金用于小微金融的各类项目,这有利于盘活民间资金,使得民间资金活动起来,是资源市场化配置的重要途径。互联网+小微金融的业务运行模式,有利于打破资金从农村、中收入基层和小微企业向城市、高收入阶层和大中型企业单向流动的困境,取之于民、用之于民,有利于资金更多用于农村农民发展、小微企业融资和个人创业创新。

最后是互联网+小微金融有利于发挥对“大众创业、万众创新”的支持作用。长期以来,我国中小小微企业融资困难,民间资本投资渠道不足,中小额投融资市场化匹配程度较低,使得“大众创业、万众创新”缺乏扎实的资金基础。互联网思维下的小微金融对于筹资人无疑是最大的创业和创新支持,对于投资者既是投资,亦是创新创业,同时也是市场开拓的基础,互联网思维下的小微金融本质上是大众参与的创业和创新,是“大众创业、万众创新”市场化渠道的基础支撑力量,是未来值得大力发展的优先领域。

## 跳出发展认识误区

小微金融的业务不一定小。在互联网时代,由于存在明显的长尾效应,小微金融的分散性可能在互联网技术的整合下变成一种具有规模效应的业务模式。从贷款的规模看,阿里小贷是典型的小微金融,但是,在互联网长尾效应下,阿里小贷成为收益状况比大中型金融机构的收益更高。再以杭州某家以汽车抵押贷款为核心的P2P平台为例,其户均贷款规模为6.8万元,已经为全国各地6万多个借款人提供借款的信息中介服务,2015年预计累积贷款规模将超过150亿元。可见,在互联网时代中,传统的小微金融行业虽然保持了单笔业务规模较小的特征,但是,其累积规模日益扩大,甚至可能发展成为千亿元级别的业务。小微金融在互联网思维下同样可以做得很大。

小微金融的规范性不一定差。在很多人的意识中,小微金融与民间高利贷、非法集资等不符合相关法律法规的操作划等号,被误认为是规避现有监管体系、进行监管套利或利用传统金融进行非规范操作等行为。但是,在互联网时代下,小微金融的规范性也在快速发生变化。因为互联网时代下,坏消息传播得更加迅速和全面,如果一家机构出现违规行为或者冒险行为而出现信用风险甚至违约,那么“坏事传千里”,该家机构的业务基本可能终结,机构可能很快将破产。确实有些不法分子利用互联网技术的支持进行不规范甚至非法的操作,但如果要将小微金融做成一个产业,做成一个长期可持续发展的机构,小微金融机构将会更加注重信息披露,更加注重遵纪守法、更加注重规范运作。

小微金融的运行不一定是由小机构来进行。一般而言,小微金融主要是服务于中小型和微型企业及中低收入阶层的金融需求,但往往存在一个误区,即小微金融是由中小金融机构或者新型的互联网金融机构来提供服务,以满足分散化、个性化、微利性和巨量的金融需求。当然,中小金融机构或新型互联网金融机构是小微金融的主要提供者,但大中型金融机构应该发挥其在小微金融中更大的职能。实际上,在长尾效应下,互联网思维是金融机构的一种普遍追求的逻辑,而不是中小金融机构的“独有”。

盖,预防新风险点的爆发。而从构建长期稳定股市的角度来看,必须要在市场中形成自动平抑股价过快上涨的机制。这个机制的建立有赖于IPO注册制的落地。因此,不应因股市震荡而过度延宕注册制推出。

在金融机构层面,证券公司肩负重大责任。券商是资本市场的参与者、维护者和建设者。离开了健康发展的资本市场,证券公司的持续发展根本无从谈起。因此,券商要有担当,要有追求,而不能仅仅以利润为导向。中国资本市场的大发展离不开证券公司的努力,而中国资本市场的大发展也会催生一批具有国际影响力的优秀证券公司。在股市信心缺失之时,正是考验证券公司能否发挥市场波动稳定器,市场发展推进器的作用。发挥好这样的作用,不仅仅是国家和行业对证券公司的要求,也是券商自身发展的内在需求。

在普通投资者层面,不宜盲目跟风,而要清醒看到我国经济发展的积极因素,对改革和长期增长保有充分信心。我们的投资决策应该建立在独立分析的基础上,“追涨杀跌”的盲从容易被市场走势左右,在加大市场波动的同时,也容易丧失有价值的投资机会。投资者要看到我们经济发展的积极因素,要看到我国资本市场长期健康发展的基本面并未变化。在这样的大背景下,市场超跌形成的低估值板块已有相当的投资价值。

最后,各方面的力量还需有次序、有梯度地组成合力,才能最有效地提振市场信心。在这中间,通过合理的步骤调配,维护资本市场中资金量的平稳是一个关键。如压缩杠杆资金等政策,从防控风险的角度来看当然必要。但政策出台也需注意节奏,以免造成过快的资金外流,再次打击市场信心。

实际上,在互联网+时代,大中型金融机构发展小微金融存在一定的优势:一是大型金融机构的筹资能力比较强,比如大型银行获得存款或资本的能力要强于小微银行;二是大型金融机构的渠道更加通畅。五大行全部加入到互联网金融的鏖战之中,致力于提供小微金融服务,这对于五大行的业务模式而言,是一个巨大的转变。五大行的电商平台已全部上线,囊括了中小额融资、小额支付、理财、清算、信息等各项综合金融服务,并且以特有的客户、资金和技术优势迅速扩大金融服务规模,占领市场重要地位。工商银行融e购平台(电商产品线)上甚至可以申请100元的消费贷款。2014年1月成立至2015年3月,融e购累积交易额超过1000亿元,在一年时间内就跻身国内领先电商之列。工行融e贷(贷款产品线)2014年给1亿多客户进行预授信,逸贷余额超过1700亿元,累计发放贷款2300亿元。可见,小微金融已经不再是小型金融机构独占一片天地,大型金融机构通过互联网技术发挥长尾效应,在小微金融服务领域已经发挥了更加重大的作用。

互联网无法实质性降低小微金融的风险。在互联网金融和传统金融的比较下,信息不对称问题的缓解成为互联网金融的重大优势。互联网金融通过信息积累和数据挖掘有有效地解决了信贷搜寻和审核问题,实现了资金需求和供给的汇集与配对。为此,互联网思维将使得金融领域的道德风险可能有所降低。但是,互联网思维下的金融业务本质仍然是金融,这就决定了小微金融无法通过互联网技术完全解决金融风险问题,期待以互联网来实质消除金融风险的想法是不全面的。

更为重要的是,互联网思维下的小微金融风险可能更大。一是互联网+小微金融将具有传统金融的所有风险,比如信用风险、流动性风险、市场风险等;二是互联网+小微金融将具有更加明显的操作风险,特别是因为信息技术引发的操作风险更为巨大。比如,2014年晓风网贷信息系统的黑客事件导致40余家P2P平台的系统瘫痪,多家机构的资金被盗而破产,投资者权益遭遇重大损失;三是互联网思维下的小微金融跨界特征更加明显,可能使得金融体系稳定性受到威胁。为此,在发挥互联网的优势的同时,应更加注重风险管控机制的建设和维护,确保互联网小微金融的稳健发展。

简言之,长期以来,我国中小小微企业融资困难,民间资本投资渠道不足,中小额投融资市场化匹配程度较低,使得“大众创业、万众创新”缺乏扎实的资金基础,使得经济结构转型和服务业发展缺乏扎实的资金基础。互联网思维使得小微金融获得长尾效应,使得发展小微金融可以通过市场化方式加以解决,很大程度上解决了小微金融的财务可持续问题。中小微企金融融资可得性差将有所改观,小微金融的信息不对称问题亦有所缓解。在互联网时代,小微金融不再是小业务,不再是规范性差的业务,不再是小微金融机构或平台的专享业务,大中型金融机构亦可以提供更加多样化的小微金融服务。互联网思维下的小微金融服务中,互联网是媒介,金融才是本质,小微金融互联网模式的发展应该更多借助互联网思维、技术和手段,但应该以金融为核心来构建风险防范机制,保障小微金融体系的稳健性。

(何德旭是中国社科院金融所党委书记、副所长;杨耿彪、王呈斌是浙江(台州)小微金融研究院执行院长;郑联盛是中国社科院金融所副研究员)